

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

그림1

2021. 2. 24 (수)

**meritz** Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

유가상승의 물가 영향 점검

### 오늘의 차트

태양광 ETF(TAN) 단기조정 불가피

### 칼럼의 재해석

뉴노멀 시대의 SNS '클럽하우스(Clubhouse)'

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

RA 황수옥

02. 6454-4896

soowook.hwang@meritz.co.kr

## 유가상승의 물가 영향 점검

- ✓ WTI 연평균 60달러 가정시, 유가 영향을 고려한 미국 2분기 CPI 2.8%, 연간 2.4% 예상
- ✓ 두바이유 연평균 60달러 가정시, 유가 영향을 고려한 한국 CPI는 관리물가에 의한 물가 하방압력이 완화되면서 연간 1.3% 예상
- ✓ 그러나 연준이 유가상승에 의한 일시적인 인플레이션 오버슈팅에 대응할 가능성은 제한적

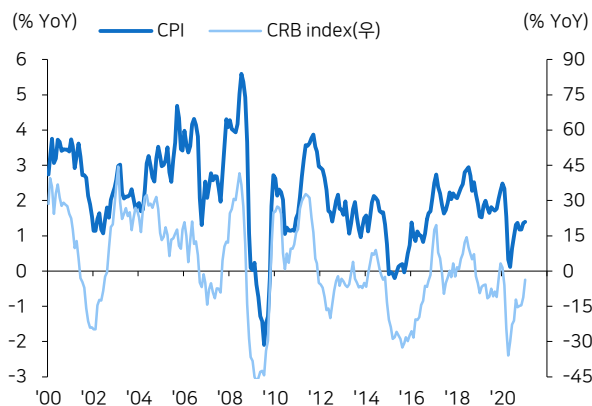
## 유가와 인플레이션

현재 금융시장 최고 관심사는 인플레이션이다. 인플레이션 우려의 기저에는 1) 경기회복과 부양정책에 따른 수요 견인 인플레이션과 2) 원자재 부족 및 강추위 등 공급망 충격에 따른 비용 인상 인플레이션 등 여러 요인이 복합적으로 작용하고 있다. 이러한 걱정이 정책 당국의 완화 정책의 조기 정상화 우려로 이어지면서 시장에서는 금리 상승과 주가 조정 등의 반응이 나타나고 있다.

유가 상승이 소비자물가 오버슈팅으로 이어질 수 있다는 우려 확대

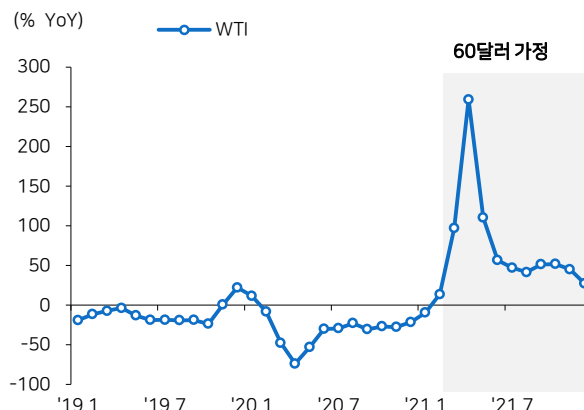
인플레이션 우려 중 상당 부분을 차지하는 것은 유가 기저효과에 의한 물가상승일 것이다. 작년 4월 WTI 기준 평균 16.7달러/배럴까지 떨어졌던 유가가 현재 60달러/배럴을 상회하면서 소비자물가까지 오버슈팅할 우려로 이어지고 있다. 이번 전략공감 2.0에서는 이러한 유가 상승 영향을 고려한 올해 미국과 한국의 소비자물가상승률 궤적을 예측해보고 시사점을 논하고자 한다.

그림1 미국 CPI와 원자재 가격지수



자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 WTI 유가 상승률 궤적(연평균 60달러 가정시)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 유가상승과 미국 소비자물가 상승 궤적

### 미국 소비자물가 구성

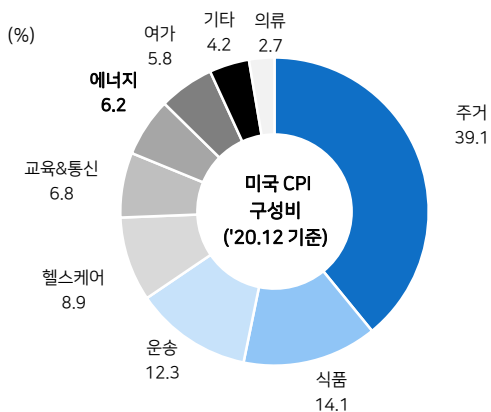
미국 소비자물가 바스켓 구성 중  
에너지 품목은 6.2% 비중 차지

소비자물가는 다양한 구성 품목의 물가를 토대로 전체 소비자물가에 미치는 영향력을 가중하여 산출한다. 미국 CPI 중 에너지 품목의 비중은 6.2%에 달한다. 에너지물가 품목 바스켓에는 주거용 에너지(난방 등)와 운송장비용 에너지(가솔린, 디젤 등 석유제품)가 주를 이루며, 전기료 등 유틸리티 서비스 물가가 포함된다. 반면 식품, 에너지 물가를 제외한 핵심 소비자물가에는 유가와 직접적으로 관련된 품목은 포함되지 않는다.

에너지 품목 물가는 유가에 직접적인 영향, 에너지 제외 품목도 시차를 두고 영향을 받음

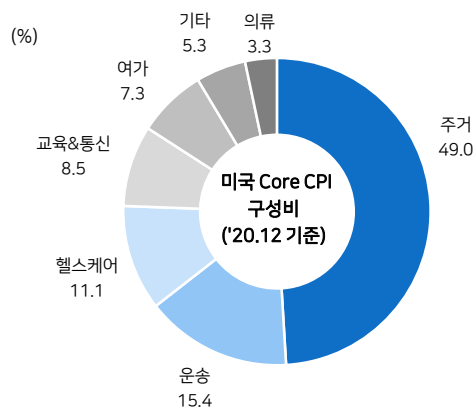
에너지와 직접적으로 관련된 품목(가솔린, 디젤 등)은 즉각적으로 유가의 영향을 받아 높은 상관관계가 나타난다. 에너지와 직접적인 연관이 없는 물가도 유가 영향을 받는다. 다양한 소비재와 서비스의 원자재로서 유가가 영향을 미칠 수 기 때문이다. 이 경우 유가 상승은 생산자물가 상승 압력으로 이어지고, 시차를 두고 소비자물가에 전가된다.

