

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 11. 11 (수)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

2021년 경제전망 해설: "Rebuilding"

오늘의 차트

미국 노동시장의 명과 암:
추가 부양책이 과감해야 하는 이유

칼럼의 재해석

C19의 나비효과: 중고차 시장 성장과 Carvana

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

RA **황수욱**
 02. 6454-4896
 soowook.hwang@meritz.co.kr

2021년 전망 1-2. 경제전망(해설판): “Rebuilding”

- ✓ '21년 글로벌 GDP 5.7% 성장 예상. 그러나 중기성장 경로에 못미쳐 정책의 힘 필요한 상황
- ✓ 통화정책에 이어 재정정책이 바톤을 이어받을 차례: 지금 효과 극대화될 수 있는 구간에 진입
- ✓ 한국, 수출 주도로 3.1% 성장. 수출회복 동인은 1) 글로벌 제조업 회복과 2) 재화소비의 서비스 소비 대체를 통한 교역재 수요 확대 등
- ✓ '21년 말 원/달러 환율 1,080원 전망. 원화 강세가 수출회복 저해할 가능성 낮아
- ✓ 이슈: 1) 미 대선 이후 경제, 2) 기술패권/반독점 규제 시사점, 3) 인플레이 위험에 대한 견해

2021년 Global View

하반기 당시 제시되었던 최악의
 시나리오는 벗어났음

우리가 지난 5월 중순, 2020년 하반기 전망 “Take off the bear mask” 당시 제시
 했던 2020~21년 글로벌 GDP성장률 전망은 -4.2%와 +5.4%였으며 비교적 낙
 관적인 전망에 해당되었다. 하반기 들어 선진국에서 2차 Wave가 현실화되며 전
 세계가 대공황에 준하는 침체에 진입할 것이라는 시나리오까지 제시된 바 있었다.

메리츠 글로벌 GDP전망:
 2020년 -3.3%, 21년 +5.7%

그러나 다행히도 이와 같은 최악의 시나리오는 피하는 모습이며, 각국 3분기 대부
 분 국가가 V자형 회복에 성공하면서 올해 글로벌 GDP성장률은 -3.3%에서 마무
 리될 전망이다. 실질 GDP의 수준이 높아지면서 느려진 경기회복을 감안하더라도
 2021년 GDP성장률은 5.7%에 달할 전망이다.

전망의 전제와 리스크

우리의 기본 시나리오에 전제된 것들은 다음과 같다. 첫째, 2021년 상반기 백신
 개발, 하반기 상용화로 향후 12개월 내에는 CoVID19의 부정적 영향이 축소될 가
 능성이 높다. 둘째, 미국 의회와 백악관은 2조 달러 내외 추가 부양법안을 결국 승
 인할 것이고, EU 공동기금은 예정대로 2021년부터 집행을 개시하여 추가 재정자
 극을 부여한다. 셋째, 경기모멘텀과 통화량 증가율이 정점을 찍는 2021년 하반기
 부터는 민간 자생적인 회복력 복원이 점차 이루어진다.

전망의 리스크는 상방보다는 하방 위험이 우세하다. CoVID-19의 재확산 위험이
 상존하며, 심한 경우 일정 기간 대단위 봉쇄가 재현될 가능성을 완전히 배제할 수
 없기 때문이다.

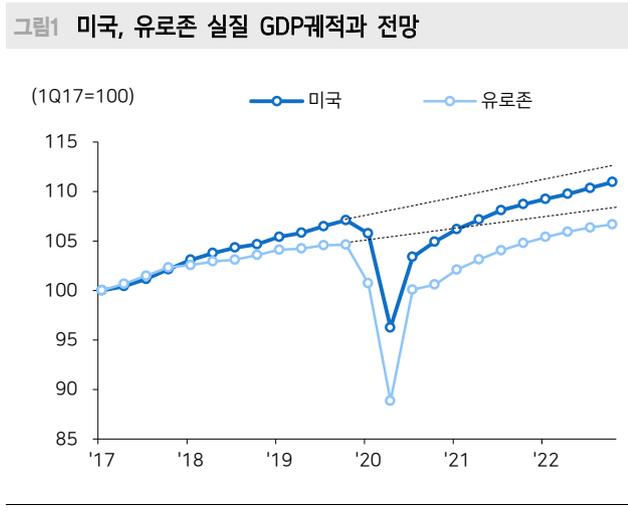
(% YoY)	금융위기와 재정위기				저성장 고착화/제조업 과잉시대					Goldilocks & Trade War			COVID19 & Aftermath			
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
GDP	Global	3.0	(0.1)	5.4	4.2	3.5	3.4	3.6	3.5	3.2	3.7	3.6	2.9	(3.3)	5.7	3.2
	DM	0.1	(3.4)	3.1	1.7	1.2	1.3	2.0	2.1	1.7	2.5	2.3	1.7	(4.5)	5.3	2.9
	US	(0.3)	(2.8)	2.5	1.6	2.2	1.7	2.4	2.6	1.6	2.4	2.9	2.3	(3.5)	4.8	2.4
	Eurozone	0.4	(4.5)	2.0	1.7	(0.8)	(0.2)	1.4	2.0	1.9	2.5	1.9	1.2	(6.5)	6.1	2.5
	Japan	(1.1)	(5.4)	4.2	(0.1)	1.5	2.0	0.3	1.3	0.6	1.9	0.3	0.7	(5.5)	3.4	1.5
	EM	5.7	2.9	7.4	6.3	5.4	5.1	4.7	4.3	4.3	4.7	4.5	3.7	(2.6)	5.9	3.5
	China	9.8	9.3	10.7	9.6	7.8	7.8	7.3	6.9	6.7	6.8	6.6	6.1	2.4	8.0	5.4
Korea	2.8	0.7	6.5	3.7	2.3	2.9	3.3	2.8	2.9	3.1	2.7	2.0	(1.0)	3.1	2.3	
CPI	Global	6.3	2.8	3.7	5.0	4.1	3.7	3.2	2.8	2.8	3.2	3.6	3.4	2.7	3.0	3.2
	US	3.8	(0.4)	1.6	3.2	2.1	1.5	1.6	0.1	1.3	2.1	2.4	1.8	1.2	1.9	2.1
	Eurozone	3.3	0.3	1.6	2.7	2.5	1.3	0.4	0.0	0.2	1.5	1.8	1.2	0.3	1.0	1.4
	Japan	1.4	(1.4)	(0.7)	(0.3)	(0.1)	0.3	2.8	0.8	(0.1)	0.5	1.0	0.5	0.2	0.5	0.8
	China	5.9	(0.7)	3.3	5.4	2.7	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6	2.1	2.9	2.8	1.9	1.8
	Korea	4.7	2.8	2.9	4.0	2.2	1.3	1.3	0.7	1.0	1.9	1.5	0.4	0.6	1.1	1.1
FX (EoP)	USD/EUR	1.39	1.43	1.34	1.30	1.32	1.38	1.21	1.09	1.05	1.20	1.15	1.12	1.20	1.23	1.25
	JPY/USD	91	93	81	77	86	105	120	120	117	113	110	109	104	104	105
	CNY/USD	6.82	6.83	6.59	6.29	6.23	6.05	6.20	6.49	6.95	6.51	6.88	6.96	6.65	6.45	6.20
	KRW/USD	1,260	1,164	1,135	1,152	1,071	1,055	1,099	1,173	1,208	1,071	1,116	1,156	1,130	1,080	1,060
WTI (USD/bbl)	39.2	79.3	91.3	99.0	91.9	98.6	53.8	37.2	53.7	60.4	45.4	61.1	43.0	47.0	45.0	

자료: IMF, 각국 중앙은행 및 통계청, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

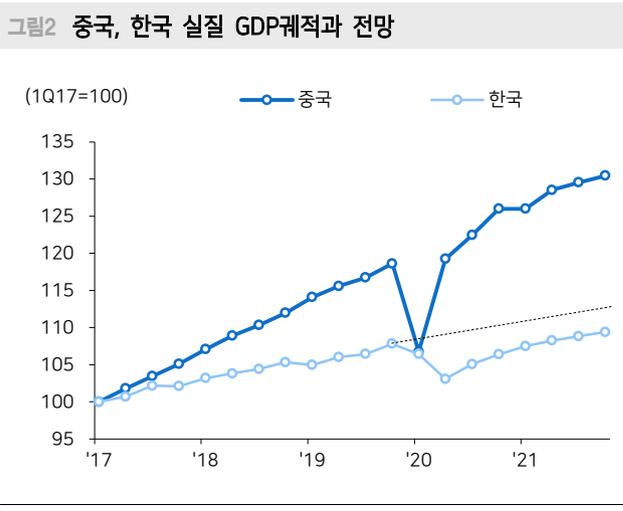
'21년 성장률 6% 근접의 의미:
정책의 힘이 여전히 필요한 상황

2021년 GDP성장률이 6% 근처라고 하면 "다 회복되었다"고 인식하기 쉽지만 사실은 그렇지 않다. 단순히 올해와 내년 GDP성장률을 단순 평균하면 1.2%인데, CoVID-19가 없었을 때 글로벌 경제가 매년 3% 내외 성장했던 것에 비하면 매우 낮은 숫자이다.

이는 CoVID-19에서 가장 먼저, 빨리 회복한 중국을 제외한 여타 주요국의 경기가 중기 성장경로에 한참 못 미치는 수준에 머물러 있음을 의미한다. 다른 한편에서는 올해 전력투구했던 정책당국이 내년에도 힘을 발휘해야 함을 시사해 준다.



자료: US BEA, Eurostat, 메리츠증권 리서치센터 추정



자료: 중국 국가 통계국, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

3~4월 이후 회복의 패턴에서 찾는 몇 가지 시사점

3~4월 이후 현재까지 나타난 회복의 특징을 정리해 보면 아래와 같다.

