

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 12. 1 (수)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

2022년 전망 시리즈 7 반도체/디스플레이_작용, 반작용! (해설판)
2022년 전망 시리즈 8 유통_Q보다 P! (해설판)

오늘의 차트

신규 변이 오미크론, 추가 정책 자극 가능성은 제한적

칼럼의 재해석

경기대응 완충자본 시행의 은행주에의 영향

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

본 자료의 원본은 2021년 11월 11일 발간된

[2022년 전망 시리즈 7 - 반도체/디스플레이: 작용, 반작용!] 임



▲ 반도체/디스플레이

Analyst 김선우

02. 6454-4862

sunwoo.kim@meritz.co.kr

2022년 전망 시리즈 7

반도체/디스플레이_작용, 반작용!(해설판)

- ✓ 반도체/디스플레이 수익성을 선도 전방산업인 스마트폰 및 TV는 기대 이하의 3Q21 출하를 기록하며 오더컷 우려가 연중반부터 반영. 부진한 하반기 데이터는 오히려 1) 2022년 기저효과와 성장 및 2) 업체들의 보수적 사업전망을 유발
- ✓ 갤럭시Z 폴더블의 시장 점유 시작. 이는 '스마트폰의 PC화' 본격화. 22년 대면적 폴더블로 연결. 애플 폴더블은 2023년
- ✓ 반도체: 모바일 둔화 및 서버 판가 압박에 공급사 경영 전략은 보수적으로 변모 중. 선두업체의 설비투자 4Q21 조기집행을 끝으로 우려요인은 대부분 해소. 주가는 통상 바닥 구간에서 W자 반등해왔음을 명심할 필요. 업황 회복은 2Q22말로 예상
- ✓ 디스플레이: 유례없는 호황을 누린 LCD 판가는 3Q21부터 급락세 전환. 그에 대한 반작용으로 중국 업체들 일부 가동율 조절 시작. 낮은 판가 속 TV세트 업체들의 22년말 재고 확충 수요 발현 예상. 모바일 패널 신공장 투자는 내년 중 가시화

시나리오별 2022년 전망

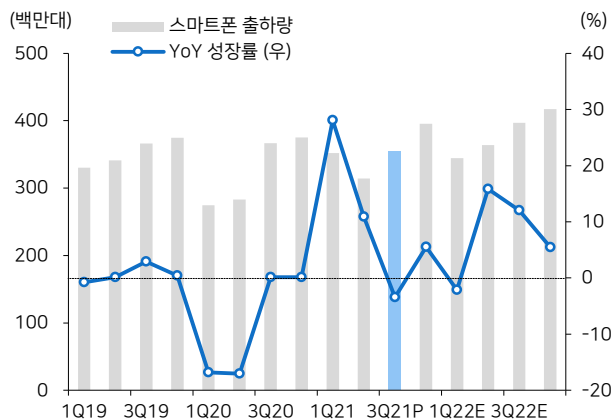
| 항목 | 변수 | Worst | Base | Best |
|----------------------------|--------------------|---|--|--|
| 주 가 결 정 요 인 | 1.DRAM 공급과 판가영향 | <ul style="list-style-type: none"> 경쟁적 Capa 투자의 부활 (삼성전자 P3 22년 연내 생산, 하이닉스 M16 공격적 활용), 마이크론의 일본·대만 Fab 적극 활용 1znm, 1anm의 의욕적 비중확대 | <ul style="list-style-type: none"> 삼성전자 DRAM 생산 BG 10% 중후반 모색. SK하이닉스와 마이크론 설비투자는 21년 대비 소폭 증가 서버 투자는 2Q22부터 점진 확대 | <ul style="list-style-type: none"> 수요 불확실성 감안해 글로벌 DRAM Capa의 순증분은 제한적으로 확대 투자 속도조절 공감대 형성되며 DRAM Capex는 Flat YoY로 변모 |
| | 2. 선행구매 수요의 되돌림 여부 | <ul style="list-style-type: none"> 모바일 선행구매의 재구매 의사 확인 서버 수요의 구조적 회복 여부 | <ul style="list-style-type: none"> 모바일 세트 판매 둔화세 유지 또는 추가 하락 데이터센터 설비투자는 21년 전년대비 20% 이하 성장 | <ul style="list-style-type: none"> 중국 스마트폰 출하 재성장 데이터센터 설비투자 금액은 22년 전년대비 25% 이상 성장 |
| | 3. 스마트폰 성장률 | <ul style="list-style-type: none"> 5G 보급과 증가 스마트폰 성장의 기저 효과 확인 | <ul style="list-style-type: none"> 인도 등 신흥국 중저가 스마트폰 판매 감소 및 교체주기 연장 지속 5G 등 고가 모델 메모리 탑재량 증가 정체 | <ul style="list-style-type: none"> 5G 기반 스마트폰 출하와 함께 하이엔드비중 증가 스마트폰 증가 모델 평균 탑재량도 가파르게 성장 |
| 산업 투자 전략 | | <ul style="list-style-type: none"> 비중축소, 특히 Pure player인 SK하이닉스 추가 하락 가속화 가능 선두업체의 '이익률' 우선 정책이 경쟁심화로 인해 점유율' 우선으로 변경될 가능성 상존 | <ul style="list-style-type: none"> 반도체: SK하이닉스를 삼성전자보다 선호 (삼성전자의 특별주주환원이 모색된다면 삼성전자로 Top-pick 변경) SK하이닉스 추가 반등 시 하이베타로 반도체 장비·소재 업종 바스켓 매수 | <ul style="list-style-type: none"> Best case가 현실화될 경우 DRAM 판가는 당사 예상보다 빠르게 반등 가능하며 반등폭 역시 예상 상회 만약 2Q22 반도체 하락폭이 추가 감소할 경우 모든 서플라이 체인 주가에 긍정적으로 작용 |
| Top-Picks | | <ul style="list-style-type: none"> 상대적 관점에서 삼성전자 | <ul style="list-style-type: none"> 2022년 하반기: SK하이닉스, 삼성전자 | <ul style="list-style-type: none"> SK하이닉스, 장비/소재 업종 전반 삼성전자 |

IT 전방시장 - 수요 둔화는 완화세로 전환

이슈 1. 스마트폰 - 둔화에서 회복으로

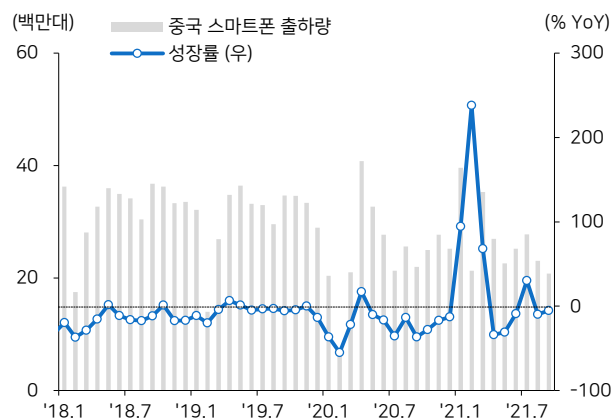
스마트폰 출하량은 2021년 상반기 전년 대비 강력한 출하량 증가를 시현했으나, 3Q21부터 역성장으로 전환했다. 이와 함께 연초 건조한 부품 조달 계획을 세워놓았던 세트 업체들로부터 부품 오더컷이 발생했다. 3Q21 글로벌 스마트폰 출하량은 3.5억대 (-3.4% YoY)로 부진했으나, 4Q21-1Q22 단기 조정세를 끝으로 성장 궤도로 복귀할 것으로 예상된다. 2022년 글로벌 스마트폰 출하량은 15.2억대로 2021년 14.2억대 대비 7.5% 성장할 전망이고, 중국 시장 역시 2Q21의 역성장 국면에서 점진 개선되는 중이다.

그림1 분기별 글로벌 스마트폰 출하량 전망치



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 월별 중국 스마트폰 출하량 추이



자료: 中国信通院, 메리츠증권 리서치센터

표1 주요 스마트폰 업체별 출하량 전망

| (백만대) | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21P | 4Q21E | 1Q22E | 2Q22E | 3Q22E | 4Q22E | 2020 | 2021E | 2022E |
|---------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Samsung | 58 | 54 | 79 | 61 | 76 | 58 | 69 | 72 | 68 | 71 | 71 | 74 | 252 | 275 | 283 |
| Apple | 39 | 41 | 44 | 82 | 59 | 47 | 54 | 82 | 60 | 52 | 62 | 84 | 206 | 243 | 257 |
| Huawei | 49 | 56 | 52 | 32 | 11 | 6 | 5 | 5 | 3 | 3 | 2 | 2 | 188 | 26 | 10 |
| Xiaomi | 28 | 29 | 47 | 43 | 49 | 53 | 53 | 53 | 50 | 56 | 57 | 56 | 146 | 208 | 219 |
| Oppo | 23 | 25 | 31 | 35 | 38 | 33 | 36 | 37 | 34 | 37 | 39 | 38 | 114 | 144 | 148 |
| Vivo | 20 | 25 | 32 | 34 | 37 | 32 | 36 | 37 | 34 | 36 | 39 | 39 | 111 | 141 | 147 |
| Total | 275 | 283 | 367 | 375 | 352 | 314 | 354 | 396 | 345 | 364 | 397 | 417 | 1,300 | 1,416 | 1,523 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

