



meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

Living with COVID-19: 우리가 생각해 볼 것들

오늘의 차트

미국 장단기 금리차가 확대된 수급적 요인

칼럼의 재해석

미국 기업들에 대한 3가지 우려, 팬데믹 이후에는?

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



▲ 투자전략
Analyst 이진우
02. 6454-4890
jinwoo.lee@meritz.co.kr

Living with COVID -19: 우리가 생각해 볼 것들

- ✓ 주요국 Pandemic에서 Endemic 으로 전환 준비 중: 한국은 8월 이후 접종률 급증
- ✓ 집단면역은 '새로운 균형점' 의미. 무엇이 어떻게 달라질까? 100년전의 기억
- ✓ 수혜기업을 보는 관점: 1) 산업 혹은 개별 기업의 성장 가속화, 2) 서비스 업의 복원

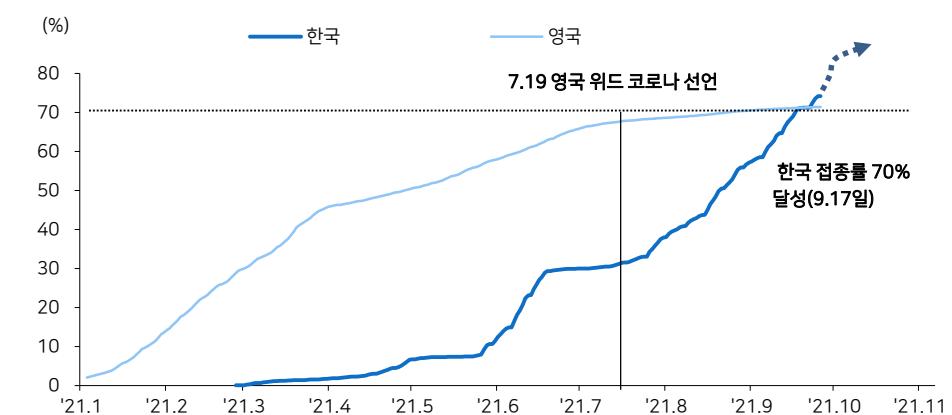
COVID -19, Pandemic에서 Endemic 으로...

집단 면역의 시대는 도래하고 있나? 최근 한국의 백신 접종률 가속화가 특징

COVID -19는 팬데믹(Pandemic)에서 풍토병(Endemic)으로 전환될 수 있을까? 바이러스가 앞으로 우리의 생활에 얼마나 영향을 주느냐에 달렸다. 일상생활에 위협이 되지 않는 수준이라면 가능한 시나리오다. 한국을 비롯한 주요 선진국은 대부분 일상으로의 전환을 모색하고 있다. 백신의 힘을 통해서다. 대표적으로 영국과 싱가폴의 경우 바이러스와의 공존을 선언했고, 그 분기점은 백신접종률(1차 이상) 70% 전후다.

같은 기준으로 보면 우리는 그 영역에 도달하고 있다(73.6%). 8월 이후 백신접종률이 가속화된 결과로, 지난 6월 대비 43.7%p 급증했다. 백신접종 속도만 본다면 주요 선진국 중 가장 빠르다. 사회적인 공감대 그리고 완전한 백신접종(2차 접종 기준)까지 감안하면 시간은 걸리겠지만 '숫자'만 본다면 요건은 충족 중이다.

그림1 한국과 영국의 1차 백신접종률 추이(1차접종 이상)



자료: Our World in Data, 메리츠증권 리서치센터

미국은 최근 접종률을 정체. 하지만 올해 하반기 내년 상반기 중 주요국은 집단면역의 기준선 안으로 진입할 것

초기 백신접종률이 높았던 미국은 최근 주춤하고 있다. 백신에 대한 저항 때문인 듯 하다. 백신접종률은 6월 이후 9%p 밖에 늘지 않았다. 올해 초 공중 보건 연구 그룹인 PHICOR에서 예상한 시나리오에 따르면, 집단 면역의 기준인 접종률 70%~90%에 진입하는 시기는 올해 7월 전후, 완전 백신 접종자가 70%(2차 포함)에 도달하는 시기는 올해 11월이었다. 무뎌진 백신 접종 속도를 감안하면 집단 면역 달성을 시기는 다소 지연될 수 있음을 뜻한다(미국의 완전 백신 접종율 55%)

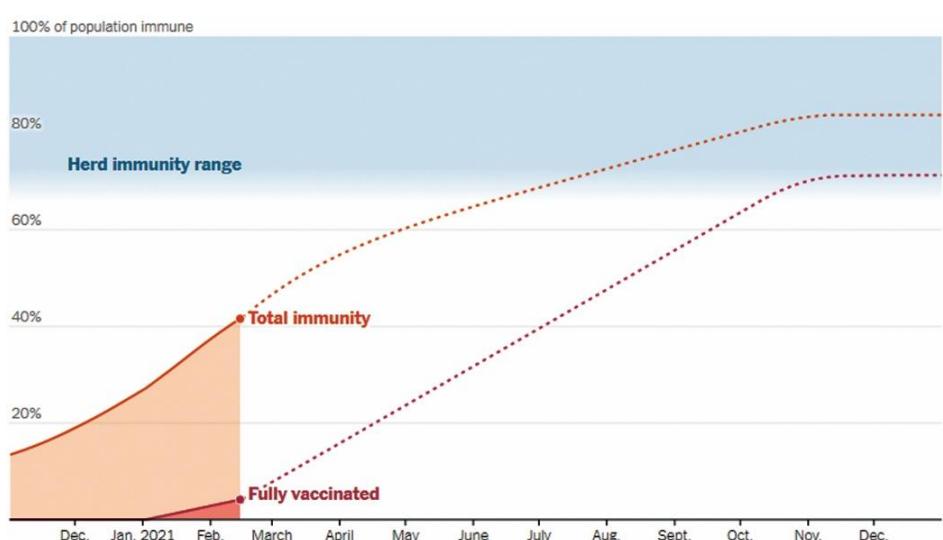
하지만 늦어도 주요국의 대부분은 올해 하반기와 내년 상반기 중에 '집단면역'의 기준선 안으로 진입할 가능성이 높다고 봐야 한다. 백신 접종률은 시차의 문제일 가능성이 높기 때문이다. 주식시장 역시 이번 이슈에 대해 관심 갖는 이유다.