지금까지 나타난 회복의 특징 (1) 제조업은 빠르게 회복 중

첫째, 지역을 막론하고 제조업은 확장 국면에 복귀하였고, 회복 모멘텀도 CoVID-19 이전 수준을 비교적 크게 상회하고 있다. 미국과 유로존, 중국의 제조업 PMI 지수 수준은 무려 55 내외에 달한다. 제조업은 봉쇄에서 자유롭고, B2B(기업간) 수요가 소비자 수요부진을 상쇄할 수 있기 때문이다.

지금까지 나타난 회복의 특징 (2) 소비, uneven recovery

둘째, 소비가 회복했지만, 고르지 못한 회복 패턴을 보이고 있다는 것이다. 미국의 경우 개인의 재화소비지출은 CoVID-19 이전인 2019년 말 수준을 7.8% 상회하는 반면, 서비스 소비지출은 이를 5.6% 하회하고 있다. 다른 나라의 경우도 재화 소비지출이 빠르게 회복한 반면, 외식/레저/여가 등 대면 서비스업의 생산과 매출은 CoVID-19 이전 수준을 적게는 15%, 많게는 25% 밑돌고 있다.

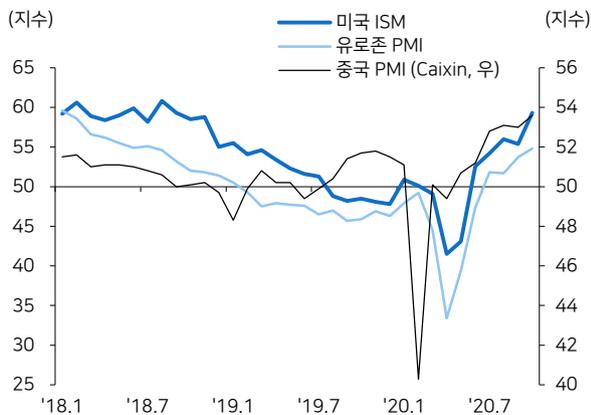
서비스 소비를 재화소비가 일부 대체: 일시적인 현상으로 보기 어려워

소비 패턴의 변화는 일시적인 현상일까? 그렇지 않을 가능성이 비교적 높다. 서비스 수요 일부가 재화소비로 대체되고 있기 때문이다. 헬스장에서 매일 운동을 했던 미국인이 체육시설에 못 가게 되면서 홈트레이닝 장비를 구매하는 것이나, 영화관에서 영화를 보지 못하는 유럽인들이 홈씨어터 장비를 구비하는 등 내구재 소비로 귀결되는 것들이 변화의 대표적인 사례들이다. 외식이 홈쿠킹으로 대체되는 것도 같은 맥락이다.

시사점: 1) 글로벌 교역환경 양호 2) 정부 경기진작 노력 필요

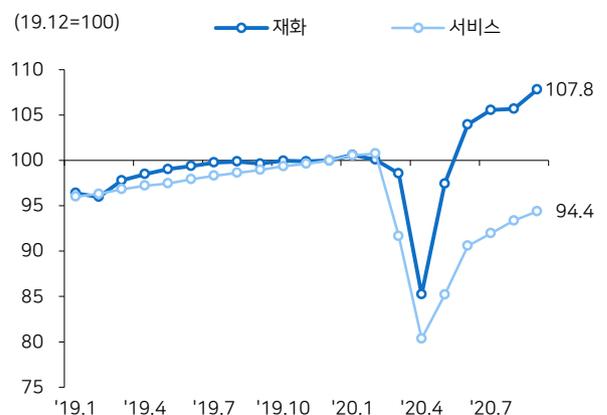
시사점은 무엇일까? 첫 번째 시사점은, 교역환경이 우려만큼 나쁘지 않다는 것이다. 제조업 회복 모멘텀이 견고한 가운데, 소비자들이 서비스 수요를 재화소비로 대체하기 때문이다. 서비스는 비교적재가 대부분이나 재화는 교역대상인 경우가 많다. 두 번째 시사점은, 대면 서비스업의 회복이 더디게 나타나면서 정책대응으로 그 취약성을 보완하거나 경기진작을 해야 할 필요성이 여전히 크다는 것이다. 백신이 개발되더라도 실제 보급되기까지는 상당 기간이 소요될 수 있다. 화이자의 m-RNA형 백신은 매우 낮은 온도에서 수송되어야 한다는 특징도 지닌다.

그림3 글로벌 제조업 PMI 추이



자료: US ISM, Markit, Caixin, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 개인소비지출(명목): 재화 vs 서비스



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

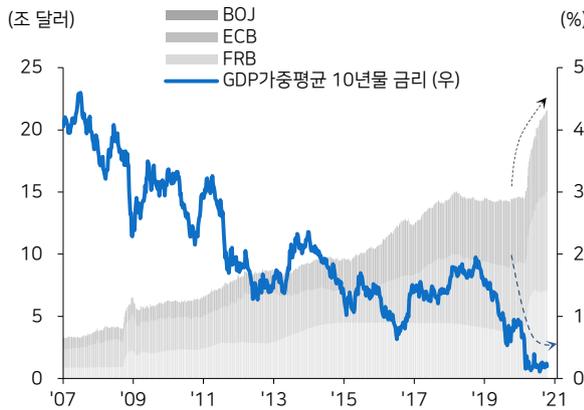
어떠한 정책조합을 기대할 수 있을까?

통화정책은 할 일을 거의 다했음

우선 통화정책은 할 일을 거의 다했다는 생각이다. 3~4월에 걸쳐 주요국 중앙은행은 금리를 낮추고(연준: 제로금리) 자산규모를 급격히 팽창시켰으며, 최근 경기가 회복하면서 자산매입 속도를 점차 줄여나가는 모습이다. 완화적 통화정책에 힘입어 0%에 근접한 10년물 국채금리는 바닥을 잡았고, 향후 얼마나 상승할 지가 관건인 상태가 되었다.

앞으로 통화정책이 해야 할 역할은 완화기조를 장기간 유지하면서 각국의 경기와 교역여건이 개선될 수 있는 여건을 조성하는 것이다. 이러한 가운데 최근 판데믹 상황이 심각한 일부 유럽을 중심으로 필요에 따라 추가적인 QE를 시행하는 그림일 것이다.

그림5 주요국 중앙은행 자산규모와 GDP가중 10년 국채금리



자료: FRB, ECB, BOJ, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Bloomberg 금융환경지수와 글로벌 수입물량지수



자료: CPB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

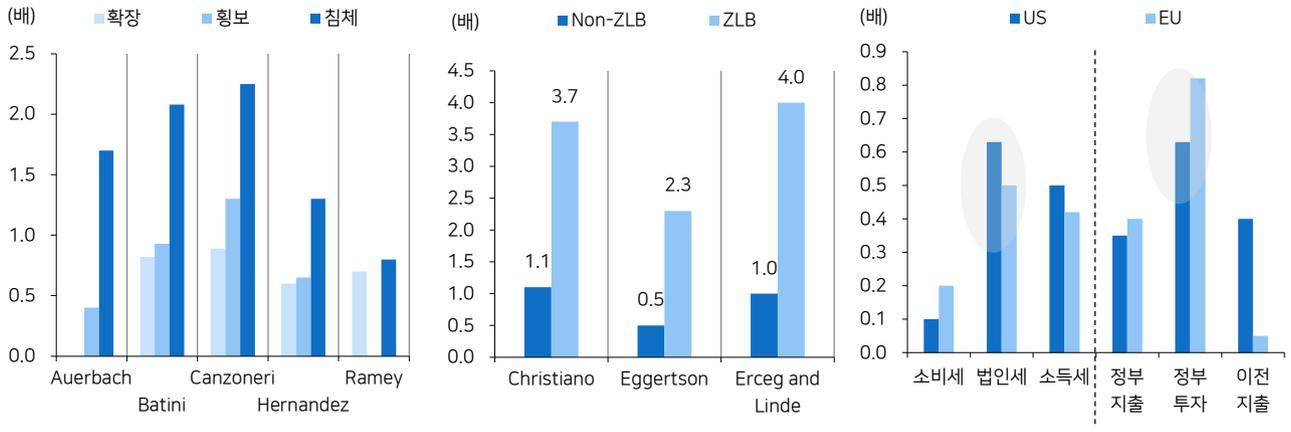
재정정책이 바톤을 이어받을 때, 지금은 재정정책 효과 내기에 최적인 환경

경기진작은 재정정책이 해야 할 몫이다. 특히 지금과 같이 재정정책의 효과가 극대화될 수 있는 환경에서는 더욱 그러하다고 본다. 아래는 IMF(2014)가 재정승수 관련 논문을 정리한 것이다. 여기에 따르면, 1) 재정지출 승수는 경기가 확장하거나 회복할 때보다 침체일 때 더욱 높고, 2) 시중금리가 제로 근처(Zero-lower bound; ZLB)일 때가 그렇지 않은 경우에 비해 승수가 3~5배 크고, 3) 정책수단 중에서는 법인세 인하와 정부투자가 상대적으로 승수가 크게 나타난다는 것이다.

각국이 인프라 투자에 적극적인 이유와도 유관

이러한 것은 주요국의 적극적인 인프라 투자 확대 공언으로도 연결되고 있다: 1) 바이든 당선자가 공약을 통해 약 1.6조 달러 규모의 인프라 투자를 제안한 점, 2) 트럼프 대통령이 올해 3~6월 저금리 환경임을 들어 1조 달러 인프라 투자를 집행하기 좋은 환경임을 언급한 점, 3) 유럽에서 공동기금이 제안/통과되고 대부분의 재원을 그린뉴딜에 투자할 것이라는 사실 등이 모두 여기에 해당된다. 과거 수년에 비해 정부의 의지가 크고, 계획이 비교적 구체적이라는 점이 재정집행의 현실화 가능성을 높이는 요인들이다.