그림3 미국 소비자물가 바스켓 구성비



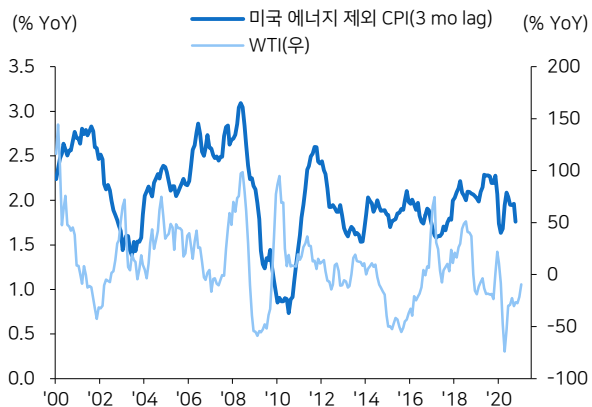
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 핵심 소비자물가 바스켓 구성비



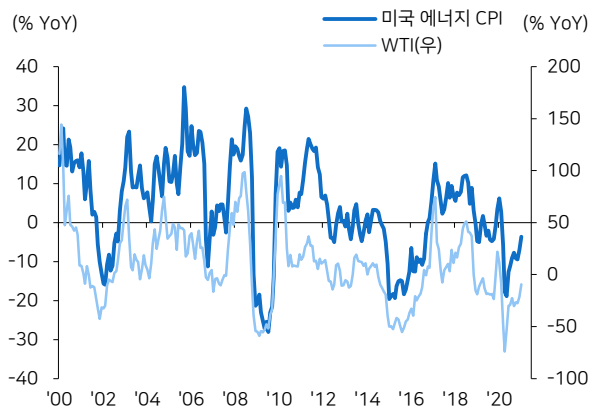
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 에너지 제외 CPI와 WTI



자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 에너지 CPI와 WTI



자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 유가 단일요인의 미국 소비자물가 영향: 예상 경로 추정

전제 1) 유가 변화만을 고려,  
전제 2) 유가가 에너지 물가에  
즉각적인 영향을 줌

미국 소비자물가 상승률 궤적 예측에는 1) 다른 조건은 일정한 가운데, 유가 변동만을 고려했다. 또한 2) 유가 수준이 미국 에너지 CPI에 즉각적으로 영향을 주고, 유가상승률이 에너지 제외 소비자물가 상승률에 3개월 시차를 두고 영향을 미치는 것을 가정했다. 에너지 제외 CPI는 비용상승에 따른 것이기 보다는 수요견인형 인플레이션이기에, 유가의 변동으로부터는 비교적 자유로우며, 2011년 이후 시차 상관계수를 고려해도 2년이 지난 시점에 0.25에 불과하여 상관관계가 유의하지 않은 것으로 도출된다.

전제 3) 시차를 두고 에너지 이외  
물가에 영향을 줌

그럼에도 3개월 시차를 적용해 본 것은 실제 유가상승이 생산비 급증으로 연결되어 소비자물가의 peak를 만들어 내었던 2008년 경험(3개월 시차)이 재현될 가능성을 감안한 것이다. 이들 가정을 토대로 유가가 전체 소비자물가 중 에너지 물가와 에너지 제외 물가상승률에 미치는 영향을 각각 산출하여 전체 CPI 상승률 예상 궤적을 도출했다.

유가의 가정은 올해 3월부터 12월까지 WTI 가격이 각각 55달러, 60달러, 65달러, 70달러에서 계속 유지되는 것을 상정하였다. 모든 시나리오 하에서 작년 2분기 저유가 기저효과가 집중되는 올해 2분기 소비자물가상승률이 에너지 물가 기여도 상승에 의해 높아지는 결과가 도출되며 유가 수준에 따라 물가상승 기여도의 차이가 발생하게 된다.

3~12월 60달러/배럴 가정 시  
미국 CPI 연간 2.4% 예상

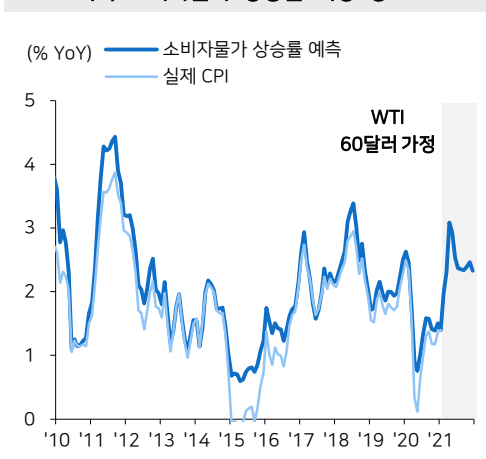
3~12월 중 배럴당 60달러 유가가 유지된다고 가정했을 경우, CPI 상승률은 올해 2분기 2.8%, 연간으로는 2.4%에 달할 것으로 추정된다. 60달러 가정하에서 유가가 에너지물가를 통해 전체 소비자물가 상승에 기여하는 바는 연간 0.3%p이다. 65달러와 70달러의 경우는 0.5%p와 0.6%p로 기여도가 더욱 높아진다. 모든 시나리오에서 물가상승률 궤적은 2분기 peak-out 이후 안정화되지만, 65달러 이상의 유가 시나리오 하에서는 하반기 CPI 상승률은 2.5%를 상회할 것으로 추정된다. 현재 Bloomberg 컨센서스는 60달러 내외를 상정한 시나리오에 준한다.

표1 유가 상승 고려한 미국 소비자물가 상승률 예상

| (% YoY, %p)            | 유가 가정 | 1Q21E | 2Q21E | 3Q21E | 4Q21E | 연간  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| 에너지 제외<br>유가상승률 궤적     | 55달러  | 1.9   | 2.1   | 2.1   | 2.0   | 2.0 |
|                        | 60달러  | 1.9   | 2.2   | 2.1   | 2.1   | 2.1 |
|                        | 65달러  | 1.9   | 2.2   | 2.1   | 2.1   | 2.1 |
|                        | 70달러  | 1.9   | 2.2   | 2.1   | 2.1   | 2.1 |
| 유가의<br>에너지물가 상승<br>기여도 | 55달러  | -0.2  | 0.5   | 0.1   | 0.2   | 0.2 |
|                        | 60달러  | -0.1  | 0.7   | 0.3   | 0.4   | 0.3 |
|                        | 65달러  | 0.0   | 0.9   | 0.5   | 0.5   | 0.5 |
|                        | 70달러  | 0.2   | 1.1   | 1.6   | 1.7   | 0.6 |
| 예상<br>소비자물가상승률         | 55달러  | 1.7   | 2.6   | 2.2   | 2.2   | 2.2 |
|                        | 60달러  | 1.8   | 2.8   | 2.4   | 2.4   | 2.4 |
|                        | 65달러  | 1.9   | 3.0   | 2.6   | 2.6   | 2.5 |
|                        | 70달러  | 2.0   | 3.3   | 2.8   | 2.8   | 2.7 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 소비자물가 상승률 예상 경로



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

## 유가가 한국 소비자물가에 미치는 영향

### 한국 소비자물가 구성과 유가

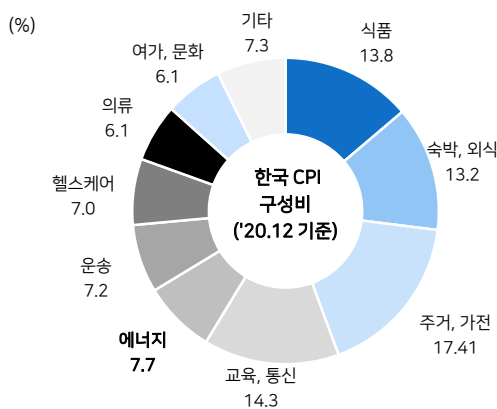
한국 소비자물가 중 에너지물가 비중은 7.7%

한국 소비자물가 바스켓에서 에너지물가가 차지하는 비중은 7.7%이며(2020년 12월 기준), 주거용 에너지(3.6%)와 운송용 에너지 물가(4.1%)로 구성된다. 주거용 에너지에는 전기료, 도시가스, 지역 난방비 등 유틸리티 서비스 물가가 포함되어 있고, 운송용 에너지는 가솔린, 경유 등 운송 연료 물가가 주를 이룬다.