표1 연초 이후 글로벌 백신 접종률(1차 접종 이상, 2021.9.25 기준)

(월말, %)	1월	2월	3월	4월	5월	6월(A)	7월	8월	9.25(B)	B-A(%p)
호주	-	-	-	-	14.7	24.1	32.8	47.1	61.7	37.6
브라질	1.0	3.1	7.0	13.7	21.4	34.2	49.4	62.9	69.6	35.4
캐나다	2.2	3.6	13.3	32.7	57.7	68.2	71.5	73.4	76.3	8.1
프랑스*	2.4	4.6	13.0	23.5	38.7	50.6	62.8	72.0	74.1	23.5
독일	2.3	4.9	11.8	27.6	43.0	55.1	61.3	64.9	67.1	12.0
이탈리아	2.3	4.9	11.9	23.6	39.2	56.8	63.5	70.7	74.2	17.4
일본	-	0.0	0.7	2.6	10.0	26.2	40.3	57.4	68.1	41.9
한국	-	0.0	1.7	6.6	11.3	29.9	37.9	57.2	73.6	43.7
스페인*	2.7	5.5	11.4	25.2	38.9	54.8	68.1	78.2	80.4	25.6
영국*	13.7	29.9	45.9	50.6	58.2	66.1	69.0	70.5	71.4	5.3
미국	7.5	14.9	29.2	43.3	50.2	54.0	57.1	61.0	63.4	9.4

자료: Our World in Data, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 백신 접종률 & 집단면역 시나리오 (올해 2월말 예상)



주: Total immunity (총 면역) = Fully Vaccinated (완전 접종) + 감염 후 회복한 사람의 수

자료: PHICOR, New York Times 메리츠증권 리서치센터

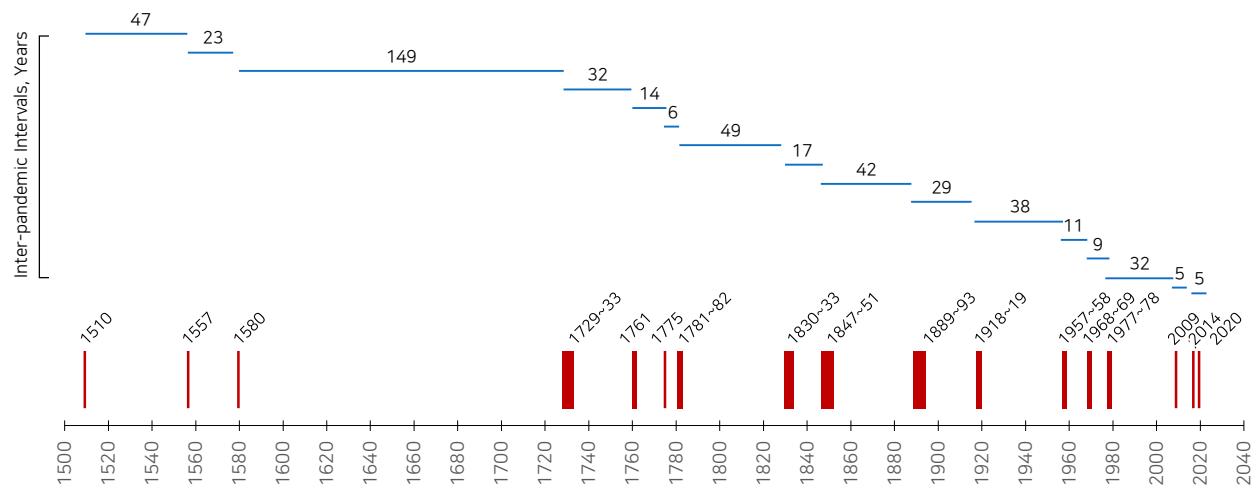
집단면역의 시대: 완전한 복원 vs. 또 다른 균형점

집단면역은 질병의 종료가 아닌
'상수화'를 의미할 것

집단면역의 시대는 완전한 일상생활로의 복귀를 의미할까? 새로운 정상화일까? 백신을 통한 일상생활로의 복귀라 할 지라도 '질병'에 대한 불편한 인식은 공존할 밖에 없을 듯 하다. 비단 COVID-19가 아니더라도 판데믹의 발생 빈도가 짧아지기 시작했고, 변이 바이러스 등 또 다른 질병의 출현 역시 배제할 수 없기 때문이다.

1500년대 ~ 1900년대 초반만 해도 판데믹의 발생 주기는 10년~20년 이상의 기간을 두고 출몰했지만 2009년 이후는 5년 내외로 빈번해지고 있다. 지금의 추세라면 전염성과 대응여력의 차이는 있겠지만 질병은 '상수화' 되어가고 있다. 집단면역의 시대에 진입한다 할 지라도 이와 관련한 변화(대응)는 일시적인 아닌 구조적으로 진행될 듯 하다.

그림3 1500년 이후 판데믹 발생 시기 및 기간: 2009년 이후 판데믹 발생 시기는 5년 내외로 단축



주1: 2009년은 Swine Flu, 2014년은 Ebola, 2015년은 MERS, 2020년은 COVID-19

주2: 가로 실선(파랑)은 역대 팬데믹간 발생 간격, 막대(빨강)는 팬데믹 발생 시기 및 발생기간을 의미

자료: NIH, David M. Morens(2010) etc., 메리츠증권 리서치센터

어떻게 달라질까? 우리가 '예측 가능한 것'과 '추론'이 필요한 것

무엇이, 어떻게 달라질까? 다시 보는 스페인 독감 사례

앞으로는 무엇이 달라지는가? 또 수혜는 어디인가? 주식시장의 관심사는 이렇게 요약된다. 현실적으로 '예상 가능한 부분'과 '추론이 필요한 부분'으로 구분 지어 볼 필요가 있을 듯하다. 100년전의 팬데믹이었던 '스페인 독감' 사례를 들어다 보면 우리가 미처 인지하지 못했던 변화도 있었기 때문이다.

1) 예측 가능한 영역: 제조업 보다는 서비스업, 새로운 성장 산업의 후퇴가 아닌 가속화

먼저 현실적으로 예측 가능한 것은 1) 제조업이 아닌 서비스업의 복원 그리고 2) 온라인 등 비대면 산업의 성장 지속이다. 이번 COVID-19의 충격은 제조업보다는 서비스업의 충격이 중심이었고, 제조업은 이미 빠른 회복세로 전환됐다는 점에 서다. 집단 면역의 시기로 접어들다면 제조업보다는 서비스업의 회복탄력이 강할 수 밖에 없다.