그림7 경기 국면별, 금리 수준별, 정책수단별 재정승수 (좌측, 중간은 지출승수임)



자료: IMF(2014), "Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections", 메리츠증권 리서치센터

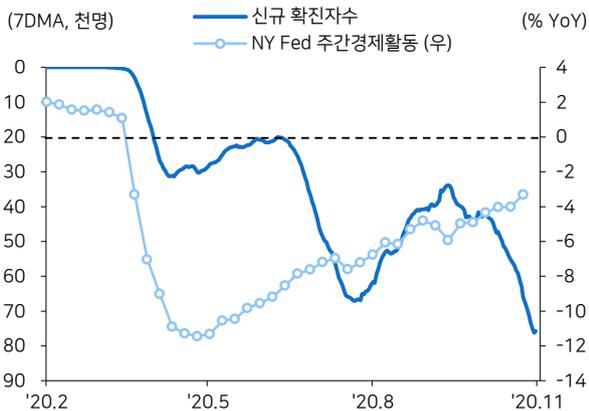
더블딤은 없나? 없어도 추가부양을 해야 하나?

더블딤 가능성은 제한적

최근 미국과 유로존의 CoVID-19 신규확진자수가 급증하고 있지만, 경기의 더블 딤을 유발할 가능성은 낮아 보인다. 그 이유는 판데믹 재유행에 따라 각국 정부가 취하는 봉쇄의 성격이 3~4월과 다르기 때문이다. 3~4월은 조업장 폐쇄와 음식료 구매 이외 출입이 제한되는 재택 강제가 있었기에 확진자수 증가가 극심한 경기침체로 연결되었던 시기였다.

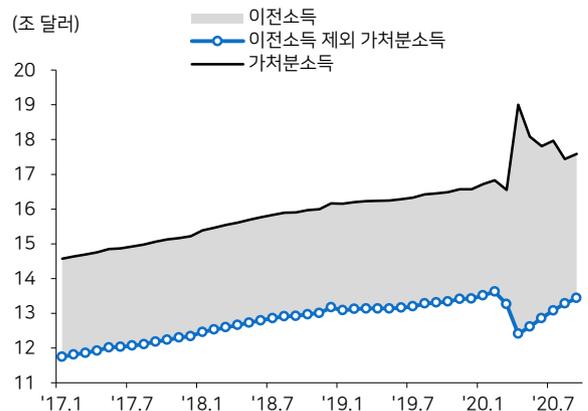
그러나 글로벌 공통적으로 최근의 봉쇄는 일부 쇼핑물, 영화관, 체육시설, 주점 출입금지 등으로 영역이 제한적이며, 제한된 활동은 집에서 대체가 가능하다. 또한 근로를 위한 이동은 대부분 가능하고, 수 개월간 바이러스에 대응하는 과정에서 재택근무 환경이 정립되어 생산활동 지속될 수 있다. 전술한대로 이 모든 봉쇄에서 제조업은 자유롭다. 따라서 경기회복이 느려질 수는 있어도 침체가 재차 도래할 가능성은 낮다.

그림8 미국 CoVID-19 신규확진자수와 주간 경제활동 지수



자료: Bloomberg, New York Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 개인가처분 소득 분해: 이전소득 제외 vs 포함



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그럼에도 불구하고 추가적인 소득
보전 노력이 필요한 이유

더블딥이 가시화되지 않더라도, 팬데믹이 크게 유행하는 지역에서 정책여력이 허락한다면 2차 재난지원금 등 소득보전 노력을 추가적으로 기울여야 한다. 예를 들어 미국의 고용여건이 개선되고는 있으나, 취업자수와 임금을 곱한 노동소득의 규모는 CoVID-19 수준을 아직도 하회하고 있으며, 향후 경기 불확실성 때문에 소비자들이 예비적 저축으로 일관할 가능성이 높기 때문이다.

이 밖에도 고용여건이 개선되는 가운데에서 발생하는 여러 가지 취약한 부분들을 보완할 필요가 있다. 이에 대해서는, 후술하는 “오늘의 차트: 미국 노동시장의 명과 암 - 과감한 부양이 필요한 이유”에서 자세히 다루도록 한다.

DM인가 EM인가? EM은 모두 안좋은가?

EM보다는 DM
EM은 펀더멘탈에 따른 극심한
차별화 예상

각국이 지니는 펀더멘탈에 기반하여 본다면, 경기회복의 속도나 자산시장의 퍼포먼스 측면에서 공히 선진국이 신흥국 대비 우위에 있다는 판단이다. 이는 우리의 경제전망에도 반영되어 있다. 이유는 선진국이 신흥국에 비해 1) 방역시스템이 잘 갖추어져 있고, 2) 정책대응 여력이 풍부하기 때문이다.

그렇다고 해서 신흥국이 모두 양호하지 못한 것은 아니며, 각국이 지니는 펀더멘탈에 의해 철저히 차별화될 전망이다. 아래 표 2는 개별 신흥국이 보유하고 있는 취약성 내지는 리스크 요인을 정리한 것이다. 여기에서 “△(세모)”로 표시된 국가에 대한 투자에 대해서는 신중할 것을 권한다. 통화가치 절하 및 환율 변동성 위험이 크게 부각될 수 있고, 이에 대응하는 과정에서 경기모멘텀이 크게 약화될 소지가 있기 때문이다.

한국, 중국, 대만의 대외안정성
부각

따라서 아래 표 기준으로 하늘색 음영이 쳐진 국가가 대외안정성 측면에서 우수하여 risk-return profile이 양호한 지역으로 판단한다. 한국, 중국, 대만이 여기에 해당되며, 다른 지역으로 확장해 보자면 멕시코, 폴란드가 가시권에 들어 온다.

표2 개별 신흥국이 보유하고 있는 취약성/리스크 요인

	COVID-19 통제 위협	정부부채 문제	금리 인상	경상수지	여행산업	대외부채
한국						
중국						
대만						
인도		△		△		
브라질	△	△	△			
아르헨티나	△	△	△			△
멕시코						
칠레	△			△		△
콜롬비아	△		△	△		△
페루	△		△			
인도네시아				△		
말레이시아					△	△
태국					△	
필리핀				△	△	
폴란드						
터키			△	△	△	△
러시아						
남아공		△	△	△		△
사우디				△		

자료: 메리츠증권 리서치센터

한국 경제전망과 수출회복

한국은 수출과 설비투자 주도로
내년 3.1% 성장

한국이 여러 EM중 대외안정성 측면에서 우수하다는 것을 확인했다. 이제는 한국이 글로벌 회복에 동참할 수 있는 지를 살펴 본다. 결론부터 말하자면 가능할 것으로 보인다. 지난 2년간 역성장했던 수출이 증가 전환할 것이고, 이에 따라 설비투자가 추가적으로 개선될 수 있기 때문이다. 2021년 한국 GDP성장률 전망으로는 3.1%를 제시하며, 대외환경 개선이 더욱 진행될 경우 상향 조정 가능성도 있다는 판단이다.

재화 주도의 글로벌 소비 회복과
제조업 개선이 한국 수출여건
호전에 기여

앞서 3~4월 이후 경기회복 패턴에서 언급한 요인들이 한국 수출개선에 기여할 것으로 보인다. 글로벌 민간소비가 재화 중심으로 회복하는 점(서비스 수요대체), 그리고 봉쇄에서 자유로운 제조업이 B2B 수요에 편승하여 회복세를 띠는 것 등이 여기에 해당된다. 경제주체들의 절대적 구매력 약화라면 몰라도, 서비스업 부진이 교역량 회복을 제약하거나 위축시킬 가능성은 매우 낮다는 판단이다. 업종은 반도체, 자동차 주도 하에 철강/기계 등 산업재가 후행하여 올라오는 구조로 보이며, 경기순환적 측면에서 전형적인 early cycle에 해당하는 회복 양상이다.

그림10 한국 경제전망 요약

(% YoY)	Quarterly						Annual		
	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2019	2020	2021
GDP	(1.3)	(1.3)	1.0	5.0	3.6	2.8	2.0	(1.0)	3.1
(q-q)	1.9	1.3	1.0	0.7	0.5	0.5	-	-	-
민간소비	(4.5)	(4.2)	3.6	3.2	3.9	2.6	1.7	(4.4)	3.3
정부지출	4.5	4.8	3.3	3.7	3.7	3.7	6.6	5.6	3.6
건설투자	(1.6)	(1.3)	(1.8)	1.2	1.3	2.4	(2.5)	0.1	0.9
설비투자	9.1	4.3	5.1	9.2	7.3	7.5	(7.5)	6.1	7.3
수출 (BoP)	(3.5)	(1.0)	0.0	18.0	7.0	6.0	(10.3)	(7.6)	7.3
수입 (BoP)	(9.3)	(4.6)	1.5	12.0	9.9	8.2	(6.0)	(8.3)	7.7
소비자물가	0.6	0.7	0.6	1.5	1.1	1.1	0.4	0.6	1.1
기준금리	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	1.25	0.5	0.5
원/달러 환율	1,170	1,130	1,115	1,100	1,090	1,080	1,156	1,130	1,080

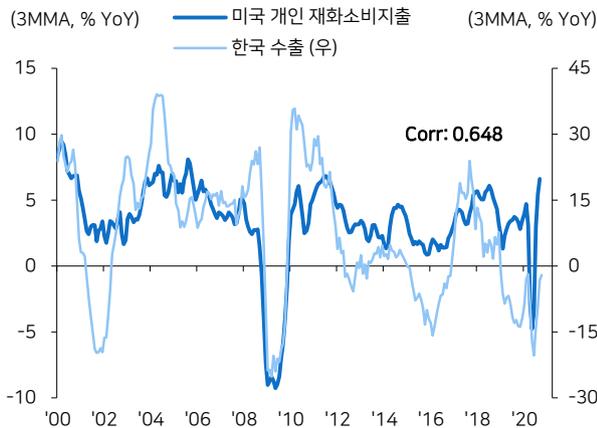
자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림11 GDP와 최종수요 기여도



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림12 미국 개인 재화소비지출과 한국 수출



자료: US BEA, 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림13 JPM Global 제조업 PMI와 한국 일평균 수출물량



자료: JP Morgan, 한국무역협회, 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

환율 전망

달러화 약세, 2021년에도 연장될 전망

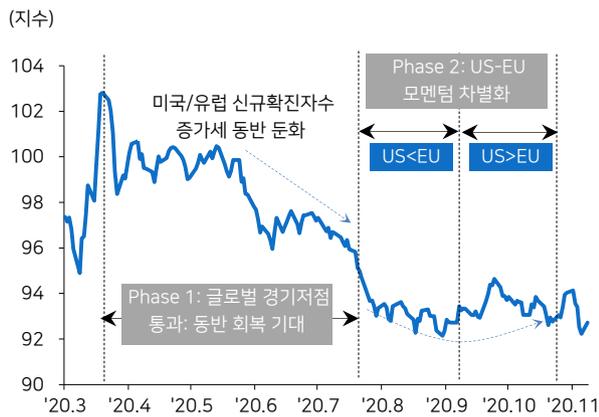
약달러 기조 연장 이유 (1):
달러화는 경기역행적 통화

우리는 2021년에도 달러화 약세가 연장될 것으로 예상하고 있다. 가장 큰 이유는 달러화가 전형적인 경기역행적(counter-cyclical) 통화이기 때문이다. CoVID-19 재확산에 따른 글로벌 정책대응 강화와 백신/치료제 개발 가시화 등은 완만한 경기회복을 이끌 요인이다. 이러한 기대감이 높아질수록 달러화는 약세를 시현할 가능성이 높다는 판단이다.