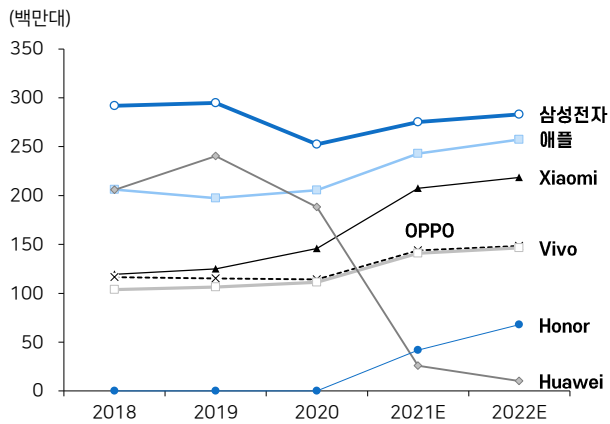
표2 주요 스마트폰 업체별 출하량 YoY

| (백만대) | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21P | 4Q21E | 1Q22E | 2Q22E | 3Q22E | 4Q22E | 2020 | 2021E | 2022E |
|---------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Samsung | 58 | 54 | 79 | 61 | 76 | 58 | 69 | 72 | 68 | 71 | 71 | 74 | 252 | 275 | 283 |
| Apple | 39 | 41 | 44 | 82 | 59 | 47 | 54 | 82 | 60 | 52 | 62 | 84 | 206 | 243 | 257 |
| Huawei | 49 | 56 | 52 | 32 | 11 | 6 | 5 | 5 | 3 | 3 | 2 | 2 | 188 | 26 | 10 |
| Xiaomi | 28 | 29 | 47 | 43 | 49 | 53 | 53 | 53 | 50 | 56 | 57 | 56 | 146 | 208 | 219 |
| Oppo | 23 | 25 | 31 | 35 | 38 | 33 | 36 | 37 | 34 | 37 | 39 | 38 | 114 | 144 | 148 |
| Vivo | 20 | 25 | 32 | 34 | 37 | 32 | 36 | 37 | 34 | 36 | 39 | 39 | 111 | 141 | 147 |
| Total | 275 | 283 | 367 | 375 | 352 | 314 | 354 | 396 | 345 | 364 | 397 | 417 | 1,300 | 1,416 | 1,523 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

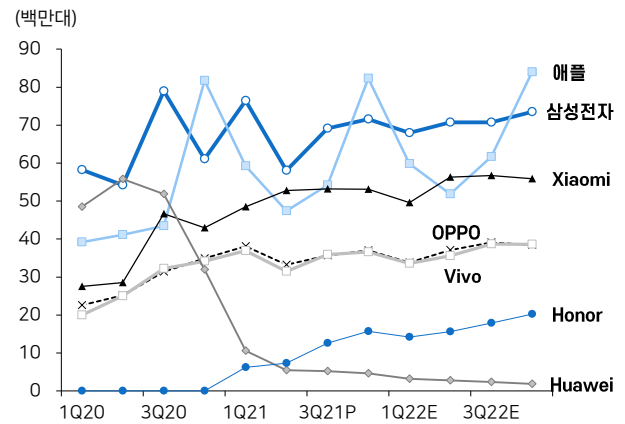
안드로이드 스마트폰의 출하 성장은 여전히 답보상태 지속되고 있다. 반면, 하이엔드 영역에서 애플 iOS로의 소비자 이동은 지속 발생하는 중이다. 이는 하드웨어 이익 추구가 점차 한계에 다다르고 있음으로 해석 가능하다. 안드로이드 진영 업체들은 1) 폼팩터 다변화 (폴더블, 스트레처블)를 통한 소구점 향상과 판가 상승, 2) 소프트웨어 매출 발생 방안을 강구해야하는 상황으로 판단된다.

그림3 연도별 스마트폰 출하량 전망치



자료: 메리츠증권 리서치센터

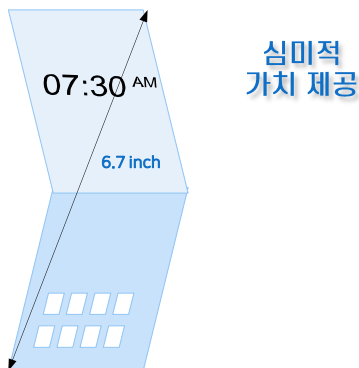
그림4 분기별 스마트폰 출하량 전망치



자료: 메리츠증권 리서치센터

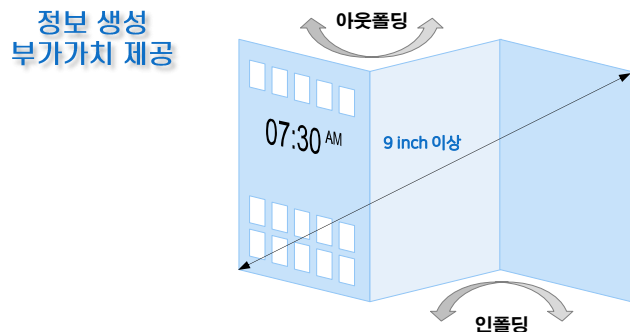
폴더블 디바이스의 방향성은 두 가지로 나뉘어진다. 이는 1) 접히는 스마트폰 (예, 갤럭시Z플립: 편의성이 강조된 정보 획득 기기. 심미적 가치 제공)과 2) 펼쳐지는 스마트폰 (정보생성 사용처 가치 제공을 통한 대폭 판가 인상 가능)이다. 9인치 대 확장이 가능한 폴더블 기기는 스마트폰의 판가 상승을 꾀할 수 있는 절대 요소이다. 최근 애플의 폴더블 디바이스의 움직임도 포착되고 있다. 대면적 OLED 아이패드 채용과 함께 2023년 애플 폴더블이 출시될 전망이다.

그림5 접는 폴더블 기기 - 사용이 편리한 정보 획득적 사용처 (2020)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 펼쳐지는 폴더블 기기 - 정보 생성용 사용처로 잠재 성장이 큰 영역 (1H22~)



자료: 메리츠증권 리서치센터

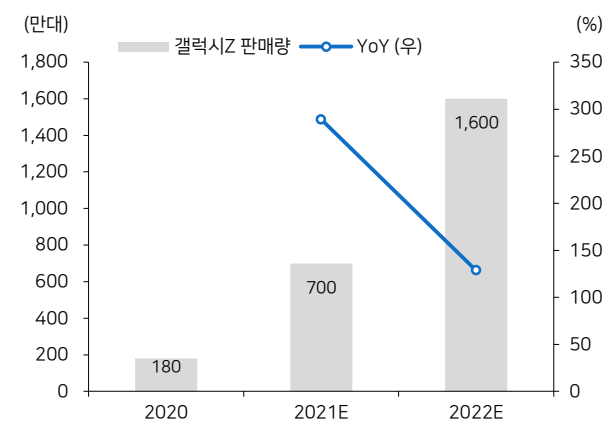
폴더블 디바이스의 퀀텀 점프는 S폴딩 기기부터 시작된다. 현재 인폴딩 기기의 한계점은 명확하다. 대화면화를 위해서 외부디스플레이를 중첩 채택했다. 결국 대화면화를 통한 정보생성기기로의 진화를 위해서는, 1) S폴딩 기반의 힌지 고도화, 2) 신기술 커버윈도우, 3) 배터리 능력 향상 또는 고속충전 개발이 동행해야 한다. 삼성전자는 올해 갤럭시Z 플립 및 폴드 신형 출시 이후 1H22 S폴딩 기기를 선보일 가능성이 높다. 반면, 애플 진영의 폴더블 기기는 2023-2024으로 개발 과제 수행 중에 있다.

그림7 삼성디스플레이 - S폴딩 폴더블 (인폴딩+아웃폴딩)



자료: 메리츠증권 리서치센터

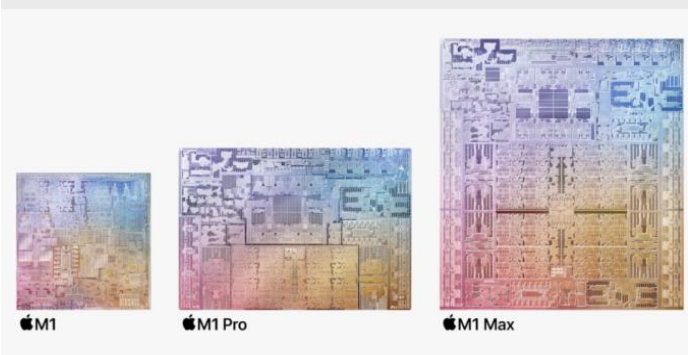
그림8 삼성전자 갤럭시Z 폴더블 시리즈 판매량은 견조하게 증가



자료: 메리츠증권 리서치센터

스마트폰의 PC화는 메모리 탑재량의 가파른 증가를 의미한다. 현재는 스마트폰 AP의 CPU화가 진행중에 있다. 애플의 M1으로부터 시작된 RISC 기반 CPU는 새롭게 시장을 개척하는 중이다. M1에 이어 코어수를 대폭 증가시킨 M1 Pro 및 M1 Max는 인텔·AMD의 CISC 연산 처리장치를 대체해나가는 중이다. 전성비를 기반으로 랩탑 영역부터 침투. 현재 진행되고 있는 인텔과 AMD의 전력효율 전쟁에 RISC 기반 연산처리장치들도 참전할 가능성이 높다. 이 과정에서 DRAM 채용에 보수적인 애플은 iPad Pro에 DRAM 채용량은 8GB, 16GB로 크게 늘렸다

그림9 애플의 M1, M1X, M1 Pro



자료: Apple, 메리츠증권 리서치센터

그림10 애플 iPad Pro 용량별 DRAM 탑재량

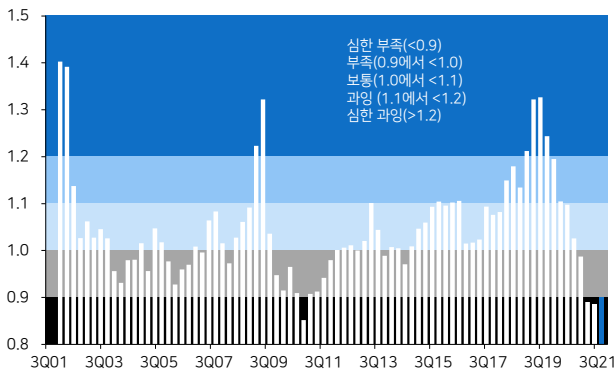
Apple M1 chip
 8-core CPU with 4 performance cores and 4 efficiency cores
 8-core GPU
 16-core Neural Engine
 8GB RAM on models with 128GB, 256GB, or 512GB storage
 16GB RAM on models with 1TB or 2TB storage