바이러스의 퇴치가 아닌 공존이라면 이번 COVID-19 대응 과정 속에서 우리 일상 생활에서 빠르게 확산됐던 비대면 산업의 성장 또한 가속화될 가능성이 높다.

백신의 확산에도 오히려 비대면 회의 시간과 이용자 수가 증가하고 있고, 소비시장에서의 온라인 침투율도 높은 수준을 유지하고 있는 것이 단적인 예이다. 일하는 방식, 소비하는 방식의 전환이 진행되고 있음을 뜻한다.

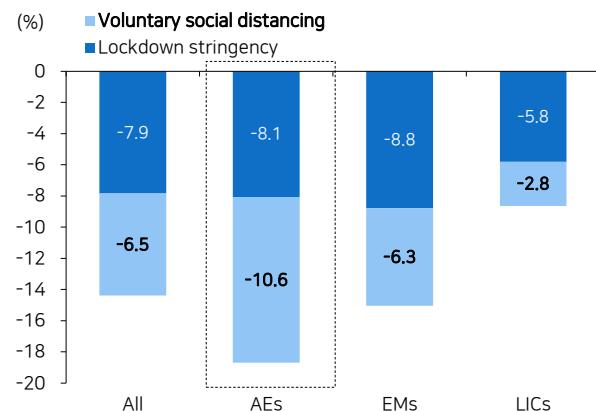
그렇다면 추론이 필요한 것은 무엇일까? 1918년~1920년의 스페인 독감의 사례를 참고해보자. 우리가 지금도 직관적으로 알 수 있는 변화는 당시에도 새로운 성장 산업이 팬데믹 이후의 시대를 주도했다는 점이다. 질병과 전쟁(1차 세계대전)을 통해 융성했던 기술과 자본이 새로운 산업으로 빠르게 침투한 결과다. 내연기관 자동차의 급속한 보급 등이 제조업의 성장을 이끌었고 라디오 등 새로운 기술의 확산은 또 다른 성장 동력을 만들었다.

그림4 글로벌 제조업 PMI와 수입물량



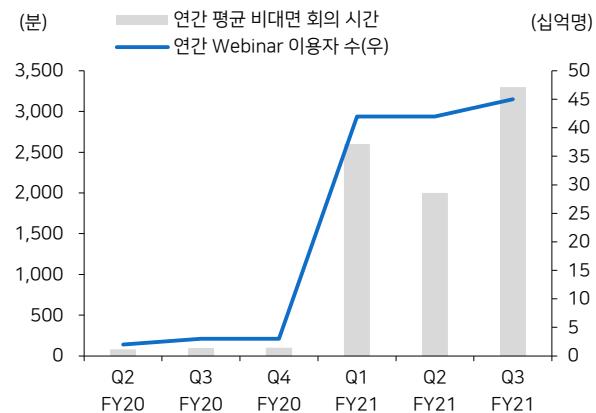
자료: JP Morgan, CPB, 메리츠증권 리서치센터

그림5 이동성에 미치는 영향: 자발/강제 거리두기



자료: IMF WEO(2020.10), 메리츠증권 리서치센터

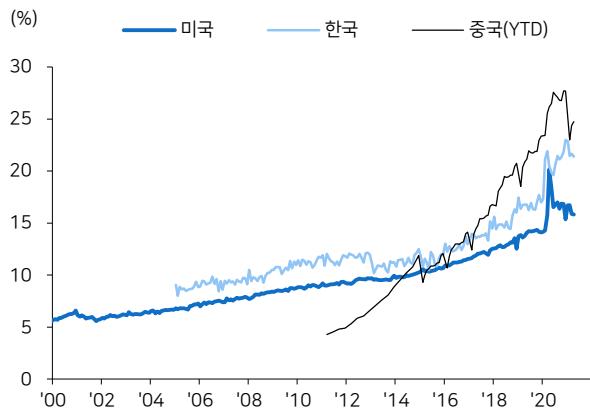
그림6 일평균 비대면 회의 시간 변화



주: EU4 = 독일, 프랑스, 이탈리아, 스페인

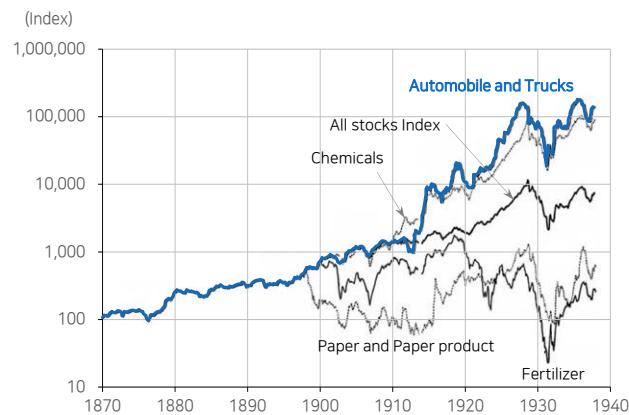
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 주요국 소비 온라인 침투율



자료: US Census Bureau, 통계청, 중국 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

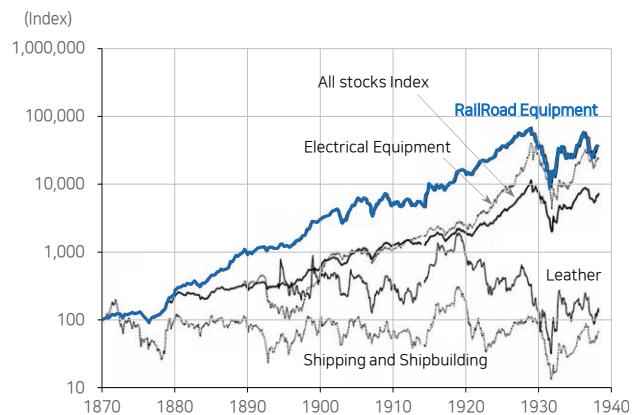
그림8 1920년 전후 자동차, 화학 업종이 주도주로 등장



주: 로그 변환

자료: Cowles, 메리츠증권 리서치센터

그림9 철도에 이어 전자기기(ex. 라디오)도 주도주에 합류



주: 로그 변환

자료: Cowles, 메리츠증권 리서치센터

100년 전의 기억: '생활 인프라'의 변화

2) 추론이 필요한 영역:
생활 속의 변화, 생활 인프라가
대표적

우리가 그 과정에서 인지하고 있지 못한 것은 '생활 속의 변화'이다. 스페인 독감 이후에는 소소한 생활용품부터 주거 인프라의 변화까지 수반됐다. '병원을 집으로 옮기다'라는 모토로 위생에 대한 인식의 변화가 본격화됐고, 새로운 난방시스템, 현대식 화장실 그리고 건축 디자인의 변경이 진행됐다.

