

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 8. 12 (수)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

금리는 더 하락할 수 있을까?

오늘의 차트

미국 2분기 어닝 서프라이즈, 밸류에이션 부담은 확대

칼럼의 재해석

Post COVID-19, 트럭 운송 산업의 변화

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



▲ **채권전략**
 Analyst **윤여삼**
 02. 6454-4894
 yeosam.yoon@meritz.co.kr

금리는 더 하락할 수 있을까?

- ✓ 역사적 바닥수준에서 머물고 있는 글로벌금리, 추가 하락에 대한 투자자 고민 깊은 상황
- ✓ 주요국 완화적 통화정책 기조 유지와 아직 통제되지 않은 전염병 여파, 앞서간 위험선호에 대한 경계감은 저금리 지지 요인. 반면, 확장적 재정정책 및 백신 개발 기대감, 풍부한 유동성이 야기한 위험선호&인플레 환경은 금리상승 압력을 높이는 재료
- ✓ 우리는 낙관적 경기&금융시장 환경 전망 유지, 현재 금리바닥 다지고 반등 예상

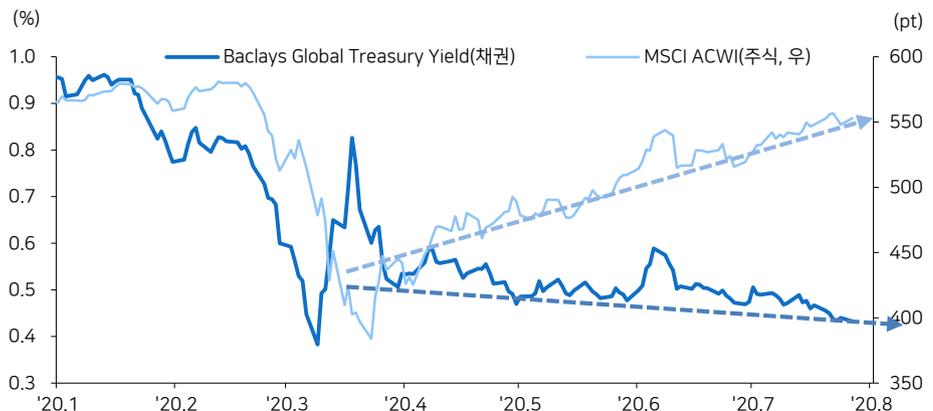
주식과 채권 동시 강세, 그래도 경기 모멘텀은 위험선호 지지

필자는 불과 3주전인 7월 21일 '전략공감 2.0: 금리는 왜 오르지 않을까?'라는 제목을 통해서 일부 경기개선에도 불구하고 미국을 중심으로 글로벌 금리가 하락하는 이유를 정리했었다.

당시 금리반등이 제한되는 요인으로 1)COVID-19 확산에 따른 경기개선 기율기 평탄화(flat) 우려와 2)고평가 인식이 심화되는 위험선호, 3) 외국인 중심의 미국 채 매수세 유입 등을 근거로 금리가 오르지 않고 하락하고 있다고 했다.

이러한 배경은 이후로도 미국채10년 금리는 3월에 기록한 바닥 수준까지 끌어내리며 글로벌금리 하락을 주도했다. 그 과정에서 앞서갔다고 평가(front-running)되었던 주식은 더 오르면서 미국증시는 S&P500 기준 신고가 앞두고 있다.

그림1 아름다운 동행? 주식과 채권시장 동시 강세 지속



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

풍부한 유동성 바탕으로 주식과 채권 동시에 강세

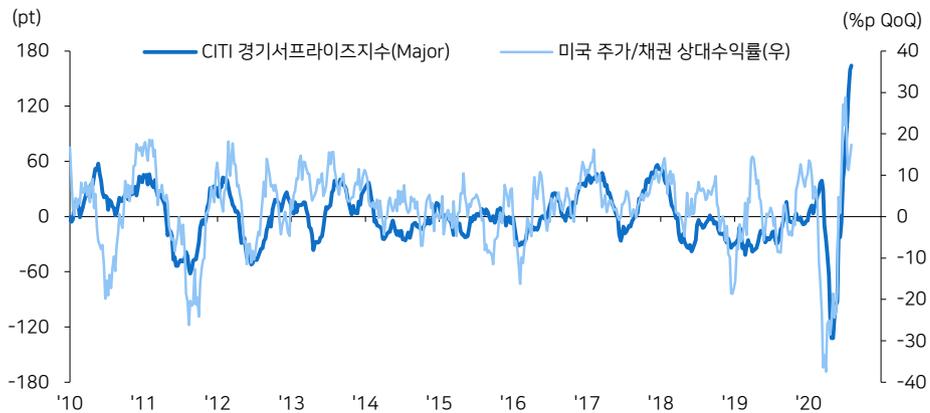
주식과 채권이 일반적으로 상대적 자산(trade-off) 관계에 있다고 하지만 풍부한 유동성을 기반으로 동시에 강세가 진행되고 있다. 각자 자신의 시장에 유리한 근거(bias)를 기반으로 매수를 권고한다. 돈을 벌 수 있는 기회가 있어야 투자를 하는 것인데 투자를 하고 근거를 만들고 있다는 이야기까지 나오고 있다.

전염병의 공포가 아직 제대로 통제되고 있다고 말하기 어렵고, 실물경기 개선의 기울기 또한 유지될 수 있을지 불확실성이 높지만 현재까지 확인된 부분은 막대한 정책효과가 경기모멘텀을 끌어올린 점은 분명하다. 아직 아전인수격 논리들이 설득력을 얻고 있지만 결국은 펀더멘탈을 쫓는 것이 시장이다.

주식에 비해 상대적으로 경기모멘텀 개선을 반영하지 못한 채권

현재 서프라이즈 지수 기준으로 글로벌 경기모멘텀 개선은 위험선호를 중심으로 잘 녹았다는 평가는 맞다<그림 2>. 그렇지만 상대적으로 채권이 주식대비 수익률이 낮았을 뿐 채권시장은 자신만의 논리로 경기개선 모멘텀 반영과 괴리가 커진 상황이다<그림 3>. 우리는 현재 금리바닥을 확인하고 하반기 반등할 여지가 있다는 기존 전망을 유지한다.

