

# Are You Ready for the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution?

2020. 7. 28 (화)

**meritz** Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

잡음이 많지만, 주가는 떨어지지 않는 이유

### 오늘의 차트

연준 총자산 감소, 걱정할 것 없다

### 칼럼의 재해석

공장 없이도 시총 300억 달러? 수소차에 거는 기대, Nikola Motors

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

# 잡음이 많지만, 주가는 떨어지지 않는 이유

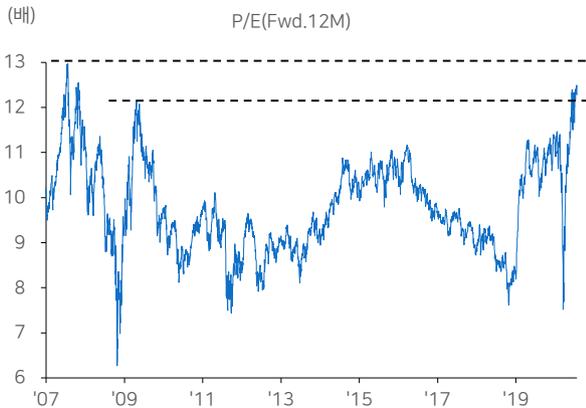
- ✓ 주식시장의 잡음 : 미중 갈등, IT기업 CEO들의 청문회
- ✓ 금융자산 인플레이션을 가리키는 신호들 : 명목금리는 정체되고 있지만, 실질금리는 하락
- ✓ 화폐적 현상의 결과물인 금융자산 인플레이션은 지속될 것. 그 신호는 'Libor-OIS Spread'

## 주식시장 : 잡음이 많지만, 떨어지지 않고 있다

지난 2개월간 필자가 수 차례 활용한 그래프 중 하나는 바로 <그림 2>이다. 2009년 증시가 반등했을 때와 지금 PER이 고점을 기록했던 시기를 전후로 KOSPI의 추이를 비교한 그래프다. PER이 고점을 기록한 이후 약 2개월 간 KOSPI의 기간조정이 진행됐던 것이 특징이며, 이와 유사한 흐름이 6~7월에 나타날 것으로 전망했다. 전반적으로는 유사한 흐름이 나타났으나, 최근 들어서는 2009년에 비해 주가 레벨이 높아졌다.

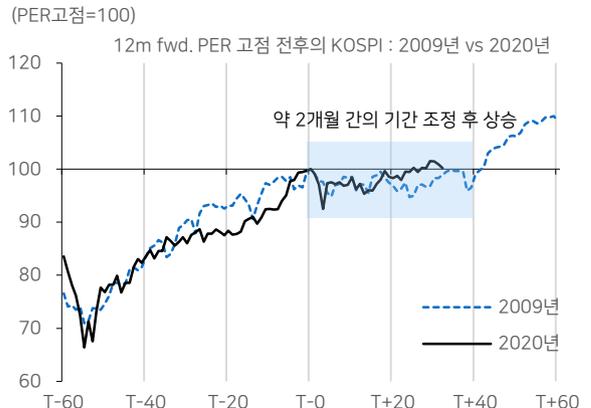
6~7월의 기간조정을 예상했었기 때문에, 7월이 거의 끝나가는 시점에서 다시 중요한 판단이 필요해졌다. 결론은 다시 한번 2009년의 추이<그림 2>와 유사하게 추가적인 상승 가능성이 높다는 판단이다. 여러 가지 잡음이 많기 때문에 불안할 수 있고 주식시장에 변동성이 높을 수도 있지만, 그럼에도 불구하고 긍정적인 전망을 유지해야 한다. 그 이유에 대해 살펴보도록 하겠다.

**그림1 코스피 PER : '09년 고점과 '07년 고점 사이**



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

**그림2 PER 고점 전후의 KOSPI 비교 : '09년 vs '20년**



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

**첫 번째 잡음 : 미중 갈등, 판단 기준은 하나!**

100년마다 바뀔 패권

- 패권 전환의 계기는 '전쟁'
- 이번에는? '코로나19'일 가능성

미중 갈등을 판단하는 기준에 대해서는 이전 전략공감 자료들을 통해 소개해왔다. 오늘 그 내용들을 다시 정리해보자.

첫 번째 기준은 미중 갈등 그 자체다. 패권의 역사는 약 100년에 한 번씩 전환돼 왔다. 30년 전쟁 후 1648년 베스트팔렌 조약을 통해 프랑스가 유럽의 패권국으로 부상했고, 166년이 지난 1814년에는 나폴레옹 전쟁의 결과로 빈 회의가 열렸다. 이를 계기로 영국이 유럽의 패권국이 될 수 있었다. 그리고 105년이 지난 1919년에는 1차 세계대전이 끝나면서 미국이 전세계의 패권국이 되었다. 그리고 다시 101년이 지난 2020년, 우리는 다시 한번 패권 다툼의 과정을 지켜보고 있다.

패권의 흐름이 전환하게 되는 계기는 무엇일까? 이전의 패권 전환의 역사는 '전쟁'을 통해 이뤄졌다고 볼 수 있다. 물론 전쟁이 발발하기 이전에 시스템적인 문제들이 누적돼 왔겠지만.

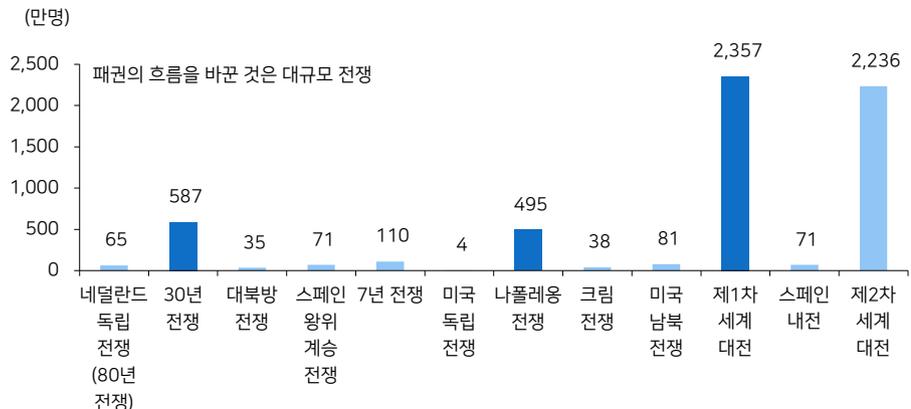
21세기에도 '전쟁'이라는 무력충돌이 패권의 흐름을 바꾸는 계기가 될까? 그럴 가능성도 배제할 수 없겠지만, 미국과 중국 간의 무력 충돌을 상상하긴 어렵다. 그렇다면 무엇일까? 답은 알 수 없고 패권이 바뀔지 바뀌지 않을지도 모르지만, 만약 바뀌게 된다면 코로나19가 원인이 될 수도 있겠다는 생각이 든다.