당시 스페인 독감이 공기로부터의 전염이라는 인식이 확산되면서 기존 공동 난방 시스템에서 개별 난방시스템으로 전환됐고, 환기가 필요한 겨울에도 난방을 하기 위해 '라디에이터(Radiator)'의 도입이 시작된 게 이 때부터다.

위생의 중심에 있었던 화장실 역시 지금과 유사한 형태를 갖추기 시작했다. 병원과 요양원의 디자인의 형태처럼 위생을 강조한(타일, 도금 활용) 화장실이 등장했고, 공간으로서의 디자인이 적용되기 시작했다. 화장실의 현대화 & 고급화의 시작이기도 하다. 질병은 건축 디자인의 변경도 야기했다. 생활 속 휴식을 위한 공간의 개념이 추가됐고, 이는 우리에게 익숙한 개념인 '발코니'가 그것이다. 달라진 위생에 대한 인식이 생활 속의 변화를 야기한 예이다.

위생 시스템에 대한 인식의 전환 때문일까. 역설적으로 스페인 독감이라는 큰 피해를 겪은 이후 연령별 기대수명도 빠르게 높아지기 시작했다. 1900년 이전에는 20세 이하의 젊은 인구 중심으로 기대수명이 늘어났다면, 질병 이후에는 전 연령층에서 기대수명이 증가한 것이 특징이다. 어쩌면 우리가 앞으로 추가로 고민해야 할 부분의 범주에 경제적인 것뿐만 아닌 사회·문화적인 변화도 넣어둘 필요가 있지 않을까?

그림10 난방시스템의 변화: 라디에이터의 등장



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 수도꼭지 등 세면대의 진화(타일 & 도금)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 Bathroom: 현대식 화장실의 등장



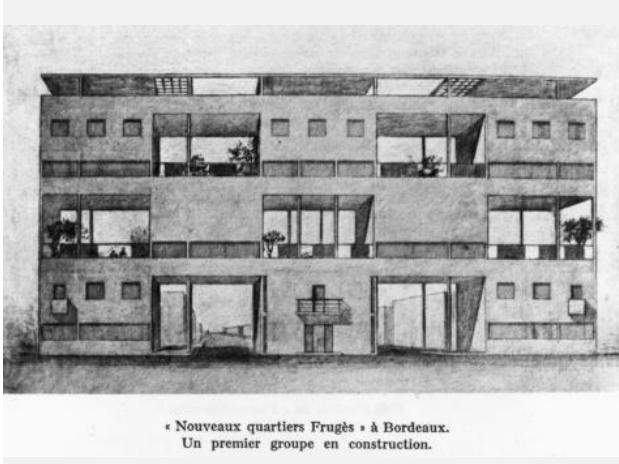
STANDARD PORCELAIN ENAMELLED BATHS make dainty modern bathrooms possible to any home because of their moderate cost. Their snowy purity, their beauty of design and finish, make the dingy old-fashioned tub impossible in comparison.

If you would like to see how beautiful even the simplest bathrooms may be made, we will send free book of specially designed model bathrooms, giving suggestions for arrangement and decorative treatments, with cost of necessary fixtures. Unguaranteed tubs imperfect in make—sold to the trade as seconds—crack and discolor quickly. We guarantee every tub perfect which has cast on the bottom one of these marks: "S. M. Co." "D. & M." or "A. & O."

STANDARD SANITARY MANUFACTURING COMPANY, Box E, PITTSBURGH, PA.

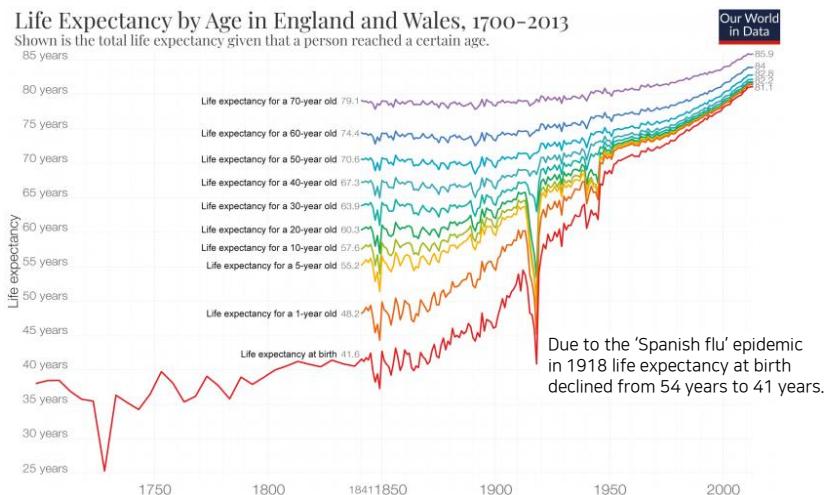
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 주택의 변화: 환풍 및 발코니 있는 주택으로



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 판데믹 이후 달라진 것은? 기대수명의 증가 (England & Wales)



자료: Our World in Data, 메리츠증권 리서치센터

수혜 기업을 고르는 관점: 1) 성장 지속 기업. 2) 복원 여력인 큰 서비스 업 기업군

수혜 기업을 보는 두 가지 기준

질병과의 공존으로 달라진 환경에서 수혜(?) 기업을 보는 관점은 단순하다. 새로운 산업의 성장 때문이든, 개별 품목의 이슈이든 COVID-19 이후에도 빠른 외형(매출) 성장이 진행되고 있는 기업군이 첫 번째이고(실적전망 하향 조정 기업군 제외), 단기적으로 서비스업종의 회복 탄력이 높다는 점을 감안하면 해당 산업 내에서 낙폭이 과도했던 기업군 중심으로 점검해보자.