자료: Apple, 메리츠증권 리서치센터

이슈 2. 비메모리 공급 부족 사태는 3Q21부터 진정세로 전환

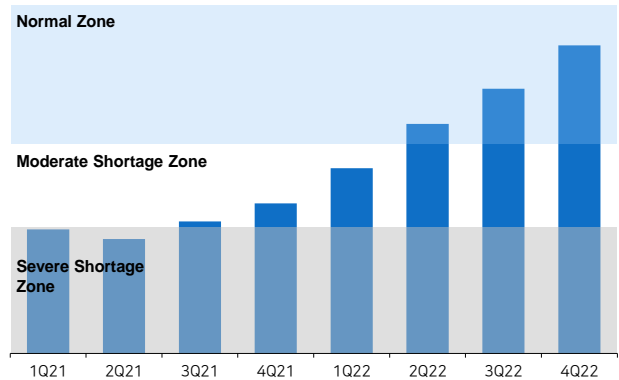
예상보다 이른 경기회복을 마주한 상황에서 8인치와 12인치 파운드리 쇼티지 국면이 반도체 공급부족 사태를 야기했다. 이에 공급사들의 생산 능력확대 및 비중 조절 노력이 시차를 두고 생산분으로 나오는 중이다. Gartner 반도체 재고 인덱스에 따르면 3Q21부터 반도체 재고는 Severe 레벨에서 Moderate 레벨로 완화. 다만 그럼에도 불구하고 생산자들의 안전재고 확충 노력으로 시중 수급은 여전히 타이트한 상황이다. 4Q21을 넘어서며 재고 안정화 가시화와 함께 쇼티지 국면은 해소될 전망이다.

그림11 반도체 재고 인덱스 추세, 3Q01-3Q21



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 4Q22까지 재고 인덱스 전망



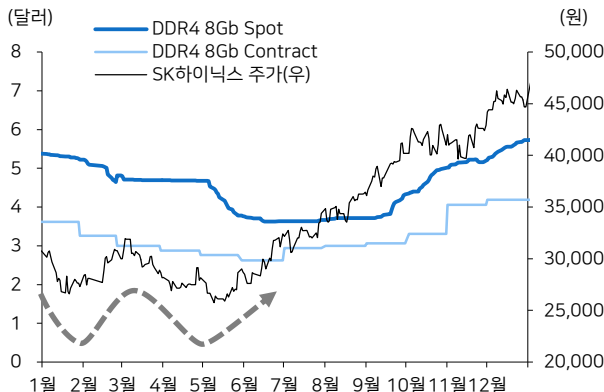
자료: 메리츠증권 리서치센터

메모리 반도체 – 수요의 함수 = f(공급, 판가)

저점 형성은 W자 회복. 본격 회복의 신호탄? 현물가 반등

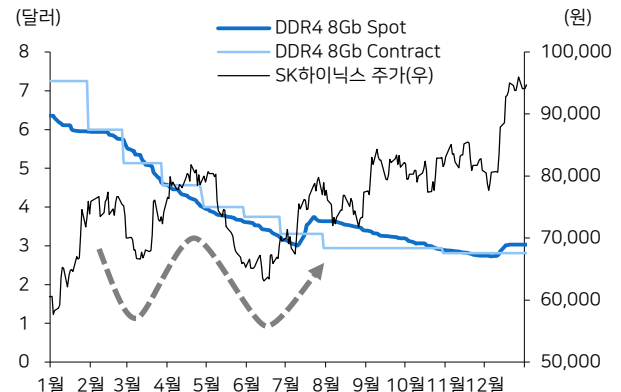
DRAM Pure Player인 SK하이닉스와 마이크론의 경우 주가가 업황을 선행했었다. 그리고 PBR 저점구간 (SK하이닉스 PBR 1배, 마이크론 PBR 1.2배) 수준에서 방어논리에 기반한 주가 반등 시작된다. 하지만 업황회복이라는 공격논리가 형성되기 전까지는 W자형 박스권 주가 횡보구간이 발생했었다. 결국 DRAM 현물가 반등과 함께 업황 둔화 종지부가 형성될 전망이다.

그림13 2016년 SK하이닉스 주가 저점 형성 과정



자료: DRAmExchange, 메리츠증권 리서치센터

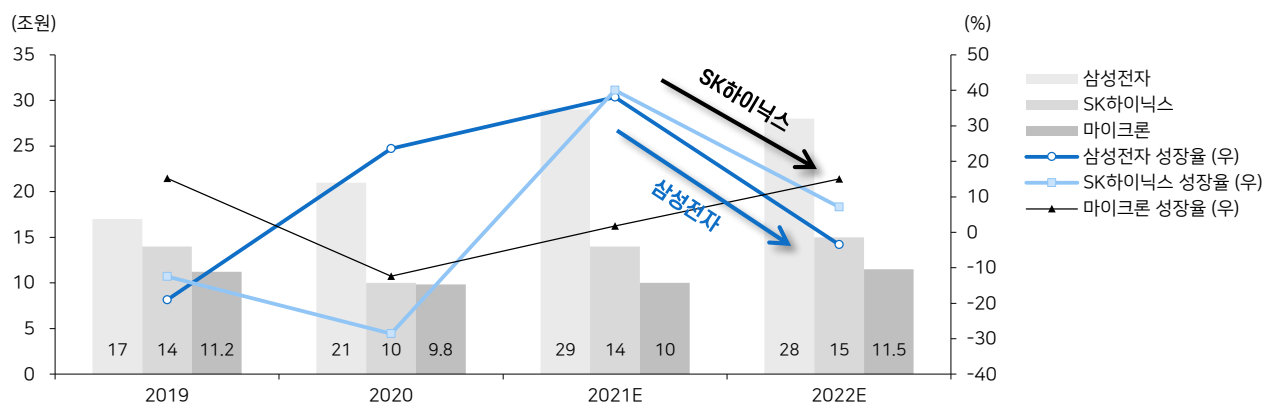
그림14 2019년 SK하이닉스, 주가 저점 형성 과정



자료: DRAmExchange, 메리츠증권 리서치센터

결국 마지막 고비는 선두업체의 4Q21 투자 조기집행이다. 이는 '포자의 묘'가 발휘될 시점으로 전망된다. SK하이닉스는 올해 전년 대비 40% 가량 증가한 투자 확대를 계획했었다. 이는 업황 둔화를 유발한 다양한 원인 중 하나였다. 하지만 그보다 업황 판단을 위해 제일 중요한건 선두업체 (삼성전자)의 투자 전략이다. 비록 삼성전자가 조기집행을 실시 중이지만, 3개월 후 선두업체의 코멘트는 업황 우호적으로 변모할거라 예상된다. '2022년 메모리 설비투자의 감소 가능성' 언급이 2022년 연초 가능하리라 예상된다.

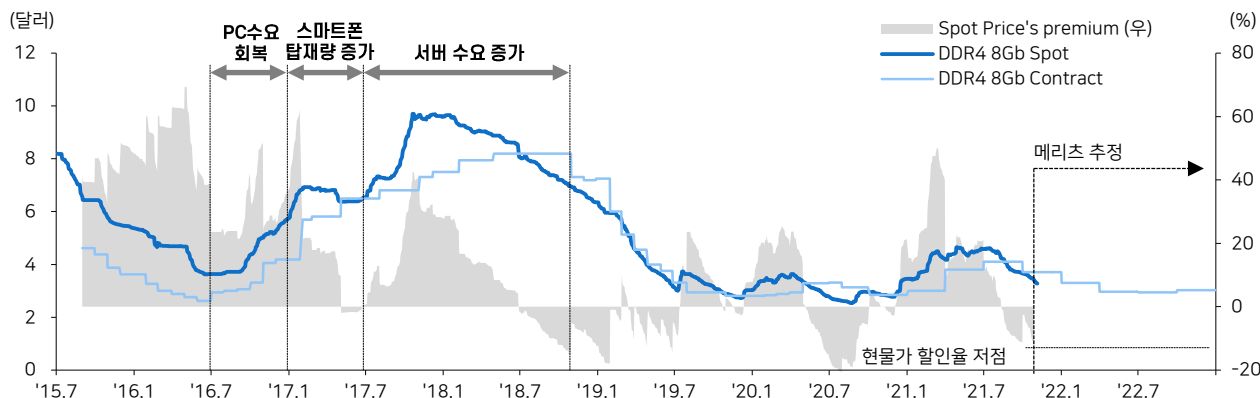
그림15 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론 메모리 설비투자 추이 - 선두업체의 설비투자 증가율은 2022년 감소할 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

최근 DRAM 가격은 현물가 대비 고정거래가 할인 과도 구간으로 진입했다. 과거에 비해 DRAM 현물가는 고정거래가에 비해 국내 업체 영업기여도는 극히 낮다. 하지만, 현물가는 1) 매일 발표되며, 2) 고정거래가 방향성을 내포할 수 있다는 측면에서 주가 영향력은 높다. 최근에는 현물가가 하락이 가속화되며, 고정거래가를 11.9% 할인 거래 중이다. 4Q21 분기중 고정가 하락이 발생하며 현물가 할인을 축소가 가능하겠지만, 과거 20%에 가까운 할인율에 도달 시 1) 현물가 반등 또는 2) 고정가가 하락이 관찰되었다. 이에 현물가 단기 반등 가능성도 가능한 상황으로 해석된다.