**그림3 패권의 흐름(서양 국가들 기준)**



자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림4 전쟁 사망자 수 : 패권의 흐름을 바꾼 대규모 전쟁**



자료: Wikipedia, 메리츠증권 리서치센터

미중 갈등의 장기화 가능성(근거)  
 - 코로나19의 최대 피해국 : 미국  
 - 미국이 지목하는 코로나19의 발병지 : 중국

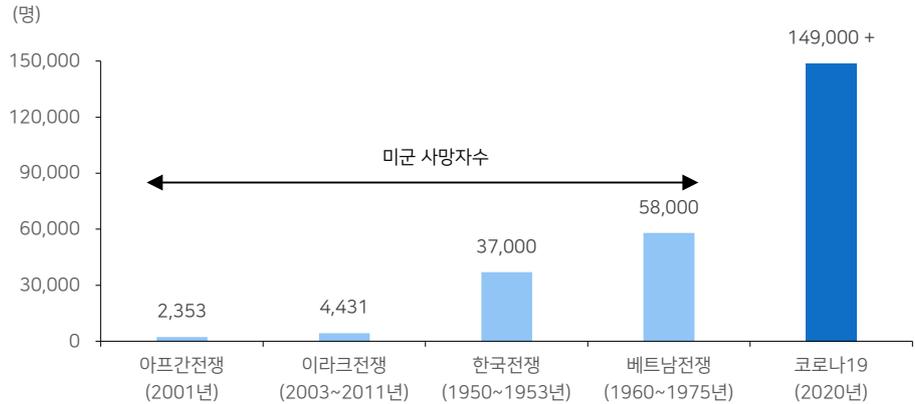
코로나19는 미국에서 확진자 수가 가장 많이 발생하고 있다. 누적으로 400만명을 넘어섰다. 그리고 사망자 수는 15만명에 이른다. 이는 <그림 5>에서 확인할 수 있듯이, 과거 '전쟁'들보다도 큰 충격이 크다는 것을 의미한다.

미국은 코로나19 발병지로 중국을 지목했다. 중국이 발병지라면, 미국은 중국 때문에 400만명 이상이 피해를 입게 된 것이다. 쉽게 넘어갈 문제가 아니다.

게다가 트럼프 대통령도 이 문제를 대선에 끌어들이고 있는 듯하다. 코로나19가 발병하기 이전까지는 미국 증시가 상승하면 트럼프 대통령의 지지율도 올랐다. 트럼프 대통령이 그토록 주식시장에 대해 많이 언급했던 이유일 것이다.

그런데 최근에는 주식시장에 대한 언급이 많이 줄었다. 오히려 중국 이슈를 건드리고 있다. 이제 지지율에 영향을 미치는 것이 주가가 아닌, 중국 이슈임을 느끼고 있기 때문이라고 판단한다. 미국인들이 패권이 바뀔 수 있다는 위기의식을 느끼고 있다면, 미중 갈등은 상당히 오랜 기간 장기화할 수 있는 문제로 봐야 한다.

그림5 전쟁보다 많은 사망자를 낸 코로나19



자료: 美 국방부, 美 재향군인회, Worldometer, 메리츠증권 리서치센터 「칼럼의 재해석 : 코로나19, 그리고 미국」(김태형) 재인용

그림6 코로나19 이전 상관관계 : 0.59



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 코로나19 이후 상관관계 : -0.87



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주식시장에서 보는 미중 갈등에 대한 판단 기준 3가지

두 번째 기준은 패권 싸움의 방식이다. 미중 갈등과 관련해서는 하반기 전망 자료인 『Take off the bear mask』에서부터 제시하고 있는 세 가지 기준만 생각하자.

- 1) '무역' 이슈를 건드리는지 여부가 주가의 흐름을 결정할 것이고, '무역' 이슈를 건드리지 않는다면 주가는 흔들리지 않을 것이다.
- 2) 그리고 무역협상이 파기되는 것과 같은 문제가 발생할 가능성은 매우 낮다. 대선을 앞둔 상황에서 '무역 분쟁'의 재발은 트럼프 입장에서도 매우 부담스럽기 때문이다.
- 3) 기술 패권을 중심으로 한 분쟁 가능성이 높는데, 1980년대 미일 무역분쟁의 사례를 봤을 때 주변국에는 오히려 수혜가 될 수 있다.

따라서, 미중 갈등이라는 '주식시장의 잡음'은 장기간 반복될 수 있다. 하지만 주식시장의 방향성을 꺾을 문제는 아니라고 판단한다.

표1 미중 갈등 현황

날짜	내용
7월 21일	美, 휴스턴 주재 중국 총영사관 72시간 내 폐쇄 요구
7월 22일	美 국무부, 일부 기업에 화웨이 거래 중단 촉구
7월 24일	美 FBI, 샌프란시스코 영사관 내 은신했던 중국 군사연구원 체포
7월 24일	中 외교부, 청두 소재 미국 총영사관 폐쇄 요구

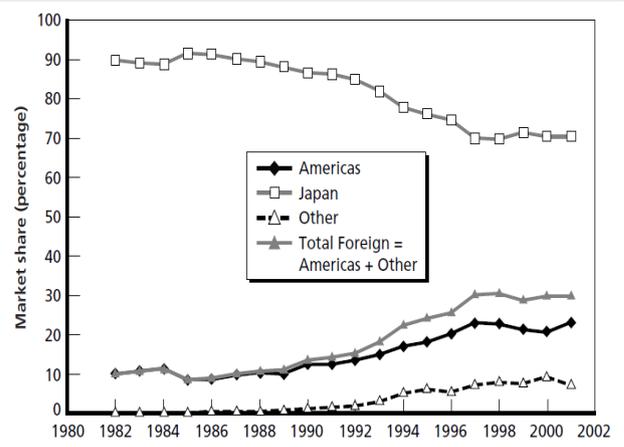
자료: 언론보도 종합, 메리츠증권 리서치센터

표2 반도체 관련 미일 무역분쟁 Timeline

구분	반도체 관련
1985년	▪ SIA가 일본 반도체를 통상법 30조 제소
1986년	▪ 제1차 미일 반도체 협정 성립
1987년	▪ 반도체 협정 위반을 이유로 미국이 일본에 3억 달러의 보복 관세 결정 ▪ 미국, 정부와 민간 합동으로 'SEMATECH' 설립
1991년	▪ 제2차 미일 반도체 협정 개정, 반덤핑 조항 철폐 및 일본 내 외국 반도체 점유율 목표 20% 공식화
1992년	▪ 일본 반도체 시장 내 외국 반도체 점유율 20% 돌파
1994년	▪ 제2차 미일 반도체 협정 종료

자료: SHMJ, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미일 무역분쟁 중 'Others'의 점유율 상승



자료: SSIA(2002a; 2002b), RAND TR136-3.6, 메리츠증권 리서치센터

**둘째, 미국 IT 4대 기업 CEO들의 하원 법사위원회 청문회**

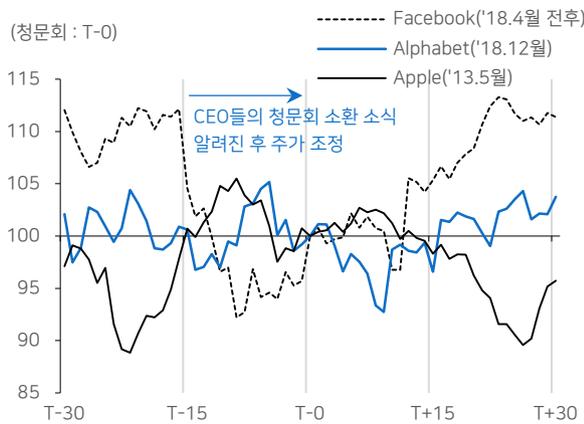
두 번째 '잡음'  
IT기업들에 대한 청문회

필자는 7월 7일 『시세판D : 7월 말에 미국 IT공룡들에 대한 청문회가 열린다면』을 통해 7월 말에 있을 이벤트에 대해 조심스럽게 봐야 할 것을 지적한 바 있다. 바로 미국 IT기업들(Amazon, Alphabet, Apple, Facebook)에 대한 미국 하원 법사위원회의 '반독점 규제' 청문회다.