표2 관심 기업군 1): 성장 지속 기업군 (정렬 순서는 최근 1개월 매출액 전망치 상향 조정 순)

코드	종목명	업종	시총 (조원)	주가 (원)	매출액 증가율		영업이익 증가율		ROE 2021	매출액 변화율 최근 1개월(%)
					2022	2023	2022	2023		
A352820	하이브	미디어, 교육	10.5	268,000	54.9	24.8	77.2	34.0	11.3	1.8
A293490	카카오게임즈	소프트웨어	5.1	68,300	32.8	19.4	59.9	26.8	13.5	1.5
A263750	펄어비스	소프트웨어	5.8	87,400	110.2	20.7	719.5	26.2	7.9	0.8
A253450	스튜디오드래곤	미디어, 교육	2.6	85,100	20.2	10.7	30.1	15.0	7.9	0.4
A248070	솔루엠	IT하드웨어	1.5	29,200	32.6	18.4	77.8	32.0	30.8	0.2
A035420	NAVER	소프트웨어	66.6	405,500	22.6	18.7	30.5	27.7	107.1	0.1
A012510	더존비즈온	소프트웨어	3.2	105,500	13.6	12.2	19.1	14.8	15.4	0.0
A060250	NHN한국사이버결제	소프트웨어	1.3	51,800	21.9	17.4	36.0	25.3	22.2	0.0
A013890	지누스	건설, 건축관련	1.2	76,800	21.0	18.6	59.7	34.6	16.7	0.0
A215200	메가스터디교육	미디어, 교육	0.9	74,100	13.6	10.6	19.4	31.5	24.0	0.0
A230360	에코마케팅	미디어, 교육	0.7	21,500	35.7	14.3	46.8	22.7	28.8	0.0
A289220	자이언트스텝	소프트웨어	0.7	72,600	34.1	18.6	202.5	47.1	13.1	0.0

주: 종목 선정은 계량분석 방법론에 의한 것으로, 당사 기업분석 애널리스트의 의견과 다를 수 있음, 9월 24일 기준

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 관심 기업군 2): 서비스 종목 내 이익대비 저평가 종목 (정렬 순서는 과거 최대 주가 레벨 보다 현재 주가가 낮은 기업 순)

코드	종목명	업종	시가 총액 (조원)	주가 (원)	'21~'23 영업익 최대/ '16~'20 영업익 최대 영업이익률(%)	현재주가/ '16~'19 최대주가 주가비율(%)	PER (배) 2022	EPS 증가율(%) 2022	ROE (%)	
									2021	2022
A005610	SPC삼립	필수소비재	0.7	79,500	132.8	23.5	13.2	21.3	13.4	14.5
A023530	롯데쇼핑	소매(유통)	3.0	106,000	88.3	34.8	13.4	696.8	0.3	2.3
A161890	한국콜마	화장품, 의류, 완구	1.1	45,950	134.6	42.4	13.7	34.7	8.8	10.9
A114090	GKL	호텔, 레저서비스	1.0	16,150	85.6	47.3	17.1	흑전	-22.6	14.1
A007070	GS리테일	소매(유통)	3.5	33,600	154.8	50.3	13.0	33.0	7.0	9.4
A007980	태평양물산	화장품, 의류, 완구	0.1	2,910	103.0	50.8	9.5	1533.3	0.5	8.5
A004370	농심	필수소비재	1.8	289,500	93.2	53.6	14.1	22.0	4.9	5.8
A194370	제이에스코퍼레이션	화장품, 의류, 완구	0.3	23,450	475.2	55.8	6.7	27.5	22.1	23.2
A069960	현대백화점	소매(유통)	1.9	82,400	104.6	55.9	8.0	26.1	4.4	5.3
A031440	신세계푸드	호텔, 레저서비스	0.4	100,000	151.9	56.0	16.1	42.4	5.8	7.9
A111110	호전실업	화장품, 의류, 완구	0.1	14,350	75.7	56.5	9.5	180.7	4.3	11.3
A004170	신세계	소매(유통)	2.7	272,000	132.2	57.2	9.5	25.5	6.3	7.4
A280360	롯데제과	필수소비재	0.8	131,500	157.3	58.3	9.1	26.4	6.1	7.4
A035250	강원랜드	호텔, 레저서비스	6.0	28,150	82.9	63.1	17.1	1332.8	0.8	10.5
A003230	삼양식품	필수소비재	0.6	81,600	91.3	69.4	10.4	25.5	12.9	14.4
A039130	하나투어	호텔, 레저서비스	1.3	90,500	378.5	70.7	36.7	흑전	-124.8	58.1
A035150	백산	화장품, 의류, 완구	0.2	8,880	167.9	74.0	4.8	30.2	25.1	25.7
A017810	풀무원	필수소비재	0.6	16,750	174.3	81.5	16.4	69.2	5.6	8.9
A241590	화승엔터프라이즈	화장품, 의류, 완구	1.1	17,750	158.9	99.7	12.9	96.5	7.9	14.1
A000080	하이트진로	필수소비재	2.3	33,400	126.8	104.9	18.6	24.3	9.4	11.1

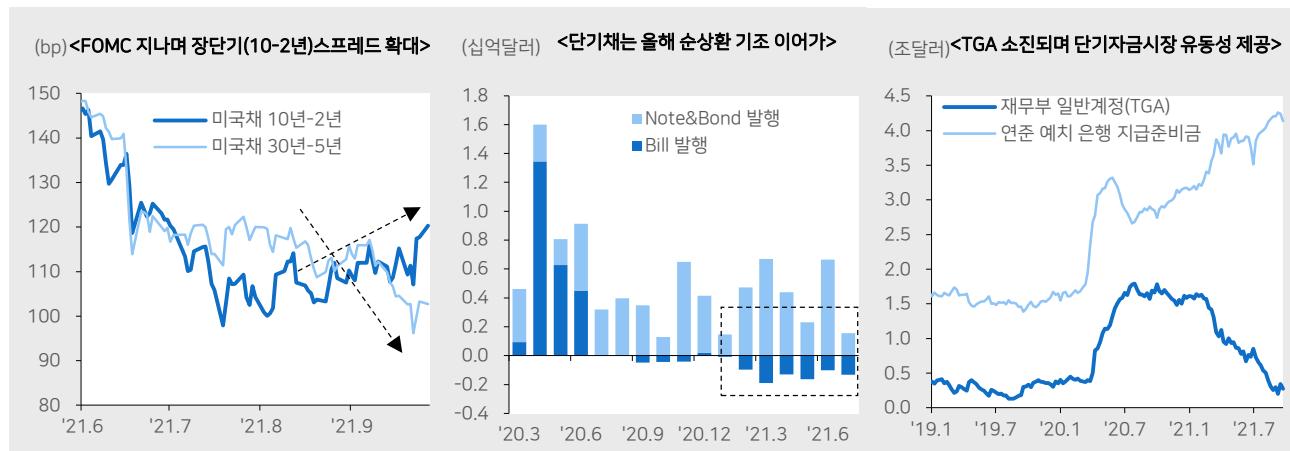
주: 종목 선정은 계량분석 방법론에 의한 것으로, 당사 기업분석 애널리스트의 의견과 다를 수 있음, 9월 24일 기준

자료: 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

임제혁 연구원

미국 장단기 금리차가 확대된 수급적 요인



자료: SIFMA, Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

단기금리 상대적으로 덜 오르며
장단기 금리차 확대

9월 FOMC에서 점도표상 2024년 연방금리를 2.0%로 제시하며 미국채 10년 금리는 FOMC 이후 1.4%대 후반까지 큰 폭으로 상승했다. 반면 단기금리는 상대적으로 덜 오르며 초장기 스프레드(30년-5년)와 달리 장단기 스프레드는(10년-2년) 확대되었다.