약달러 기조 연장 이유 (2):
정책적으로 미국 실질금리 낮게 유지할 유인이 큼

다른 이유는, 미국이 실질금리를 여타 지역보다 더욱 낮게 유지시킬 유인이 훨씬 크다는 점에 있다. 전세계가 CoVID-19에 대응하는 과정에서 막대한 재정적자와 국가채무 급증을 용인하였다. IMF 추정치 기준으로 미국의 2021년 국가채무비율은 134%로 100%인 유로존 채무비율을 크게 웃돌 것으로 전망되고 있다. 국가채무의 정상화가 낮은 실질금리 장기화를 수반할 것이라는 점을 고려한다면, 이미 축소된 미국-독일 간 실질금리차가 당장 내년 중 확대될 개연성은 낮다는 판단이다. 유로화는 낮아진 실질금리차에 준하는 수준에 수렴할 가능성이 높다. 이 역시 달러화 약세 요인이다.

그림14 2020년 3월 이후 달러화 지수 (DXY)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 유로화와 미국-독일 실질금리차



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원화 강세 추가 진행, 2021년 말 원/달러 환율 1,080원 전망

원화는 위안화와 연동된 강세 연장

원화 강세도 좀 더 진행될 가능성이 높다. 글로벌 달러화 약세 환경 속에서 원화와 연동되는 위안화의 추가 강세 압력이 크기 때문이다. 지금까지 위안화는 1) 중국의 빠른 경기회복이 유발한 중-미 국채금리차의 확대, 2) 미-중 갈등의 무역문제 전염 우려 차단으로 강세를 시현하였다.

14차 5개년 계획을 통해 중국 정부가 자본시장 개방 가속화를 천명했고, 최근 들어 정부 주도로 1) 중국 채권시장의 글로벌 벤치마크 지수 편입과 2) QFII/RQFII/후강통/선강통의 취급 상품 다양화 등 본토 자본시장에 대한 외국인 투자 유인을 높이고 있다. 이들은 공히 자본수지 흑자 확대를 통해 위안화 강세를 유발할 요인들일 것으로 판단한다.

2021년 말 원/달러 환율 전망
1,080원

2021년 말 원/달러 환율은 1,080원으로 전망한다. 이 수준은 중국에 대한 교역의 의존도가 높아진 2000년 이후 원화 실질실효환율의 역사적 평균 대비 1표준편차 수준에 해당하는 것으로, 글로벌 경기회복과 위험선호가 부각되는 환경 하에서 통상적으로 변동하는 범위의 상단에 해당한다.

이번 원화강세가 수출 회복 저해하는 요인은 아닐 것

1,100원을 하회하는 원화의 강세가 수출회복을 저해할 것이라는 우려가 있다. 그러나 글로벌 회복기에 risk-on을 반영하는 원화 강세는 수출물량의 탄력적 회복을 동반하기에 궁극적으로는 수출이 감소하기 보다는 증가했던 경우가 더욱 많았다. 우리는 현재의 국면을 경기순환적 관점에서 "early cycle" 이라 보고 있으며, 유사한 사례로는 2017년의 경우를 들 수 있다.

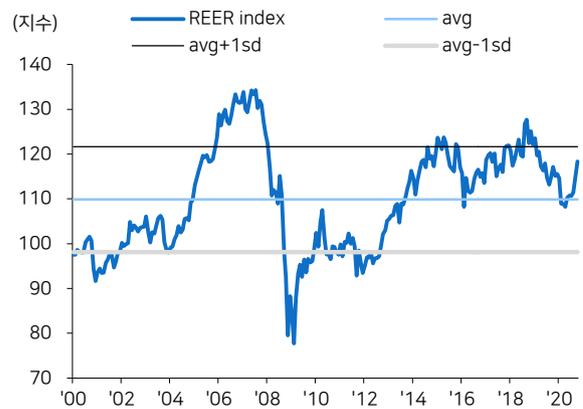
2016년 말 1,208원이었던 원/달러 환율은 2017년 상반기 말 1,150원을 하회하였고, 4분기 들어서는 1,100원을 밑돌았다. 그러나 동 기간 글로벌 동반 수요회복이 발생하면서 달러화 표시 수출은 연초부터 두 자리 수 증가세를 이어가면서 연간으로는 15.8% 증가하였다. 연평균 기준 원화가 2.7% 절상되면서 원화 표시 수출도 연간 10%를 웃돌게 되었다. 이는 당장의 가파른 원화강세가 채산성 우려를 나올 수는 있지만, 시차를 두고 물량 개선을 확인하면서 관련 우려가 수그러들 가능성이 높음을 시사해 준다.

그림16 원/달러와 역외 위안/달러



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 원화의 실질실효환율 (주요 18개 교역상대국 대상)



자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

경제 및 금융시장 전망의 주요 이슈

2021년 경제전망과 투자전략을 관통하는 주요 이슈로는 1) 미국 대선 이후의 경제, 2) 미-중 기술패권과 반독점 규제 이슈, 3) 인플레이션 위험을 선정하였다.

미국 대선 이후의 경제

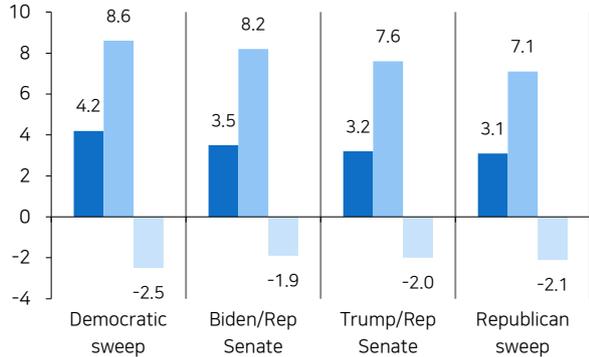
대선 결과와 무관하게 미국 경기 회복이라는 방향성은 유지

연간 전망을 발간하기 전까지만 해도 금융시장 내에서는 바이든 대통령 당선과 민주당의 상/하원 석권을 의미하는 "Blue Wave" 가 기정 사실로 받아들여진 상황이었으며, 의회가 공화-민주 양당으로 나뉠 경우 바이든의 정책 동력이 약화되면서 경기에 다소 부정적일 수 있다는 의견이 많았다. 그런데 이러한 조합이 현실화되었음에도 금융시장은 이에 대한 긍정적인 측면을 더욱 반영한 것으로 보인다.

실제 현실화된 시나리오는 그림 18번 기준 두 번째인 "Biden/Republican Senate" 에 해당되는 것이다. Blue Wave에 비해서는 GDP성장률과 기업이이익이 높게 나타나는 반면, 연평균 재정적자 규모는 가장 적다. 바이든 당선자가 주장해 온 "10년간 2조 달러 추가 재정적자" 라는 동력이 약화되었으나, 그 재원으로 거론되는 증세 압력도 약화될 수 있다는 기대의 반영으로 보인다.

그림18 대선/총선 시나리오별 향후 4년간 미국 경제전망

(2020~24, 연평균) ■ 실질 GDP (%) ■ 기업이이익 (%) ■ 재정수지 (조 달러)



자료: Moody's Analytics (9월 24일), 메리츠증권 리서치센터

표3 바이든 조세 프로그램별 GDP성장 기여도

세부항목	GDP 성장 기여도
고소득자(40만달러 이상) 사회보장세 12.4% 부과	-0.18%
백만달러 이상 자본이득세 39.6% 부과	-0.02%
40만달러 이상 소득자 공제혜택 제한	-0.09%
법인세 인상(21% → 28%)	-0.97%
기업최소 장부세 (장부상이익 > 1억달러 기업 대상)	-0.21%
Total	-1.47%

자료: Tax Foundation, "Details of Democratic Presidential Nominee Joe Biden's Tax Proposals (9월 29일)", 메리츠증권 리서치센터

취임 이후의 행보를 봐야겠지만, 민주당의 주장 이상으로 바이든 당선자가 주장하는 조세 프로그램이 장기 GDP 성장에 부정적이라는 연구도 있다. 법인세 인상이 장기적으로는 기업 세부담의 노동자 전가를 유발하여 경제전체의 분배를 더욱 악화시키는 요인으로 작용한다는 것이 핵심 골자이다. 바이든 행정부가 재정적자 확대를 기존 계획보다 소폭으로 용인하는 대신 증세 압력을 일부 거두게 된다면 의외의 최선 시나리오가 가능할 것이라는 기대가 금융시장에 투영된 것이다.

우리는 실제 당선자와 무관하게 미국 경기는 회복세를 이어갈 것으로 예상하고 있었으며, 반드시 민주당이라고 하여 경기나 주식시장 성과가 더 좋을 것으로 생각하지도 않았다.