해당 이슈에 대해 경계해야 하는 이유는 단순하다. 미국 IT기업들이 독과점 형태의 시장 지배를 통해 이익을 증가시켜왔다면, 그러한 독과점에 대한 제재는 이익을 감소시킬 수 있기 때문이다.

주제가 반독점 규제는 아니었지만, 미국 IT기업들의 CEO가 의회 청문회에 참석한다는 소식이 주가의 단기 조정으로 이어졌던 사례는 확인 가능하다. Apple은 2013년에, Alphabet과 Facebook은 2018년에 각각 CEO가 의회 청문회에 참석한 바 있고, 해당 소식이 알려지기 전후로 각 기업들의 주가가 조정 받은 바 있다.

**그림9** 과거 3차례 청문회 사례 : 청문회 전후 주가 흐름



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**표3** 미국 IT기업 대표들의 과거 청문회 사례 요약

	내용
<b>Facebook</b> (2018.4.10)	<b>상원 법사위원회/상무위원회 합동 청문회 출석</b> - 영국 정보분석업체 케임브리지 애널리티카(CA)가 페이스북 이용자 수천만 명의 정보를 2016년 미 대선 당시 트럼프 캠프에 넘긴 의혹 - 3/18일 : 미국, 영국 의회가 저커버그의 청문회 출두 요구
<b>Alphabet</b> (2018.12.11)	<b>하원 법사위원회 청문회 출석</b> - Google이 추진 중이던 중국 검색엔진 '드래곤플라이'와 이용자의 사생활 정보 관련 이슈 - 정치적 편향성에 대한 의문 (민주당에 유리한 뉴스를 선택적으로 유출) - 11/28일 : 미 의회가 피차이의 청문회 출두 소식 확정
<b>Apple</b> (2013.5.21)	<b>상원 국토안보·공공행정위원회 청문회 출석</b> - 편법탈세/역외탈세(아일랜드 설립 법인) - 5/15일 : 팀 쿡이 상원에 증인으로 소환될 것이라는 보도

자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림10** 팀 쿡 청문회 전후 ('13.5월)



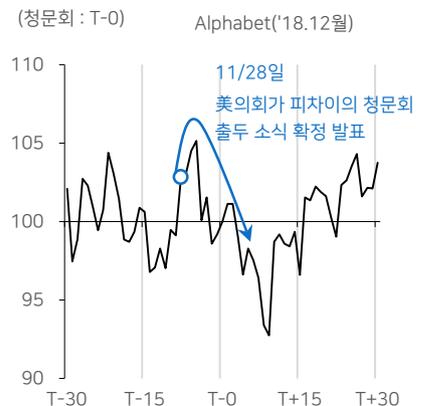
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림11** 저커버그 청문회 전후 ('18.4월)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림12** 피차이 청문회 전후 ('18.12월)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

청문회는 원래 11월 27일 열릴 예정이었으나, 흑인 인권운동가인 존 루이스 민주당 하원의원의 영결식이 같은 날 열리게 되면서 11월 29일로 연기됐다. 단기적인 '잡음'은 이번 주 수요일까지 남아있게 된 셈이다.

일단 청문회를 앞둔 상황에서 '잡음'이 지속될 수는 있을 것이다. 다만 과거 청문회 사례들을 보면, 청문회 소식이 단기적인 조정 요인으로 작용하긴 했으나 그 정도는 제한적이었음을 알 수 있다. 이는 청문회 결과를 확인하고 판단해도 늦지 않다는 것을 시장도 알고 있음을 시사한다.

### 인플레이션은 언제나 화폐적 현상이다

인플레이션은 언제나 화폐적 현상  
- 지금은 금융자산 인플레이션

인플레이션은 언제나 화폐적 현상이다. 밀턴 프리드먼이 한 말이다. 그 어느 때보다 지금 상황에 가장 적합한 말이라고 생각한다. '금융시장'에 국한한다면 말이다.

앞서 지적한 미중 갈등, 미국 IT기업들 청문회 외에도 코로나19 재확산, 그리고 이에 따른 실물경기 회복 지연 등 주식시장에 악재로 작용할 만한 '잡음'이 많다. 하지만 그럼에도 주가가 조정받지 않고 있는 이유는 결국 화폐적 현상 때문이다.

최근 여러 자산군들의 가격 중 가장 눈여겨 보고 있는 것은 아래의 3가지다. 미국채 10년물 금리, 실질금리, 기대인플레이. 3가지 데이터를 눈여겨 보는 첫 번째 이유는 미 국채 10년물 금리의 정체된 흐름이다. 위험자산이 선호되기 시작하면 주식은 오르고, 채권 가격은 하락(금리 상승)할 것으로 보는 것이 일반적인 생각인데, 지금의 주식시장과 채권시장은 동상이몽을 꾸는 듯 하다. 주식이 오르고 있지만 채권 가격은 떨어지지 않고 있다(금리 정체).

그런데 채권 금리를 실질금리와 BEI(기대인플레이)로 나눠보면, 두 지표의 흐름이 너무 상반된 모습이다. 필자는 7월부터 두 지표를 자료에 소개하고 있는데, 자료에 소개한 이후에도 계속해서 그 괴리가 확대되고 있다.

실질금리는 더 하락할까? 알 수 없다. 실질금리의 방향성을 알 수는 없지만, 한 가지 분명한 점은 -1.0%에 근접한 실질금리는 '자산시장'(주식, 부동산 등)으로의 자금 이동을 가속화시킬 가능성이 높다는 것이다. 저축을 하면 실질적으로 마이너스이기 때문이다. <그림 16~17>에서 볼 수 있듯이, 금 가격과 비트코인 가격 등도 상승하고 있는 배경이다.

또 한 가지 확인해야 할 신호는 <그림 18~19>이다. NY Fed에서 발표하는 UIG (Underlying Inflation Gauge)가 6월에 반등했다는 점이다. 특히 CPI와 거의 같다고 볼 수 있는 Price Only Measure보다, 금융자산 가격까지 반영된 Full Data Measure가 반등하고 있는 점이 중요하다. 금융자산 인플레이션이다.