- 1) 단기채 순상환 기조
- 2) TGA 잔고 소진→단기자금시장 유동성 공급 등 단기채 수급적 요인 작용

한편 23일 BOE 통화정책 회의에서는 자산매입 규모 축소 소수의견이 나오는 등 통화정책 정상화 압력이 강해졌다. 이로 인해 장기채 금리가 큰 폭으로 상승했으나, 단기채 금리도 같이 상승하며 장단기 금리차는 낮은 수준을 유지했다. 이와 달리 미국의 장단기 금리차가 확대된 이유로는, 시장이 예상하는 첫 인상 시점의 차이도 있겠으나 1) 단기채 순상환 기조 지속, 2) TGA 잔고 현금방출로 인한 풍부한 단기 자금시장 유동성과 같은 수급적인 요인이 작용하고 있다는 판단이다.

부채한도 유예기간에는 부채총량을 유지해야 하기 때문에, 미 재무부는 TGA 잔고(재무부 일반계정)나 특별조치를 활용하는 가운데 단기채 발행을 줄인다. 이와 더불어, 지난해 하반기부터 재무부는 롤오버 리스크 등을 줄이기 위해 장기채 발행 비율을 늘려나갔다. 상기한 이유들로 올해 단기채 순상환 기조가 지속되는 흐름을 보였다. 또한, TGA 잔고의 현금 방출은 은행 지급준비금 확대로 이어져 단기자금 시장의 유동성을 제공했다. 이러한 단기자금 시장의 유동성은 현재 1.45조 달러 규모로 확대된 RRP(역환매조건부채권) 잔고에서도 확인할 수 있다.

단기금리 추가적으로 상승하며
플래트닝 압력 강화될 가능성

단기채 수요는 늘어났으나 발행은 줄어들며 단기채 금리는 통화정책 정상화 압력을 충분히 반영하지 못하는 측면이 있는 것으로 보인다. TGA 잔고가 지난해 말 수준으로 소진되고 연말 테이퍼링이 가시화되며, 단기금리가 연말로 갈수록 통화정책 정상화 압력을 추가적으로 반영할 것으로 예상한다. 이 국면에서 장기채 금리가 상대적으로 덜 오르며 커브 플래트닝 압력이 강화될 가능성을 고려해야 한다.

칼럼의 재해석

이진우 연구위원

미국 기업들에 대한 3 가지 우려, 팬데믹 이후에는? (The Economist)

미국 기업 CEO들의 단기적 전략을 채택하고, 주주이익이 우선시됨에 따라 미국 기업들의 장기 성장에 대한 우려가 존재해왔다. 이러한 배경이 2010년 이후 건전성 관련 우려로 이어졌다. 본 칼럼에서는 1) 역동성(Dynamism), 2) 탈세계화(Less Global), 3) 소수 기업으로의 집중 측면에서 코로나19 팬데믹 이후 미국 기업의 건전성에는 큰 문제가 없음을 주장한다.

역동성과 관련된 문제는 10년 전 Tyler Cowen이라는 경제학자에 의해 처음 제기됐다. 현대 역사에서 비행기, 휴대폰과 같은 쉬운 발전수단이 소진됐고, 형식주의 속에서 기술 진보의 둔화를 근거로 역동성 감소를 주장했다. 그러나, COVID-19 대유행 이후 미국의 기업들이 침체됐다고 보기는 어렵다. 신규기업등록수, 퇴직률, IPO 증가가 자금조달 여건 개선을 바탕으로 미국 경제의 역동성 회복을 시사하기 때문이다.

탈세계화 측면에서도 COVID-19 팬데믹 이후 큰 문제가 관찰되지 않는다. 미국 기업들의 Cross-border M&A 비중이 증가 추세에 있다. 또한, 중국, 베트남 등 14개 교역국으로부터 수입된 제품 총 가치가 미국 제조업 생산에서 차지하는 비율도 일정하다. 매출액 측면에서도 미국 기업들의 해외매출 비중이 유지되며 뚜렷한 탈세계화 움직임이 관찰되지 않는다.

시장 집중도는 증가하고 있지만, 긍정적 측면도 존재한다. 전체 산업의 2/3에서 1997~2012년 사이 산업의 기업집중도 증가가 관찰 됐고, 2020년에는 산업집중도를 나타내는 지표인 HHI Index가 1986년 이후 최고치를 기록하며 과점시장화가 진행되고 있음을 시사 한다. 다만, 과점시장화 자체는 이상적이라고 하기 힘들지만, 추가적인 혁신을 수반하고 있다는 점은 긍정적이다. 또한, 새로운 기업에 대한 투자심리도 약화되지 않고 있어 새로운 기업들에게도 충분한 기회가 주어지고 있다.

코로나19 팬데믹 이후 미국 기업들을 둘러싼 3가지 우려에 대한 반론

미국 기업에 대한 건전성 우려

- 1) 역동성
- 2) 탈세계화
- 3) 시장집중도

미국 기업의 건전성 우려는 여러 방면에서 존재한다. 일부 CEO들의 주주이익을 위한 단기적 전략 수립은 기업의 장기 성장을 저해하고, 빠르게 성장해온 중국 기업들에 대한 경계감도 지속 중이다. 또한, 바이든 행정부는 빅테크 기업들로의 시장 집중 현상을 예의주시하고 있다.

하지만, 코로나19 팬데믹 이후 1) 역동성(Dynamism), 2) 탈세계화(Less Global), 3) 시장집중도의 3가지 측면에서 미국 기업들의 건전성에는 큰 문제가 나타나지 않는 것으로 보인다.

역동성 논란, COVID-19 이후에는?

