

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 9. 30 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

환율 전망 업데이트: 무엇이 달라졌나?

오늘의 차트

미국 9월 소비자신뢰지수: 델타변이와 인플레이 우려 반영

칼럼의 재해석

BEV Cost Breakdown, 그리고 그보다 중요한 것

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

환율 전망 업데이트: 무엇이 달라졌나?

- ✓ 달러화: 연준이 22년 인상을 시사. 통화정책 정상화 레이스에서 또다시 우위를 점함
- ✓ 위안화: 중국 경기하방 위험 증대로 중-미 금리차 확대 지연, 확대 정도도 제한될 소지
- ✓ 원화: 국내 코로나19 확산 지속으로 인한 원화 나홀로 약세 지속
- ✓ 연말 위안/달러 전망은 6.45로, 원/달러 전망은 1,150원으로 변경 (기존 6.40과 1,115원)

지난 이야기

지난 환율 전망의 전제

우리는 지난 8월 19일 전략공감, "두 가지 고민: 연준과 원화"를 통해 위안화와 원화 전망을 새로이 제시한 바 있었다. 당시 우리는 연말 위안/달러와 원/달러 환율을 각각 6.40위안과 1,115원으로 전망하면서 다음 3가지를 전제하였다.

- 첫째, 6월 이후 달러화 지수(DXY)의 상승은 1) 통화정책 정상화 측면에서 Fed가 ECB를 앞서 나가고, 2) 델타변이의 급격한 확산에 따른 경기우려와 risk-off가 같이 반영된 결과이다. 델타변이의 경기충격은 미미하며, 미국보다 유로존의 서비스업 회복이 빨라 ECB는 9월 회의에서 PEPP매입 속도조절에 나서며 정상화에 동참할 것이다. 이는 달러화 강세 완화 요인이다.
- 둘째, 위안화는 전술한 강달러 압력 완화와 더불어, 7~8월 경기부진을 유발한 일시적 요인들이 소멸되면서, 경기모멘텀 개선에 편승한 중국 국채금리 반등 영향으로 소폭 강세를 보일 것이다. 그 사이 기준을 인하가 중-미 금리차 축소를 유발할 수 있으나, 10월경 마무리될 것이기에 연말 위안화가 강세로 전환되는 데에는 제약을 가하지 않을 것이다.
- 셋째, 원화의 나홀로 약세는 국내 코로나19의 급격한 확산과 외국인들의 대규모 주식순매도 등에 의해 유발된 것이다. 외국인들이 계속 대량매도를 할 가능성은 비교적 낮아, 결국 국내 고유요인을 반영하는 원/위안 환율은 국내 코로나19의 진정 여부에 의해 좌우될 것이다. 백신보급 속도 가속화를 고려할 때, 연말 신규확진자수는 일간 1,000명 내외를 하회할 가능성이 있고, 그 때 원/위안이었던 174원에 수렴할 가능성이 비교적 크다고 본다.

달라진 것은 무엇인가

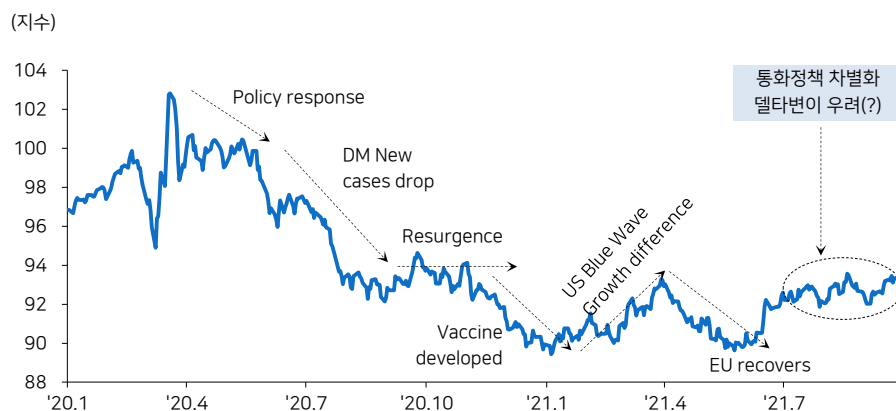
그러나 달러화 지수(DXY)는 9월 3일 92.03으로 하락한 이후로는 다시 반등하여 9월 27일에는 93.77로 연중 고점을 넘어섰다. 그 동안 무슨 일이 벌어졌고, 우리의 전망은 어떻게 달라져야 할까? 이를 오늘 전략공감2.0에서 다루도록 한다.

1. 통화정책 차별화와 달러화

예상대로 ECB는 PEPP 속도조절에 나섰으나...

6월 이후 달러 강세를 유발했던 델타변이는, 선진 주요국이 인위적 거리두기 대신 백신보급 확대에 대응하면서 개인들의 이동활동에 거의 제약을 가하지 않았다. 이마저도 9월을 정점으로 주요국 신규확진자수가 감소하면서 상황도 정점을 지나고 있다 (자세한 동향은 3절에 자세히 기술). ECB는 나아진 경제환경을 반영하여 9월 회의에서 경제전망을 상향조정했고, 이와 더불어 우리의 예상대로 4분기 PEPP 매입속도 조절에 나섰다.

그림1 2020년 이후 달러화 지수



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

연준이 22년 말 금리인상 가능성 제시하며 통화정책 정상화에서 또다시 앞선 행보 보임

그런데 변수가 생겼다. 9월 FOMC에서 연준이 테이퍼링을 11월부터 개시한다는 윤곽을 제시함과 동시에 2022년 말에 첫 번째 금리인상을 시사하는 점도표를 제시하였다.

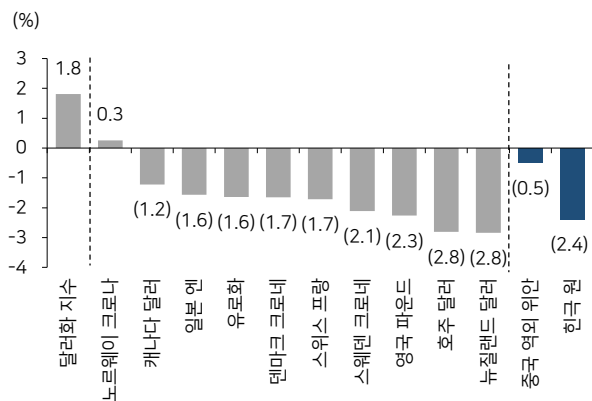
연준의 결정을 전후하여 노르웨이 중앙은행이 정책금리를 인상(9월 23일)했고, 같은 날 영란은행은 내년 상반기 금리인상을 시사하는 등 G10 일부의 통화정책 정상화 행보가 빨라졌음에도 불구하고, 연준이 정상화에서 한 발짝 더 앞서 나가는 결정이 서프라이즈로 해석되었다. 이에 따라 노르웨이 코로나(9월 3일 이후 달러화 대비 0.3% 절상)를 제외한 주요국 통화가 일제히 달러화 대비 약세를 시현하게 되었다.

올 들어 유로화, 엔화가 유독
통화정책 이슈에 민감한 것도
달러 강세에 일조

통화정책 차별화 이슈를 가장 잘 반영하는 지표가 바로 선진국간 국채 2년물 스프레드이다. 금융위기 이후, 특히 2013~14년 이후로는 이들간의 상관관계가 크게 약화되어 왔으나, 올 들어서는 유로화와 엔화에 대한 설명력이 강해진 것이 사실이다.