현재 미국 경제가 침체의 한 가운데를 막 벗어났고, 정부의 재정정책이 여전히 필요한 만큼 정당 진영에 관계없이 확장적 정책이 유지될 것으로 보았기 때문이다.

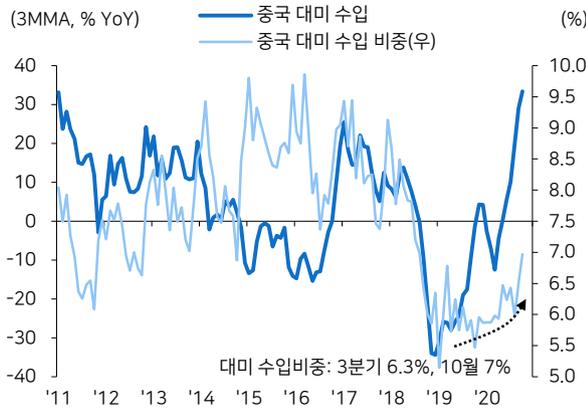
기술혁신의 대내외 도전 (1): 미-중 기술패권

미-중 무역문제는 현상 유지

바이든 당선인이 아닌 트럼프 대통령의 재선이었더라도 중국과의 무역문제가 재발할 가능성은 높지 않았다고 본다. 중국은 CoVID-19에서 회복한 이후 대미 수입을 크게 늘리고 있으며, 10월 기준 전체 수입에서 대미 수입이 차지하는 비중을 7%까지 끌어 올렸다. 무역합의 이행에 대한 의지는 여전히 크다고 볼 수 있다.

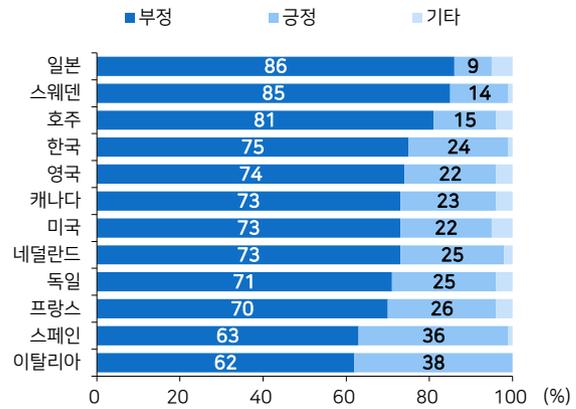
그럼에도 불구하고, 바이든 행정부에서 당장 중국에 대한 유화적 제스처를 취할 가능성은 낮다는 판단이다. 미국뿐 아니라 미국의 동맹국이 중국에 대해 부정적인 입장을 취하고 있기 때문이다. Pew Research가 올해 여름 조사한 바에 따르면, 미국민의 73%, 독일인의 71%, 일본인의 86%는 중국에 대해 부정적이다. 따라서 무역 이슈는 당분간 현 상태를 유지할 것이다.

그림19 중국의 대미 수입 증가율과 대미 수입 비중 추이



자료: 중국 해관, 메리츠증권 리서치센터

그림20 미국 등 주요국의 중국에 대한 여론 (20년 여름)



자료: Pew Research, 메리츠증권 리서치센터

미-중 기술패권 전쟁은 더욱 격화될 가능성

그러나 무역 이슈와 별개로 기술을 둘러싼 미-중 양국의 패권 경쟁은 2021년과 그 이후에 더욱 격화되는 양상을 띠 것으로 예상된다. 중국은 14-5 계획의 근간이 되는 쌍순환을 성립시키기 위해 생산요소 시장을 업그레이드 해야 한다. 이 때문에 기술굴기는 중국 정책의 여전히 핵심 의제이다.

기술 패권 = 데이터 패권 = IoT 경쟁

미국도 만만치 않다. 미국은 이미 수 년 전부터 중국 제조2025의 핵심 기술이전을 차단하는 수출 규제를 진행 중이며, 최근에는 화웨이-틱톡-알리페이/텐센트 페이에 대한 순차적인 사용 규제를 적용하기 시작했다. 우리가 주목하는 것은 왜 미국이 이들에 대한 규제를 강화하기 시작했는가에 있다. 공통점은 "데이터"에 있는 듯 하다. 5G는 데이터가 오고 가는 망이며, SNS와 결제시스템은 데이터를 수집하는 창구역할이라 간주할 수 있기 때문이다.

그렇다면 데이터를 축적해서 어떻게 하겠다는 것일까? 핵심은 사물인터넷에 있다고 본다. 각국은 사물을 연결하여 인간행동에 대한 데이터 수집에 열을 올리고 있으며, 이를 통해 소비자 구미에 걸 맞는 재화와 서비스 개발을 도모하고 있다. 결과적으로 데이터를 많이 가지고 있는 기업들은 소비자에게 소구하는 제품 개발에 성공할 가능성이 높고, 결국 이는 기업간/국가간 격차를 벌일 가능성이 높다.

사물 인터넷의 제일 윗단에는 데이터 축적/응용 등이 있으며, 이를 위해서는 "시스템" 이란 것이 필요하다. 결국 시스템을 누가 컨트롤할 것이냐의 문제로 확장하여 해석될 수 있는 문제이다. 미국과 중국이 관련 산업에 막대한 투자를 하고 있는 이유가 여기에 있다고 본다.

여타국은 선택의 문제에 직면
글로벌 독과점력 지닌 산업이나
기업이 이 이슈에서는 안전

여타국은 화웨이 장비 채택 문제와 같이 미국과 중국 중 하나를 선택해야 하는 문제에 직면하게 될 수 있다. 여기에서의 시사점은 미-중 한쪽에 익스포저가 큰 산업/기업보다는 글로벌 독과점력을 지닌 산업이나 업체가 유리할 수 있다는 것이다. 우리나라에서는 반도체나 2차 전지가 안전한 대안일 수 있다는 생각이다.

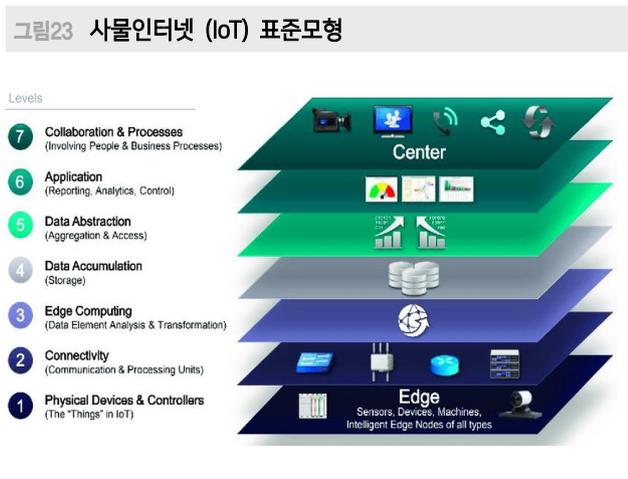
그림21 최근 기술문제 관련된 미국의 대 중국 견제

5G/Chips Huawei SMIC	<ul style="list-style-type: none"> 제3국이 미국의 장비/소프트웨어/설계 사용하여 생산한 반도체 제품을 화웨이에 공급시 미국 정부 승인 필요 미국 기업이 SMIC에 반도체 기술/장비 수출시 라이선스 허가 필요 화웨이항 반도체 공급 차단. 화웨이에게 TSMC 대안이었던 SMIC 제재는 추가적인 타격 목적
SNS ByteDance (Tiktok) Tencent (WeChat)	<ul style="list-style-type: none"> 미국 내 중국 소셜 미디어 틱톡, 위챗 사용 전면 금지 표면적으로는 미국 소비자 개인정보 유출 방지 미국 기업이 틱톡과 위챗을 인수하지 않으면 미국 내에서 서비스 불가능 틱톡과 위챗의 미국 기업에 대한 매각 압력
Payments ANT (Alipay) Tencent (WeChat Pay)	<ul style="list-style-type: none"> 미국 중국 전자결제 서비스 알리페이와 위챗페이 제재 방법 논의, 유력방안은 재무부 특별지정제대상(SDN) 등록 중국 핀테크 시스템 확산에 대한 미국 국가 안보 위협 엔트 IPO 견제 등 중국 IT 기업 글로벌 시장 진출/성장 저지 (엔트그룹 기업가치 2,500억 달러 추정, 상장 차질)

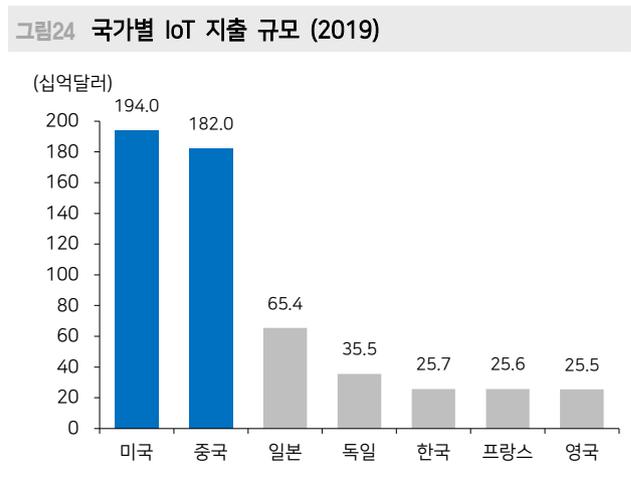
자료: Bloomberg 등 주요언론 보도, 메리츠증권 리서치센터 정리



자료: Federal Register(2018), TechNode, 메리츠증권 리서치센터



자료: IoT World Forum (www.iotwf.com)



자료: IDC, Statista, 메리츠증권 리서치센터

기술혁신의 대내외 도전 (2): 반독점 규제

미국 민주당 주도 하원의 반독점 규제 이슈는 포퓰리즘적 접근에 기반

최근 민주당이 다수당을 점하는 미국 하원을 중심으로 거대 플랫폼 기업, 이른바 빅테크 기업들에 대한 규제 강화 이슈가 수면 위로 부상하고 있다. 오픈 인터넷이 경제적 기회와 교육 접근성 향상에 기여한다는 순기능이 있음에도 불구하고 이들 기업이 문제시되고 있는 이유는 바로 경제력 집중이 심화될 가능성 때문이다.