한국 물가는 전체 원유 수입 중 69%를 차지하는 두바이유 유가 영향을 주로 받음

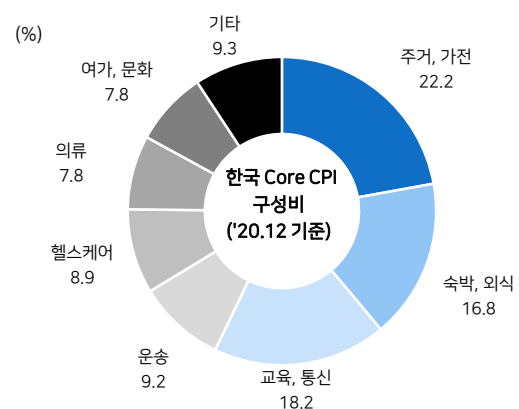
한국 물가는 두바이유 변화 영향을 주로 받는다. 이란 제재와 국내 정유사 원유수입 다변화 노력으로 두바이유 수입비중이 내려오고 있지만 여전히 2020년 기준 우리나라의 지역별 원유 수입 중 중동산 원유의 비중은 68.8%로 여전히 높은 수준이다(한국석유공사 자료). 따라서 한국의 운송 연료 제품 소비자물가는 두바이유 유가 변화 영향을 즉각적으로 반영한다. 에너지 이외 소비자물가의 경우도 생산자물가를 통해 전가되는 과정에서 시차를 두고 유가 영향을 받는다.

그림8 한국 소비자물가 바스켓 구성비



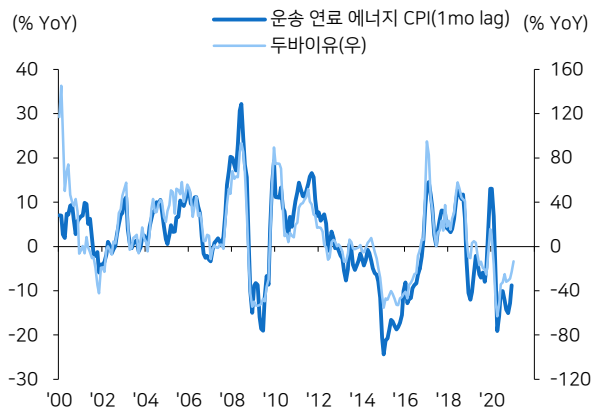
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림9 한국 핵심 소비자물가 바스켓 구성비



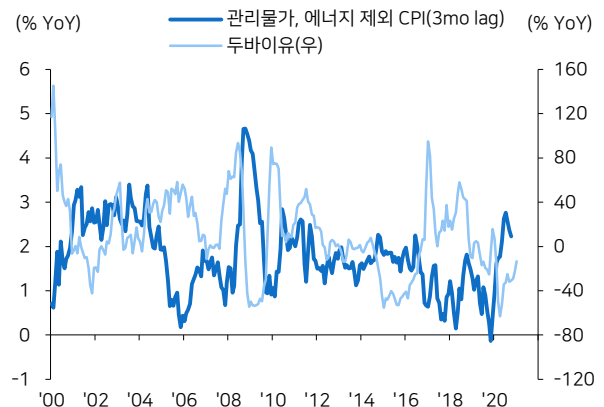
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림10 한국 운송 연료 에너지 CPI와 두바이유 가격



자료: 통계청, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림11 한국 관리물가, 에너지 제외 CPI와 두바이유 가격



자료: 통계청, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

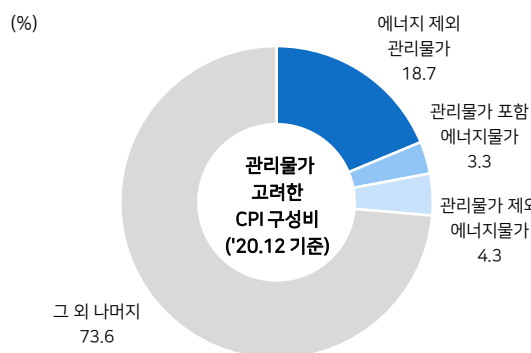
한국은 정부가 가격결정에 영향을 미치는 관리물가 영향 고려

한국의 경우 물가제적 추정에 있어 관리물가를 고려하였다. 관리물가란, 정부가 직접 · 간접적으로 가격결정에 영향을 미치는 품목들의 물가(ex. 학교 납입금, 통신비, 진료비, 대중교통비 등)를 의미한다. 주거용 에너지물가 중 관리물가에 포함되는 전기료, 도시가스, 지역난방비는 공공부문이 가격 결정권을 지니기 때문에 민간부문이 가격을 결정하는 휘발유 등 운송 에너지 물가보다 유가변동에 덜 민감하다.

기저효과에 따른 관리물가의 하방압력은 올해 점진적으로 해소될 것으로 예상

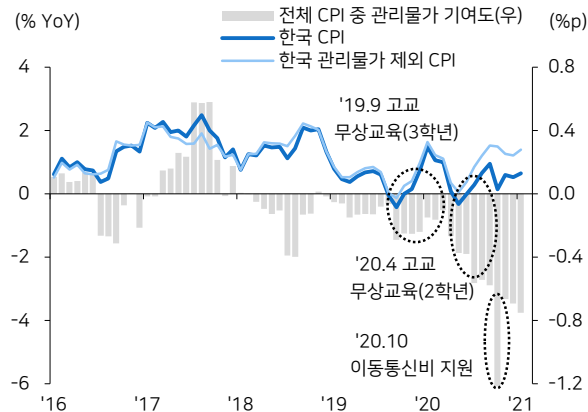
한국의 전체 소비자물가 바스켓 중 관리물가가 차지하는 비중은 22%에 달한다. 그렇기 때문에 우리나라는 관리물가가 전체 소비자물가 변동에 상당부분 기여한다. 2020년의 경우, 고교 무상 교육 · 무상 급식, 이동통신비 지원 등 영향으로 한국 소비자물가 상승률이 0%대에 머물렀다. 2021년 이후에도 일부 지역에서 무상 교육 · 급식이 시행될 예정이지만, 해당 조치들의 기저효과에 따른 물가 하방 압력이 점차 완화되면서 관리물가 하락폭도 점차 줄 것으로 예상된다.