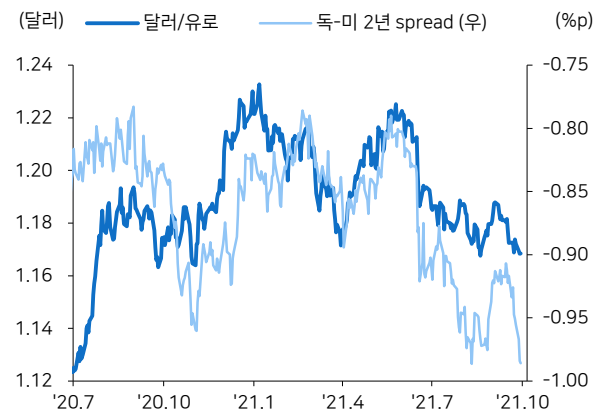
독-미 2년 스프레드가 줄고, 미-일 2년 스프레드가 확대되면서 각각 유로화와 엔화의 약세를 유발했다. 통화정책 차별화 이슈의 재부상이 달러화 가치를 지지하는 요인으로 작용하게 된 것이다. 유로존과 일본이 미국보다는 완화기조를 오래 가져갈 가능성을 고려한다면 달러화의 흐름이 쉽게 바뀌기는 어려울 수 있다.

그림2 9월 3일 (최근 DXY 저점) 이후 통화가치 변동률



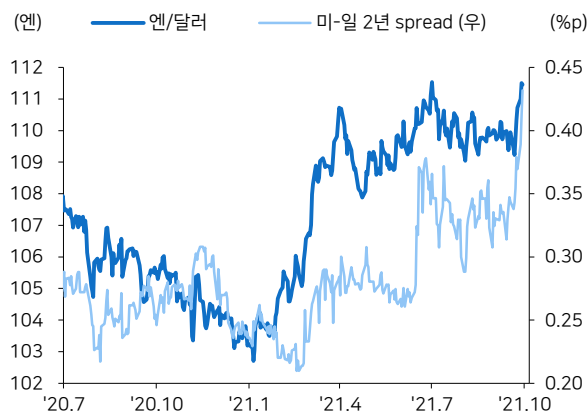
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 유로화와 독-미 국채 2년 스프레드



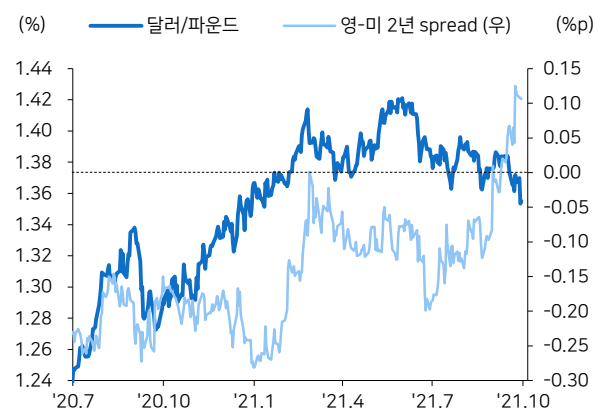
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 엔화와 미-일 국채 2년 스프레드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 파운드화와 영-미 국채 2년 스프레드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

추가적으로 고려할 두 가지: ECB의 추가행보와 경기역행성 우려

추가적으로 고려할 두 가지

하지만 여기에서 두 가지를 추가적으로 고려해야 한다. 한 가지는 ECB의 추가 행보이며, 또 다른 한 가지는 달러에 주로 반영되는 경기역행성이다.

1) ECB의 추가 정상화 행보 (이르면 12월 가시화)

ECB가 9월에 PEPP 매입 속도조절을 공식화했으나 사실 7월부터 속도를 줄이고 있었기에 시장의 반응이 미온적이었다는 생각이다. 중요한 것은 앞으로의 흐름이다. 우리는 ECB가 PEPP매입규모를 점차 줄여 나간 이후 2022년 3월에는 이를 일반 자산매입 프로그램인 APP로 일부 대체할 것으로 본다.

APP규모 자체는 월간 200억 달러에서 500~600억 달러로 커지는 것이지만, 경기호전에 따라 점차 그 규모도 줄어들 가능성이 크다. 이러한 밑그림이 12월 회의에서 제시될 수 있다면 ECB도 추가 정상화를 한다는 인식이 확산될 수 있다.

2) 경기우려와 risk-off : 미국 부채협상, 중국 위험

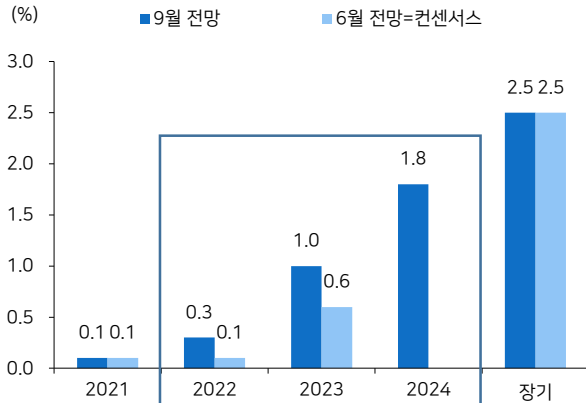
달러에 반영되는 경기우려는 1) 미국 부채한도 협상과 섯다운/디폴트 우려, 그리고 2) 중국 경제에 대한 눈높이 하향 조정으로 요약할 수 있다. 1)의 경우 공화당 주도의 상원이 하원 발의 법안(12월까지 지출법안과 채무한도 유예)을 부결시키면서 다시 안갯속으로 들어 갔다. 그러나 엘런 의장이 테드라인(10월 18일)을 제시하였고, 섯다운이나 디폴트가 모두에게 부정적인 만큼 막판 협상을 통해 최악을 면할 가능성을 높게 본다.

남아 있는 변수는 중국 우려이다. 우리가 2절에서 보다 자세히 다루겠지만, 헝다 그룹 이슈로 대변되는 부동산 개발업의 위축과 최근 전력난은 분명 경기회복에 부정적이며, 경제전망 하향조정 요인이다. 그러나 3분기와 4분기 중국 GDP의 전분기대비 성장률 모멘텀 기준으로 보면 4분기가 3분기를 크게 상회할 가능성이 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

연말 달러/유로 1.18 예상

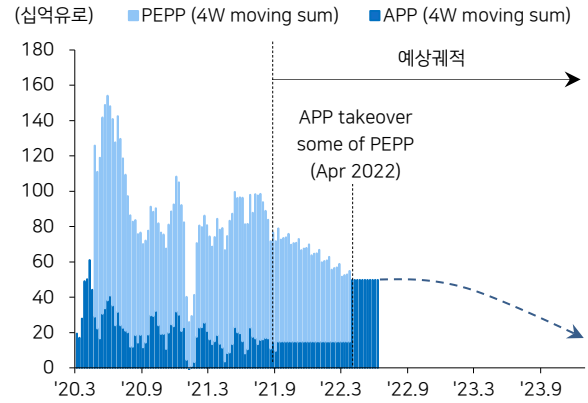
요약하면, ECB의 12월 행보가 정상화 이행으로 읽힐 가능성과 중국 경기가 3분기처럼 계속 부진하지 않을 것이라는 안도가 반영된다면, 달러화는 현재 수준보다는 낮아질 가능성이 있다는 생각이다. 당초 우리는 연말 유로화가 1.2를 상회할 것으로 보았으나 이러한 환경이라면 눈높이는 낮아져야 할 것이다. 연말 달러/유로는 1.18에 안착할 것으로 예상한다.