**그림13 미 국채 10년물 금리**



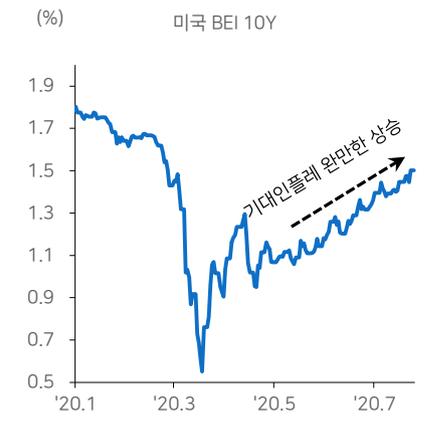
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림14 미국 실질금리**



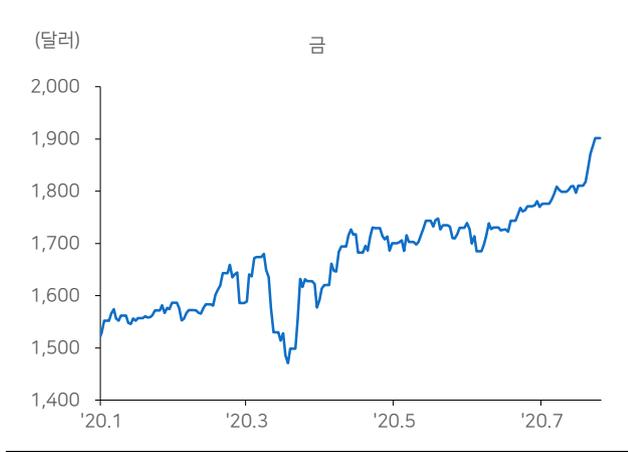
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림15 미국 Breakeven Inflation rate**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림16 금 가격 : 자산 인플레이션을 반영 중**



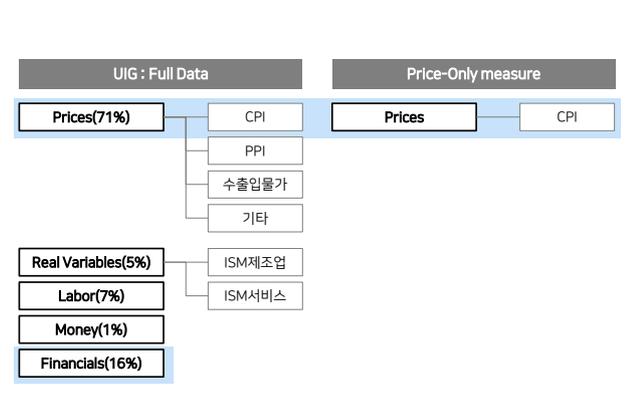
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림17 비트코인 : 자산 인플레이션을 반영 중**



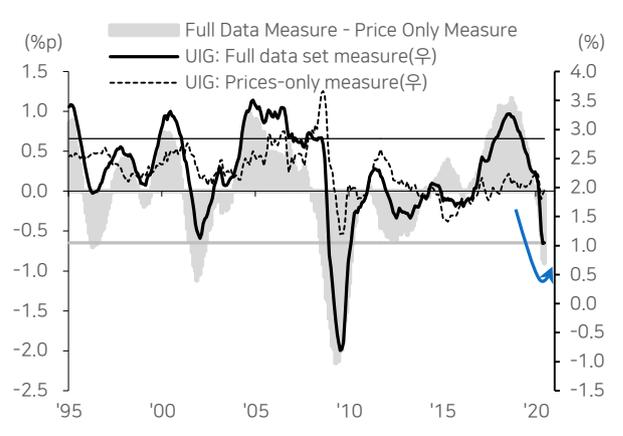
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림18 NY Fed UIG 구성**



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

**그림19 UIG Inflation 반등 - 인플레이션 회복의 시기**



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

**화폐적인 문제만 발생하지 않는다면,  
화폐적 현상의 결과물인 금융자산 인플레이션이 붕괴되진 않을 것**

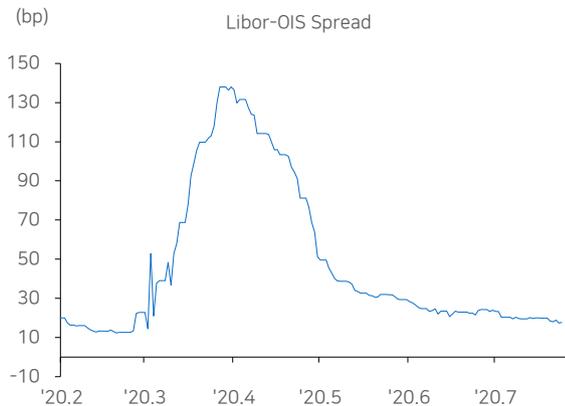
Libor-OIS Spread의 안정화  
=화폐적 문제 발생 가능성 Down

지금의 주식시장 상승 흐름, 금 가격 상승, 비트코인 상승 등 자산가격의 상승은 화폐적 현상이다. 그렇다면 화폐적인 문제가 발생하지만 않는다면, 자산가격의 상승인 금융자산 인플레이션도 붕괴되진 않을 것으로 봐야 한다.

Libor-OIS Spread 등과 같은 '유동성 경색'을 확인할 수 있는 지표들은 다행히 계속해서 안정화되고 있다. 코로나19 재확산, 미중 갈등 등 '잡음'에도 불구하고 이들 지표는 계속해서 안정화되고 있으며, 이들 지표의 안정화는 '화폐적인 문제'가 발생하지 않고 있음을 의미한다.

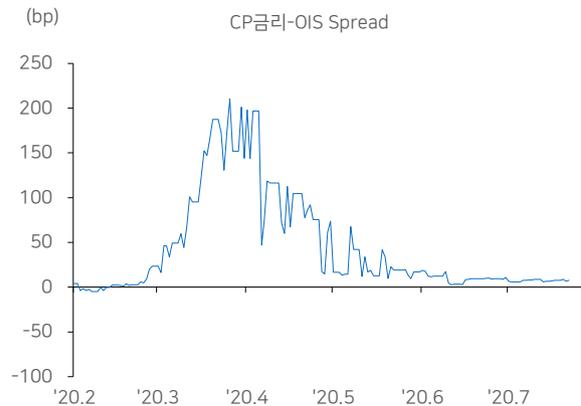
이처럼 화폐적 문제가 개선되고 있는 상황에서는 결국 '초저금리에 기반한' 투자가 확대될 개연성이 높다. 일각에서는 한국 증시에서 신용융자잔고가 다시 높아지고 있음을 경계하지만, 기준금리가 낮아진 효과를 감안한다면 추가적으로 확대된다고 하더라도 그 부담은 덜한 상황이다.

그림20 Libor-OIS Spread : 안정적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 CP금리-OIS Spread : 안정적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 [코스피+코스닥] 합계 신용융자잔고



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림23 [코스피+코스닥] 시총 대비 신용융자잔고



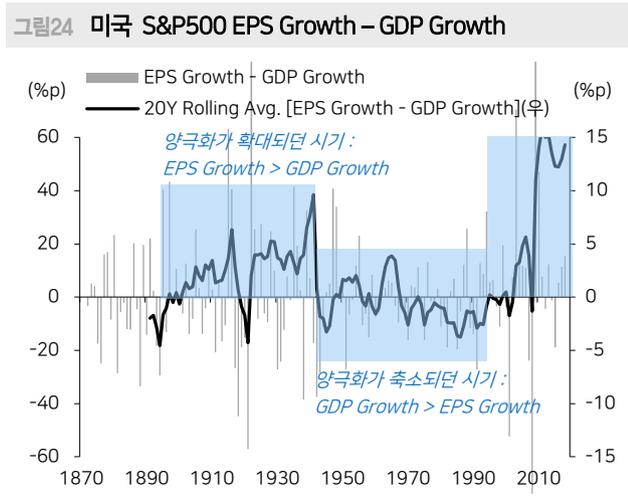
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