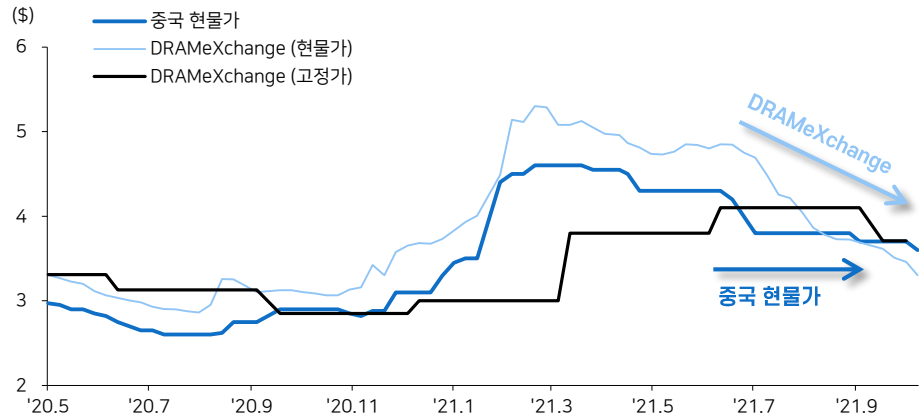
그림16 DRAM 현물가는 고정거래가 대비 극심한 할인 지속 중



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

중국 DRAM 현물시장의 경우 과거 대만 시장 대비 낮은 가격에 거래되었다. 이는 저품질 물량 등이 섞여 거래되는 경우가 있기 때문이다. 하지만 최근 대만 현물가격이 급락하며, 마이너 중국 현물가를 하회하는 상황이 발생했다. 이에 과하게 하락한 현물가 움직임에 귀추가 주목되고 있다.

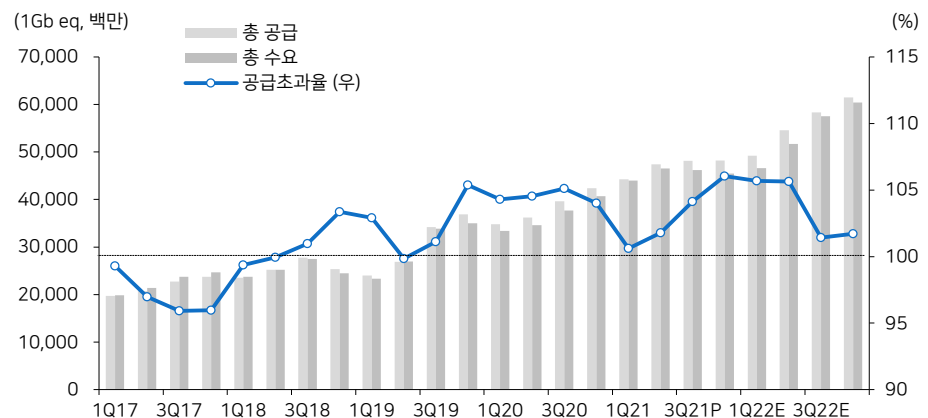
그림17 마이너 현물시장 (중국시장) 판가 이하로 내려간 대만 판가 - 극심한 언더슈팅으로 해석 가능



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

이러한 상황들을 고려시 DRAM 업황은 2022년 차츰 개선될 전망이다. 낮게 유지되고 있는 선두업체의 재고추이를 감안 시 DRAM 수급이 18-19년과 같은 훼손 흐름을 보이기는 어렵다. 연말까지 모바일 수요 부진이라는 불확실성이 존재하지만, 이에 대한 반작용으로 공급업체들의 결단이 발생할 가능성이 있다. 투자 속도조절 및 수익성 위주 경영정책이 그에 해당된다. 2022년 글로벌 DRAM 수요는 19% YoY 성장 vs 공급 19% 균등히 성장될 전망이고 업황은 상저하교로 예상된다.

그림18 메리츠 글로벌 모델 - 글로벌 DRAM 수급 전망

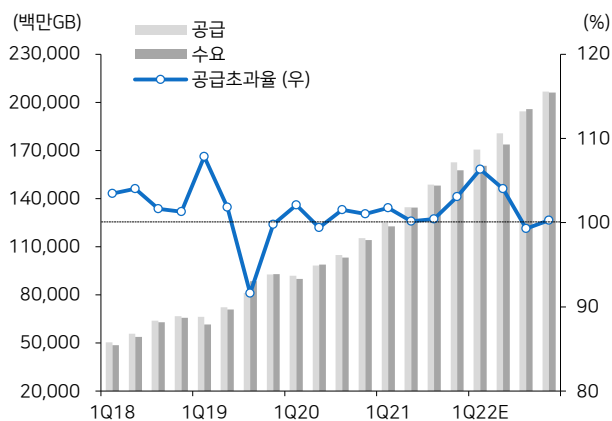


자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

NAND역시 시차를 두고 단기 업황 조정기에 진입했다. 향후 NAND 시장은 과거 다수의 공급업체에서 발생한 과도한 물량 경쟁보다는, 적절한 판가하락 속 '수요의 가격 탄력성'이 두드러질 전망이다. 중국업체의 NAND 시장 진출은 잠재력 위험 요인으로 판단되어 왔으나, 실효적 피해는 발생하지 않아왔다. 이는, 다소 공격적인 공급계획에도 불구하고, 1) 수출 안정화 및 2) 고객 확보에서 어려움을 겪기 때문이다.

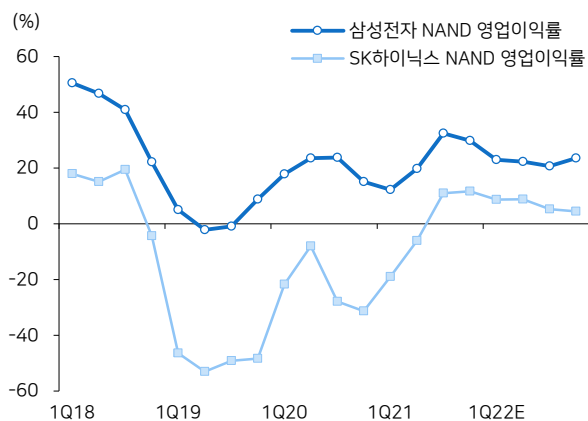
수요의 가격탄력성은 NAND 수요의 주요 특징 중 하나이다. 2021년 부품 공급부족으로 ESSD 공급이 연말로 가며 원활치 않았으나, 이는 점차 완화될 수 있다 판단된다. 최근 가상현실 및 메타버스 관련 서버 스토리지 수요의 업사이드 리스크를 염두에 둘 상황으로 판단된다.

그림19 글로벌 NAND 수급 전망 - 공급 과잉 부담은 여전히 상존



자료: 메리츠증권 리서치센터

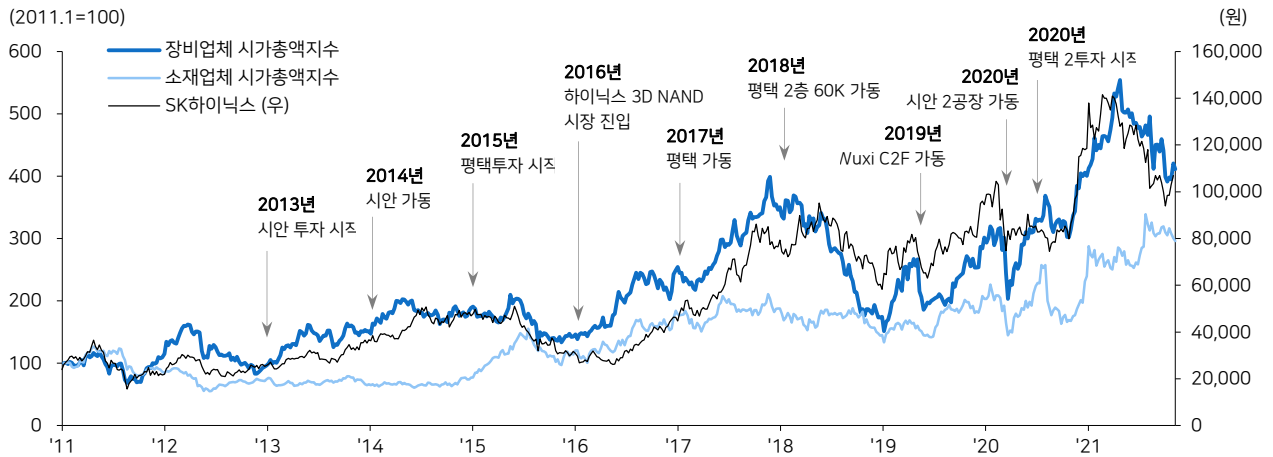
그림20 SK하이닉스의 제한적인 NAND 수익성 개선



자료: 메리츠증권 리서치센터

반도체 산업 Supply Chain의 경우 SK하이닉스의 반등 이후 2Q22 장비 투자 모멘텀에 주목해야 한다. 과거 DRAM 또는 NAND의 신규 Fab 가동은 서플라이체인 투자기회로 작용했었다. 다만 해당 투자로 인해 공급과잉 우려가 점증되는 상황에서는 서플라이체인 업체들의 경우 실질적인 수혜보다는 반도체 업체 주가와 동조화가 강하게 발생했었다. 주가 저점을 형성한 SK하이닉스의 본격 반등 모멘텀 (현물가 반등 또는 투자 축소 공식화)이 관찰될 경우, 장비주의 바스켓 매수를 권고한다.