특히 민주당에서는 1) 저널리즘의 편향(구글, 페이스북), 2) 프라이버시 문제(개인정보), 3) 정치/경제적 자유 문제를 거론하면서, 이를 해결하기 위한 경쟁 촉진 및 독점 감시 기능 강화를 주장하고 있다. 그리고 한편에서는 이들 기업의 수직적 기업합병을 반경쟁적 조치라 간주하고, 일부 합병의 사후 무효화 조치까지 검토하고 있는 것으로 나타났다.

따라서 정치적인 고려사항의 반영

이러한 주장의 맹점은 1) 경제/사회적 효익 내지는 소비자후생에 대한 면밀한 분석 없이, 2) 대기업의 영향력으로부터 중소기업을 보호하고 경제권력을 견제해야 한다는 포퓰리즘, 즉 정치적 고려사항의 반영이라는 것이다.

Blue Wave-집권 후반부 도래가 가장 위험한 시나리오였으나 의회 분할로 관련 위험은 일정부분 경감

정치적인 고려가 있기에 반독점 규제 문제는 철저한 정치 문제로 보는 것이 합리적일 듯 하며, 민주당이 상/하원을 모두 독식했을 경우 집권 후반기에 두드러질 수 있는 문제였다고 생각한다. 민주당이 다수당을 하원에서 유지한 가운데, 이에 대해 정반대 입장을 보이는 공화당이 상원에 위치해 있어, 법사위원회가 채택한 보고서에 언급된 만큼의 급진적 규제가 현실화될 가능성은 낮아진 것으로 판단한다.

표4 M&A 규제 및 기업분할에 대한 민주당, 공화당의 입장			
		민주당	공화
인수합병 규제	입증 책임	<ul style="list-style-type: none"> 현재까지 반독점법인 Clayton Acts와 Sherman Acts에 의한 판례는 규제당국이 입증책임 가짐 (해당 기업의 인수합병이 반경쟁적임을 증명) 빅테크 회사들이 인수합병시 해당 기업에게 입증책임 지우도록 함 (인수합병이 반경쟁적이지 않음을 기업이 증명) 	<ul style="list-style-type: none"> 입증책임을 규제당국에게 지우는 것이 부담이라는 점 동의 그러나 인수합병 입증책임을 빅테크 회사들에 일률적으로 지우는 것에 대해 회의적
	수직 인수합병 (vertical M&As)	<ul style="list-style-type: none"> 독과점 플랫폼 기업의 수직통합 인수합병은 반경쟁적이라고 가정하는 사전 금지 추진 	<ul style="list-style-type: none"> 플랫폼 기업의 수직적 인수합병 일률적으로 반경쟁적이라 볼 수 없음 시사 엄격한 수직통합 규제는 벤처 캐피탈 투자와 혁신적인 스타트업의 성장 저해 우려
	경쟁기업의 스타트업 인수	<ul style="list-style-type: none"> 인수기업이 40% 이상의 시장점유율을 갖고 피인수기업이 25%이상의 시장점유율을 가질 경우 인수합병 금지 추진 잠정적 경쟁기업, 스타트업에 대한 빅테크 기업의 인수합병 사전 금지 추진 	<ul style="list-style-type: none"> 인수합병 기업들의 시장점유율을 단편일률적으로 해석하는 입장에 회의적 빅테크 기업에 팔기 위해 혁신적 개발 시도하는 스타트업 경쟁력 저하 우려
클래스-스티컬 on big-tech		<ul style="list-style-type: none"> 빅테크 기업의 구조적 분할 및 데이터 판매 사업 분리 	<ul style="list-style-type: none"> 사업 분할과 같은 과도한 규제 반대

자료: US House of Representative, House Judiciary Committee, 메리츠증권 리서치센터 정리

인플레이션 위험

물가는 완만히 오를 것

우리는 미국 내에서 1) CoVID-19 영향이 약화될수록 바이러스 및 비대면 영향으로 눌러 있었던 일부 항목의 물가가 복원되고, 2) 주택가격 상승에 시차를 두고 주거비 물가가 상승하면서 장기간에 걸친 인플레이션율의 정상화가 이루어질 가능성에 무게를 두고 있다. 물가 정상화가 1) 필립스 곡선의 평탄화, 2) 아마존 등 온라인 플랫폼 기업 영향력 확대에 따른 재화 물가의 디스플레이션이라는 두 가지 제약조건을 이겨 가면서 나타나야 하기 때문이다.

통화 팽창이 막대한 인플레이션을 야기할 가능성 제한적

일각에서는 올해 CoVID-19에 대응하는 과정에서 풀린 막대한 시중 유동성이 상당한 인플레이션 압력으로 연결될 가능성을 우려하는 듯 보인다. 통화량의 물리적 팽창이 물가상승을 유발한다는 것은 밀턴 프리드먼의 화폐수량방정식($MV=PY$, 즉 $\Delta M + \Delta V - \Delta Y = \Delta P$, s.t. $\Delta V = 0$, $\Delta Y = \text{안정적}$)에서 비롯되는 주장이다. 프리드먼이 상정한 가정과 다르게 V (화폐유통속도)는 꾸준히 하락하고 있고, Y (실질 산출량)는 디지털 경제를 잡아내지 못하여 과소 계상되었기에, 실제보다 빠르게 성장하고 있을 가능성이 높다는 것이 우리의 주장이다.

화폐유통속도의 하락, 금융연관비율 상승을 동반

만약, 팽창된 만큼의 통화량이 실물 경제로 그대로 유입된다면, 경제주체들의 신용 이용 가능성 제고로 연결되면서 경제성장과 그에 시차를 둔 물가압력 부상으로 연결될 수 있다. 그러나 팽창된 통화량의 상당 부분은 실물 경제가 아닌 자산시장으로 유입되면서 이러한 연결고리를 크게 약화시키고 있다는 생각이다. 대표적인 사례는 내수부문이 보유한 금융자산을 GDP로 나눈 "금융연관비율"이다. 1980년 이후 상승해 온 금융연관비율은 최근 들어 상승세가 더욱 가속화되는 모습이다. 화폐유통속도(V)의 하락과 맞물리는 그림인 것이다.

디지털 경제를 포함하면 실제 경제규모와 성장률은 더 높을 것

다음으로, 디지털 경제를 기존 GDP추계가 잡아내지 못하여 GDP의 규모나 성장 속도가 과소 평가되었을 가능성도 존재한다. 2017년 필라델피아 연은 논문에 따르면, 인쇄/영상매체와 디지털 매체가 생산하는 "Free contents"가 GDP에서 차지하는 비중이 2015년 1.5%까지 상승하였고, 이만큼 GDP가 과소계상 되었음을 주장한다. 이들 매체에 한정된 규모가 이 정도라면 실제 숫자는 이보다 클 가능성이 높아 보인다.

인플레이션 오버슈팅 만들기 위한 연준의 노력은 지속되어야 함

이러한 현상들은 화폐수량 방정식의 ΔV 가 음수이고 ΔY 가 큰 환경이기에 20%가 넘는 M2 증가율에도 불구하고 막대한 물가상승 압력으로 연결되지 못함을 보여 준다. 결국 이는 인플레이션 오버슈팅을 만들기 위한 연준의 노력이 계속 수반되어야 함을 의미한다. 경기가 본 궤도에 오르지 못했고, 인플레이션이 연준의 목표와 상당한 괴리를 보이는 시점에서 통화정책의 이른 정상화를 걱정하는 것은 시기상조라는 판단이다.

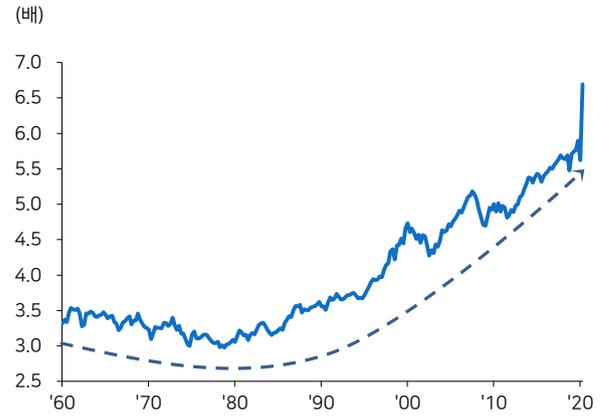
전술한대로 통화정책은 장기간 완화기조를 유지하면서 경기와 교역량 회복을 촉진하는 역할을 할 것이다. 금융시장에는 나쁠 것 없는 환경이다.