그림6 연준 SEP: 연방기금금리 전망 중위수



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림7 PEPP 매입규모와 향후 예상궤적



자료: ECB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 추정

2. 중국경기 위험과 위안화

7~8월 중국경제를 억눌렀던
요인들은 대부분 소멸되었으나...

7~8월 중국 경제는 1) 델타변이 대응 과정에서 지역봉쇄, 이동제한, 공장 조업 중단 선택, 2) 집중호우와 홍수 피해, 3) Ningbo지역 항만 폐쇄(8월 25일 재개)라는 3중고에 시달렸다. 중국의 델타변이 상황이 정점을 지나고, 홍수 피해도 일단락되며 이들 요인들이 계속 경기회복을 억누를 가능성은 낮아졌다.

새로운 변수의 등장

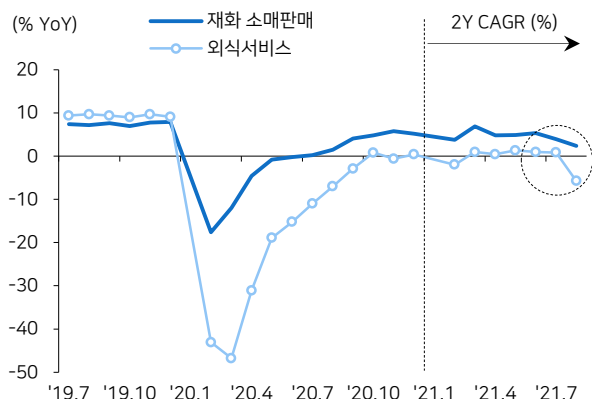
- 1) 헝다발 부동산업 위축 위험
- 2) 전력난

하지만 새로 들어온 위험들이 만만치 않다. 먼저, 헝다그룹의 파산위험과 중국 정책당국의 강경대응은 그간 레버리지에 크게 의존해 온 부동산 개발사업 확대를 제약할 요인이다. 다른 건설사들이 도산위험을 미연에 방지하기 위해 재무건전성 제고에 나서야 하기 때문이다. 최근 착공면적과 토지구매면적이 일제히 감소하는 것도 같은 맥락이다. 2020년 기준으로 보면, 부동산업 부가가치와 부동산 투자의 GDP대비 비중은 각각 7.3%와 13.9%에 달한다.

부동산업 부가가치(GDP)의 경우 명목 기준으로 2020년 5.8%, 2021년 상반기에는 15.9% 성장하였다. 2021년은 기저효과 영향이기에 2020년을 기준으로 채로 성장을 고려하면 이것만으로도 명목 GDP의 0.42% 감소 요인이다. 건설업이 계속 경기하방 위험을 유발한다는 의미이다. 경기둔화 외에 중국 시스템 리스크로 변질 가능성은 제한적이라는 것이 우리의 견해¹이다.

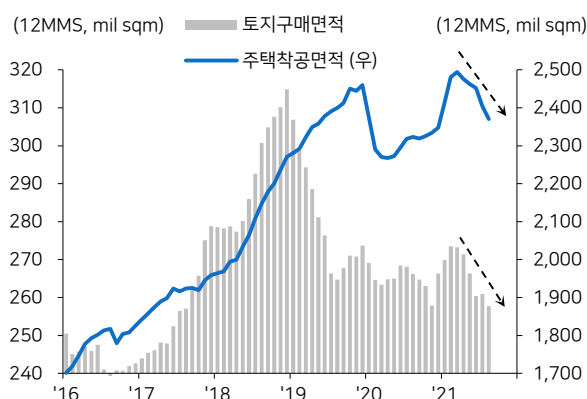
¹ 최철화 수석연구원, 9월 23일 전략공감2.0, "중국 헝다그룹: 여전히 개별기업 이슈라고 보는 3가지 이유"

그림8 중국 재화 소매판매와 외식서비스 매출 증가율



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림9 중국 토지구매면적과 주택착공면적



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

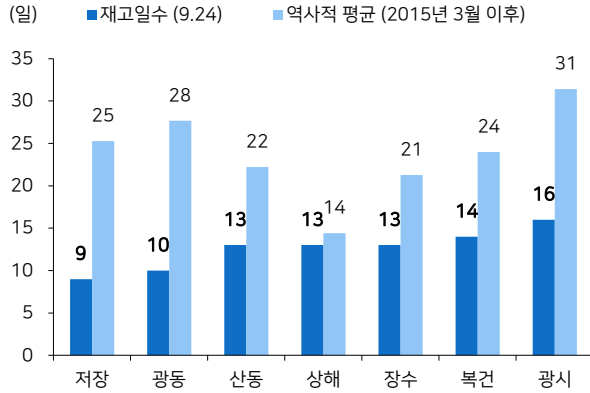
또 다른 위험은 최근 불거진 전력난이다. 호주와의 분쟁(2020년 10월 호주산 석탄수입 금지)에서 비롯된 후폭풍이며, 결과적으로는 주요 발전소의 석탄비축량 감소에서 비롯된 위험이다.

그림 10은 중국 7개성 발전소의 석탄 재고일수(9월 24일주 기준)를 나타낸 것인데, 저장성은 9일, 광시성은 16일에 불과하다. 통상 2주치 재고만을 가져왔던 상해를 제외하면 남서부와 동부 연안 주요 지역은 한 달치를 비축해 왔다. 최근 재고일수의 하락은 1) 이들이 석탄부족을 경험하고 있다는 사실의 확인과 함께, 2) 최악의 상황이 도래하기 전에 전력공급을 한시적으로 제한하는 조치를 취할 수 밖에 없었음을 보여 준다.

전력난 장기화 가능성 낮지만
제조업 부진이 10월까지 연장될
소지 있음

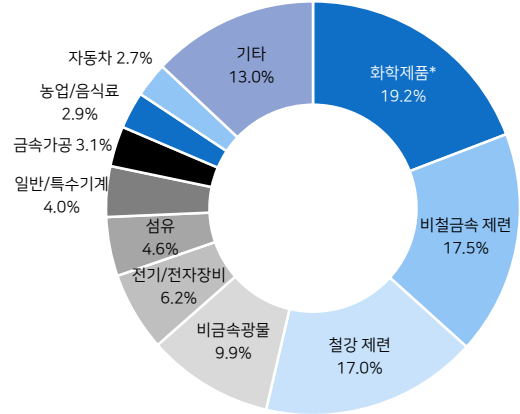
물론 정부가 비축량을 풀 수 있으며, 러시아/인도네시아 등지에서 수입을 확대하고 있기에 이러한 사태가 영구히 지속될 가능성은 낮음에 무게를 둔다. 그러나 짧게는 3~4일, 길게는 2주 정도 부분 조업중단이 일어날 가능성이 있어, 제조업 부진이 전력을 많이 소비하는 화학/철강/시멘트 등을 중심으로 9~10월까지 연장될 가능성도 있다. 우려되는 것은 이러한 전력공급 제한 조치가 예고 없이 수 개월 내 재발할 위험이다.