그림12 한국 소비자물가 중 관리물가가 차지하는 비중



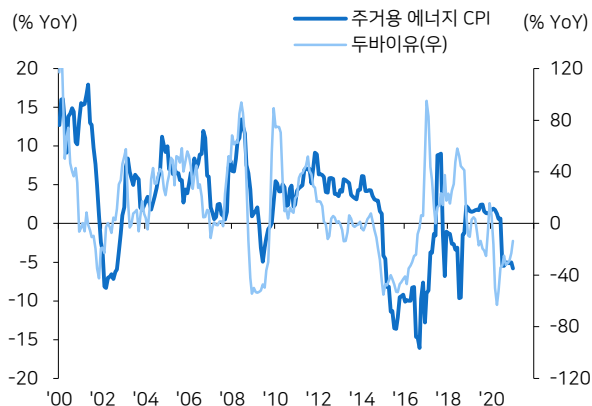
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림13 한국 소비자물가 중 관리물가 상승률



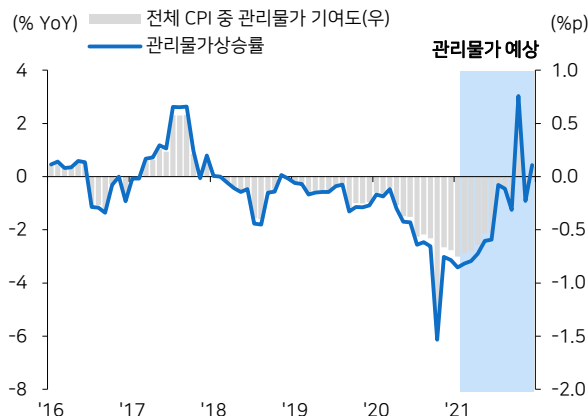
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림14 한국 주거용 에너지 CPI와 두바이유



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림15 한국 관리물가 예상



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터



### 유가 단일요인의 한국 소비자물가 영향: 예상 경로 추정

전제 1) 유가 변화만을 고려,  
전제 2) 관리물가는 유가 영향  
배제

미국과 마찬가지로 한국 CPI 상승률 궤적도 예측해 보았다. 앞선 경우처럼 다른 조건이 일정한 가운데, 두바이유 유가 변동이 미치는 영향이 주된 분석대상이다. 한국도 다른 조건이 일정한 가운데, 1) 유가가 운송 에너지 품목(연료) 소비자물가에 즉각 영향을 주고, 2) 관리물가와 에너지 품목을 제외한 소비자물가에는 3개월 시차를 두고 영향을 주는 것을 가정했다. 관리물가에 대한 유가 영향은 없다고 가정하였고, 관리물가는 올해 1월 수준이 연말까지 유지되는 것을 상정하였다.

두바이유 연평균 60달러/배럴  
가정시 한국 연간 CPI 1.3% 예상

두바이유 가격이 연평균 60달러/배럴일 때, 1) 유가 기저효과와 2) 관리물가에 의한 하방압력이 점차 해소되는 효과가 맞물리는 올해 2분기 소비자물가 상승률은 1.5%, 연간 1.3%를 기록할 것으로 예상된다. 이 시나리오 하에서 운송연료 상승은 연간 소비자물가에 0.4%p 기여하고, 유가 수준이 65달러와 70달러로 높아질 경우 기여도 역시 0.5%p와 0.6%p로 높아지는 것으로 추정된다.

하반기 물가상승세 가속화 동인은  
관리물가 하방압력 감소 때문

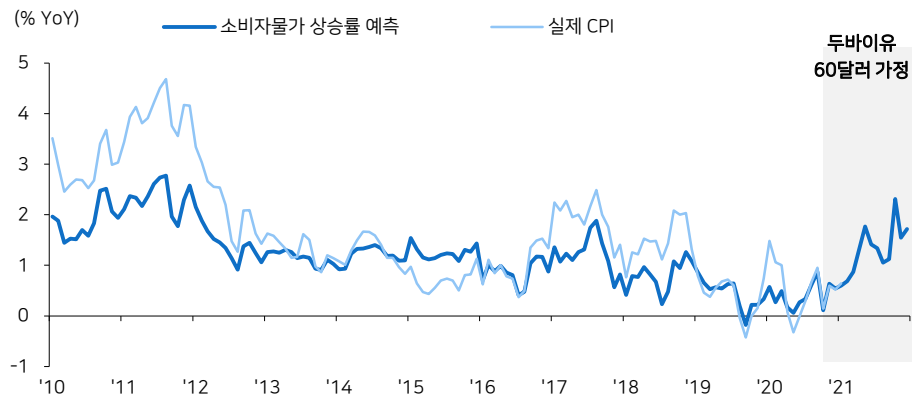
하반기 들어 물가상승세가 가속화되는 주된 동인은 유가상승 영향이라기 보다는 관리물가 하방 압력의 감소 때문이다. 가정 하에서 관리물가가 CPI를 끌어 내리는 폭은 상반기 -0.6%p에서 하반기 0.0%p로 크게 축소된다.

표2 유가 상승 고려한 한국 소비자물가 상승률 예상

| (% YoY, %p)                          | 유가 가정 | 1Q21E | 2Q21E | 3Q21E | 4Q21E | 연간   |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 유가 상승 고려한<br>관리물가, 에너지<br>제외 CPI 기여도 | 55달러  | 1.6   | 1.5   | 1.0   | 1.2   | 1.3  |
|                                      | 60달러  | 1.6   | 1.4   | 0.9   | 1.2   | 1.3  |
|                                      | 65달러  | 1.6   | 1.4   | 0.8   | 1.1   | 1.2  |
|                                      | 70달러  | 1.6   | 1.4   | 0.7   | 1.0   | 1.2  |
| 유가상승에 의한<br>에너지 물가 기여도               | 55달러  | -0.2  | 0.5   | 0.3   | 0.4   | 0.2  |
|                                      | 60달러  | -0.2  | 0.6   | 0.4   | 0.5   | 0.4  |
|                                      | 65달러  | -0.1  | 0.8   | 0.6   | 0.7   | 0.5  |
|                                      | 70달러  | 0.0   | 0.9   | 0.7   | 0.8   | 0.6  |
| 예상 관리물가 기여도                          | -     | -0.7  | -0.6  | -0.1  | 0.2   | -0.3 |
| 예상 소비자물가<br>상승률                      | 55달러  | 0.6   | 1.4   | 1.1   | 1.8   | 1.2  |
|                                      | 60달러  | 0.7   | 1.5   | 1.2   | 1.9   | 1.3  |
|                                      | 65달러  | 0.8   | 1.6   | 1.2   | 1.9   | 1.4  |
|                                      | 70달러  | 0.9   | 1.8   | 1.3   | 2.0   | 1.5  |