그림2 글로벌 경기모멘텀 개선은 주식 수익률이 채권을 앞서면서 반영



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 그렇다고 해도 채권시장 상대적 경기모멘텀 개선 반영도 매우 낮아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

글로벌금리가 더 떨어질 수 있을 것이라는 주장

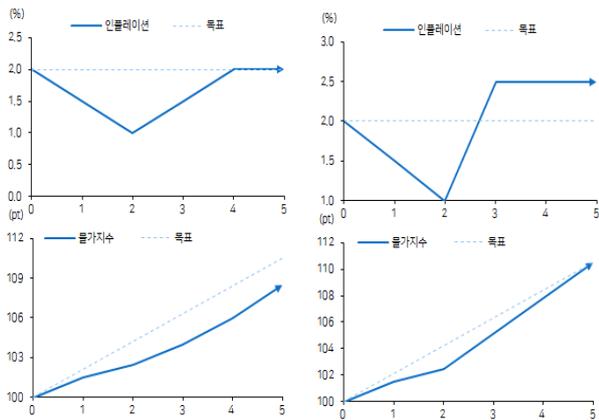
7월 중반까지 미국의 신규확진자수가 늘어나는 구간에서 질병에 민감도가 높은 소비와 고용관련 지표들의 개선세가 주춤해지는 것이 확인되었다. 실제 주간 단위로 조사되는 소비심리나 소매판매 지표는 증가세가 둔화되었고, 신규실업수당청구건수는 전주대비 증가세를 기록하는 등 우려감이 고조되었다.

때문에 2nd Wave & Double Hit와 같은 경제충격은 아니지만 개선의 기울기가 완만해질 수 있어 위험자산 투자를 주의해야 한다는 주장이 부각되었다. 이와 맞물려 완화적 통화정책 기조를 지지할 수 있는 정책수단으로 yield curve control (YCC)과 함께 average inflation target(AIT) 시행 가능성도 제기되었다.

경기개선 기울기 둔화와 함께 YCC, AIT 시행 가능성까지 제기

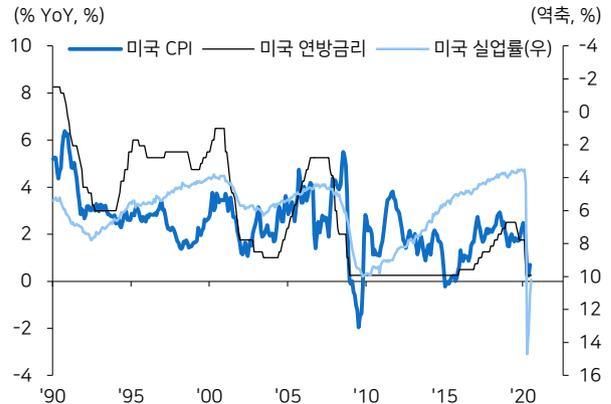
AIT는 2016년 연준의장인 옐런이 고압경제를 설명할 때 실업률과 물가가 일부 목표수준을 달성해도 낮았던 구간을 감안해 통화정책 대응을 신중하게 하겠다는 내용에서 파생한 개념이다. 올해 낮았던 물가가 내년에 목표수준을 상회해도 연준이 바로 금리인상 등 유동성 환수로 대응하지 않겠다는 내용이다<그림 4>.

그림4 Average(혹은 flexible) Inflation Target의 도입



자료: FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림5 높은 실업률과 낮은 물가는 장기간 통화완화 지지



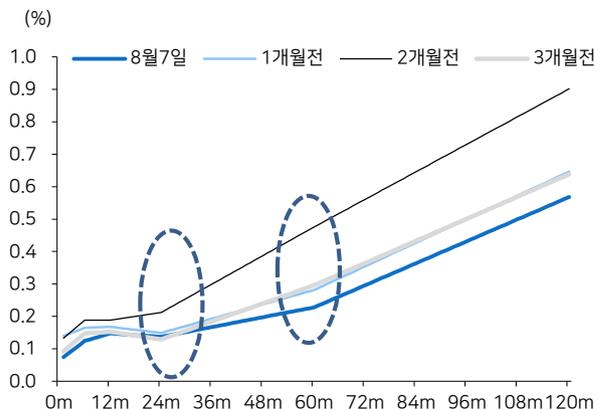
자료: US BLS, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 연방금리 선물은 마이너스 기대까지 반영



자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 일드커브 5년 이내 구간 YCC 기대도 일부 녹여



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

현재 높은 실업률과 낮은 물가를 감안할 때 연준의 통화정책 정상화는 아주 먼 이 슈인 듯 보인다<그림 5>. 실제 점도표 기준으로도 2022년까지 연방금리 인상은 없을 것이라는 것이 현재 연준인사들의 입장이다. 이를 반영하여 실제 연방금리 선물은 2021년까지 연방금리가 마이너스(-)로 낮춰질 수 있다는 기대를 녹이면서 미국채10년 금리 0.5%와 함께 하고 있다<그림 6>.

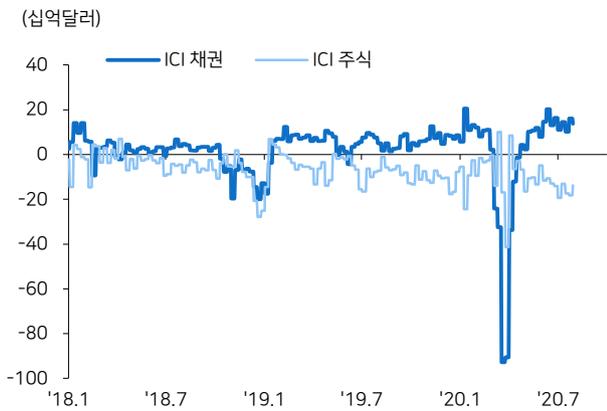
연준의 완화적인 스텐스 장기적 유지 기대 금리에 반영됨

현재 완화적인 연준의 정책스텐스가 이어진다면 YCC가 실제 시행되지 않더라도 그 기대만으로 5년 이하 단기영역은 0.2% 아래의 낮은 금리수준을 나타내고 있다<그림 7>. 신규확진자가 감소하던 2개월전대비 완만한 일드커브이다.