그림10 중국 7개성 발전소의 석탄 재고일수 vs 역사적 평균



자료: CQcoal, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림11 제조업 내 세부업종 전력소비 비중 (2019)



주: * 화학제품, 화학섬유, 고무, 플라스틱 업종을 모두 포함

자료: China Electric Council, 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

중국 경제전망 하향조정 2021년 GDP 7.9% 전망

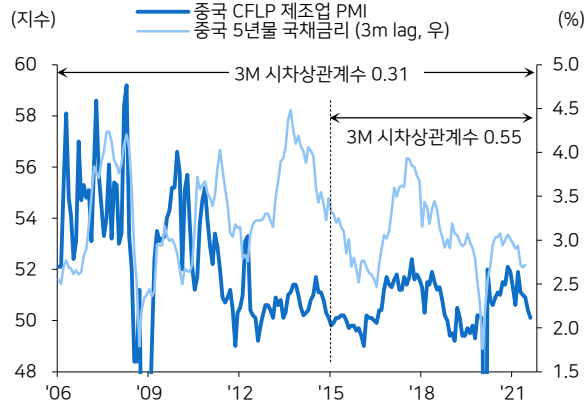
이상을 고려한다면, 중국 경제에 대한 눈높이는 낮아져야 하며, 4분기에도 기존에 예상했던 만큼 탄력적인 경기반등을 기대하기 어려워 보인다. 우리는 7~8월 상황이 불거졌을 때만 해도 중국 경제가 3분기와 4분기 각각 QoQ 기준 0.5%와 1.7% 성장하여 8.2% 정도의 경제성장률을 시현할 것으로 보았다. 각 분기의 QoQ 전망을 0.2%와 1.2%로 하향 조정하고, 2021년 중국 경제성장률 전망도 7.9%로 하향 조정한다.

중국 국채금리 반등 지연, 반등폭 제한으로 위안화 강세도 제한

위안화에 대한 시사점은 다음과 같다. 경기회복에 시차를 두고 국채금리가 반등하겠지만, 반등을 개시하는 시점이 지연될 수 있다. 또한 4분기 경기탄력이 약화되면서 반등폭도 제한될 수 있다고 본다.

여기에, 전술한 달러화 약세 압력이 기존에 예상했던 만큼 크지 않다는 점 역시 연말 위안/달러 전망에 반영해야 할 변수이다. 이에 따라 연말 위안/달러 환율 전망은 기존 6.40에서 6.45로 상향 조정한다.

그림12 중국 제조업 PMI와 5년물 국채금리



자료: 중국 물류구매연합회, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 달러화 지수와 역외 위안/달러 (CNH)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

3. 팬데믹과 원화

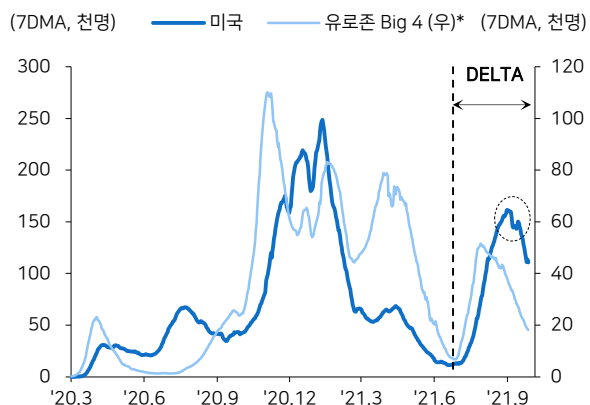
선진국 델타변이 상황은
정점을 지나

주요 선진국은 백신보급 확대로 델타변이의 파고를 넘고자 했고, 소기의 성과를 거두는 모습이다. 이동활동 제약도 거의 없었을 뿐 아니라 신규확진자수도 감소하기 시작했다. 미국은 9월 1일을 정점으로 신규확진자수가 내려 오기 시작했고, 유로존 내에서 마지막까지 확진자수가 증가해 오던 독일도 정점을 지났다.

동북아 3국 내에서는 유독
우리나라가 아픈 손가락

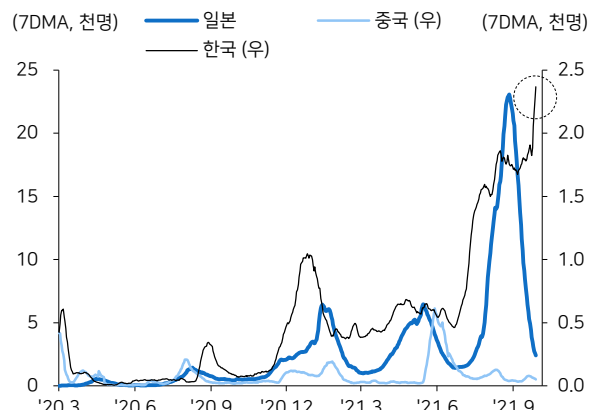
동북 아시아 3개국의 상황은 상이하다. 중국은 인위적 봉쇄로 델타변이를 타개하려 했고, 정점을 역시 지났다. 일본도 9월 초 일간 2만 명을 상회하는 대규모 확산이 있었으나, 9월 27일 기준으로 7일 평균 신규확진자수는 3천 명으로 대폭 감소하였다. 아픈 손가락은 우리나라다. 한국은 82일째 네 자리 수 신규확진자가 나오고 있고, 7일 평균 확진자수는 9월 28일 기준 2,500명을 넘어선 상태이다. 확산속도가 빨라지고 있다.

그림14 코로나19 신규확진자수: 미국 vs 유로존



주: * 독일, 프랑스, 이탈리아, 스페인
자료: CDC, WHO, 메리츠증권 리서치센터

그림15 코로나19 신규확진자수: 일본, 중국, 한국



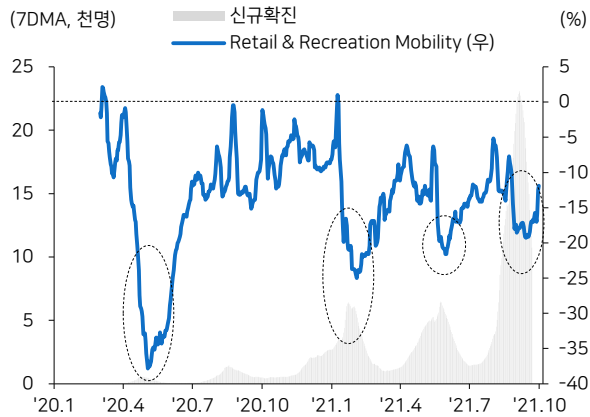
자료: WHO, 메리츠증권 리서치센터

Distancing의 차이 때문일 수도

이유는 어찌 보면 단순할 수 있다. 바로 이동성 때문이다. 일본은 확진자수가 급증할 때마다 소매/여가활동 목적의 이동성이 위축되면서 바이러스가 정점을 지났다. 이번 경우도 마찬가지였다. 우리나라도 작년 3~4월, 8~9월, 12~1월의 1~3차 Wave를 지날 때만 하더라도 이동활동이 크게 위축되면서 바이러스를 잡을 수 있었다. 그런데 델타변이 확산 초기인 7월을 제외하면 현재 소매/여가활동 이동성은 코로나19 이전 수준을 심지어 상회하고 있다.

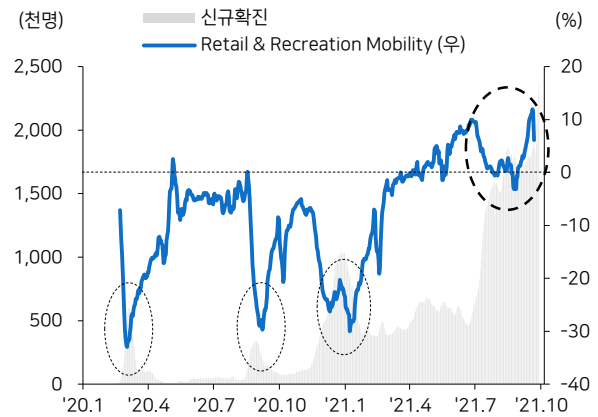
이동활동이 원활하기에 걱정한 만큼의 소비위축은 발생하지 않고 있다. 한국은행 통화신용정책 보고서에서 언급되었듯 이동활동과 신용카드 사용액이 비례하여 나타나기 때문이다. 반대로 코로나19 상황은 잘 잡히지 않는다는 것이 문제이다.