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 유가 상승을 고려한 한국 소비자물가 상승률 예상 경로



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

## 통화정책이 유가에 반응할 가능성은 제한적

유가 상승은 미국과 한국 물가 상승폭을 확대시킬 것

미국과 한국의 소비자물가는 유가 상승과 기저효과로 2분기에 공히 오버슈팅할 것으로 분석되었다. 특히 한국의 경우, 2021년 연간 1.3%(vs 2020년 0.7%)의 물가상승률이 예상되며 작년보다 상승폭이 크게 확대되는 것은 지난해 일시적으로 물가상승폭을 상당부분 제한했던 관리물가 하방 압력이 줄어드는 영향이 유가 상승 효과와 맞물리기 때문이다. 다만 위의 소비자물가 전망은 유가가 상승하여 일정한 수준을 지속적으로 유지한다는 가정을 전제로 하고 있으므로, 상반기 유가 상승 이후 하반기 재차 안정화된다면 예측한 물가상승률 수준보다 실제로는 낮을 가능성도 열어두고 있다.

그렇지만 유가 상승에 따른 인플레이션에 연준이 대응할 가능성은 낮음

인플레이션 우려는 필연적으로 중앙은행, 특히 연준의 대응 우려를 낳기 마련이다. 그러나 연준이 이러한 물가상승에 대응할 가능성은 낮다는 판단이다. 연준은 PCE 물가를 인플레이션의 기본 잣대로 삼지만, 현재는 완전고용 달성 여부와 이로부터 비롯되는 구조적인 물가압력을 더욱 중시하는 경향을 띤다. 따라서 유가만에 의한 물가 오버슈팅은 연준의 대응 영역이 아니다.

연준이 집중하는 핵심 변수는 물가보다 노동시장의 완전한 회복

한편 지난주 발표된 1월 FOMC 의사록에도 물가상승률 수준을 평가할 때 과거 낮은 물가에 따른 기저효과와 일시적인 요인을 배제하는 것이 중요함을 강조했다. 이 또한 작년 낮았던 유가 영향으로 물가가 일시적으로 낮았던 영향을 배제하겠다는 것으로 해석된다. 이에 더해 FOMC 의사록에 나타난 것처럼, 연준은 현재 물가의 오버슈팅 보다는 취약계층(저소득층, 유색인종)에 대한 노동시장 여건이 팬데믹 이전 수준까지 완전히 회복하는 것에 정책 역량을 쏟고 있는 것으로 파악된다.

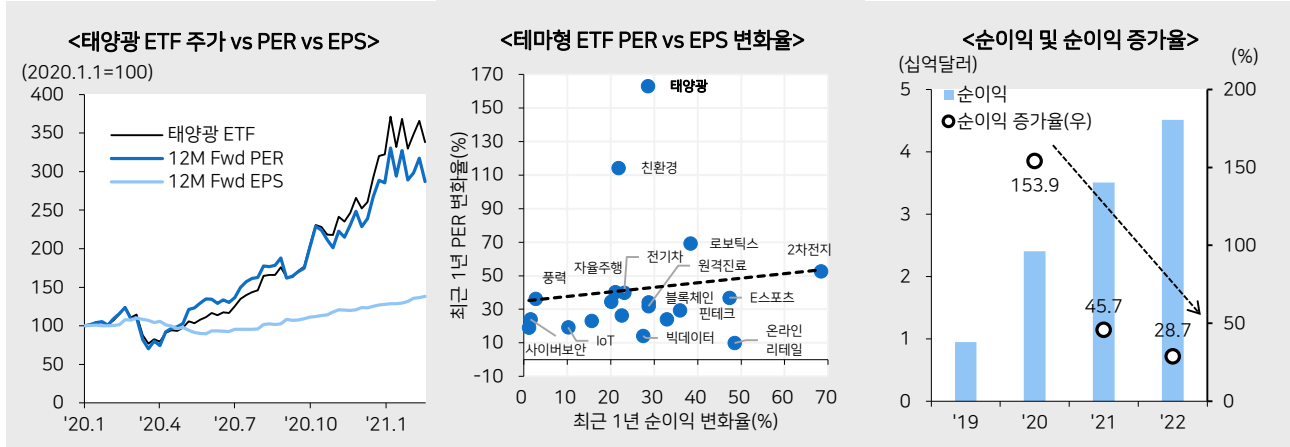
연준이 물가 안정과 완전 고용이라는 이중책무를 지니고 있지만, 지금은 고압경제를 지지하는 재정정책과의 공조를 강조하는 가운데, 물가를 이유로 통화정책만이 긴축 기조로 전환하기는 어려울 것으로 예상된다. 이러한 관점에서 당분간 통화정책의 핵심 변수는 노동시장 취약계층의 고용 환경이 팬데믹 충격 이전 수준에 근접하는지 여부일 것으로 보인다.



## 오늘의 차트

이정연 연구원

## 태양광 ETF(TAN) 단기조정 불가피



주: 밸류에이션 및 순이익의 데이터는 1월 31일 테마ETF의 보유종목별 보유비중 감안 시가총액, 순이익 합산 기준

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

## 친환경정책 이후 가장 주목받았던 태양광 ETF

지난해 태양광 ETF(TAN)는 테마형 ETF중 투자자들의 가장 큰 관심을 받았다. 각국 정부는 경기부양정책 중 하나로 그린뉴딜을 내세웠으며, 조 바이든 대통령 당선으로 친환경정책 기대감이 커졌기 때문이다. 친환경 에너지 중 태양광을 통한 전력생산이 크게 증가할 전망에 따라 태양광 ETF는 지난해 233.6% 상승했다.

## 미국의 중국 태양광 원재료 수입 제재로 태양광 ETF 주가 부진

최근 증시 불확실성이 확대된 가운데 태양광 ETF는 다른 테마 ETF중 가장 성과가 부진하다. 태양광 모듈의 원자재인 폴리실리콘의 40%가 중국 신장 지역에서 생산되나, 미국 정부가 신장 지역에서 생산하는 폴리실리콘 수입제재를 밝히면서 공급차질 우려가 나타난 이후 주가가 부진했다.

## 미국의 수입제재는 태양광 산업의 일시적인 공급 문제

다만, 폴리실리콘 공급 우려가 최근의 주가 하락을 모두 설명해주지 못한다. 해당 이슈는 일부 중국 기업들에 대한 수익성 악화이며, 친환경 정책에 대한 기조와 태양광 수요의 방향성을 꺾는 문제는 아니기 때문이다. 또한 태양광 회사들은 미국, 독일, 한국 등의 폴리실리콘 생산업체로부터 원재료 조달이 가능하다.