외국인 중심 채권매수세 유입 미국채 선물순매수 포지션 전환

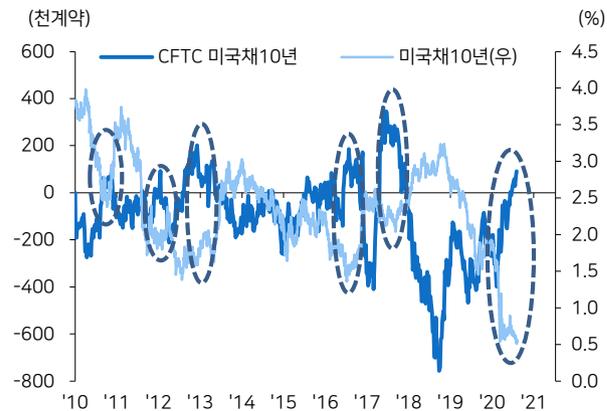
여기에 채권시장 수급은 펀드플로우 유입에 투기적포지션도 순매수 포지션까지 전환되며 유입이 강하다<그림 8, 9>. 지난 번에도 강조했듯이 외국인들이 미국채 입찰에서 역할이 커졌는데 달러약세를 기반으로 일본 연기금이나 아시아 중앙은행들의 미국채 매수세가 강하다는 것이 미국금리 하락을 지지한다<그림 10, 11>.

그림8 펀드플로우 상 기관은 주식은 매도, 채권은 매수



자료: ICI, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국채10년 투기적포지션 순매수 영역 진입



자료: CFTC, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국채 10년 이상 외국인 중요도 부각

		Depository	Dealer	Investment Fund	Foreign
2Y	June	0%	34%	53%	13%
	1yr Avg	0%	33%	51%	16%
3Y	July	0%	36%	49%	16%
	1yr Avg	0%	38%	50%	13%
5Y	June	4%	25%	56%	15%
	1yr Avg	1%	28%	56%	15%
7Y	June	4%	25%	60%	10%
	1yr Avg	2%	26%	58%	14%
10Y	July	6%	22%	53%	18%
	1yr Avg	2%	28%	54%	15%
30Y	July	3%	21%	55%	21%
	1yr Avg	2%	26%	60%	12%

자료: BOA 재인용, US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림11 달러약세, 일본과 아시아 중앙은행 미국채 매수 유입



자료: US Treasury, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

많은 의심에도 금리가 반등할 환경 조성되고 있어

바닥 탐색 대비해서 금리반등
여건도 조성되고 있어

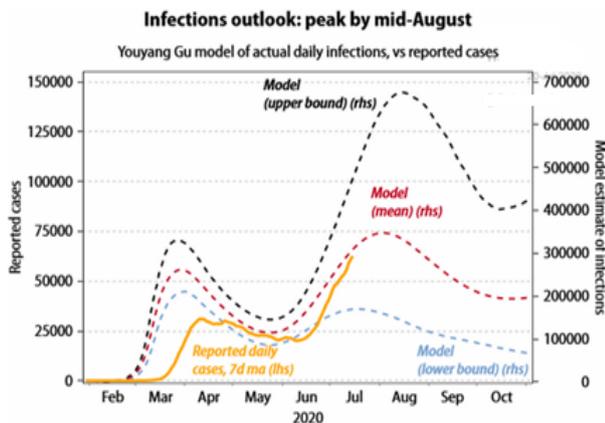
아직 통제되었다고 말하기 어려운 전염병과 경기개선의 불확실성, 완화적인 통화 정책 기조와 높은 채권수요 여건은 추가로 금리가 더 하락할 수 있다는 주장을 지지한다. 그렇지만 이를 역발상적으로 접근하면 채권매수는 점점 무거워지고 있고, 실제 투기적 포지션이 순매수 영역진입은 금리바닥 신호가 된 적이 많다.

연준이 제시하고 있는 YCC나 AIT의 함의는 위기확산 국면에서 금리하락까지 견인하는 양적완화와는 다른 개념이다. YCC는 금리상승 시 대응하는 방어전략이며, AIT 역시 인플레이션을 상당기간 용인하면서 단기금리만 안정시키는 커브 스틱 요인이다. 그리고 완화적 통화정책은 위험선호의 연료도 더 강력하다.

COVID 신규확진자 줄어들며
금리 하락 영향력 감소 중

8월 들어와 미국의 신규확진자 증가속도가 둔화되기 시작했고, 백신관련 긍정적 뉴스가 늘고 있다<그림 12~15>. 올해 채권시장의 방향성에 중요한 역할을 한 기준이 COVID라면 6월 첫째 주보다 절대수치는 높다고 하지만 시장금리가 추가로 더 하락할 수 있는 근거로 영향력을 줄어든다고 봐야 한다.

그림12 중국 구유양 박사 모델, 8월 중 신규확진자 안정



자료: Gavekal 재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림13 실제 미국 신규확진자 증가세 꺾이고 있어



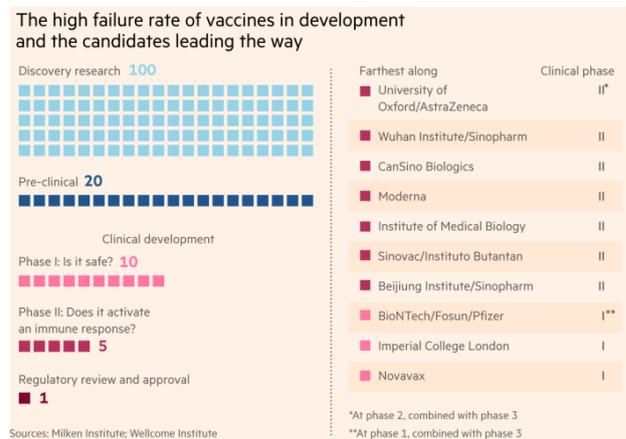
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 COVID 관련 약품 개발 유례없이 빠른 속도로 진행



자료: FT 재인용, Wellcome Collection, 메리츠증권 리서치센터

그림15 실제 개발을 앞두고 있는 제약사 늘고 있어



자료: FT 재인용, Milken Institute, 메리츠증권 리서치센터

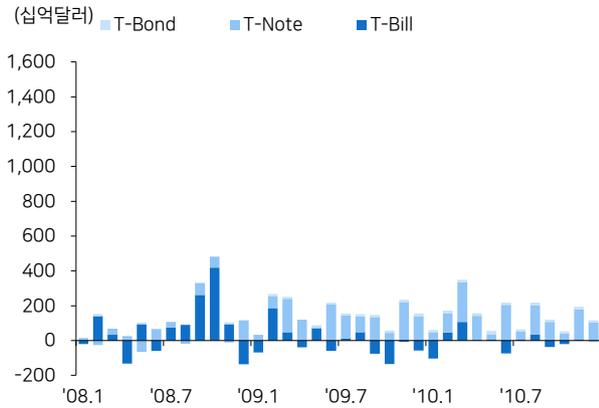
양호한 수요, 중장기 미국채 공급 증가로 인해 구축될 가능성

그리고 외국인 기반의 양호한 현물 수급과 펀드플로우 유입은 향후 Note와 Bond 같은 중장기영역 발행으로 시장의 영향력이 달라질 수 있다. 올해 미국 재정부는 늘어나는 공급부담을 일시적으로 단기채 발행을 늘려서 방어했다<그림 16, 17>. 그렇지만 주요 IB들의 전망에 따르면 올해 하반기부터 2년 이상 발행은 전년 대비 2배 정도 규모로 늘어나고 듀레이션도 큰 폭으로 늘어날 전망이다<그림 18>.