그림25 미국 화폐유통속도 (명목 GDP / MZM)



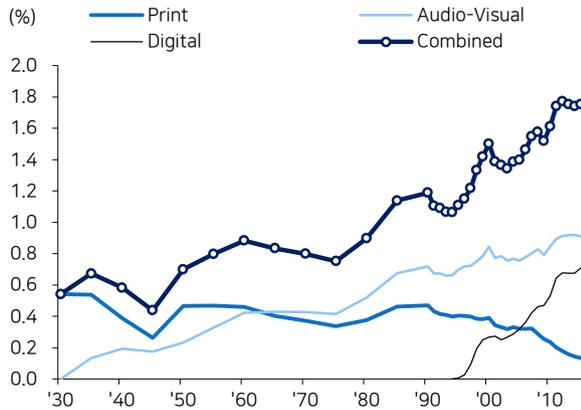
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림26 미국 금융연관비율



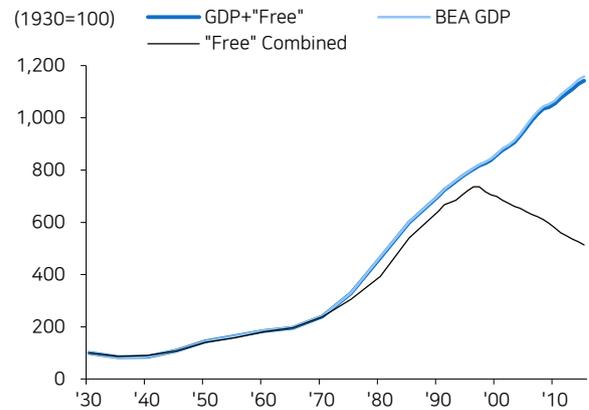
주: GDP대비 미국 내수부문(가계, 기업, 정부)의 금융자산 합계
 자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림27 인쇄/영상/디지털 "free contents" 의 GDP대비 비중



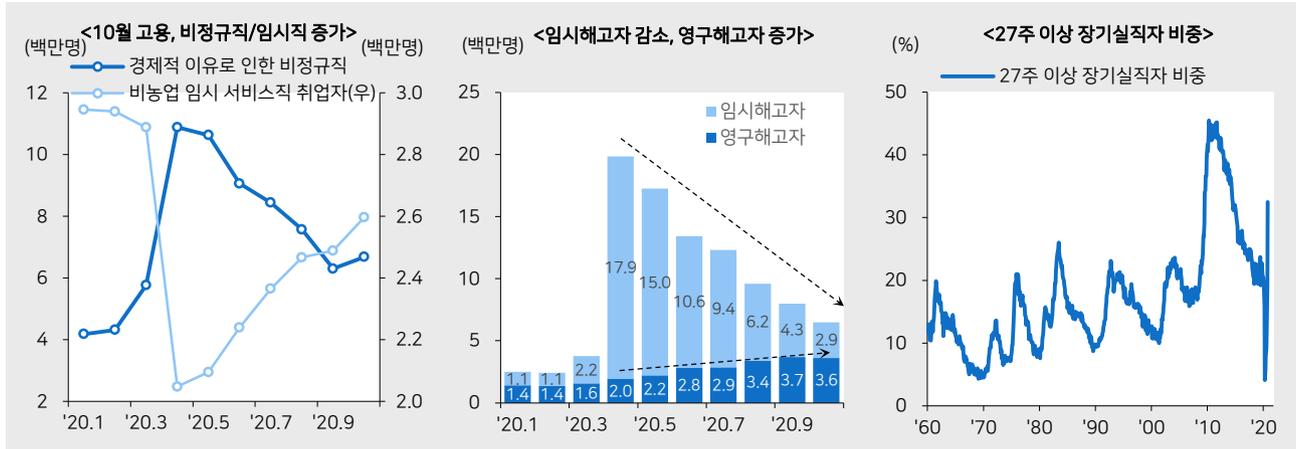
자료: Nakamura, Samuels & Soloveichik, "Measuring the Free Digital Economy within the GDP & Productivity Accounts", FRB Philadelphia WP17-37 (2017)

그림28 GDP 디플레이터: Free contents 포함에 따른 차이



오늘의 차트 이승훈 연구위원

미국 노동시장의 명과 암: 추가 부양책이 과감해야 하는 이유



자료: US BLS, FRED, 메리츠증권 리서치센터

긍정적인 면:
미국 10월 실업률 6.9%로
4월 이후 빠르게 하락

미치 매킨널 미국 공화당 상원 원내대표는 지난 주말 발표된 고용지표를 거론하며 하반기 내내 지속적으로 논의되어 온 추가부양책 지원 규모의 축소를 주장했다. 미국 10월 실업률은 전월대비 1%p 낮아진 6.9%를 기록하며 예상치 7.6%를 크게 하회했다. 지난 4월 14.7%를 기록하며 올 연말까지 10% 수준 내외를 유지할 것이라 전망됐던 실업률은 정부와 중앙은행의 역대 최대규모 지원책에 힘입어 코로나19 이전 실업률 저점인 3.5%에 3.4%p 남아있는 상태이다.

불안요소 (1): 최근 비정규직과
임시직 노동자 증가

그러나 낮아진 실업률만으로 지원책 규모 축소를 논하기는 부담스럽다. 두 가지 불안요소가 존재하기 때문이다. 먼저, 임시직과 비정규직의 증가다. 경제적 이유로 비자발적 파트타임에 종사하는 수는 668만명으로 9월에 비해 38만명 증가, 4월 이후 처음으로 증가했다. 또한 63만개 비농업 일자리 증가분 중 11만 개가 임시 서비스직에 해당한다. 이는 8월(+10만), 9월(+2.1만)보다 더 늘어난 숫자이다.

불안요소 (2): 장기실직자 증가
기존 사업장 복귀 어려운 구직자
다수

다음으로, 장기실직자가 늘고 있다는 점이다. 지난 6월부터 현재까지 27주 이상 실직상태에 있는 장기실업자는 139만명에서 355만명으로 두 배 이상 늘었다. 경험적으로 장기실직자 비중은 침체기에 급격하게 상승했다가 이전수준으로 회복하는데 2~3배의 기간이 걸린다. 노동시장엔 이력효과라는 것이 존재하기 때문이다.

**재취업 활성화 위해서는 기존
사업장 보전 필요: 재정 뒷받침
필요한 또 다른 이유**

코로나19가 진정된 이후로는 봉쇄로 문을 닫았던 사업장이 재개장하며, 기존 노동자를 재충원할 가능성이 높다. 따라서 과거대비 단기간 내에 비자발적 임시직의 직장 복귀가 빨라지고 장기실업자 비중이 안정화될 가능성이 높다. 하지만 이는 봉쇄가 풀렸을 때 돌아갈 사업장이 보전되어 있다는 것을 전제로 한다. 코로나19 장기화에 다시금 봉쇄에 들어간 지역들이 있는 가운데, 특수상황 하에서의 일시적 휴업이 일반적 침체기에 출현하는 영구적 폐업으로 진화할 여지가 높아지고 있다. 빠른 노동시장 정상화를 위해서는 노동자들이 돌아갈 수 있는 문을 닫았던 사업장 보존이 필요하다. 재정의 든든한 뒷받침이 아직 필요한 이유이다.

칼럼의 재해석 이다빈 연구원

C19의 나비효과; 중고차 시장 성장과 Carvana (PYMNTS)

미국 신차 시장은 COVID-19 확산으로 인해 수요 급감을 경험했지만, 중고차 시장은 경제활동 위축으로 소득이 감소한 상황에서, 감염 우려로 대중교통을 기피하는 현상이 지속되며 신차보다 저렴한 가격으로 인해 반사이익을 봤다. 그 결과 10월 중고차 가격은 저점대비 +30% 상승해 집계 이후 최고치를 경신하며 높아진 중고차 수요를 보여주고 있다

중고차 수요 증가는 중고차 업체들의 주가에도 반영되어 있다. 지난 3월을 저점으로 중고차 업계 주요 업체들의 주가는 연초 수준을 회복했다. 한편 오프라인 중고차 업체와 온라인 중고차 판매 업체의 주가 차별화가 눈에 띈다. 이는 1)파편화된 점유율, 2)낮은 온라인 침투율, 3)비대면 수요 증가로 대표되는 온라인 중고차 산업의 높은 성장성에 기인한다.

빠른 성장이 전망되는 온라인 중고차 시장에서 가장 주목받는 업체는 중고차 시장의 Amazon이라 불리는 Carvana이다. Carvana는 2012년 설립된 중고차 소매 업체로, 온라인을 통한 구매절차 간소화, 비대면 판매의 사업모델을 가지고 있다. Carvana는 중고차 구매자가 가장 우려하는 요인인 차량상태 및 환불에 대한 차별화된 정책으로 매년 세자릿 수 이상의 성장률을 기록 중이다.

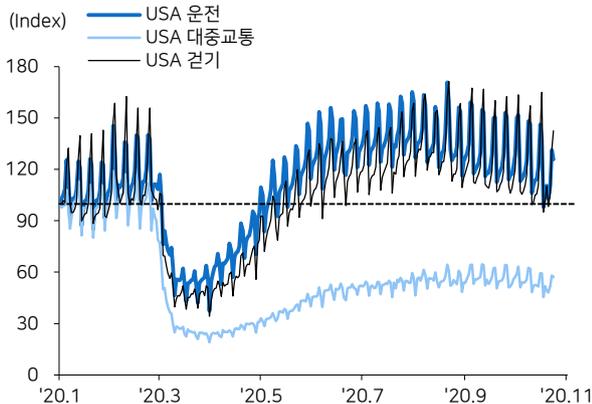
지난 10월, 현대차도 한국 중고차 시장 진출을 공식화했다. 국내 중고차 시장도 미국과 같이 파편화가 되어있다는 점을 고려하면 온라인화, 유연한 환불정책, 차량상태 보증으로 대표되는 Carvana의 사업모델이 현대차 중고차 사업 방향성에 힌트가 될 수 있다.

COVID-19로 수혜를 입은 중고차 시장

**C19 반사이익으로 중고차 가격
저점대비 +30% 상승**

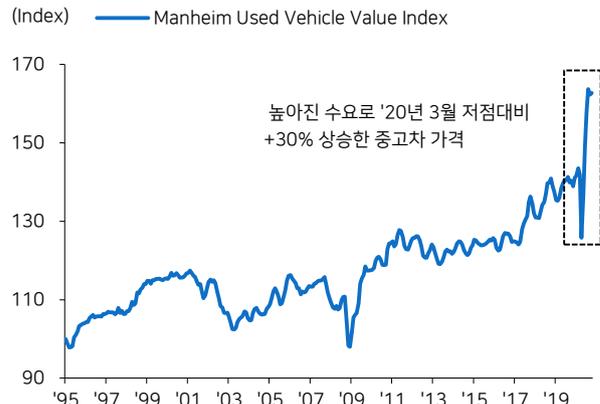
미국 신차 시장은 COVID-19 확산으로 인해 공장 가동 중단과 수요 급감을 경험하며 어려운 시기를 겪었다. 반면, 반사이익을 본 산업도 있다. 바로 중고차 시장이다. 지난 3월, 경제활동이 위축되면서 중고차 가격을 나타내는 Manheim 중고차 가치지수도 동반하락했다. 그러나 경제활동 위축으로 소득이 감소한 상황에서, 감염 우려로 대중교통을 기피하는 현상이 지속되며 신차보다 저렴한 중고차 수요가 증가했다. Apple 모빌리티 트렌드에 따르면 C19 영향이 절정에 달했던 3월에는 모든 이동 수단 이용이 최대 -80% 감소했으나, 현재 운전과 걷기 수요는 연초 대비 오히려 증가했다. 반면 대중교통 수요는 여전히 -48% 감소한 수준을 유지하고 있다. 이처럼 자차 선호 현상 지속으로 10월 중고차 가격은 저점대비 +30% 상승해 집계 이후 최고치를 경신하며 높아진 중고차 수요를 보여주고 있다.