### Appendix. 유동성만으로 설명하는 것은 아니다!

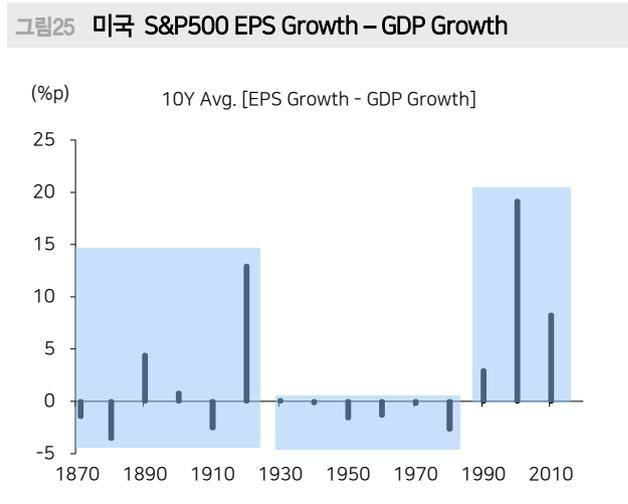
위 내용들까지만 설명하면 모든 것을 유동성으로만 설명한다고 생각할 지도 모른다. 하지만 의외로 펀더멘털의 개선도 생각해 볼 수 있다는 점을 마지막으로 강조하고 싶다. 7/15일 발간한 『양극화 시대의 주식시장』의 데이터를 다시 인용했다.

펀더멘털이 개선되지 않고 있는 것은 사실이다. 하지만 여기서 펀더멘털이 의미하는 범위에 대해 다시 생각해 볼 필요가 있다. 경제는 부진하지만, 기업이익은 개선될 수 있기 때문이다. 양극화라는 특징 때문이다.

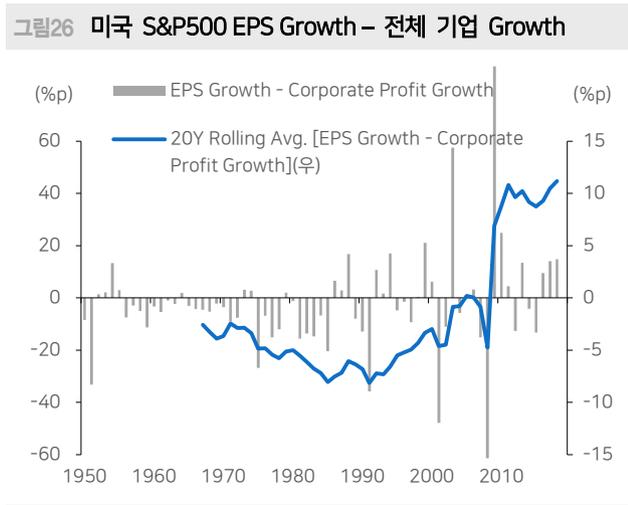
우리는 양극화를 생각할 때, 개인 차원에서만 생각하는 경향이 있다. 부자와 서민. 하지만 현실에서는 기업들 간에도 양극화가 나타나고 있다<그림 24~27>. 주식시장에서는 기업들 간에 확대되고 있는 양극화를 생각해야 한다. 경제 전체의 이익은 정체되더라도 그것이 주식시장으로 쏠리고 있다면, 주식시장에서 바라보는 펀더멘털은 오히려 개선되고 있는 것이 아닐까?



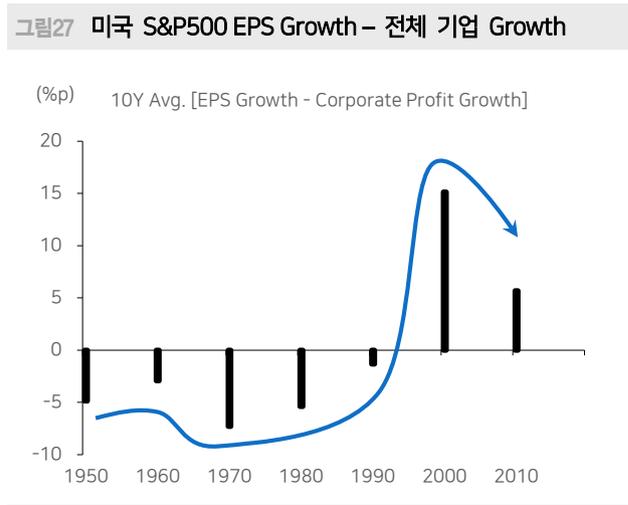
자료: Robert Shiller, 메리츠증권 리서치센터



자료: Robert Shiller, 메리츠증권 리서치센터



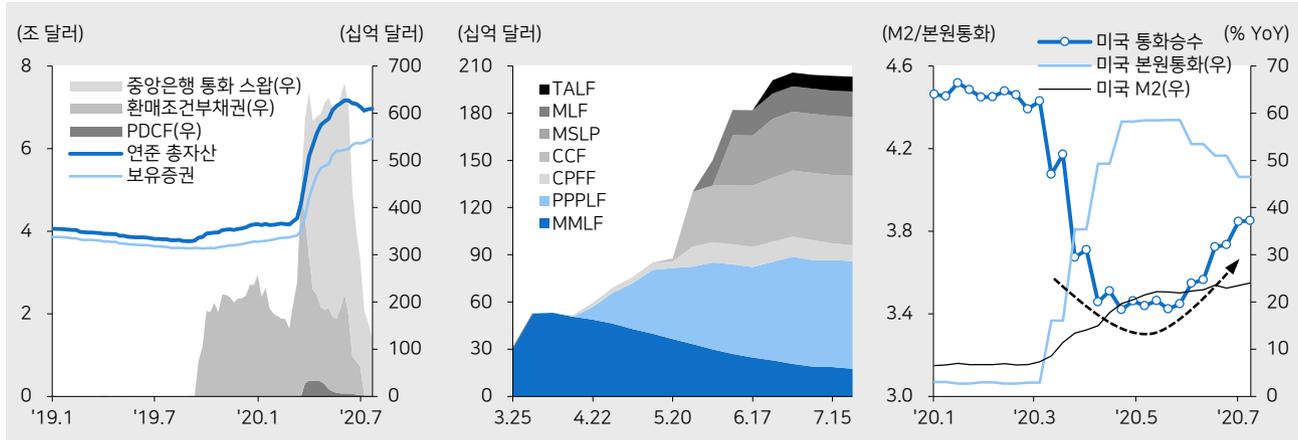
주: Corporate Profit : 상장기업 + 비상장기업  
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터



주: Corporate Profit : 상장기업 + 비상장기업  
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

**오늘의 차트** 황수욱 연구원

**연준 총자산 감소, 걱정할 것 없다**



주: 개별 연준 프로그램의 대상/설명은 5월 18일 메리츠 하반기 주식전략, "Take Off The Bear Mask" p 17 참고  
 자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

연준의 총자산 규모가 6월 둘째주 7.17조 달러를 기록한 이후 7월 넷째주 6.96조 달러까지 감소하는 과정에서, 연준의 완화적 스탠스 지속성에 대한 시장 참여자들의 우려가 있었다. 대차대조표 구성항목 분해를 통해 자산 감소 원인을 살펴본다.