## 지난해 증시 상승세에서 과도한 단기 급등이 최근 주가 하락 요인

주목해볼 점은 태양광 ETF가 다른 테마형 ETF 대비 주가 상승폭이 과도하게 컸던 부분이다. 테마형 ETF들의 최근 1년 PER 상승률이 10~30%를 기록한 반면, 태양광 ETF의 PER은 160% 이상(2020년 2월 20.0배 → 2021년 2월 52.4배) 상승했다. 순이익 변화율은 다른 테마형 ETF들과 비슷한 수준(20~30%)이나 주가가 단기간 급격히 상승했기 때문이다.

## 이익개선 기대감 낮고 성장주 투자위축으로 주가 부진 지속될 전망

또한 태양광 ETF 종목군의 연간 이익증가율은 2021년 72.1% → 2022년 28.8%로 낮아질 전망이다. 하반기로 갈수록 내년도에 대한 이익전망치가 반영되는 점을 고려하면 펀더멘탈 개선 기대감이 낮은 상황이다. 최근 금리 상승에 따른 성장주에 대한 우려가 확대되는 가운데 태양광 ETF에 대한 투자심리는 더욱 위축될 전망이다.

## 칼럼의 재해석

강다예 연구원

## 뉴노멀 시대의 SNS '클럽하우스(Clubhouse)' (The Wall Street Journal)

알파 익스플로레이션(Alpha Exploration)에서 개발한 오디오 기반 소셜 네트워크 'Clubhouse'는 출시 11개월만에 약 1천만명의 글로벌 사용자를 확보하며 10억 달러의 기업가치를 평가받았다. 사용자의 '줌 피로(Zoom fatigue)'와 함께 팟캐스트의 인기는 'Clubhouse'와 같은 오디오 앱을 매력적으로 만들었다. 사용자는 피로감이 덜하지만 여전히 의미있는 방식으로 연결할 수 있는 앱을 찾고 있다. '골디락' 매체로 평가되는 오디오 앱은 펜데믹 동안 지속적인 사회적 네트워크 형성을 추구로 인해 따라 빠르게 성장했다.

가장 큰 차별점은 가입하기 위해 초대권이 필요한 독특한 조건과 선택받은 '인싸'의 느낌을 주어 'FOMO(Fear of Missing out)'를 자극한다. 이에따라 페이스북과 트위터도 오디오 서비스 경쟁에 참여하기 시작했다. 'Clubhouse'는 연사들이 1) 팁을 받을 수 있는 크리에이터 수익화 옵션, 2) 사용자가 추가 콘텐츠에 액세스 할 수 있는 클럽별 유료 티켓, 3) 구독 멤버십을 제공 할 것이다.

플랫폼 기업들은 잘못된 정보, 폭력, 사기 등을 중재하는 동시에 사용자들을 검열하지 않기 위한 딜레마가 있다. 콘텐츠는 최근 사용자 경험, 성장률, 광고 수익의 문제를 넘어서 플랫폼 기업의 실존적 위기가 되고있다. 기업이 모든 콘텐츠를 주시하고 통제하기는 어렵기에 각 플랫폼의 주요 가치에 따라 사용자가 스스로 결정할 수 있도록 인지하는 것이 필요하다.

## SNS 3.0: 오디오 SNS 플랫폼 'Clubhouse' 출현

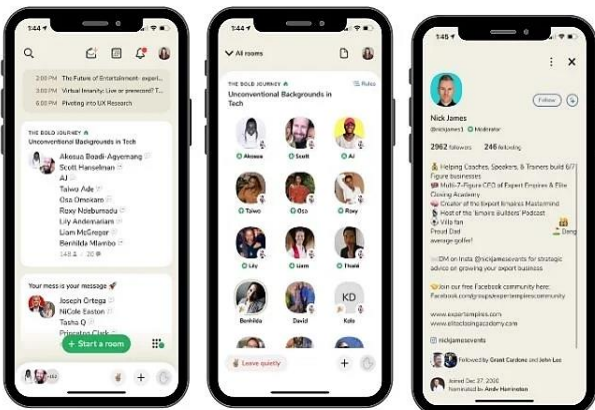
## 뉴노멀 시대의 SNS 'Clubhouse'

알파 익스플로레이션(Alpha Exploration)에서 개발한 오디오 기반 소셜 네트워크 'Clubhouse'는 목소리로 소통하는 단순한 매력으로 사용자를 끌어 들이고 있다. 할리우드, 정치 및 기술 분야의 유명 인사들과 대화를 나누며 가장 큰 관심을 끌고 있다. 음성 대화 기능을 제공하는 'Clubhouse'는 출시 11개월만에 국내 사용자 20만명 포함 약 1천만명의 글로벌 사용자를 확보하며 투자를 유치하였다. 경쟁사들이 오디오 채팅 기능에 대한 자체 진출을 모색하고 있는 모습을 볼 때, 커다란 혁신을 불러일으키고 있는 것이다.

## 출시 11개월만에 유니콘으로

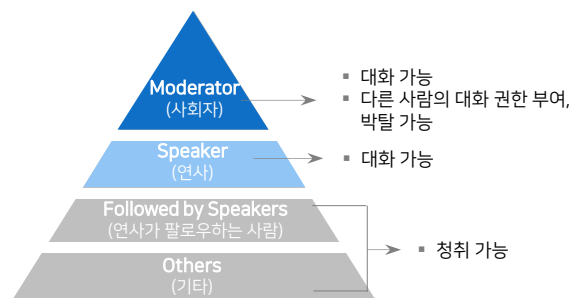
'Clubhouse'는 출시 1년도 되지않아 Andreessen Horowitz를 포함한 180여명의 투자자들로부터 '21년 1월 10억 달러의 기업가치를 평가받았다. 비공개 베타버전임에도 불구하고 미국, 독일, 일본 등에서 앱스토어 다운로드 1위를 차지하며 글로벌 다운로드 건수도 이달 1일 350만건에서 15일 만에 810만건으로 급증했다.