그림21 SK하이닉스 (DRAM 업황 proxy)와 비동조화가 발생했던 소재장비 업체들.
2021년 업황 개선 시 SK하이닉스 주가흐름의 상대 우위 예상



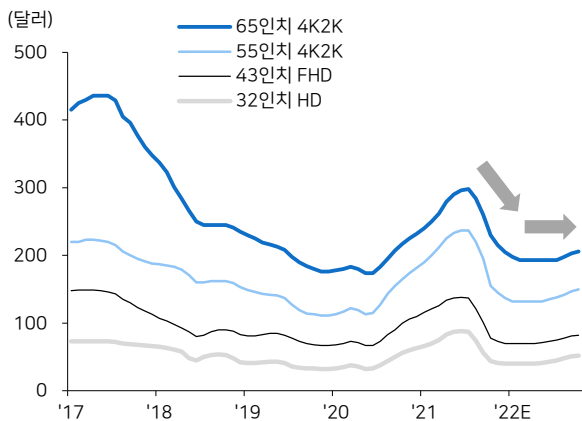
주: 장비업체(유진테크, PSK, 테스, 원익IPS), 소재업체(SK머티리얼즈, 솔브레인, 디엔에프) 반영

자료: 메리츠증권 리서치센터

디스플레이 – 점진적 회복과 신기술 모멘텀

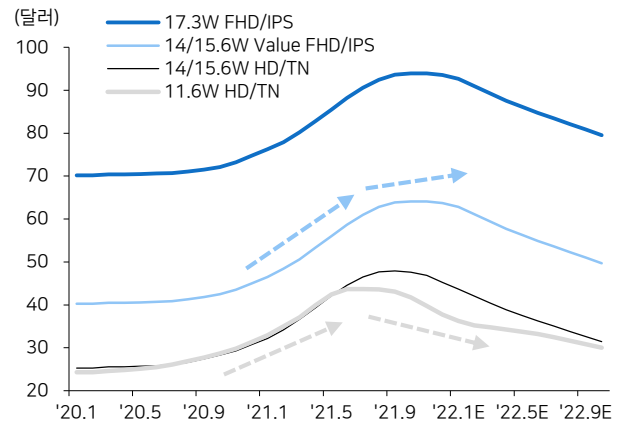
급등했던 TV LCD 판가는 수요 부진 구간에서 급락세를 경험했다. 2H20부터 글로벌 TV, 노트북 판매량이 예상치를 웃도며 LCD 판가 반등을 주도했다. 수요 증가와 더불어 글라스와 DDI 등 부품·소재 공급 부족이 판가 상승을 가속화했다. 하지만, 이후 TV LCD 판가는 3Q21말을 급락세로 전환되며, 10월 20% 내외의 가파른 하락을 경험했다. TV에 비해 노트북 등 IT 패널가는 더욱 견조한 흐름을 지속 중이다. 패널 업체들이 TV 생산 Capa를 IT용으로 전환한 까닭에 IT 판가는 생산 증분에 의해 1Q22부터 하락 전환이 가능하다.

그림22 TV LCD 판가는 예상보다 가파른 가격 조정 경험했으나 안정세로 전환



자료: TrendForce, 메리츠증권 리서치센터

그림23 노트북 패널은 TV 후행적으로 하락 가능하나 여전히 높은 수익성 향유



자료: TrendForce, 메리츠증권 리서치센터

모바일 디스플레이는 언더패널센서(UPS)에 이어, 노치 없는 아이폰이 출시될 전망이다. 모바일 디스플레이는 현재 업종 내 유일한 수익 창출 어플리케이션으로 남아있다. 베젤리스를 추구하는 현재의 추세에서 노치 제거와 카메라의 진화가 활발하게 진행 중이다. 향후 디스플레이 기술은 언더패널 센터 도입과 함께, 폴 디스플레이 및 직각 디스플레이 (90도 벤딩) 또는 3D 글라스 적용을 통해 스마트폰의 폼팩터를 크게 변화시키는 방향으로 진화될 전망이다. 2022년 아이폰에는 드디어 노치가 사라진 HIAA (Hole In Active Area) 디스플레이가 도입될 전망이다.

그림24 UPS로 폴디스플레이에 근접한 삼성전자 vs 노치가 사라진 아이폰14 프로



자료: 메리츠증권 리서치센터

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2021년 11월 12일 발간된
[2022년 전망 시리즈 8 - 유통: Q보다 P!] 임



▲ 유통

Analyst 최윤희
02. 6454-4888
yoonhee.choi@meritz.co.kr

2022년 전망 시리즈 8

유통_Q보다 P! (해설판)

- ✓ [업황] 2021E 기저 효과 > 2022E 역기저 부담
- ✓ [전략] 질적 성장(P↑) > 양적 성장(Q↑)
- ✓ [투자] 편의점 > 백화점/대형마트/면세점

시나리오별 2022년 전망

| 항목 | 변수 | Worst | Base | Best |
|-----------|-------------------|--|--|--|
| 주 가 결정 요인 | 1. 백화점: 보복 소비 특수 | <ul style="list-style-type: none"> 백신 접종률 상승에 따른 보복 소비 특수의 급진적 제거 2022E 시장 -4.0% YoY 가능 명품성장률 ↓ / 패션 소비 특수 제거 | <ul style="list-style-type: none"> 백신 접종률 상승에 따른 보복 소비 특수의 점진적 제거 2022E 시장 -2.0% YoY 예상 명품 성장률 경상적 수준 유지/패션 소비 특수의 점진적 제거 | <ul style="list-style-type: none"> 백신 접종률 상승에도 불구하고, 해외 여행 소비의 내수 이전에 따른 보복 소비 특수 제거 2022E 시장 성장 가능 명품 고성장/패션 고성장 |
| | 2. 대형마트: 내식 수요 특수 | <ul style="list-style-type: none"> 백신 접종률 상승에 따른 외식 수요의 완전한 회복 (= 내식 수요 특수 제거) 2022E 시장 -7.0% YoY 가능 | <ul style="list-style-type: none"> 백신 접종률 상승에 따른 외식 수요 점진적 회복 (= 내식 수요 점진적 제거) 2022E 시장 -3.8% YoY 예상 | <ul style="list-style-type: none"> 백신 접종률 상승에도 불구하고, 변이 바이러스 재확산으로 외식 수요 회복 ↓ (= 내식 수요 특수 지속) 2022E 시장 성장 가능 |
| | 3. 면세점: 글로벌 여행 재개 | <ul style="list-style-type: none"> 백신 접종률 상승에도 불구하고, 글로벌 여행 재개 지연 및 국가별 격리 절차 제한 다이공 의존도 심화로 리베이트 비용 지출 증가 → 면세 마진 악화 | <ul style="list-style-type: none"> 백신 접종률 상승에 따른 글로벌 여행 점진적 재개 (= 2019년 개별 관광객의 1/3 수준 회복) 개별 관광객 회복에 따라 다이공 의존도 하락 → 면세 마진 개선 | <ul style="list-style-type: none"> 백신 접종률 상승에 따라 글로벌 여행 점진적 재개 (= 트래블 버블 현상) 개별 관광객 회복에 따라 다이공 의존도 하락 → 면세 마진 큰 폭의 개선 |
| | 4. 편의점: 등교 재개 | <ul style="list-style-type: none"> 백신 접종률 상승에도 불구하고, 학교/대학가의 등교 재개 지연 FF(신선식품) 매출 회복 불가 | <ul style="list-style-type: none"> 백신 접종률 상승에 따른 학교/대학가의 등교 재개 FF(신선식품) 매출 회복 | <ul style="list-style-type: none"> 백신 접종률 상승에 따라 학교/대학가 및 관광지에서의 매출 탄력적 회복 FF(신선식품) 매출 고성장 |
| 산업 투자 전략 | | 비중 축소 | 비중 유지 | 비중 확대 |
| | | <ul style="list-style-type: none"> 편의점 업종만 코로나 악재와 호재가 상존하는 상황 → 등교 재개 지연에도 불구하고, 주류 특수 강화가 이를 상쇄 | <ul style="list-style-type: none"> 백화점/대형마트 역기저 부담, 면세점 2019년 수준의 매출 회복 불가, 편의점 FF 매출 회복 시 마진 개선 폭 확대 | <ul style="list-style-type: none"> 글로벌 여행 재개 속도에 따른 수혜가 상반되는 업태 = 백화점·대형마트 vs. 면세 트래블 버블 현상에 따른 국내 면세 업체의 마진 개선 폭 뚜렷할 전망 |
| Top-Picks | | BGF리테일 | BGF리테일 | 호텔신라, 신세계, BGF리테일 |

2021E 기저 효과 > 2022E 역기저 부담

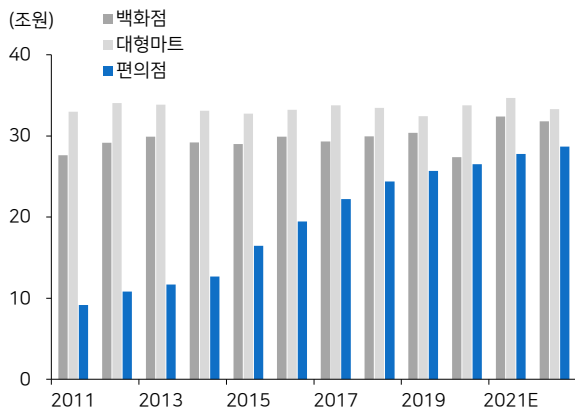
2021E 이미 정상화

2021년 국내 소매판매는 이미 정상화됐다. 코로나 특수에 더해 기저 효과 반영 또한 완료되며 전 유통 업체에서 2019년 매출을 상회하는 모습을 보여주었다(면세점 제외). 2019년 동월 대비 2021년 예상 매출 성장률이 이를 방증한다(백화점 +6.6%, 대형마트 +7.0%, 편의점 +8.2%, 면세점 -27.7%).