**미 연준 자산 규모 축소는 단기 자금시장과 외환시장 안정화에 기인**

총자산이 감소한 이유는 중앙은행 통화스왑과 환매조건부채권(Repo), 그리고 PDCF/MMLF 등 단기유동성 프로그램 잔액이 줄었기 때문이다. 외환시장 안정화를 목적으로 확대된 통화스왑 잔액은 5월 마지막 주 4,490억 달러에서 7월 넷째 주 1,220억 달러로 감소했다(달러화 조달시장 재작동). 단기자금의 적극적 공급을 위해 확대된 Repo 거래잔액은 3월 중순 한 때 4,419억 달러까지 늘어났으나 현재는 모두 청산되었다. 프라이머리 딜러 대상 대출(1~90일) 프로그램인 PDCF와 위기 초 CP시장 경색 대응을 위해 도입된 MMLF(MMF보유 CP매입)는 4월 이후 잔액이 감소 중이다. CPFF도 7월 이후 규모가 줄고 있다.

**연준 보유채권 및 SPV통한 장기 만기채권 편입분은 계속 증가 중**

잔액이 증가하는 항목은 1) 정부/MBS 보유채권 잔액(Securities held outright)과 2) 연준이 설립한 특수목적회사를 통해 만기가 상대적으로 긴 채권을 매입하는 프로그램들이다. 후자에는 중소기업의 급여보전(PPPLF, 685억 달러)과 대출지원(MSLP, 375억 달러), 6월 개시된 회사채 매입 프로그램(CCF, 440억 달러) 등이 포함된다. 이들은 잔액이 줄고 있는 PDCF, MMLF, CPFF(9월 말 종료 유력)과 달리 기한이 길어질 가능성이 크다.

**연준 자산 규모 축소는 유동성 공급 축소보다는 금융시장 정상화에 따른 개입 강도 약화로 해석**

연준이 단기 유동성 공급을 줄이는 이유는, 은행시스템의 원활한 작동으로 자생적인 신용창조에 의한 통화승수 상승이 관찰되고 있다는 점과도 유관하다. 6월 이후 본원통화 증가세가 주춤했음에도 M2가 꾸준히 늘어나면서 승수는 3.42(4월 4주)에서 3.85(7월 2주)까지 회복했다. 즉, Fed 총자산의 감소는 금융시장 기능 회복으로 연준 개입 필요성이 크게 줄었기 때문이며, 완화적 스탠스의 후퇴와는 거리가 있다. 이는 긍정적인 현상이다.

**칼럼의 재해석** 이다빈 연구원

**공장 없어도 시총 300억 달러? 수소차에 거는 기대, Nikola Motors (Barron's)**

지난 6월 4일 상장한 Nikola는 수소트럭 시제품(1회충전 주행거리 1,930km)과 100억 달러에 달하는 수주를 바탕으로 4거래일만에 시총 300억 달러를 기록했다. Nikola에 대한 상장 초기 투자자들의 반응은 '수소차'에 거는 기대감을 보여주고 있다. 이에 따라 이번 보고서에서는 글로벌 지원 정책 강화로 성장 가능성이 높아진 수소차 전망과 Nikola가 주목 받았던 이유에 대해 다루고자 한다.

'30년 글로벌 수소전기차 시장은 연간 110만대 규모로 성장이 전망되고 있다. 그러나 현재 수소차를 양산하고 있는 OEM은 현대차, Toyota, Honda 등 세 업체에 불과하며 연간 판매량이 만대가 되지 않는 만큼 수소차 시장은 아직 걸음마 단계라고 할 수 있다. 수소차 양산에 성공한 분야도 승용차로 제한되어 있으며, 상용차 시장은 '22년을 기점으로 양산이 본격화 될 전망이다.

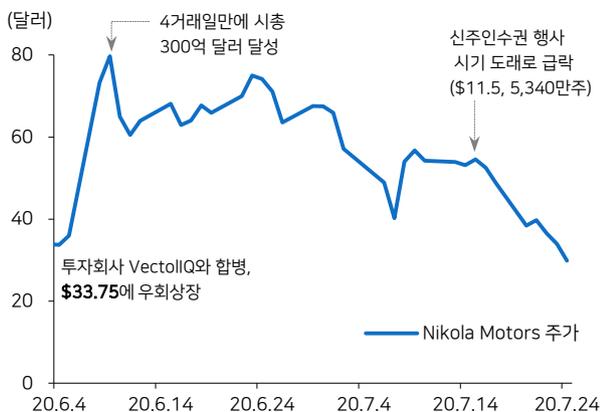
아직 시작 단계에 불과한 수소차 시장에서 Nikola가 주목 받았던 이유는 '수소상용차'에서 Tesla만큼의 기술력을 가지고 있다고 평가 받았기 때문이다. 수소차는 연료 효율성과 충전시간 면에서 상용차에 적합한 특성을 가지고 있어 향후 친환경차 시장은 승용차는 전기차로, 상용차는 수소전기차로 양분될 것이라는 전망이 우세하다. 다만 수소상용차 분야에서 Nikola가 '제2의 Tesla'가 될 수 있을지는 미지수다. Nikola는 '21년 양산을 목표로 하고 있지만 아직까지도 공장이 없는 반면, 현대차는 완성차 최초로 수소트럭 양산에 성공해 지난 7월 6일 판매를 시작했다. '13년 첫 수소 승용차 '투싼i'를 생산하기 시작한 후 수소 승용차 분야에서 선두를 점하고 있는 현대차가 '22년 본격화될 장거리 수소트럭 시장에서도 현재 위치를 지킬 수 있을지 지켜볼 필요가 있다.

**차량 한대 없이 포드 시총을 추월한 스타트업, Nikola**

Nikola에 대한 상장 초기 투자자들의 반응이 보여주는 '수소차'에 대한 기대감

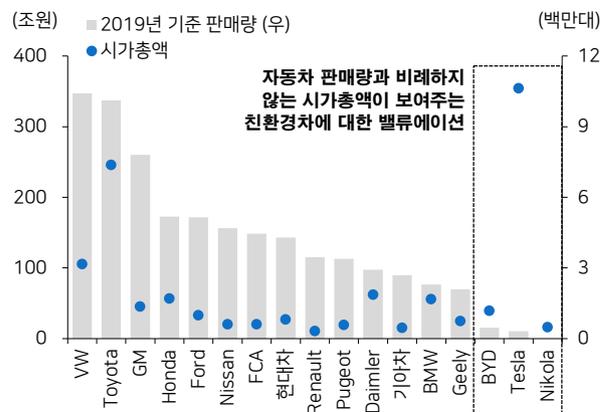
상장한 뒤 4거래일만에 시가총액 300억 달러를 기록하며 114년 역사의 미국 3대 자동차 회사, Ford 시총을 넘어선 스타트업이 있다. 바로 지난 6월 4일 상장한 Nikola Motors이다. Nikola는 '14년 설립된 수소 상용차를 개발하는 회사로, 공장도 없는 상황이지만 1회 충전으로 약 1,920km를 갈 수 있는 수소 트럭 시제품과 100억 달러에 달하는 수주 물량을 바탕으로 나스닥에 상장했다. '제2의 Tesla'를 외치며 화려한 등장을 마친 Nikola가 수소차 양산에 성공할 지는 미지수이며, 이에 따라 주가 변동성이 확대되고 있다. 그러나 상장 당시 Nikola에 대한 반응은 현재 투자자들이 '수소차'에 거는 기대감을 보여주고 있다. 이번 보고서에서는 최근 글로벌 자동차 배기가스 규제 및 친환경차 지원 정책 강화로 성장 가능성이 높아진 수소차 시장의 전망과 Nikola가 주목 받았던 이유에 대해 다루고자 한다.