그림1 'Clubhouse' App



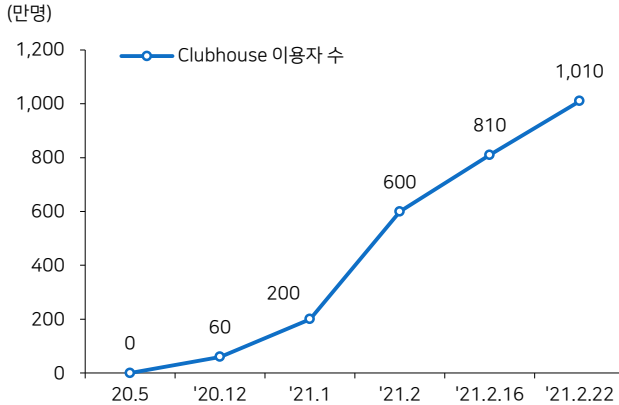
자료: Clubhouse, 메리츠증권 리서치센터

그림2 'Clubhouse'의 사용자 구조



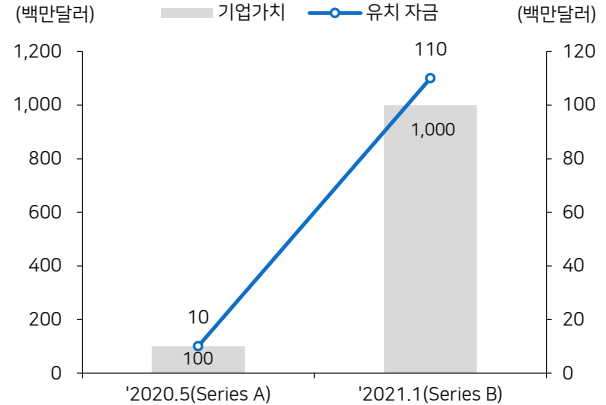
자료: Clubhouse, 메리츠증권 리서치센터

그림3 'Clubhouse'의 이용자 수



주: 활성이용자와 예약이용자 포함  
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림4 'Clubhouse'의 기업가치



자료: Clubhouse, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

## SNS의 새로운 대세가 될 것인가?

### Video → Audio로 전환

'줌 피로' 심화,  
'골디락' 매체로 평가받는 오디오

사용자의 '줌 피로(Zoom fatigue)'와 함께 팟 캐스트의 인기는 'Clubhouse'와 같은 오디오 앱을 매력적으로 만들었다. Zoom 영상 매체에 대한 피로도가 증가함에 따라 사용자는 피로감이 덜하지만 여전히 의미있는 방식으로 연결할 수 있는 앱을 찾고 있다. '골디락' 매체로 평가되는 오디오 앱은 팬데믹 기간 동안 지속적인 사회적 네트워크 형성 추구로 인해 따라 빠르게 성장했다. 이는 직접적인 만남이 힘든 팬데믹 기간 동안 인간 관계에서의 다양한 주제에 대한 공감을 얻기 위해 문자 채팅보다 라이브 대화를 선호하는 행태가 가져온 결과로 볼 수 있다.

### 실명제 기반의 폐쇄적 네트워킹

'FOMO(Fear of Missing out)'  
SNS의 주류로

가장 큰 차별점은 가입하기 위해 초대권이 필요한 특별한 조건과 선택받은 '인싸'의 느낌을 주어 'FOMO(Fear of Missing out)'를 자극한다. 사용자가 방을 개설하여 손을 흔들면 사회자의 허가하에 발언의 기회를 얻을 수 있다. 쌍방향 소통 방식으로 마크 주크버그, 엘런 머스크를 등 유명 인사와 플랫폼에서 대화를 나눌 수 있는 특별함을 가진 유료 서비스로 성공적으로 정착할 수 있을 것이다.

표3 주요 SNS 서비스 비교

| 구분    | Snap         | Clubhouse     | Twitter  | Pinterest  | Facebook      | Instagram     | 카카오톡         | 틱톡       |
|-------|--------------|---------------|----------|------------|---------------|---------------|--------------|----------|
| 형태    | 이미지, 비디오(숏폼) | 음성            | 텍스트, 음성  | 이미지        | 텍스트, 이미지, 동영상 | 텍스트, 이미지, 동영상 | 텍스트, 음성, 비디오 | 비디오(숏폼)  |
| UI/UX | 메신저, 검색형     | 피드형, 검색형      | 피드형      | 피드형        | 피드형           | 피드형           | 메신저          | 피드형, 검색형 |
| 팔로우   | 친구           | 주제, 친구        | 친구, 기업계정 | 주제, 친구, 보드 | 친구, 기업계정      | 친구, 기업계정      | 친구, 기업계정     | 친구, 기업계정 |
| 관심사   | X            | O             | 해시태그     | O          | 해시태그          | 해시태그          | O            | O        |
| 검색    | X            | O             | O        | O          | O             | O             | O            | O        |
| 커머스   | X            | X             | X        | O          | O             | O             | O            | O        |
| BM    | 광고           | 팁, 유료 콘텐츠, 구독 | 광고       | 광고         | 광고, 커머스       | 광고, 커머스       | 광고, 커머스, 구독  | 광고, 커머스  |

자료: 메리츠증권 리서치센터

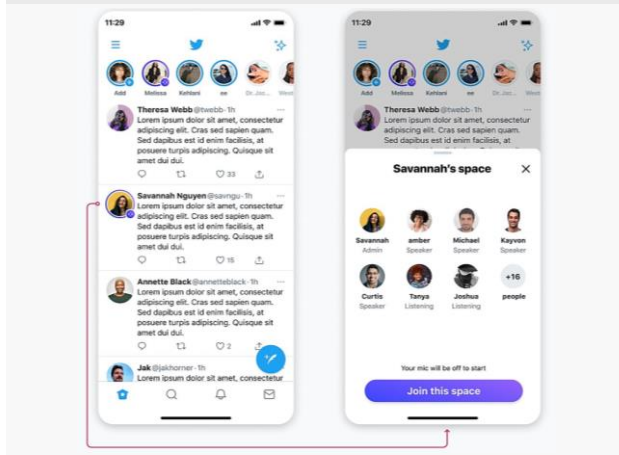
## 경쟁사의 오디오 서비스 출시 시작

## SNS Re-rating 시작?

이에 따라 페이스북과 트위터도 오디오 서비스 경쟁에 참여하기 시작했다. 페이스북은 'Clubhouse'와 유사한 음성 채팅 서비스를 구축하고 있다. 트위터는 트윗을 위한 음성 기능을 추가하며, 별도의 오디오 채팅룸 제품을 테스트하고 음성 대화 서비스 'Spaces'를 올해 출시할 계획이다.

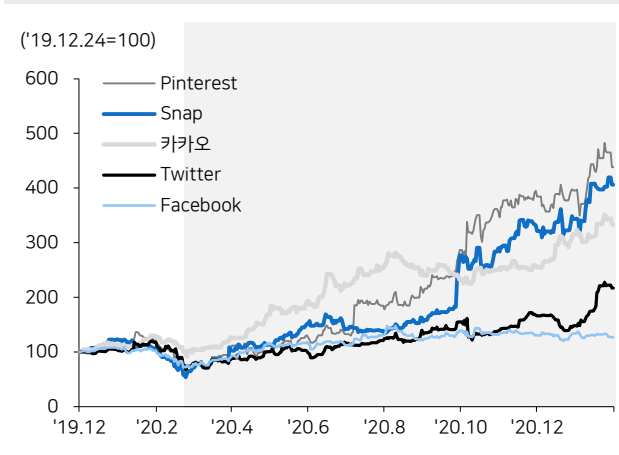
2015년 출시한 'Discord'는 처음에는 게이머를 위해 고안되었지만, 출시 6개월만에 70억달러로 두 배 이상의 Valuation 상승이 있었다. 이 회사는 2020년 초, 코로나19 대유행 초기 몇 달 동안 미국에서 음성 오디오 기능의 일일 사용자가 50% 증가했다고 밝혔다. 이외에도 오디오 소셜 앱 'Yalla', 'riffr', 'Tiya', 'Dizhua' 등이 있다.