2022E 이제 역기저

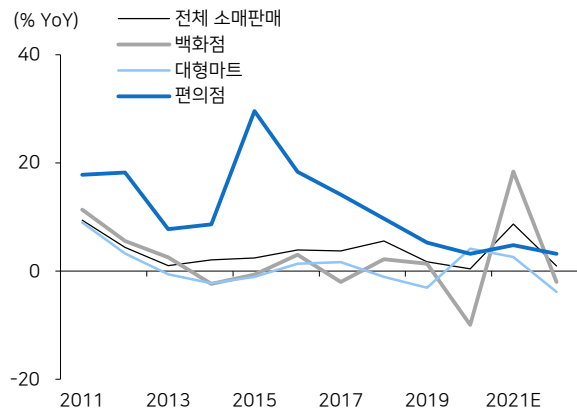
2021년 국내 오프라인 매장은 100% 정상 영업을 실시했다. 기타 선진국과 달리 봉쇄령(Lockdown)의 영향에서 상대적으로 자유로웠기 때문이다. 2022년 코로나 특수 제거에 따른 역기저 구간 진입이 예상된다. 업태별로는 면세점, 편의점을 제외하고 2021년 매출액을 하회하겠다(백화점 -2.0%, 대형마트 -3.8%, 편의점 +3.2%, 면세점 +12.2%).

그림1 국내 소매판매 및 업태별 매출 추이



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국내 소매판매 및 업태별 매출 성장률



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

백화점: 보복 소비 특수 제거

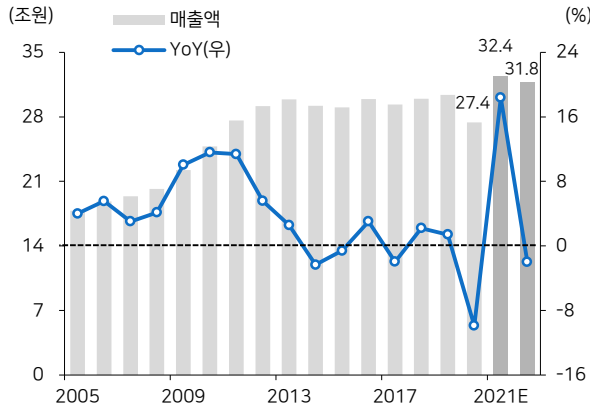
백화점 2021E +18.4%
vs. 2022E -2.0%

백화점은 2021년 사상 최대 실적과 성장률(2021E +18.4% YoY)을 달성했다. 2020년 코로나 악재에 기반한 기저 효과와 명품을 포함한 전 품목군에서의 보복 소비 효과가 뚜렷했다. 2022년 피크아웃이 예상되는 이유다. 백화점 업황의 점진적 정상화를 가정 시, 역기저 부담은 불가피한 셈이다(2022E 매출 성장률 -2.0% YoY).

해외 명품, 스포츠 의류
: 구조적 성장 지속 가능

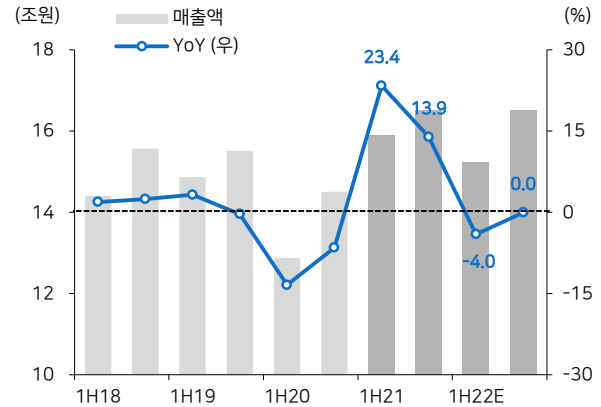
해외 명품, 스포츠 의류 등 특정 카테고리에 대한 구조적 성장 기대는 유효하겠다. 코로나 특수에 따른 일시 매출 증가가 아닌, 복종 자체에 대한 수요 확대에 기반하기 때문이다. 가심비 소비 성향에 따른 명품 카테고리의 성장은 백화점 외형 성장에 중추적인 역할을 수행하며, 에슬레저 트렌드 지속에 따른 스포츠의 강세도 지속되겠다. 글로벌 주가 흐름 또한 럭셔리 및 스포츠/아웃도어 브랜드가 경쟁 우위를 시험하고 있다.

그림3 백화점 연간 매출액 및 성장률 추정



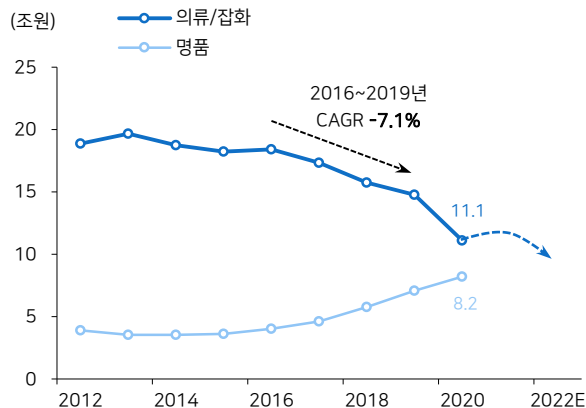
자료: 통계청, 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림4 백화점 반기별 매출액 및 성장률 추정



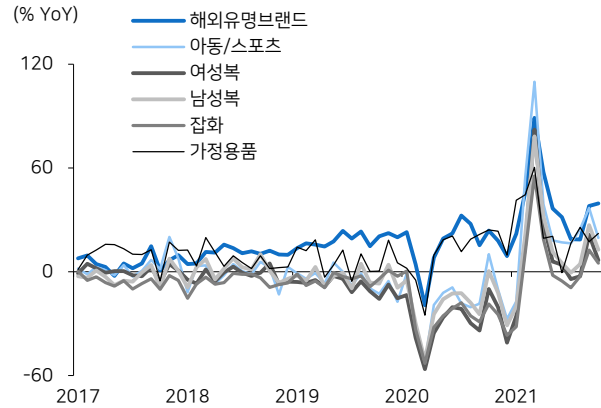
자료: 통계청, 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림5 백화점 품목별 매출액 추이



자료: 통계청, 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림6 백화점 품목별 성장률



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

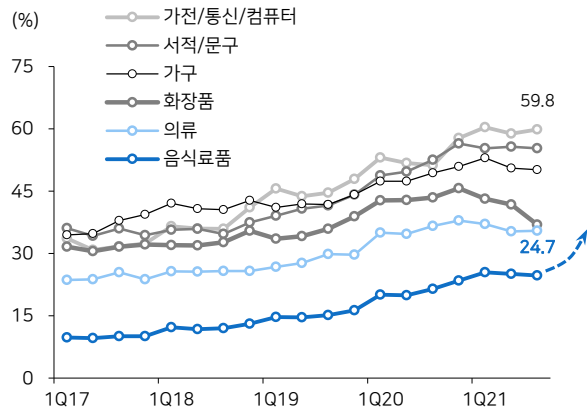
대형마트: 내식 수요 특수 제거

대형마트 2021E +2.6%
vs. 2022E -3.8%

대형마트 또한 2021년 역사상 최대 실적을 달성했다. 2020년 +4.2% YoY의 매출 성장률을 기록하며, 최근 10년 내 최대 성장률을 달성했다(2020년 매출액 33.8조원; +4.2% YoY). 2021년 전년 높은 기저 부담에도 불구하고, 코로나 장기화에 따른 내식 수요 특수가 지속되며 또 한번의 성장을 시현할 전망이다(2021E 매출액 34.7조원; +2.6% YoY). 2022년 대형마트 실적의 피크 아웃이 예상되는 이유다.

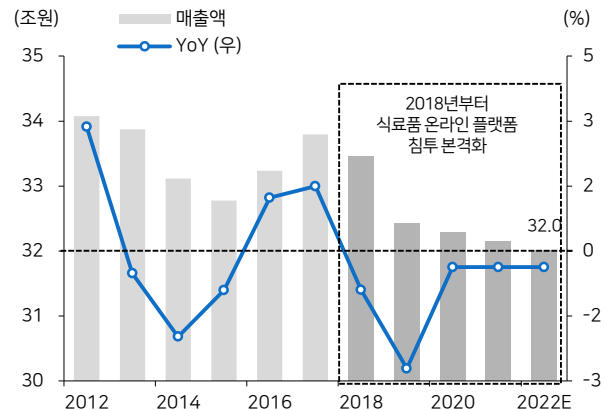
2022년 외식 수요의 점진적 정상화를 가정 시, 역기저 부담은 불가피하겠다(예상 매출 성장률 -3.8% YoY). 온라인 플랫폼(쿠팡,마켓컬리,오아시스 등)으로의 트래픽 이탈이 구조적인 가운데 코로나 특수 제거가 더해지는 탓이다(3Q21 내수 소비재 온라인 침투율: 식품 24.7% < 의류 35.5%/화장품 37.0%/가전 59.8%).

그림7 내수 소비재 온라인 침투율 추이



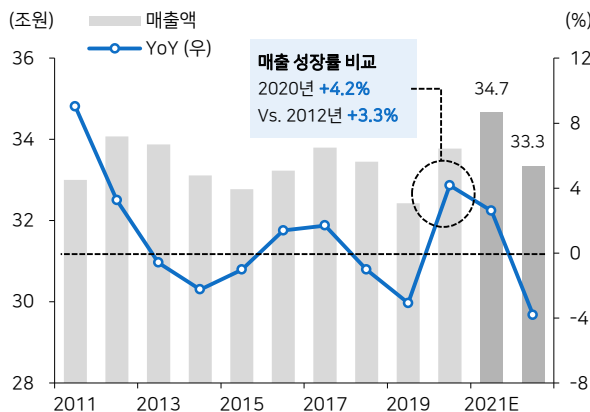
자료: 통계청, 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림8 코로나가 없었다면?