그림16 일본: 신규확진자수와 소매/여가활동 목적 이동성



자료: Google Mobility Trends, WHO, 메리츠증권 리서치센터

그림17 한국: 신규확진자수와 소매/여가활동 목적 이동성



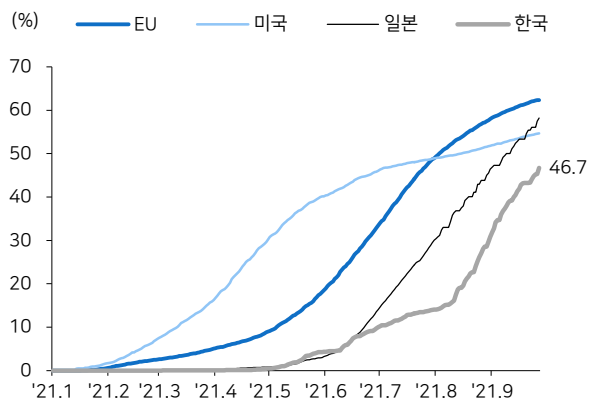
자료: Google Mobility Trends, WHO, 메리츠증권 리서치센터

그리고 이것이 백신접종
가속화에서 비롯되었을 가능성
위드 코로나가 된다면
확진자수 핵심변수 안될 수 있음

물론 비관적인 이야기만 있는 것은 아니다. 8월 이후 청/장년층 백신접종이 본격화되며 백신접종 속도에 있어서도 우리나라는 Fast follower의 모습을 보이고 있다. 백신접종을 완료한 인원은 인구대비 47%로 최근 두 달간 크게 높아졌다. 1차 접종을 마친 인원의 비율은 75%로 비교 대상 선진국 내에서도 수위권이다. 백신에 대한 자신감이 이동활동의 활성화로 귀결되었을 수 있다.

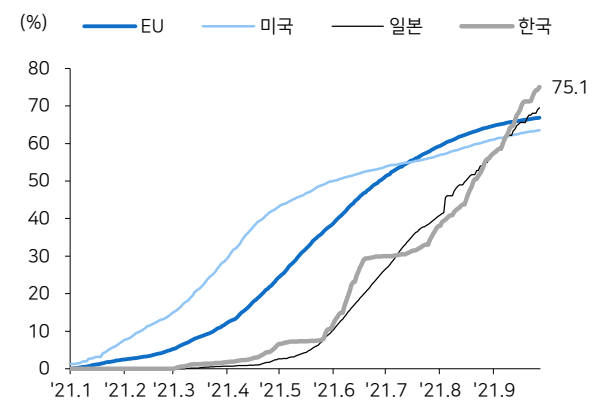
이 정도의 속도라면, 10~11월 내로 접종완료자가 전체 인구의 70%에 달할 가능성은 높고, 위드코로나가 현실화될 수 있다. 이렇게 되면 신규확진자수의 집계가 이동/소비활동에 미치는 영향이 더욱 낮아질 것이기에 주된 변수가 되지 못할 가능성 역시 있다.

그림18 백신접종률 추이 (접종완료 기준)



자료: Our World In Data, 메리츠증권 리서치센터

그림19 백신접종률 추이 (1차 접종 기준)



자료: Our World In Data, 메리츠증권 리서치센터

그러나 여전히 신규확진자수는
원/위안의 주된 결정 요인

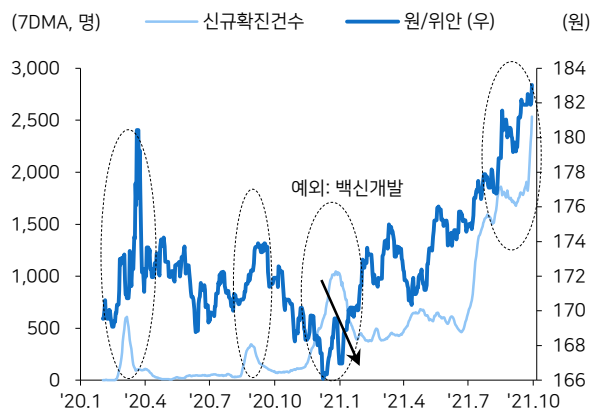
그럼에도 불구하고 원화와 관련해서는 코로나19 신규확진건수가 여전히 핵심변수이다. 이는 신규확진건수 급증과 더불어 위안화 대비 원화가치가 계속 절하되고 있기 때문이다. 그리고 이는 외국인 KOSPI 누적순매수와 상당히 동행하는 흐름을 보인다. 외국인 포트폴리오 투자 유출입 채널(금융계정)인 것이다.

연말 2,000명대 하회 전제로
원/위안 178원 전망. 연말 원/달러
환율은 1,150원

연말까지 신규확진건수에 대한 '가정'은 2,000명 대를 다시 하회하기 시작하는 것이다. 기존의 전망(1,000명 하회)보다는 보수적이다. 이 때 원/위안 환율은 178원에 준하며, 앞서 전망했던 위안/달러의 연말값을 곱하여 연말 원/달러 환율 전망을 1,150원으로 변경한다. 현재 대비해서는 약 3% 정도의 upside가 존재한다.

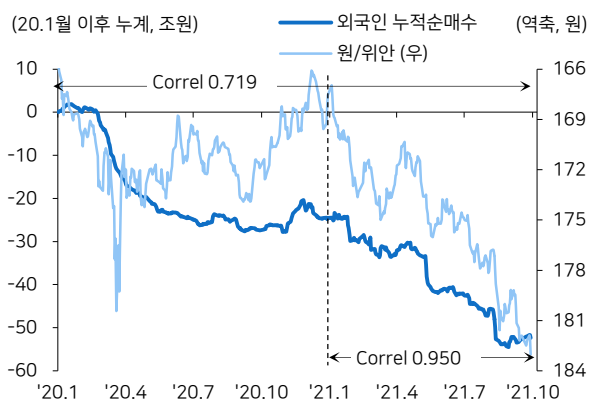
연말까지의 시계에서 중국 경기위험이 추가적으로 반영되거나 국내 코로나19 상황의 진정 없이 상황이 악화일로로 진행되는 경우가 발생한다면, 원화 추가 약세 압력으로 작용할 수 있다. 이는 우리 전망의 리스크 요인이다.