역동성 논란의 등장 배경

- 1) 발전수단 소진
- 2) Red tape 현상

미국 기업들의 역동성 감소 관련 논란은 2011년 경제학자인 Tyler Cowen에 의해 처음 제기됐다. 1) 비행기, 휴대폰과 같이 비교적 쉬운 발전수단의 소진 및 2) 미국 기업체계에 확산된 번문욕례(Red tape) 현상을 근거로 미국 경제가 "Great Stagnation(장기 경기후퇴)"에 직면했다고 주장했다. 이러한 주장은 주기적으로 회자되는 논란 중 하나이다.

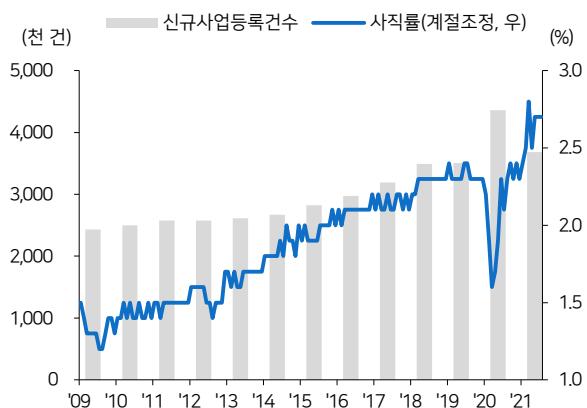
팬데믹 이후 미국 기업은 역동성 회복 중

그러나, 코로나19 대확산 이후 미국 신규사업등록건수, 사직률(Quit rate), IPO 건수 추이는 미국 기업이 충분한 역동성을 가졌음을 보여준다. 2021년 1월부터 8월 까지의 신규사업등록건수는 3.7백만 건을 기록하며 이미 2019년 수준인 3.5백만

건을 넘어섰다. 또한, 노동시장의 활황을 가늠할 수 있는 지표인 사직률도 지속적으로 증가해 올해 7월 2.7%를 기록했다. 이는 노동의 수급 불일치가 유발한 현상으로, 현재보다 나은 직장을 구할 수 있을 것이란 믿음을 가진 인원의 비율이 증가했음을 시사한다.

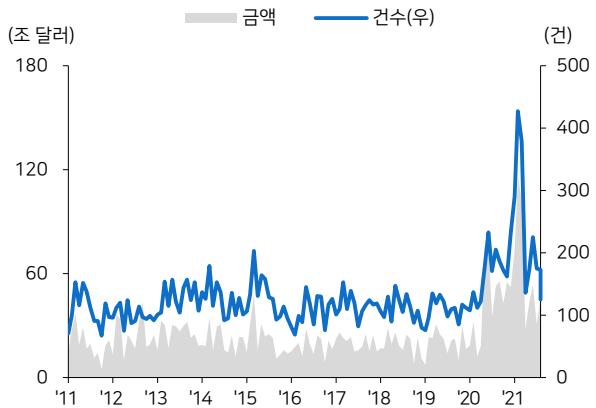
또한, CB Insights에 따르면, 신규 유니콘 수는 2019년 5개 → 2020년 12개로 증가했고, 2020년 IPO 건수도 크게 증가했다. 이는 팬데믹으로 인한 신규사업자수 증가 및 완화적 통화정책으로 인한 우호적인 유동성 환경의 영향으로 보인다. 상기된 세 데이터는 우려와 달리 2020년 이후 미국 기업들의 역동성이 회복되고 있음을 시사한다.

그림1 신규사업등록건수 및 사직률 추이



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림2 월간 IPO 금액 및 건수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 탈세계화 우려에 대한 반박

탈세계화 우려는 과도

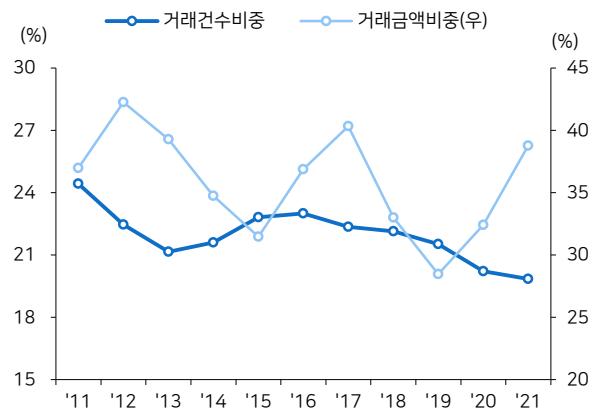
- 1) 국가간 인수합병 비중 증가
- 2) 하락하지 않는 제조업
해외수입, 해외매출 비중

2019년 미국 전체 인수합병에서 Cross-border M&A의 거래건수비중, 거래금액비중은 각각 21.5%, 28.5%로 2~3년간 뚜렷한 감소 추세에 있었다. 하지만, 2020년 이후 거래건수비중의 지속적 감소에도 불구하고 2021년 8월까지의 거래금액비중은 38.8%까지 상승했다. 또한, 중국, 베트남, 말레이시아 등 14개 교역국으로부터 수입된 제품의 가치를 미국의 제조업 생산과 비교했을 때, 2018년 이후 수입된 제품 가치의 비율이 제조업 생산액의 13%정도로 유지됐다는 Kearney의 조사결과 또한 미국의 탈세계화가 실질적으로 진행되지 않고 있음을 시사한다.

해외 매출액 비중도 유지되고 있다. The Economist에 따르면, 팬데믹 이후에도 Russell 3000의 해외매출액 비중은 평균에 가까운 수준을 유지중이다. 전문 서비스업 등 일부 업종은 팬데믹 영향으로 해외계약이 자연되며 내수매출 비중이 증가하고 있지만, 넷플릭스, 아이맥스 등 엔터테인먼트 산업에선 오히려 해외 매출의 존도가 높아지고 있다. 스타벅스, 애플 등 주요 기업들의 2021년 2분기 실적발표를 통해 해외매출 성장에 대한 긍정적 시각이 유지되고 있다는 점도 확인된다. 인수합병 거래금액 비중 증가, 일정한 수입비중과 해외매출액 비중, 그리고 주요기업

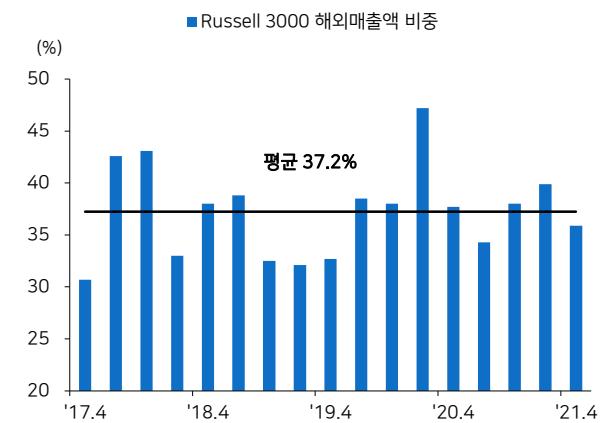
들의 긍정적 전망 유지는 향후 미국이 폐쇄화 국면을 지날 가능성이 낮음을 시사 한다.