4월부터 급증한 Bill 발행으로 미국채 평균 만기는 70개월에서 60개월 초반으로 하락했다<그림 19>. 2021년 연말까지 다시 상환위험(rollover-risk)을 낮추기 위한 일환으로 만기가 긴 채권발행이 늘 것으로 보는데 최근 Fitch가 미국 신용등급 전망을 하향한 부분 또한 위험분산을 위한 발행변화에 영향을 줄 것이다.

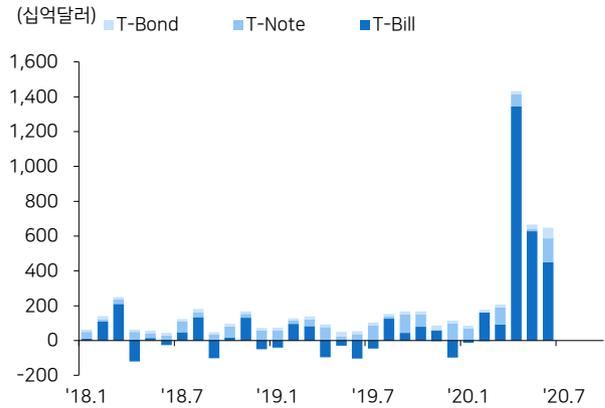
글로벌 경기회복 기조는 현재 주식시장 강세를 주도하는 미국 기업들의 2분기 양호한 실적 및 3분기 기대치가 유지되는 것을 그대로 반영하여 전반적인 펀더멘탈 개선 기대로 연결될 것이다. 서프라이즈 지수는 곧 높아지는 눈높이에 맞춰 하락할 수 있지만 절대수준이 마이너스 영역으로 낮아지지 않을 것이다.

그림16 금융위기 당시 T-Bill 조달 이후 듀레이션 확대



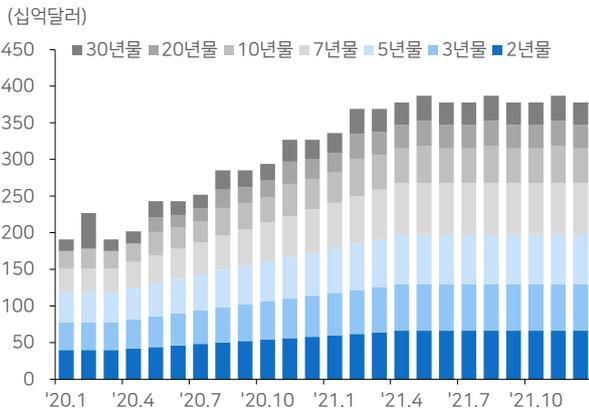
자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림17 미국 재무부 장기물 발행 점진적 증가시킬 계획



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림18 2021년까지 오해 2배 가까운 발행 증가 예상



자료: Morgan Stanley, US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림19 짧아진 미국채 듀레이션 확대로 전환될 전망



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

살아나는 인플레이션 기대, 초장기 스프레드 주목할 필요

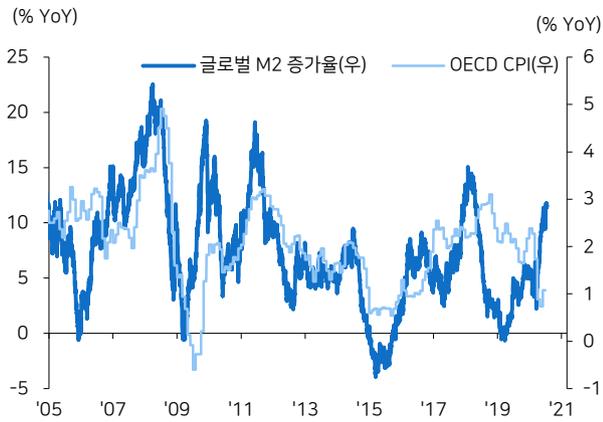
아직은 상충하고 있는 금리 '하락 vs 상승' 요인의 무게 추는 결국 인플레이션이 실제로 유발되는 정도에 달려있을 것으로 본다. 인플레이션은 실질 구매력을 평가하는 기준이라는 점에서 정상적인 경제하에서는 금리의 하단 역할을 수행하기도 하는데 물가보다 낮은 금리는 상품으로서 투자매력이 없다는 의미이다.

인플레이션 인상 기대 하에서
투자 매력도 낮아지는 채권

이를 다른 표현으로 '실질금리 마이너스' 상태라고 하는데 이자를 받아도 물가상승분보다 낮아 저축을 하기보다는 소비나 투자가 더 유발되는 환경을 뜻한다. 현재 어려운 경기여건에도 불구하고 글로벌 유동성은 통화정책뿐만 아니라 막대한 재정정책까지 가세 2008년 이후 가장 큰 폭으로 늘고 있다.

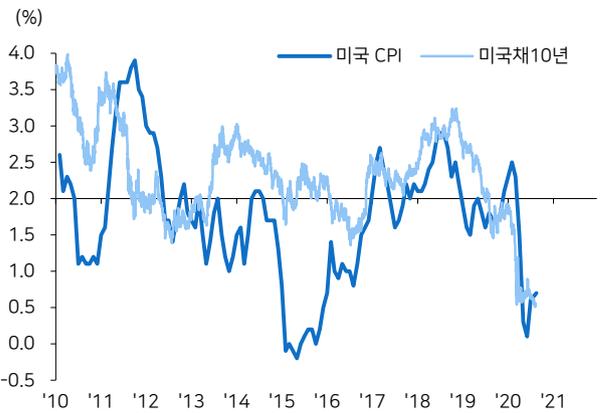
'인플레이션은 화폐적 현상이다'라는 M. 프리드먼의 명언대로 현재 물가는 경제회복 기대보다는 순수하게 통화가치 약세기대를 담아서 진행될 것이다<그림 20>. 당장 이번 주 확인될 미국 7월 소비자물가 전년대비 증가율이 0.7%로 예상되고 있어 미국채10년 0.5%를 넘어선다<그림 21>.