그림20 한국 신규확진건수와 원/위안 환율



자료: 질병관리본부, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림21 외국인 KOSPI 누적순매수와 원/위안

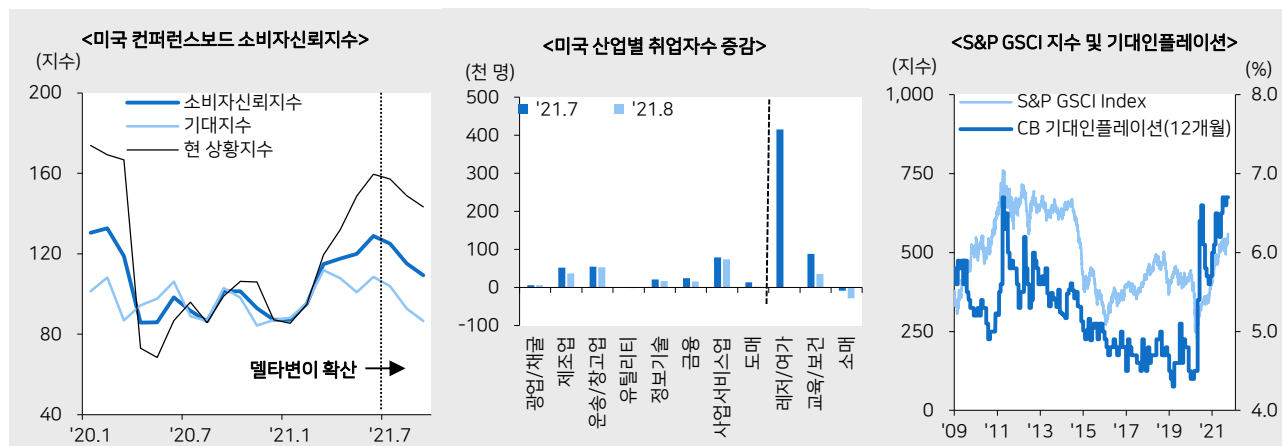


자료: KRX, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이승훈 연구위원

미국 9월 소비자신뢰지수: 델타변이와 인플레이 우려 반영



자료: Conference Board, Bureau of Labor Statistics, CEIC, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

GDP 성장률 전망치 하향 속
컨퍼런스보드 소비비자신뢰지수
저월대비 하락

28일 발표된 미국 9월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수는 109.3을 기록하며 시장기대(114.8)를 하회했다. 이는 6월 고점(128.9)대비 19.6pt 내려온 수치로, 7월부터 3개월 연속 하락했다. 컨퍼런스보드 수석 이사인 Lynn Franco는 지수 하락의 이유로 코로나19 확산에 따라 낙관적인 심리가 약화된 점을 들었다. 이는 연준 및 글로벌 IB가 2021년 미국 GDP 성장률 전망치를 하향한 가운데, 설문 대상자들 또한 단기(6개월)의 경기에 대한 기대를 낮추는 과정에 있음을 시사한다.

설문 항목 중 지수 하락을 설명하는 요인들로는 다음을 들 수 있다: 현 상황지수 내에서는 경제환경(Business condition)의 낙관이 약화되었고, 경제환경, 고용, 소득 항목에서의 심리 위축이 발생했다.

8월 대면업종 중심의 고용부진
구직 난향이 9월까지 연장되었을
가능성

주목할 점은 컨퍼런스보드 고용 서베이에서 “일자리가 충분하다(많다)”, “구직이 어렵다”는 응답비율이 모두 전월대비 0.3%pt, 2.2%pt 상승했다는 점이다. 월초 발표된 미국의 8월 비농업 고용동향에서는 레저/여가, 교육/보건 등 업종을 중심으로 고용부진이 관찰되었다. 백신접종이 확대되었으나 델타변이 확산 영향으로 대면서비스업 종사자들의 구직 난항이 9월까지도 연장되었을 소지가 있음을 시사한 것으로 보인다.

노동과 원자재 가격이 향후
소비심리 회복의 관건이 될 것

한편, 높아진 원자재 가격에 대한 부담도 소비심리 위축으로 이어졌다. 컨퍼런스보드 9월 기대인플레이션 서베이(12개월 이후)는 6.7%로 3개월 사이 0.2%pt 상승했고, S&P GSCI 지수는 6월 초 이후 5.6% 상승하여 557.6을 기록했다. 소비자들의 기대인플레이션에 원자재 가격 상승이 반영되는 모습이다. 이상을 고려할 때, 노동시장 미스매치의 점진적 완화와 원자재 가격의 안정화 여부가 향후 소비심리 회복의 관건이 될 것이라는 판단이다.

칼럼의 재해석

김준성 연구위원

BEV Cost Breakdown, 그리고 그보다 중요한 것 (McKinsey)

전기차(BEV, Battery Electric Vehicle)는 향후 완성차 산업의 성장을 견인할 가장 강력한 동력원이다. 글로벌 완성차 산업수요는 감소함에도 불구하고, 전기차(BEV)의 판매량과 점유율은 강화되는 탄소배출규제와 정부 보조금에 힘입어 지속 상승 중이다. 그러나 가파른 판매 증가에도 불구하고, 현재 BEV 제조업의 수익성은 아직 손익분기점 수준에 불과하다. 현재, BEV 제조업체가 수익성 측면에서 겪는 어려움은 1) 높은 파워트레인 부품비용 2) 충전 인프라 투자 소요 3) R&D + CAPEX 4) 배터리 처리 비용 5) 애프터마켓 매출 감소, 5가지를 꼽을 수 있다. 이를 반영한 BEV 제조업의 이익률은 2021년 현재 1~4 %로 높지 않은 수준이다.

향후 2025~2030년, McKinsey는 전기차 매출 증대·배터리 비용 감소·고정비 감소 효과로 수익성이 향상될 수 있으나 보조금 감소·경쟁 심화로 인해 일부 그 효과가 상쇄되어 8~11%까지 이익률 향상이 가능하다는 전망이다.

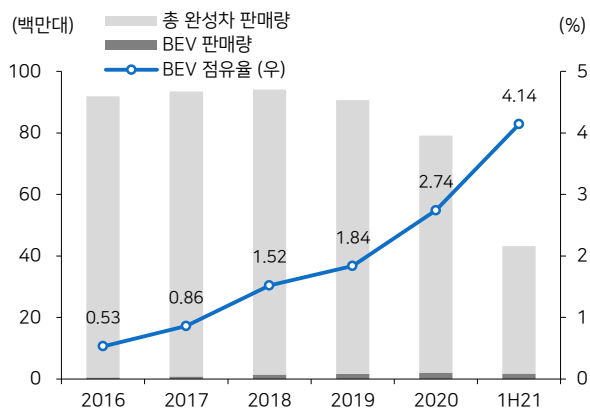
이와 같이, 전기차 제조 사업만 놓고 보면 수익성이 크게 개선된다 하더라도 평균적으로 한 자릿수의 이익률이 한계이다. 이는 단순히 전기차를 제조해서 판매하기만 해서는 큰 폭의 수익성 개선이 불가능하다는 의미이기도 하다. 그럼에도 보급된 전기차를 기반으로 발생하는 모빌리티 서비스 시장의 대두에 대한 기대로 인하여, 투자자들은 전기차 제조업체에 큰 관심을 갖는다. Computer-on-Wheel과 자율주행 기술이 제공할 모빌리티·차량 인포테인먼트 서비스는 모두 EV(Electric Vehicle), 즉 전기차이기 때문에 가능하다. 이는 대당 발생하는 매출을 끌어올리고, 차량을 판매하고 끝나는 것이 아닌, 꾸준한 매출을 발생시키는 디바이스로 바꾼다는 의미이기도 하다. 자율주행 기술의 완성이 야기할 모빌리티 서비스 시장의 개화는 이 시장을 주도하는 업체로 하여금 전기차 제조 및 판매로 인한 수익보다 최소 2~3배 이상의 막대한 수익을 얻게 할 수 있다. 전기차 제조업체의 비용분석뿐 아니라 향후 자율주행 기술 실현 가능성에 대한 분석 역시 필요한 이유이다.