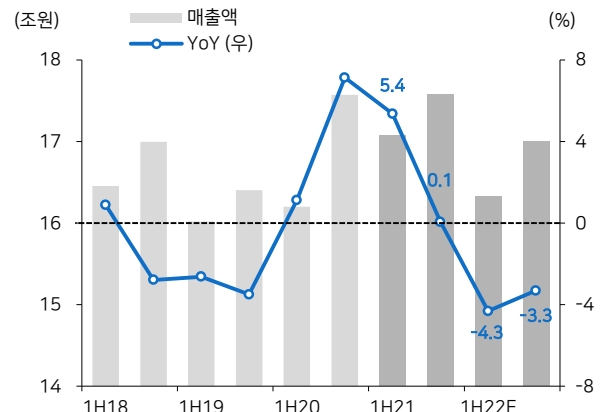
자료: 통계청, 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림9 대형마트 연간 매출액 및 성장률 추정



자료: 통계청, 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림10 대형마트 반기별 매출액 및 성장률 추정



자료: 통계청, 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

면세점: 2019년 > 2022E, 성장이 아닌 '회복'

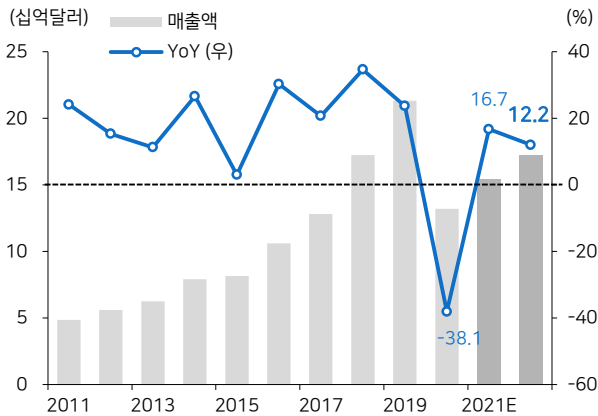
면세점 2021E +16.7%
vs. 2022E +12.2%

2019년 개별 관광객 매출의 1/3 회복을 가정해 2022년 국내 면세점 매출액은 173억달러(+12.2% YoY; vs. 2021E +16.7%)를 전망한다(주요 가정: ① 2021E 다이공 매출 비중 95%, ② 2019년 대비 +10% 증가, ③ 다이공 매출 2021E = 2022E). 2019년 개별 관광객 매출의 100% 회복을 가정해도 2019년 대비 Upside는 +6.2%에 불과하다. 2022년 국내 면세점 시장은 '성장' 보다는 회복을 기대하는 편이 낫겠다.

코로나 시대에 전세계 1위로 도약한 중국 면세점은 한국 면세 사업 모델과 유사한 발전 경로를 밟고 있다. 판가 인하(P↓) 전략을 구가하며 공격적으로 고객을 유치하고 있다. 중국 최대의 면세업체인 CDFG의 영업이익률(4Q20 31.4% → 3Q21 15.1%) 및 매출총이익률(4Q20 39.9% → 3Q21 31.3%) 동반 하락이 이를 방증한다.

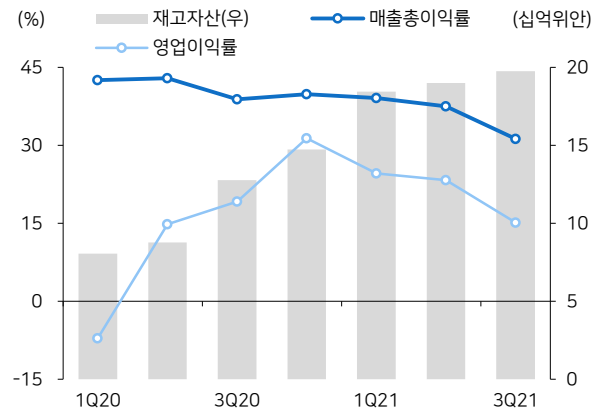
국내 면세의 가격 경쟁력 확보가 절실해지는 배경이다. 하지만 다이공 의존도가 사실상 100%에 육박하는 어려운 영업 환경에서 국내 면세점은 이미 매출 증가(Q↑)를 위한 비용 지출(C↑) 부담이 가중되고 있는 상황이다. 중국 면세 채널보다 싸게 팔 수 있는 여력이 제한된 셈이다.

그림11 면세점 매출액 추이 및 전망



자료: 한국면세점협회, 메리츠증권 리서치센터

그림12 2021년 CDFG 할인 증가 → 마진 축소



주: 3Q21 일회성 이익(베이징 공항 입차료 환입 효과) 제외

자료: CDFG, Wind, 메리츠증권 리서치센터

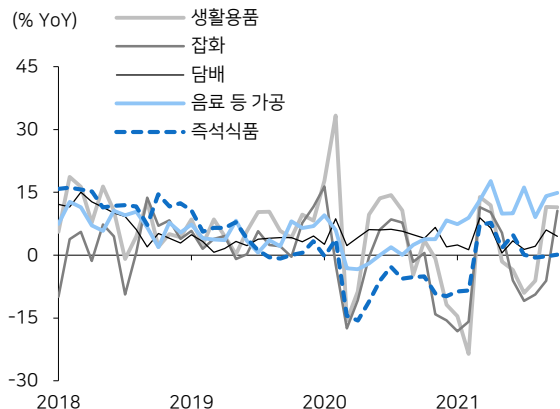
편의점: 주류 특수 제거 ≒ 등교 재개 수혜

편의점 2021E +27.8%

vs. 2022E +3.2%

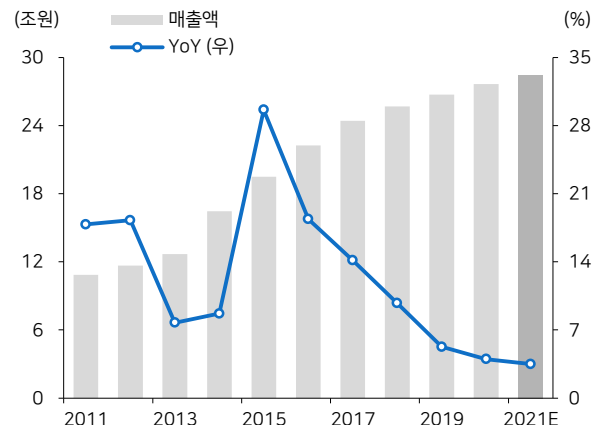
편의점 만큼은 코로나에 기반한 호재 요인(홈술 트렌드 강화)과 악재 요인(등교 인원 제한)이 상존했던 유일한 업태이다. 그만큼 타 업태 대비 코로나 영향이 제한적이었다. 2021년 편의점 음료/주류 월평균 매출 성장률은 +11.5%(vs. 2019년 +4.8%, 2020년 +2.3%)로, 주류 특수이 호재로 작용했다. 2022년 코로나 특수가 점차 제거되겠으나, 정상 등교가 재개됨에 따라 즉석/신선식품 부문의 회복이 이를 상쇄하며 양호한 시장 성장이 기대된다(2022E +3.2% YoY vs. 2021E +27.8% YoY).

그림13 편의점 품목별 매출 성장률 추이



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림14 코로나가 없었다면?



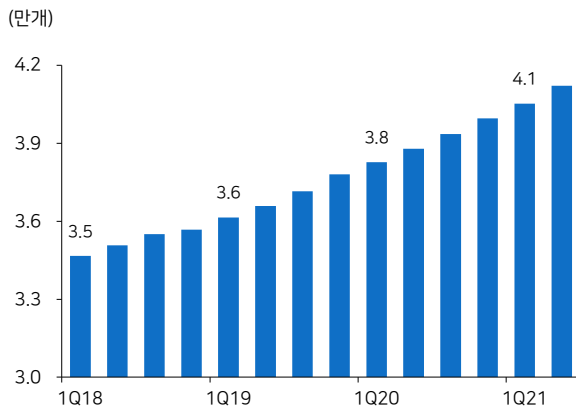
자료: 통계청, 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

편의점: 질적 성장으로의 변모

편의점은 유통 업체 내에서 양적 성장에 대한 기대감이 유일한 업태다. 점포 순증(편의점 3사 점포 수: 2018년 3.6만개 → 2019년 3.8만개 → 2020년 4.0만개)과 객수 유입에 기반한 외형 성장을 시현한 덕이다. 긴급 소비 성향이 강한 탓에 점포 수가 많을수록 고객 접점 확대에 유리하며, 이는 매출 성장으로 이어진다.

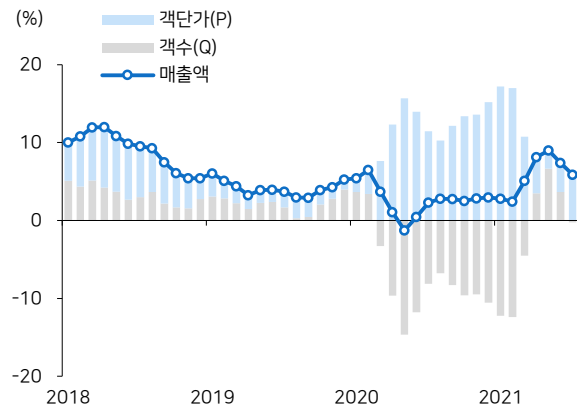
하지만 이제는 양적 성장의 끝이 보인다. 이미 한국의 점포당 인구 수가 일본을 하회한지 오래다(2020년 한국 1,297명 vs. 일본 2,292명). 그만큼 한국 편의점의 과밀화에 대한 우려가 제기되고 있다. 객수 성장률과 점당 매출액 모두 줄고 있기 때문이다(객수 월평균 성장률 2017년 +7.2% → 2018년 +3.2% → 2019년 +2.3%). '객단가(P↑)'를 잡아야 미래를 도모할 수 있겠다. 고객이 이왕이면 'PB 제품'을, 계획보다 '많이', 예상에 없던 '+α 구매'를 일으킬 유인이 필요하다.