그림20 풍부한 유동성은 결국 통화가치를 하락시킬 것



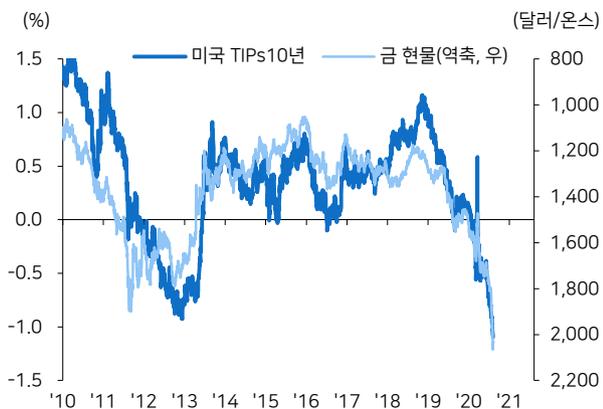
자료: Bloomberg, OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림21 미국 7월 CPI yoy 0.7% vs 미국채10년 0.5%



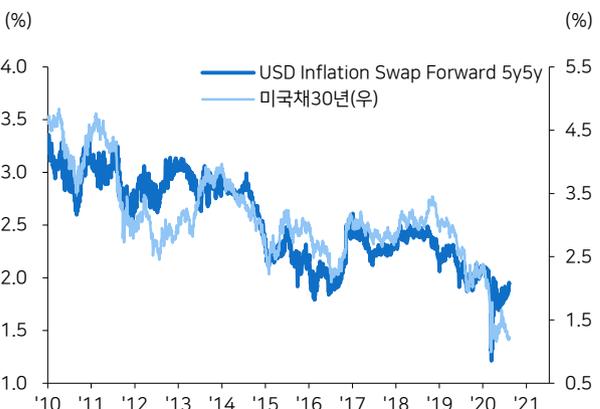
자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 역사상 최저수준의 실질금리와 사상 최고가 금가격



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 중장기 인플레기대 반등대비 미국채30년 낮은 편



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

TIPS 금리, inflation swap 에서
확인할 수 있는 인플레이션 기대

미국 물가채(TIPS)10년 금리는 근원물가-명목금리와 차이와 유사한 실질금리인데 역사적 최저 수준이다. 실질금리 마이너스의 보상으로 최근 금과 비트코인 같은 자산의 강세에 반영되고 있다<그림 22>. 이미 미국 중장기 인플레이션을 대표하는 inflation swap이 2.0% 부근까지 올라온 것에 비해 미국채30년 금리는 반응이 미미하다<그림 23>.

때문에 우리는 최근 많은 전문가들이 주장하듯 과도하게 하락한 실질금리가 단순히 올라가는 것보다는 30년 같은 초장기 금리가 민감도를 높여 10년 금리와 스프레드를 확대하는 쪽을 주목하고 있다. 2010~2011년에도 그랬지만 실제 물가가 올라오면 명목금리가 올라도 실질금리는 낮은 수준을 유지할 수 있다.

장기물 미국채 금리 상승, 주식시장
가치주 순환매 단초로 작용

때문에 6월 초 미국채10년 금리가 0.9%까지 올라갈 때 1.7%까지 올랐던 30년 금리의 반응이 유사하게 전개되면 시장금리 반전의 시그널이 될 것이다. 이는 주식시장에도 저금리로 인한 성장주 중심의 강세장에서 가치주의 순환매 같은 자금의 단초가 될 수 있어 현재 가장 중요한 시장의 단초 중 하나일 것이다.

그림24 2016년 일본의 YCC와 현재 현재 미국의 YCC는 환경이 다름



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 일본 낮아지는 초장기금리 부담, YCC 타겟 10년



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 미국 초장기 스프레드 확대, YCC 장기보다 단기



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

인플레 기대측면에서 미국의 YCC는 일본이 2016년에 실시한 YCC와는 다르다. 그 차이는 2016년 일본은 초장기 스프레드가 초장기금리 하락으로 유발되면서 자칫 인플레기대가 꺾인 채 고착화될 수 있다는 우려(anchoring effect)를 방어하기 위해서 YCC를 실시했다<그림 25>. 때문에 10년채를 매수해서 30년 정도 장기금리를 띄우는 인플레 기대 안정을 도모했다.

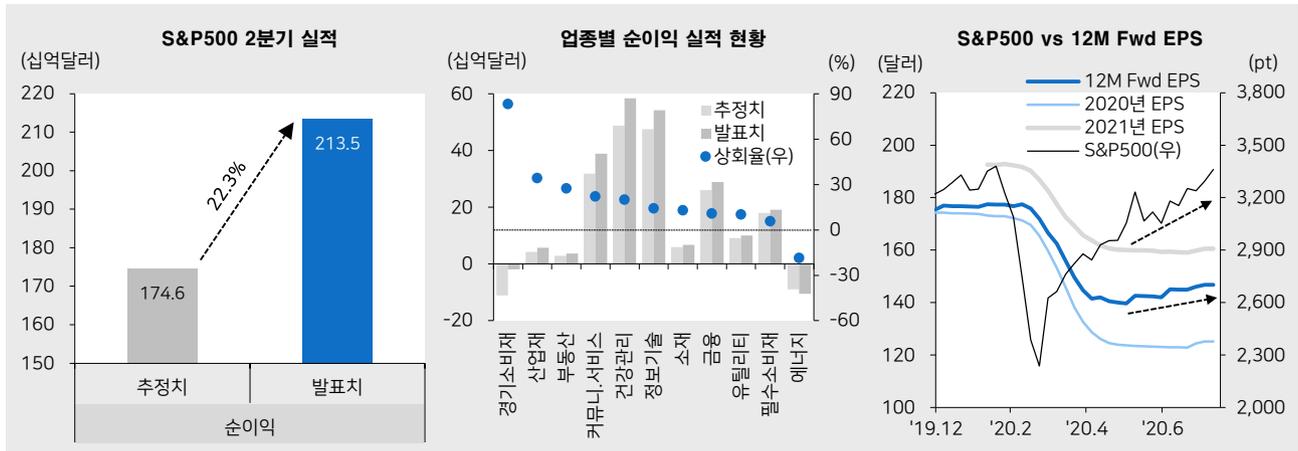
일본과 달리 장기물 매수할 가능성 낮은 미국판 YCC

그에 반해 미국은 현재 금리가 하락했지만 전반적인 커브는 우상향의 나이스한 형태를 유지 중이다<그림 26>. 미국의 장기적 성장성과 인플레기대를 반영한 초장기 커브를 인정한다면 YCC를 단행하더라도 일본처럼 10년 같은 장기영역을 매수할 이유가 적다는 판단이다.