완성차 산업의 강력한 성장 동력원, 전기차(BEV)

완성차 판매 감소에도 불구하고,
BEV 점유율과 판매량은 급증세

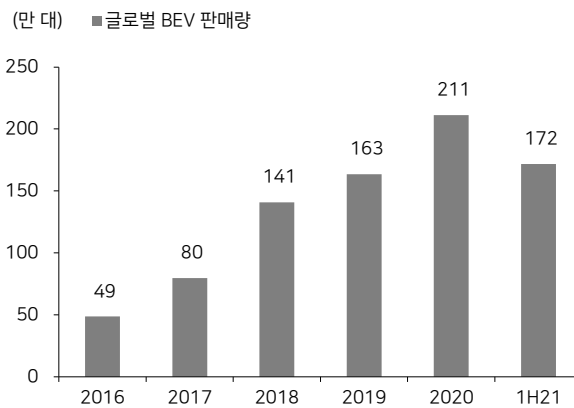
전기차(BEV)는 현재 완성차 산업의 성장을 견인하는 가장 강력한 동력원이다. 글로벌 완성차 산업수요는 감소함에도 불구하고, 전기차(BEV)의 판매량과 점유율은 강화되는 탄소배출규제와 정부 보조금에 힘입어 지속 상승 중이다. 1H21 전 세계 완성차 판매량은 약 4,100만 대로 2019년 판매량(약 8,900만 대)의 절반을 넘지 못했지만, 1H21 BEV 판매량은 약 172만 대로, 2019년 판매량(163만 대)을 넘어섰고, 점유율 또한 두 배 이상 가파르게 상승하여 4.14%를 기록했다. 더욱 가팔라지는 증가세만을 고려한다면, 올해가 전 세계 전기차 보급 확대의 원년이라 봐도 과언이 아닐 정도이다.

그림1 글로벌 BEV 점유율, 지속 상승 중



자료: Marklines, SNE Research, 메리츠증권 리서치센터

그림2 글로벌 BEV 판매량, 지속 상승 중



자료: SNE Research, 메리츠증권 리서치센터

BEV 비용구조 분석과 영향을 주는 요소들

BEV 제조업체가 수익성
확대에 겪는 어려움

이처럼 가파른 판매 증가에도 불구하고, 현재 xEV 제조업의 수익성은 아직 손익 분기점 수준에 불과하다. 차종을 Entry · Mid-point · High-end 급으로 구분하여 16개 차종(Tesla Model S, Tesla Model 3, Audi E-tron, VW ID.3, VW E-up! 등 6개 모델 포함)을 분석한 결과, 1~2개의 럭셔리 모델을 제외한 대부분의 모델이 손익분기점을 근소하게 초과하거나 하회하는 것으로 나타났다. 현재, xEV를 제조하는 OEM이 수익성 측면에서 겪는 어려움은 크게 다음 5가지이다. BEV를 제조하는 기업의 중단기적 수익성을 확인하기 위해서는 반드시 고려해야 할 사항이다.

1) 더 높은 파워트레인 부품 비용

전기차는 기존 내연기관 탑재 차량보다 평균적으로 부품 비용이 약 3,000 ~ 14,000 달러 더 소요된다. 특히, 전기차에는 50~ 120kWh 용량의 배터리가 탑재되는데, 현재 배터리 비용은 kWh 당 평균 120달러 수준으로 적지 않다. 파워트레인 시스템의 비용을 절감하면서도 배터리 효율을 개선하여 주행거리를 향상시키는 것은 차량 설계 측면에서 중요한 과제이다.

2) 충전 인프라 투자 소요

소비자들의 수요가 내연기관 차량에서 전기차로 이동하기 위해서는 충분한 충전 인프라가 결정적 요소이다. McKinsey의 설문조사에 따르면, 충전 인프라는 전기차를 구매하고자 하는 소비자들이 가장 중요하게 고려하는 요소 중 하나이다.

3) R&D, CAPEX 비용

전기차 생산을 위해서는 새로운 플랫폼 개발을 위한 R&D 비용, 기존 생산설비의 전환과 전기차 공장 증설을 위한 CAPEX 투자가 필수적이다. Reuters의 분석에 따르면 글로벌 완성차 업체들의 전기차 개발 및 생산에 관련된 CAPEX 규모는 최소 3,000억 달러를 초과한다. 이렇게 높은 CAPEX 투자는 생산 초기 낮은 매출액 대비 부담이 큰 감가상각비로 작용한다.

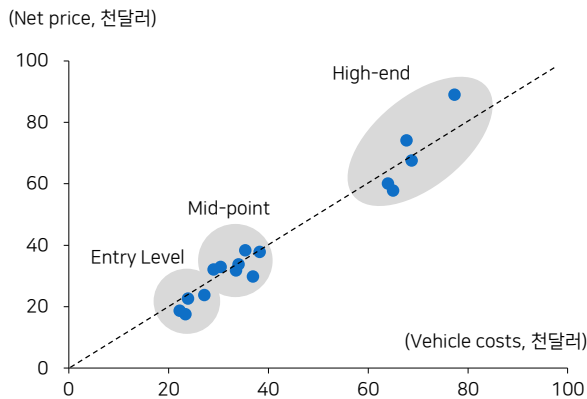
4) 배터리 처리 비용

현재 주요 완성차 업체들이 사용하는 배터리의 수명이 다한 후 개당 처리 비용은 1,000 ~ 2,000 달러 수준으로 예상된다. 이에 완성차와 배터리 기업들은 배터리 재활용 · 재사용을 위한 파트너십을 이제 막 형성하는 초기 단계에 있다.

5) 애프터마켓 매출 감소

전기차는 내연기관 차량보다 부품 수가 적고 내구성이 높기 때문에 유지보수 관련 매출이 약 40% 적게 발생한다.