**그림1** 상장 후 4거래일만에 시총 \$300억 달성한 Nikola Motors



자료: Deloitte, 메리츠증권 리서치센터

**그림2** 시가총액이 보여주는 수소차에 대한 기대감



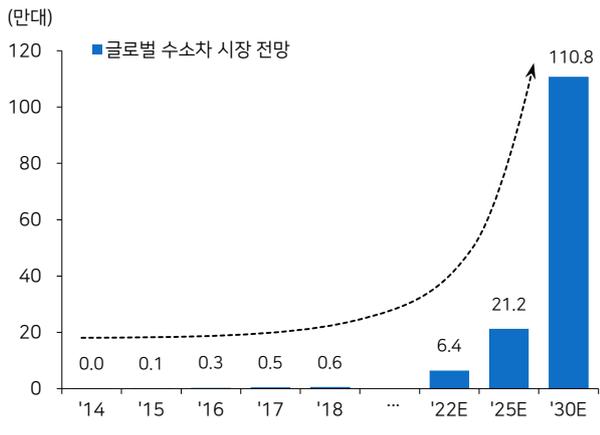
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 걸음마 단계인 수소전기차 시장

수소차 시장  
'18년 0.6만대 → '30년 110만대

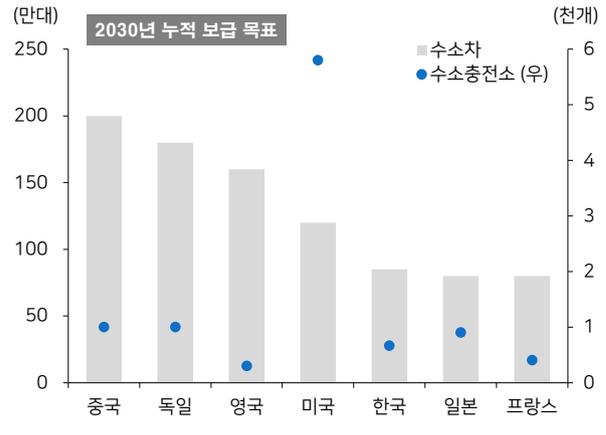
IVI산업리서치에 따르면, '18년 글로벌 수소전기차 시장(승용차/상용차 포함)은 5,825대에 불과하지만, '30년에는 연간 110만대 규모로 성장이 전망되고 있다. 아직은 연간 판매량이 만대도 채 되지 않아 걸음마 단계인 만큼, 수소차 시장의 성장은 각국의 지원 정책에 달려있다. 올해 들어 강화된 글로벌 내연기관차의 배기가스 규제 및 친환경차 지원 정책 강화는 수소차 산업의 성장 가시성을 높이고 있다. 현재 중국, 유럽, 일본, 한국 등 주요국들은 새로운 에너지 경제 패러다임으로 수소경제 정책을 적극적으로 지원하고 있고, 이와 연계하여 수소 전기차 및 수소 충전인프라 보급 목표를 확대 중이다. 주요 7개 국가의 2030년 기준 수소차·수소충전소 누적 보급 목표는 각각 900만대·1만개소에 달한다.

그림3 아직 걸음마 단계인 수소차, 2030년 연간 110만대 규모로 성장전망



자료: IINI산업리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림4 글로벌 각국의 2030년 수소차·충전소 누적 보급 목표



자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

### 양산에 성공한 OEM도 제한적

수소차 양산 성공 OEM 단 세곳  
: 현대차, Toyota, Honda

수소차 시장이 아직 초기인 만큼 양산 기술을 보유한 기업도 제한적이다. '13년 2월 현대차에서 수소전기차 '투싼 ix'를 처음 양산한 이래 10개 내외의 글로벌 완성차 업체가 수소전기차 생산을 진행·계획하기 시작했다. 그러나 '20년 현재 전세계적으로 양산에 성공한 기업은 Toyota, Honda, 현대차 등 3개의 OEM뿐이다. 이 중 현대차 NEXO가 주행거리 611km를 기록하며 현재 출시된 수소전기차 중 가장 우수한 기술력을 가지고 있다고 평가 받고 있다.

유동성 확보/전기차 등 우선순위에 밀려 수소차 투자를 미루는 업체들, 양산 분야도 승용차로 제한

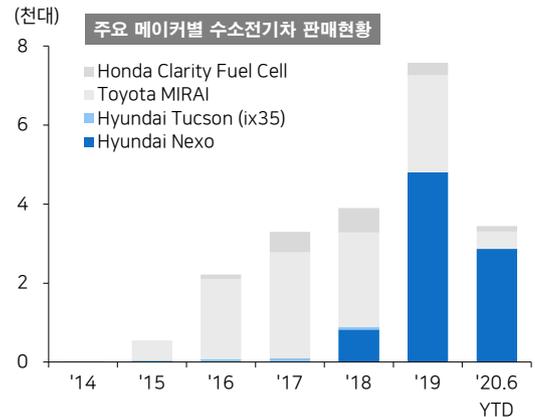
Daimler, Nissan, BMW, Audi, GM은 '20년 수소차 양산 모델을 출시하겠다고 발표했으나, COVID-19로 인한 유동성 확보 필요성과 유럽 환경규제 대응을 위한 전기차 생산 등 우선순위에서 밀려 수소차 출시 여부가 불투명해졌다. 또한 현재 양산이 이루어지고 있는 분야는 승용차에 한정되어 있다. 상용차는 지난 7월 6일 양산을 시작한 현대차를 제외하면(엑시언트 수소트럭, 34톤급, 1회충전 주행거리 400km) 각국 정부의 지원 아래 실증단계에 머물러 있는 상황으로, 1,000km이상 장거리 주행이 가능한 트럭은 '22년 이후 양산이 본격화 될 전망이다.

표4 현재 수소 승용차를 양산하는 OEM은 단 세 곳

	현대차 넥쏘	토요타 미라이	혼다 클라리티
			
출시	2018.03	2014.12	2016.03
크기	중형 SUV	중형 Sedan	중형 Sedan
주행거리(EPA기준, 복합연비)	611km	502km	579km
충전시간	약 5분	약 5분	약 5분
최고속도	177km/h	178km/h	169km/h
제로백	9.2초	9.0초	8.1초
모터최대토크 (N·m)	395	335	300
모터최대출력 (bhp)	154	151	174
가격	6,890만원 (현재 5,649만원)	8,050만원 (현재 6,198만원)	8,520만원

자료: 각 사, Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림5 현대 넥소의 상품성이 가장 뛰어남



자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

### Nikola Motors가 주목 받았던 이유

#### Nikola는 수소상용차의 'Tesla'

이렇게 아직 시작단계에 불과한 수소차 산업에서, Nikola Motors라는 스타트업이 주목 받았던 이유는 무엇일까? 그 답은 Nicola Motors가 '수소상용차' 분야에서 Tesla에 비견될만한 기술을 보유하고 있다는 것에 있다. 정부 지원아래 실증사업을 전개중인 타 OEM의 수소트럭이 400km 내외의 주행거리를 보여주는데 반해, Nikola의 컨셉트카는 1,920km의 주행거리로 압도적인 성능을 자랑하고 있다. 사실 수소전기차는 승용차보다는 상용차에 더 적합한 기술이다. 수소전기차와 전기차를 비교했을 경우 승용차 분야에서는 전기차가 유리하지만, 상용차에서는 주행거리와 무게에 따른 연료효율, 충전 시간 관점에서 수소차가 더 경쟁력이 있다.