우리는 올해 연준이 YCC를 잠재적 카드 정도로 판단하고 실제로 실행할 가능성은 낮은 쪽으로 보고 있다. 지금부터 금융시장 변화의 단초로 실질금리 바닥 확인 여부와 미국채30년-10년 스프레드 확대여부가 중요할 것으로 본다.

오늘의 차트 이정연 연구원

미국 2분기 어닝 서프라이즈, 밸류에이션 부담은 확대



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 증시는 2분기 실적발표 기간 동안 상승 지속

한국을 포함한 주요국 증시는 6월 장중 변동성이 커지며 횡보했다. 이후 7월 들어 2분기 실적발표가 진행되면서 미국을 중심으로 글로벌 증시의 상승세는 지속 중이다. 미국의 2분기 어닝시즌이 막바지에 접어든 가운데 현재까지 실적 상황과 펀더멘털이 지금의 주가를 뒷받침해주고 있는지 살펴보고자 한다.

S&P500 종목 91% 실적발표
순이익 예상치 대비 22.3% 상회
2분기 실적이 증시 상승 뒷받침

8월 10일까지 시가총액 기준 약 91% 기업들이 실적발표를 진행했다. 현재까지 2분기 실적은 기대치를 크게 웃돌았다. 순이익은 2,135억달러로 예상치 1,746억달러 대비 22.3% 상회했다. 에너지 업종을 제외한 나머지 10개 업종의 실적이 예상치를 5% 이상 상회하면서 업종 전반적으로 긍정적인 실적을 발표했다. 특히, 미국 내 이익비중이 큰 헬스케어, 정보기술, 커뮤니케이션 서비스 업종의 순이익은 각각 100억달러 가량 예상치를 상회했다. 7월 중 실적에 대한 기대가 증시 상승을 어느 정도 뒷받침해준 것으로 볼 수 있다.

소폭의 이익 전망치 개선 대비
주가지수 큰 폭으로 상승
현재 12M Fwd PER 23배로
밸류에이션 고평가 영역

2분기 실적과 더불어 최근 미국의 이익전망치 상향조정이 나타난 점 또한 증시에 긍정적인 요소다. 12M Fwd EPS는 6월 저점 이후 소폭의 상승 전환이 이뤄졌다. 다만, 최근의 EPS전망치 상승폭 대비 주가의 상승이 큰 폭으로 진행되면서 12M Fwd PER은 현재 23배다. 최근 10년간 12M Fwd PER 최대치가 18배 정도였던 점을 감안하면 밸류에이션 고평가 영역에 있다.

기존 주도주 상승모멘텀 부진 +
미·중 마찰 재개로 주가지수 하락
변동성 유의

지난주 금요일(8/7) 이후 기존 주도 업종이자 밸류에이션 부담이 있던 정보기술, 커뮤니케이션 서비스 업종의 수익률은 S&P500 지수대비 부진하다. 또한 미국 행정부의 틱톡 매각 압박, 애플의 앱스토어 내 위챗 제거 등 기술산업 중심으로 미·중 마찰이 확산되는 양상이다. 따라서 소폭의 이익전망치 개선 차고는 주가지수와 밸류에이션 상승폭이 너무 크다는 점과 기술주들의 미·중 마찰에 따른 악재들이 나타날 가능성이 크기 때문에 하락변동성에 유의해야 할 시점이다.

칼럼의 재해석 박범지 연구원

Post COVID-19, 트럭 운송 산업의 변화(Trucks.com)

COVID-19 팬데믹은 운송 산업에도 막대한 피해를 입혔다. 지역 봉쇄 정책으로 인한 경제 활동 중단은 운송 수요 급감과 함께 운송 업체들의 파산을 야기했다. 그런데 4월 이후로 경제 활동 재개를 시작하면서 주문이 밀리고 재고가 떨어진 탓에 운송 수요가 폭증하였으며, 온라인 판매와 의료장비 수송 증가도 한 몫을 했다. 물류 서비스가 점차 정상화 되면서 운송 산업의 주가도 연초 수준을 회복하는 모습이다.

그런데 미국 운송 시장의 80%를 차지하고 있는 트럭 운송 산업의 경우 조금은 다르게 접근해야 할 필요가 있다. COVID-19 이전부터 공급 과잉으로 인해 구조조정이 진행되고 있었으며, 이번 위기가 이를 '가속화' 시키는 계기로 작용했기 때문이다. 전체 트럭의 96%를 소규모 업체들이 보유하고 있었고 공급 과잉으로 인한 운임 감소를 견디지 못해 2018년부터 파산하기 시작했다. 올해 4월 파산한 소규모 업체 수는 전년 대비 2~3배 많은 것으로 추정된다. 운송 수요의 급증과 공급의 감소는 운임을 상승시켰고, 연료비인 디젤 가격이 급락하면서 구조조정에서 살아남은 상위 업체들의 수익성이 큰 폭으로 개선되었다.

원문에서는 금융위기 이후 주택시장처럼 보수적인 투자로 인해 공급이 수요를 따라가지 못할 것으로 보고 있지만, 그보다는 COVID-19로 인해 전통 산업으로의 기술 침투 역시 가속화되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 트럭 산업에서는 IoT 기술을 활용한 실시간 정보 전달, 화석 연료를 대체하는 수소 트럭과 전기 트럭, 트럭운전자를 대체하는 자율주행 기술 등이 새로운 성장동력으로 자리매김 하고 있다.