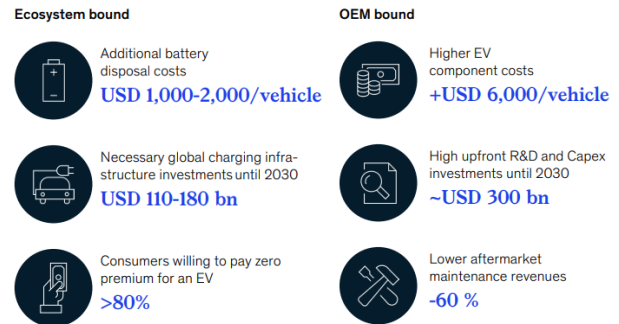
그림3 현재 판매중인 BEV 모델들, 대부분 손익분기점 근처



자료: McKinsey, 메리츠증권 리서치센터

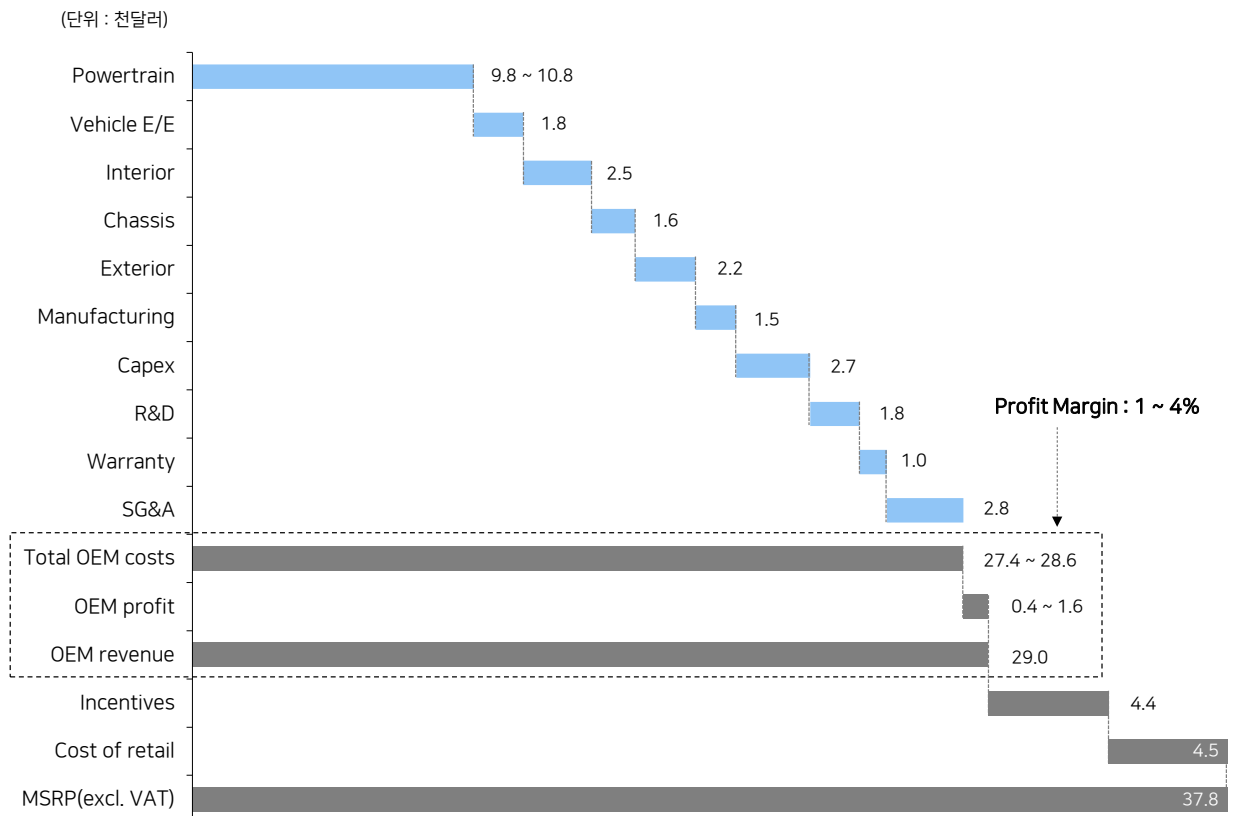
주 : Net price는 VAT를 제외한 MSRP(Manufacturer's suggested retail price) 기준, Vehicle costs는 생산원가 · R&D · 판매관리비 · 보험 · 리테일 판매비용 · 인센티브 등을 포함

그림4 BEV 수익성 저해 요소



자료: McKinsey, Reboost, 메리츠증권 리서치센터

그림5 2021년 BEV 제조비용 Breakdown, 세금 인센티브 · 리테일 비용 제외 시 이익률 1 ~ 4% 수준



자료: McKinsey, 메리츠증권 리서치센터

주: Mid-point Segment 기준

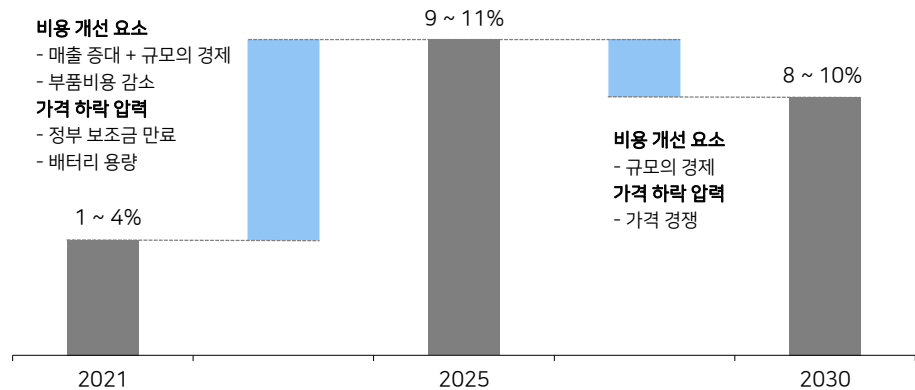
향후 BEV 수익성 개선 가능성 점검

BEV 제조 수익성,
2025~2030년 기준
8~11% 달성 가능

업계 평균 1~4%, 세금 인센티브·보조금을 제외한다면 적자 수준으로 낮은 수익성을 보이는 현재 상황에서, 향후 BM의 변화 없이 달성할 수 있는 최고 수준의 수익성은 2025~2030년 기준 8~11%로 전망한다. 배터리 업체들과 완성차 업체들의 공격적 CAPA 증설과 신규 업체들의 진입, 그리고 배터리 생산 기술의 발전으로 배터리 비용이 120달러/kWh에서 2030년 85~90달러/kWh까지 감소할 수 있기 때문이다. 또한 높아진 전기차 침투율·매출 볼륨으로 인한 규모의 경제·고정비 감소 효과 역시 수익성에 긍정적 영향을 줄 수 있다.

반면, 가격 하락 압력 역시 존재한다. 정부가 제공하는 세금 인센티브·보조금은 점차 줄어들 수밖에 없는 요소이다. 대부분의 국가에서, 차량 구매 시 제공되는 지원금은 2025년을 기점으로 대부분 소진될 전망이다. 독일은 2025년까지 보조금을 제공하기로 이미 결정했고, 미국과 중국은 2021년 이후의 보조금 예산을 아직 산정하지 않은 상태이다. 게다가, 글로벌 완성차 업체들은 2030년까지 합산 1,000개 이상의 새로운 xEV 모델 출시 계획을 발표했다. 심화되는 경쟁으로 인한 가격 하락 압력 역시 불가피할 전망이다. 이러한 효과들을 고려하여 McKinsey는 BEV 제조업의 이익률을 2025~2030년 기준 8~11%로 전망한다.

그림6 McKinsey 추정, 장기적으로 BEV 제조업 이익률은 8~11% 달성할 전망



자료: McKinsey, 메리츠증권 리서치센터

주: Mid-point Segment 기준, 배터리팩 비용은 2021년 100~110 \$/kWh, 2030년 80~85 \$/kWh로 가정

모빌리티 서비스 시장 개화,
BEV 제조 수익성을
크게 상회할 것

위와 같이, 전기차 제조 사업은 수익성이 크게 개선된다 하더라도 평균적으로 한자릿수의 이익률이 한계이다. 이는 단순히 전기차를 제조해서 판매하기만 해서는 큰 폭의 수익성 개선이 불가능하다는 의미이기도 하다. 그럼에도 시장을 선도하는 BEV 제조업체들의 멀티플이 완성차 업체 대비 높게 형성되어 있는 이유는, 보급된 전기차를 기반으로 발생하는 모빌리티 서비스 시장의 대두에 대한 기대 때문이다. Computer-on-Wheel 과 자율주행 기술이 제공할 모빌리티·차량 인포테인먼트 서비스는 모두 EV(Electric Vehicle), 즉 전기차이기 때문에 가능하다. 이는 대당 발생하는 매출을 끌어올리고, 차량을 판매하고 끝나는 것이 아닌, 꾸준한 매출을 발생시키는 디바이스로 바꾼다는 의미이기도 하다. 자율주행

기술의 완성이 야기할 모빌리티 서비스 시장의 개화는 이 시장을 주도하는 업체로 하여금 전기차 제조 및 판매로 인한 수익보다 최소 2~3 배 이상의 막대한 수익을 얻게 할 수 있다. 전기차 제조업체의 비용분석뿐 아니라 향후 자율주행 기술 실현 가능성에 대한 분석 역시 필요한 이유이다.

원문: *Electrifying the Bottom Line - McKinsey*