그림1 대중교통<자차 선호 현상 지속



주: 2020.01.13=100인 Index
자료: Apple, 메리츠증권 리서치센터

그림2 역대 최고치를 경신한 중고차 가격 지표



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

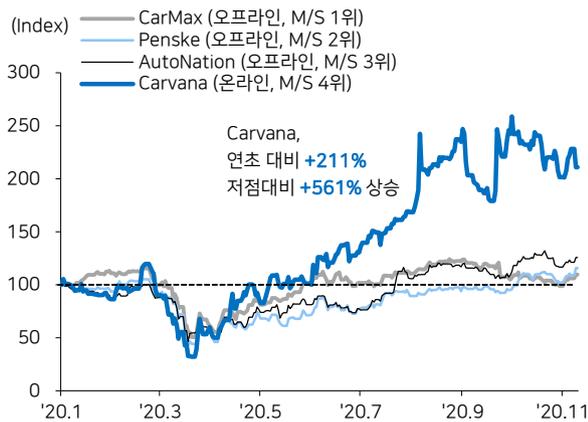
온라인 중고차 시장의 성장

온라인 시장의 성장 가능성

- 1) 파편화된 점유율
- 2) 낮은 온라인 침투율
- 3) 비대면 수요 증가

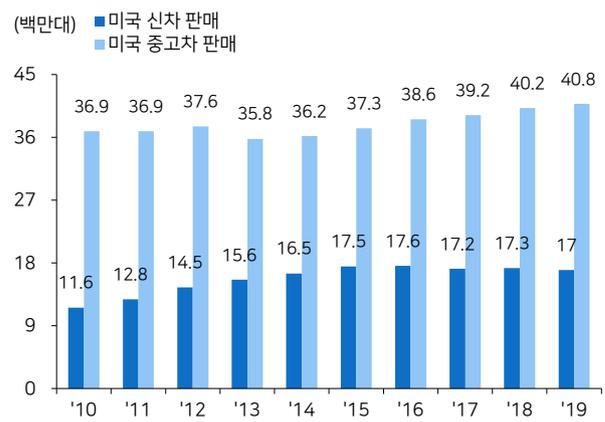
중고차 수요 증가는 중고차 업체들의 주가에도 반영되어 있다. 지난 3월을 저점으로 중고차 업계 주요 업체들의 주가는 연초 수준을 회복했다. 한편 오프라인 중고차 업체와 온라인 중고차 판매 업체의 주가 차별화가 눈에 띈다. 이는 온라인 중고차 산업의 높은 성장성에 기인한다. 미국 중고차 시장은 2019년 기준, 연간 4,080만대가 판매되고 있으며, 이는 신차 시장의 2.4배에 해당하는 규모이다. 시장 규모는 크지만, 1위 업체인 Carmax의 시장 점유율이 1.8%, 상위 100개 업체의 합산 시장 점유율은 9%에 불과할 정도로 파편화 되어있다. 또한 온라인 침투율은 0.9%로, 타 소매업 16% 대비 매우 낮은 수준이다. 큰 시장규모, 파편화된 점유율, 낮은 온라인 침투율은 온라인 중고차 시장의 성장 가능성을 높이고 있다. 이에 더해, 올해 들어 COVID-19로 인해 증가한 비대면 수요는 온라인 플랫폼을 통한 중고차 거래를 활발히 하는 요소로 작용하고 있다.

그림1 중고차 수요 증가로 연초 수준을 회복한 주가



주: 2020.01.02=100인 Index, 2019년 기준 M/S
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중고차 시장, 신차 시장의 2.4배 규모



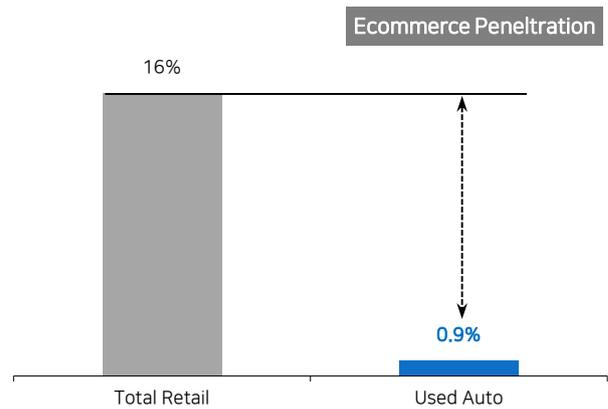
자료: Statista, 메리츠증권 리서치센터

그림3 Top100위 사업자 M/S 9%에 불과할 정도로 파편화



자료: Vroom IR, Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림4 낮은 침투율은 온라인 중고차 높은 성장 가능성 반증



자료: Vroom IR, 메리츠증권 리서치센터

온라인 중고차 시장의 아마존, Carvana

구매절차 간소화, 비대면 판매

높은 성장이 예견되고 있는 온라인 중고차 시장에서 가장 주목받고 있는 업체는 중고차 시장의 Amazon이라 불리는 Carvana이다. Carvana는 2012년 설립된 온라인 중고차 소매 업체이다. Carvana 앱을 통해 구매자는 오프라인 매장 방문과 중개인 없이도 빠르면 10분안에 차량을 구매할 수 있다. 구매 전 상세 사진을 통해 차량의 내/외관과 흠집, 차량의 수리 기록 등을 확인하고, 자동차를 구매하면 오프라인에 있는 거대한 자동차 자판기에서 특수 코인을 넣고 차량을 가져가거나 배송 서비스를 이용해 집에서 인수하는 방식이다.

차량상태 및 환불에 대한 차별화된 정책으로 매년 세 자릿수 이상의 성장 기록 중

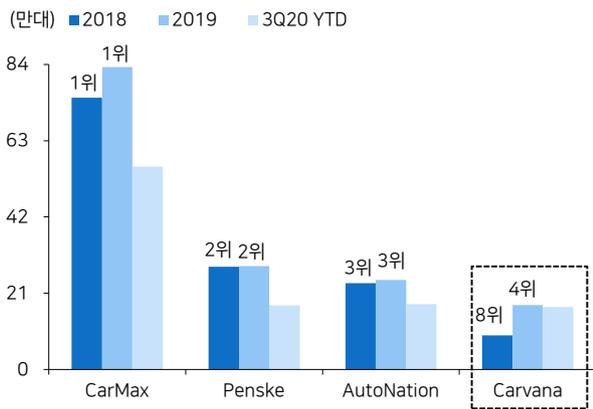
Carvana는 중고차 거래에서 구매자가 가장 우려하는 요소인 차량 상태와 환불에 대해 차별화된 정책을 제시해 호평을 받고 있다. Carvana는 연식이 4년 이상이거나 주행거리가 긴 차량은 매입하지 않는다. 또한 매입한 차량은 150 종류의 검사를 통과한 후 판매 차량으로 등록하고 있어 차량 상태에 대한 신뢰도를 높였다. 이에 더해 차량구매자에게 7일 이내라면 전액 환불을 받을 수 있는 유연한 환불정책을 제공하고 있다. 그 결과 Carvana는 '18년 시장점유율 8위에서 '19년 4위로 올라왔고, 14년 온라인 중고차 판매를 시작한 이후 매년 세자릿수 이상의 매출성장률을 기록하며 빠르게 영업이익률이 개선되는 모습을 보여주고 있다.

Carvana가 보여주는 현대차의 중고차 사업 방향성

중고차 사업 진입부터 적극적인 온라인화 필요

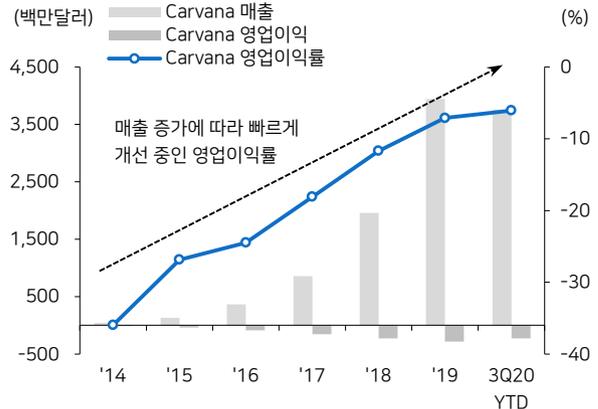
지난 10월 11일, 현대차도 한국 중고차 시장 진출을 공식화한 바 있다. 국내 중고차 시장도 미국과 같이 파편화가 되어있다는 점을 고려하면 온라인화(비대면/빠른 구매), 유연한 환불정책, 차량상태 보증으로 대표되는 Carvana의 사업 모델이 현대차 중고차 사업 방향성에 힌트가 될 수 있다. 현대차가 중고차 시장에 처음 진입해 이해상충이 발생하는 자사 대리점이 없는 만큼, 중고차 시장에서 온라인화율을 높이는 방안을 적극적으로 검토할 필요가 있다고 판단한다.

그림5 시장점유율 '18년 8위 -> '19년 4위



자료: Automotive News, 메리츠증권 리서치센터

그림6 매년 100% 이상 매출 성장을 거듭한 Carvana



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: Fast And Furious: Used Car Sales Surge For Carvana During Pandemic - PYMNTS