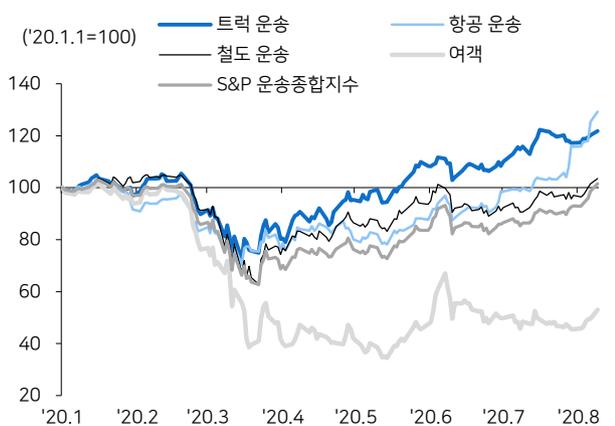
운송 산업의 선전과 그 배경

COVID-19 팬데믹 이후 가파르게 회복한 운송 산업

COVID-19 팬데믹에 대응하기 위한 지역 봉쇄 정책은 운송 산업에도 큰 피해를 주었다. 기존에는 배송 지역으로 갈 때와 돌아올 때 모두 물건을 가득 싣고 옮겼다면, 경제 활동 중단으로 인해 운송 수요가 급감하면서 물건을 싣고 가서 다시 가지고 돌아올 것이 사라졌기 때문에 막대한 비용 부담이 발생했다.

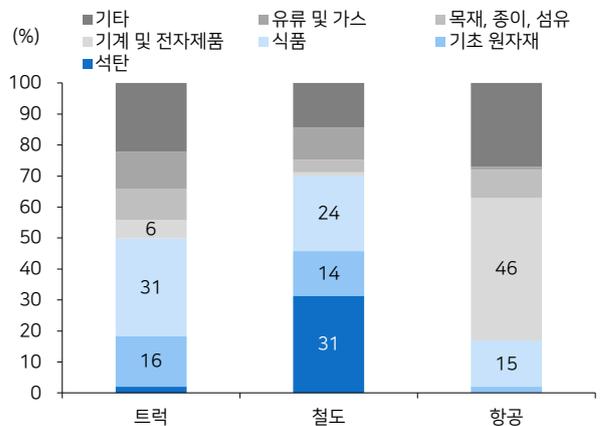
그런데 4월 이후로 운송 산업의 환경은 급변하기 시작했다. 재고가 떨어진 유통업체들의 운송 수요가 폭증하기 시작했고 COVID19로 인한 온라인 판매와 의료장비 수송도 급증했다. 물류 서비스가 점차 정상화되면서 운송 산업의 주가도 연초 수준을 회복하는 등 선전하고 있다.

그림1 트럭(+21.8%) 및 항공 운송(+29.2%)의 주가 선전



주: S&P1500 업종 지수 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 철도 운송이 부진한 이유: 높은 원자재, 석탄 비중



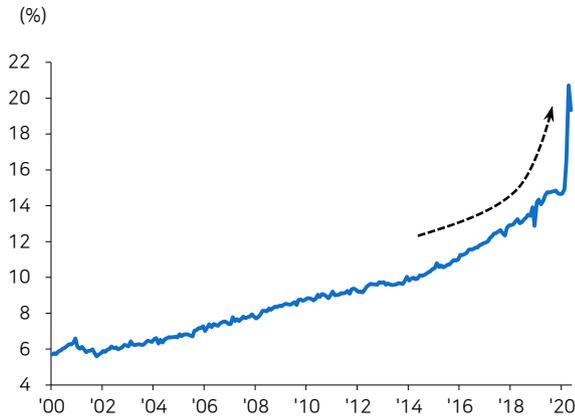
자료: Bloomberg, Truckstop.com, 메리츠증권 리서치센터

운송 산업 중에서도 트럭과 항공에 비해 철도 운송이 상대적으로 부진한 이유는 최근 증가하고 있는 운송 수요와는 거리가 먼 원자재와 석탄 비중이 45%에 달하기 때문이다.

온라인 판매와 의료장비 운송의 급증으로 항공 운송 산업 선전

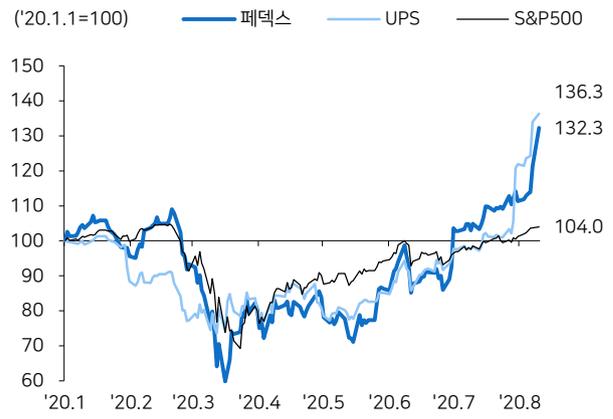
항공 운송 산업은 COVID-19 팬데믹에 대응하기 위해 고강도 구조조정과 비용 절감에 노력을 기울이는 동시에 온라인 소매 판매와 의료장비 등 운송 수요 급증의 수혜를 직접적으로 받아 2분기 호실적을 기록했다. 게다가 이미 늘어난 택배 물량에 더해 다가오는 추수감사절, '블랙 프라이데이', '사이버 먼데이'에 폭증할 수요를 감당할 수 없다는 이유로 항공 운송 대표 업체인 페덱스(FedEx)와 UPS(United Parcel Service)가 추가 요금을 부과할 것이라고 밝히면서 추가 역시 고공행진 중이다.

그림3 미국 월간 소매판매 중 온라인 판매 비중



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림4 2분기 실적 발표 이후 고공행진 중인 항공 운송 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그런데 현재 미국 운송산업에서 약 80%를 차지하고 있는 트럭 운송 산업의 경우 항공 운송 산업처럼 온라인 판매 증가와 의료 장비 수요 증가 등의 수혜를 받은 점도 있지만, 산업 자체의 변화 영향이 더 큰 것으로 보인다.