그림3 미국 Cross-border M&A 비중 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Russell 3000의 해외매출액 비중



자료: The Economist, 메리츠증권 리서치센터

시장 집중 현상(Concentration)은 진행중이지만, 긍정적 측면도 존재

시장 집중 현상은 진행 중

S&P500의 시가총액 기준 상위 5개 기업의 시가총액 비중은 2010년 이후 꾸준히 증가해왔고, 팬데믹이 시작된 2020년에는 상위 5개 기업의 시가총액 비중이 22.7%를 기록하며 증가폭이 확대됐다. 또한, 미국 내 광범위한 기업들을 포괄하는 Russell 3000 지수의 10개 산업분류 중 7개에서 산업별 상위 4개 기업의 과거 12개월 매출액 비중이 2019년 대비 상승하며 산업 내 강자들의 영향력이 확대되고 있음이 확인됐다.

코로나19 확산 이후 다양한 업종의 시장집중도는 증가폭 확대

코로나19 확산 이후 피해가 커진 업종에서는 현금보유량이 많은 기업들이 경쟁사를 인수했고, 부동산, 소비재 업종의 시장집중도는 상승으로 이어졌다. 반면, 빅테크 기업들은 디지털화(Digitalization) 가속화의 수혜 대상으로 꼽히며 팔목할 만한 매출액 증가와 주가 상승세를 보였다. 2021년 2분기 기준 미국의 주요 5개 빅테크 기업(Apple, MS, Alphabet, Amazon, Facebook)의 과거 12개월 매출액은 2019년 대비 43% 증가했고, 시가총액 기준으로도 이들 기업이 S&P500에서 차지하는 비중은 2010년 이후 최대치인 23.6%를 기록했다.

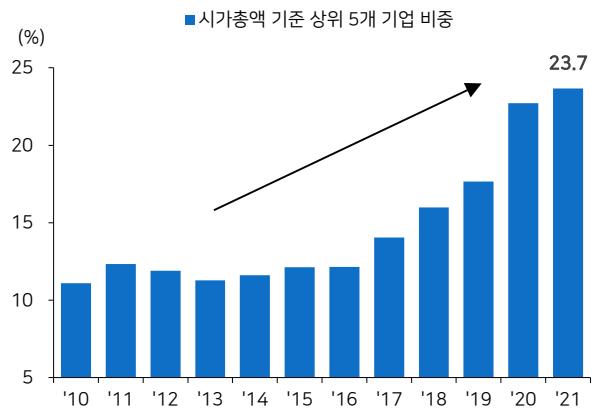
인터넷을 기반으로 향후 다양한 산업의 집중도 증가할 것

이에 더하여, 현재 5개 빅테크 기업 매출액의 40% 가량이 유사한 사업 영역에서 발생하고 있으며, 이는 2015년의 2배 수준이다. 페이스북의 전자상거래 진입, 아마존의 온라인 광고사업 진출, 구글과 MS의 클라우드 컴퓨팅 사업 등 빅테크 기업들이 인터넷을 기반으로 사업영역을 넓혀 가면서 향후 다양한 산업에서의 과정화 진행 가능성을 예고하고 있다.

한편, 2020년 이후 신규 상장한 기술 기반 기업들의 양호한 주가수익률은 기존의 빅테크 기업들뿐만 아니라, 새로운 경쟁자(Newly Listed Disruptors)에 대한 시

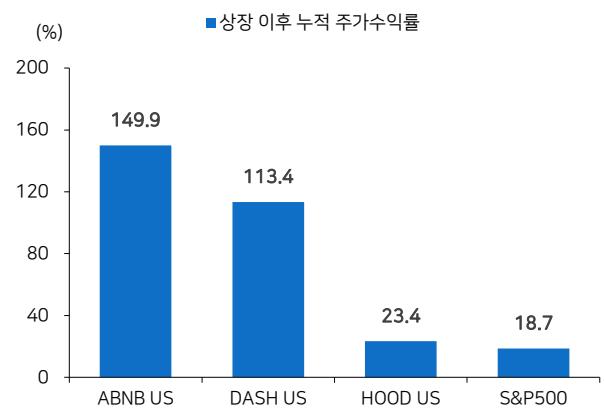
장의 투자의향도 충분함을 시사한다. 일반적인 과점시장과 달리 이들 기업에게도 성장 기회가 열려있다는 것이다.

그림5 S&P500 시가총액 상위 5개 기업의 시가총액 비중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 '20년 이후 신규상장 주요 S/W 기업 주가수익률



주: S&P500 수익률은 상장일자가 빠른 DASH US('20.12.08) 상장일 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

시장과점화 현상, 긍정/부정적 결과에 대한 모니터링 필요

미국 기업들의 역동성, 탈세계화

우려는 지속될 필요 없음

시장집중도 증가는 모니터링 필요

이상을 종합했을 때, 중기적으로 팬데믹 이후의 미국 기업들에 대한 역동성, 탈세계화 우려가 지속될 이유는 없는 것으로 판단된다. 다만, 빅테크 등 산업 내 시장집중도의 빠른 증가는 눈여겨볼 필요가 있다. 칼럼의 저자는 시장의 과점화가 이상적이라고 보기는 어렵지만, 현재의 과점시장화가 기술 진보를 동반하고 있다는 점에서는 긍정적이라고 판단하고 있다.

다만, 1) 시장집중도가 오랜 기간 증가하고 있고, 2) 이에 발맞춰 미국, 나아가 글로벌 규제환경이 변화하고 있다는 점은 주목할 만하다. 최근 시장집중도 증가와 산업성장이 동반됐음을 고려했을 때, 현 상황이 중장기적으로 어떤 결과로 이어질지에 대한 모니터링이 필요해 보인다.

원문: *Is America Inc getting less dynamic, less global and more monopolistic? (The Economist)*