그림5 트위터의 음성 채팅 서비스 'Spaces'



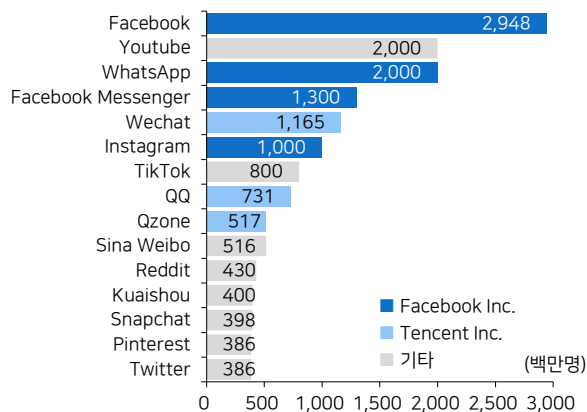
자료: 트위터, 메리츠증권 리서치센터

그림6 SNS Peers Group 상대주가 추이



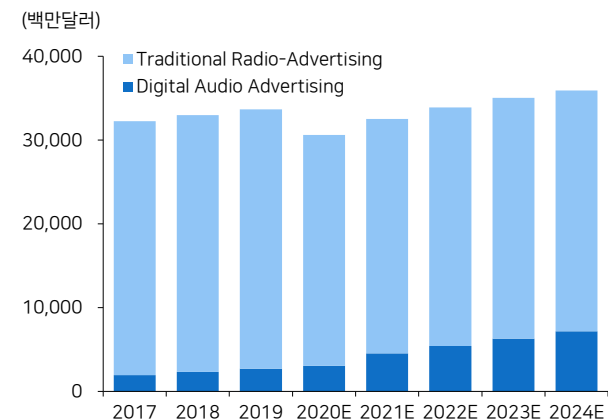
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 주요 SNS 서비스 MAU



주: 2020년 4월 및 최신 발표 데이터 기준  
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림8 디지털 오디오 광고 시장 규모



자료: Statista, 메리츠증권 리서치센터

## 기존 광고 위주에서 차별화된 수익 모델

기존 광고 위주의 BM에서  
탈피 필요

SNS 기능 모방의 위협을 탈피하는 동시에 대부분의 디지털 광고 지출이 페이스북과 구글로 이동하는 비즈니스 모델을 대비해야 한다. 스냅은 5년간 분기별 최고 실적을 기록 했음에도 불구하고 여전히 적자이다.

유료화 계획

- 1) 크리에이터 수익화 옵션,
- 2) 클럽별 유료 티켓,
- 3) 구독 멤버십

'Clubhouse'는 연사들이 1) 팁을 받을 수 있는 크리에이터 수익화 옵션, 2) 사용자가 추가 콘텐츠에 액세스 할 수 있는 클럽별 유료 티켓, 3) 구독 멤버십을 제공할 것이다. 최근 받은 투자 라운드 자금으로 서버 안정화에 사용할 계획이다. 현재 한 방에서 5천명이 참여할 수 있으며 사람 수에 관계 없이 고품질의 음성 기술로 확장하고 있다. 향후 크리에이터 투자, 관심사 순위와 검색 향상, 안드로이드 운영 체제 지원 등을 통해 베타서비스에서 모든 사람에게 공개하기 위해 올해 목표라고 CEO는 밝혔다.

## 중국발 리스크 - 검열과 보안

중국으로 데이터 유출 이슈

최근 중국에서는 민감한 정치 관련 주제에 대한 토론으로 앱 접근이 차단된 것으로 나타났다. 뛰어난 음성 품질로 생생한 라이브, 편리한 인터페이스 등이 결합된 'Clubhouse'는 Agora의 톨로 일주일 만에 만들어졌다. 하지만 최근 스탠퍼드인터넷관측소(SIO)에 따르면 미국 스타트업임에도 중국 클라우드 인프라 Agora를 이용함으로써 클럽하우스 이용자 아이디와 채팅방 아이디가 암호화되지 않고 일반 텍스트로 전송되는 만큼 아고라가 클럽하우스 이용자의 음성 데이터에 접근할 가능성이 있다고 밝혔다.

글로벌 데이터 이원화 필요성

이러한 문제를 해결하기 위해 'Clubhouse'측은 중국에 서비스를 제공하지 않을 것이며, 외부에서 데이터를 들여다볼 수 없도록 종단간 암호화를 추가할 계획이다. 외부 보안회사를 통해 서비스의 안전성을 검증받아 보안을 강화한다. NAVER, 넥슨 등의 기업들은 중국 내 서비스에만 중국 IT 인프라를 활용하고, 글로벌 서비스는 중국과 거리를 두는 이원화 정책 방식으로 돌파구를 마련하고 있다.

## 소셜 커뮤니케이션 플랫폼의 딜레마 '중립성'

검열과 중재의 사이,  
'중립성' 유지 필요

플랫폼 기업들은 잘못된 정보, 폭력, 사기 등을 중재하는 동시에 사용자들을 검열하지 않기 위한 딜레마가 있다. 콘텐츠는 최근 사용자 경험, 성장률, 광고 수익의 문제를 넘어서 기업의 실존적 위기가 되고있다. 실시간 오디오 콘텐츠는 텍스트나 이미지보다 중재하기 어렵기 때문에, 'Clubhouse'와 같은 오디오 플랫폼 서비스에 대한 우려가 제기되었다.

기업 사명에 집중

기업이 모든 콘텐츠를 주시하고 통제하기는 어렵기에 각 플랫폼의 주요 가치에 따라 사용자가 스스로 결정할 수 있도록 인지하는 것이 필요하다. 예를 들어 이미지 공유 SNS 서비스 'Pinterest'는 '영감'이라는 사명에 맞추어 이용자들의 댓글을 최소화 하고 있다. 데이트앱 'Bumble'은 여성에게 먼저 연락할 수 있는 권한을 주어

기존의 테이트 고정관념을 탈피하고, 강력한 사용자 차단 기능 등을 통해 익명의 위험성을 방지하거나 사전에 제거할 수 있도록 했다.

'Clubhouse'의 대화에는 앱을 통해 교육을 받은 '사회자'가 있으며, 중재자의 품질과 관행은 다양하지만 손에서 벗어나거나 욕설을 하는 사람을 신고하는 대화를 종료할 수 있는 권한이 주어진다. 그러나 실시간 오디오 콘텐츠를 신속하게 검열하거나 수정할 수는 없기 때문에 오디오 앱에 대한 거짓 또는 증오심 표현의 위험을 어떻게 감수할 것인가는 아직 과제로 남아있다.

원문: *Clubhouse Wins Over Hollywood, Tech, Even Elon Musk. Are You Next? - The Wall Street Journal*