트럭 운송 산업의 구조적인 변화

소규모 업체가 난립했던 미국 트럭 운송 산업의 구조조정

미국 트럭 운송 협회(ATA, American Trucking Associations)에 따르면 미국에 운송용 트럭 수는 90만 대에 달하며 그 중 20대 미만의 트럭을 소유한 소규모 업체가 96%를 차지한다. 소규모 업체들의 난립은 공급 과잉을 유발하였고 하락하는 운임을 감당하지 못한 업체들이 파산하기 시작했다. 2018년에는 310개의 업체가 문을 닫았으며, 2019년에는 795개의 업체가 파산하고 총 2만4천 대의 트럭이 시장에서 퇴출되었다.

COVID-19는 산업 재편을 가속화

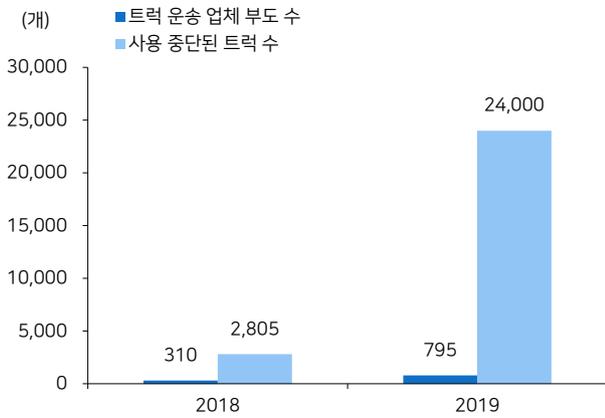
이미 2018년부터 구조조정이 진행 중이던 트럭 운송 산업은 COVID-19로 인해 산업 재편이 '가속화'되었다. 미국의 트럭 소프트웨어 기업인 Convoy의 추정에 따르면 2020년 4월 파산 또는 폐쇄를 선언한 업체 수는 전년 대비 약 2~3배에 달

한다. 게다가 트럭을 5대 이하로 보유한 업체의 파산 비율이 전년 대비 3배 이상 높은 반면, 200대 이상의 트럭을 보유한 업체의 변화는 거의 없었다. 통상적으로 과열 산업이 구조조정을 통해 재편되는 양상이다.

가격 상승과 비용 하락으로
수익성 개선

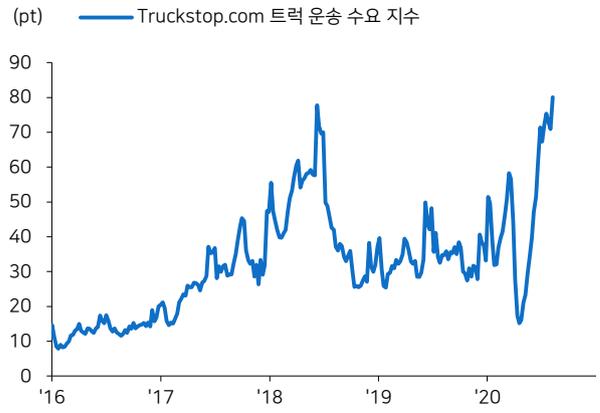
경제 활동 재개 이후 급증한 수요와 줄어든 공급에 따라 운임 가격은 상승했고, 산업의 구조조정에서 살아남은 상위 업체들의 경쟁력은 더욱 강화됐다. 게다가 COVID-19로 인한 수요 둔화에 트럭 운송 비용 중 가장 큰 비중을 차지하는 연료비, 즉 디젤 가격이 급락하면서 이들의 수익성은 큰 폭으로 개선되었다.

그림5 이미 트럭 운송 산업은 구조조정이 진행 중이었음



자료: Broughton Capital, Fox Business, U.S. Global Investors, 메리츠증권 리서치센터

그림6 COVID-19 이후 트럭 운송 수요의 급증



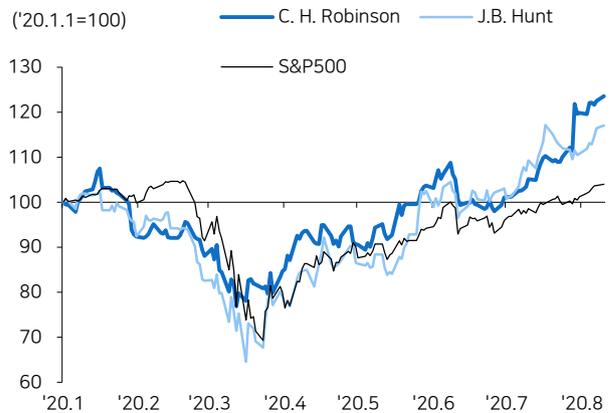
자료: Bloomberg, Truckstop.com, 메리츠증권 리서치센터

그림7 디젤 가격 하락으로 벌어진 운임과 비용의 괴리



자료: Bloomberg, Truckstop.com, 메리츠증권 리서치센터

그림8 가격 상승(초과수요)과 비용 하락으로 수익성 개선



자료: Bloomberg, Truckstop.com, 메리츠증권 리서치센터

트럭 운송 산업과 기술혁명

신중한 투자 결정에 초과 수요가 지속될 가능성도 있지만

원문에서는 2008년 금융 위기 이후 주택 수요는 회복되었지만, 건설업자들의 보수적인 투자에 초과 수요 상태가 지속되면서 주택 가격이 상승했다고 주장한다. 과잉공급으로 인한 구조조정을 겪은 산업이 이후 투자에 있어서 신중할 가능성에는 동의하지만, 이번에는 COVID-19가 재편을 가속화한 동시에 전통 산업에도 기술을 빠르게 침투시키고 있다는 점에 주목해야 한다.

COVID-19로 인한 기술 침투의 가속화에도 주목해야

예를 들어 미국의 대표 트럭 운송 업체인 C. H. Robinson은 지난달 마이크로소프트와의 협업을 통해 운송의 디지털화를 도모한다고 발표했다. 마이크로소프트의 IoT 기술을 활용하여 고객이 화물의 상태를 실시간으로 파악할 수 있게 하는 것이 목표이다. 그 외에도 화석 연료를 대체하는 수소트럭과 전기트럭, 운전자를 대체하는 자율주행 기술은 트럭 운송 산업의 새로운 성장 동력이다.

결론적으로 COVID-19는 전통 산업에 피해만 준 것이 아니라 새로운 기회도 준 것처럼 보인다. 현재 시장을 주도하고 있는 기술 플랫폼 관련 산업 외에 전통 산업에서도 변화가 관찰되고 있으며, 쇠퇴하고 있던 산업이라 할지라도 새로운 기회가 있을 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

원문: *Trucking After the Pandemic: Lessons from Homebuilders - Trucks.com*