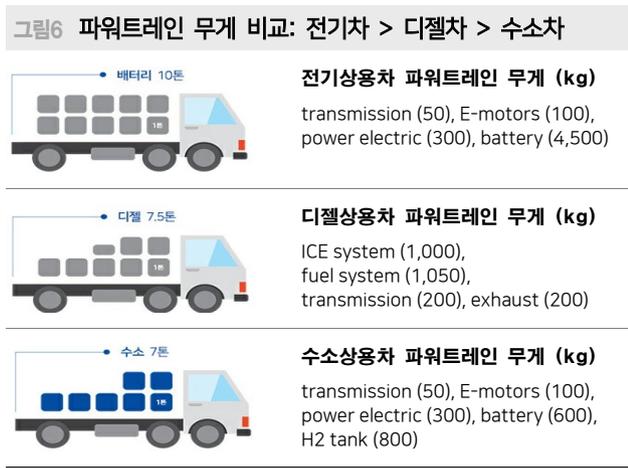
#### 수소상용차의 경쟁력

- 1) 무게에 따른 연료효율
- 2) 충전 시간

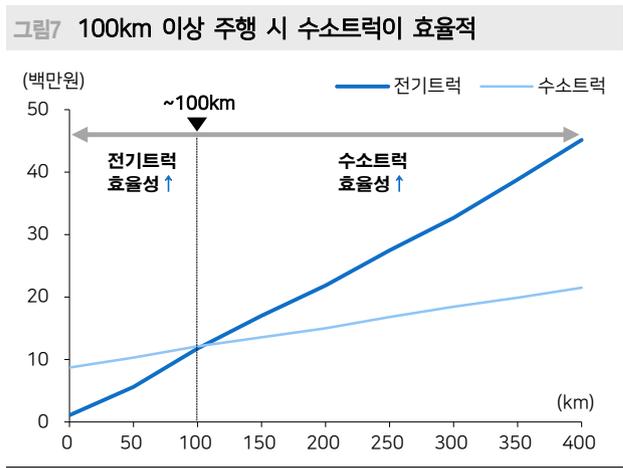
상용차의 경우 대규모의 짐을 싣고 장거리를 주행하므로 연료가 많이 필요하다. 장거리 주행을 위해 전기차는 배터리를 더 탑재해야 하기 때문에 차량 무게가 무거워지고, 그만큼 화물 적재량이 감소한다. 반면 수소차의 경우 무게에 따른 연료효율이 뛰어나 상용차에 적합하다. Mckinsey에 따르면, 전기차는 40톤 트럭을 운용할 때 4.5톤에 달하는 배터리 무게로 인해 파워트레인 무게가 10톤을 차지하는데 반해, 수소차는 7톤이 필요해 디젤트럭(7.5톤) 보다도 높은 연료 효율을 가지고 있다. 그 결과 100km 이상을 주행할 경우 전기트럭보다 수소트럭의 운영 비용이 저렴해진다. 또한 충전 시간 관점에서, 전기차의 경우 상대적으로 배터리 용량이 작은 승용차를 충전할 때에도 평균적으로 완속 8시간, 급속 30분이 걸리는 등 충전에 필요한 시간이 길다. 그러나 수소차의 경우 승용차 기준 5분 내외로 내연기관차와 크게 차이가 나지 않는 수준이다. 운송시간이 곧 '돈'인 상용차에서는 짧은 충전시간은 강력한 경쟁력이다.

#### 향후 친환경차 시장은 승용은 전기차, 상용은 수소차로 양분전망

이러한 수소차의 특성으로 인해, 향후 친환경차 시장은 승용차는 전기차로, 상용차는 수소전기차로 양분될 것이라는 전망이 우세하다. 따라서 Nikola는 미래 친환경차 시장의 큰 축이 될 수소상용차 분야에서 Tesla에 비견될만한 기술력을 보여줌으로써 시장의 관심을 받았다고 볼 수 있다.



자료: Mckinsey, 메리츠증권 리서치센터



자료: Mckinsey, KEIT, 메리츠증권 리서치센터

### 수소상용차 패권을 쥌 OEM은 누구?

공장 없이 시제품만 가진 Nikola vs. 수소트럭 양산 시작한 현대차

전기차에서 확실한 선두주자로 나선 Tesla와 달리 수소상용차에서의 1등은 아직 가려지지 않았다. Nikola가 1회 충전 당 주행거리 1,920km 트럭을 선보이는 등 가장 뛰어난 기술력을 가지고 있다고 평가 받지만 콘셉트카를 선보였을 뿐, 공장 완공도 되지 않아 '21년 양산 성공여부는 불투명하다. 현재 양산에 가장 가까운 OEM은 현대차이다. 현대차는 지난 7월 6일 엑시언트 수소트럭 10대를 스위스로 수출했고, 연말까지 40대, 25년까지 1,600대 수출 계약을 맺었다. 타 OEM들은 콘셉트카를 선보였을 뿐 아직까지 일반 고객을 위한 생산을 한 적이 없기에 현대차의 양산 시점은 2년 가량 빠르다고 할 수 있다, 또한 현대차는 '22년 1,000km 주행이 가능한 대형 수소트럭, 벵툼을 양산하고 '25년까지 수소상용차 10종을 출시하겠다는 로드맵을 제시한 바 있다. '13년 첫 수소 승용차 '투싼ix' 생산을 시작한 후 수소 승용차 분야에서 선두를 점하고 있는 현대차가 '22년 본격화될 장거리 수소트럭 시장에서도 현재 위치를 지킬 수 있을지 지켜볼 필요가 있다.

**표5 실증사업 중인 수소전기차 제원**

프로젝트	국가	시범사업	특기사항
Toyota Potal	미국	'17.9~	- Paccar-Kenworth 차시 + Toyota Mirai - 수소연료전지 시스템 2개 + 12kWh 배터리 - 주행거리 : ~ 500km
US Hunrid Truck	미국	'17.5~	- US FC 스택(80kW) + 모터 320kW - 주행거리 : 320km
Nikola	미국	'16.12~	- 모터 750kW/2,700Nm - 주행거리 : 1,300~1,920km - '18.1 도로 실증시험 투입
H2Share	EU	'18~	- Paccar-DAF 12톤급차시+ VDL조립 - DHL, Colruyt, Breytener, CURE 제공
Hydrogen Region2.0	네덜란드	'18~	- Paccar-DAF 차시 + VDL/ Eindhoven - 주행거리 : 400km
ASKO	노르웨이	'17~	- VW-Scania 12톤급 차시 - 주행거리 : 500km
COOP	스위스	'16~	- VW-MAN트럭(GVV 34톤) 베이스 - PowerCell스택 주행거리 : 400km

자료: KEIT, 메리츠증권 리서치센터



자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

원문: Nikola Stock's Rise Reflects Hydrogen's Future Role - Barron's