그림15 편의점 3사 점포 순증 수 추이



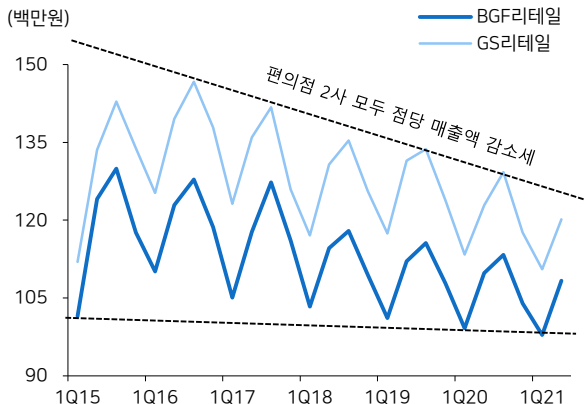
주: GS25, CU, 세븐일레븐 합산 기준
자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림16 편의점 매출액 및 P/Q 성장률(3MMA) 추이



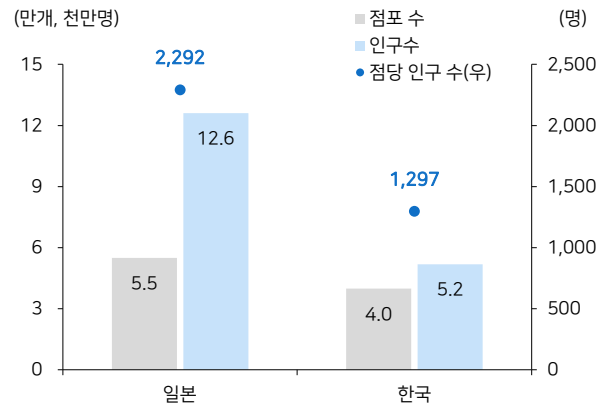
자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림17 편의점 점당 매출액 추이



자료: BGF리테일, GS리테일, 메리츠증권 리서치센터

그림18 점포당 인구 수: 한국 < 일본



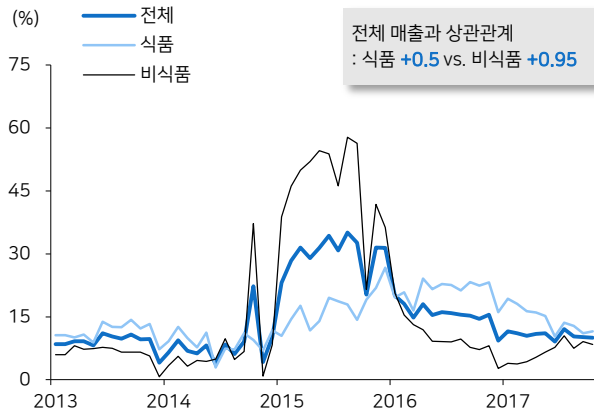
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

성장 전략 1) 비싼걸 판다: '프리미엄 PB식품'을 통한 차별화

비식품(담배/생활용품/잡화)이 주역이던 시대는 지났다. 전체 매출과의 상관관계가 낮아진 데 따른다(2013~2017년 +0.95 → 2018년~현재 +0.7). 담배 매출(= 비식품 매출 비중 90%)의 성장세가 둔화되는 가운데, 생활용품/잡화는 온라인과의 경쟁에서 직격탄을 맞았다. 판매할 수 있는 SKU의 양(Q)과, 질(P) 모두 타 채널 대비 열위에 있을 수 밖에 없는 탓이다.

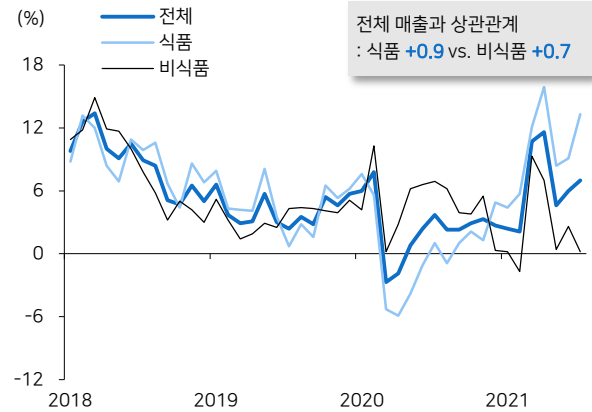
식품에서의 경쟁력이 무엇보다 중요해졌다(상관관계; +0.5 → +0.9). 편의점이 채널 낄간, 상품간 차별화가 가능한 유일한 품목이기도 하다. 수익성 또한 우수하다. 식품 마진율은 전체 매출의 40%를 차지하는 담배의 마진율 대비 3배 이상 높다(식품 30~35% vs. 담배 9~10%). 비식품(담배 제외)의 마진율은 50% 수준으로 가장 높지만, 제품 차별화를 이룬다고 하더라도 소비자에게 구매 유인이 되기는 어렵다. 생활용품/잡화는 타 품목 대비 긴급 소비의 성격이 강하기 때문이다.

그림19 2013 ~ 2017년 편의점 매출 성장의 주역 = 비식품



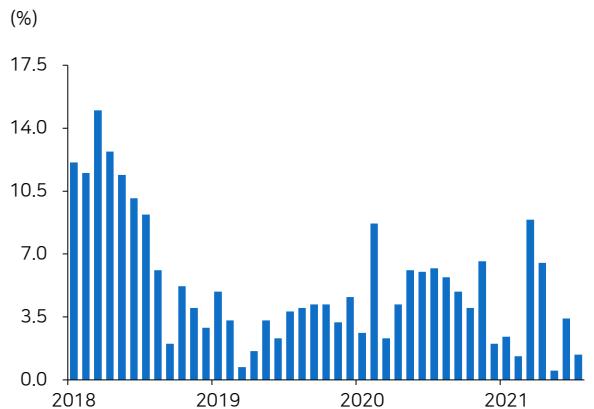
자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림20 2018년 ~ 현재 편의점 매출 성장의 주역 = 식품



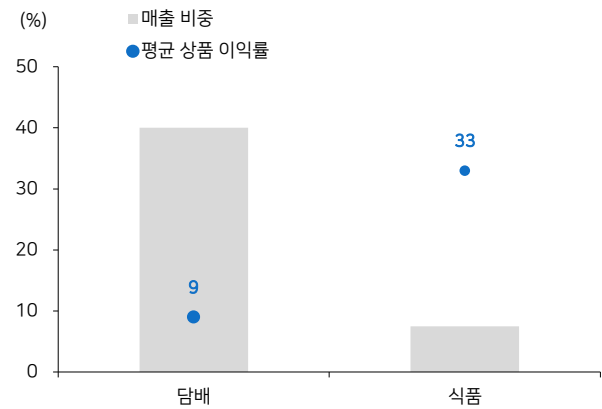
자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림21 편의점 담배 매출 성장률



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림22 편의점 상품별 평균 이익률

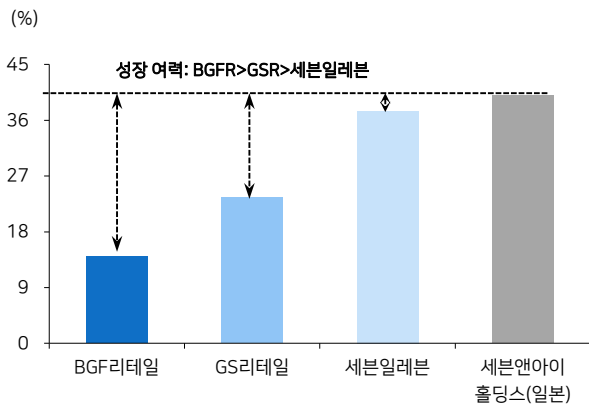


자료: 메리츠증권 리서치센터

식품에서의 고단가 제품 출시를 통한 객단가 상승을 도모해야겠다. 프리미엄 PB(Private Brand) 제품을 말한다. 편의점 업계의 선두 주자인 일본 세븐앤아이 홀딩스의 PB상품 매출 비중은 국내를 압도한다(일본 40% vs. 한국 20%). 국내 대비 성숙된 시장임에도 불구하고, 코로나 환경 이전까지 우상향 해오던 점당 매출액이 그 위력을 방증한다(2017년 8.6억원 → 2018년 9.3억원 → 2019년 11.6억원).

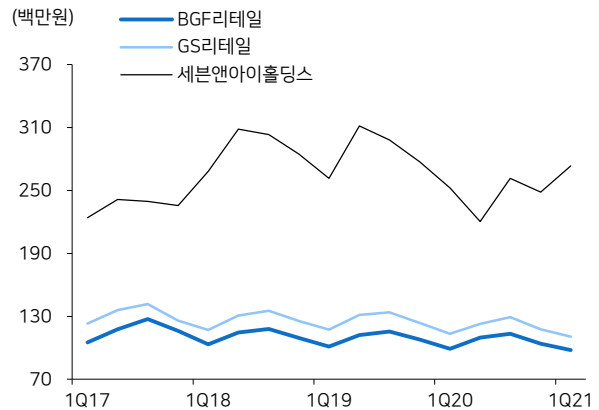
PB제품의 강점은 편의점이 직접 가격을 통제할 수 있다는 점이다. 유통 마진을 제거한 덕에 판매가 인상 여력이 충분하다. PB제품 매출 성장이 NB제품(National Brand; 일반 제조사 제품) 대비 전사 매출과 이익 성장에 유리한 이유다. 일본 세븐앤아이 홀딩스의 고수익이 돋보이는 대목이기도 하다(2018~2020년 평균 OPM; 세븐앤아이 홀딩스 9.8% vs. BGFR 3.1%/GSR 3.3%).

그림23 편의점 PB제품 매출 비중: 한국 vs. 일본



자료: 각 사, KOTRA, 메리츠증권 리서치센터

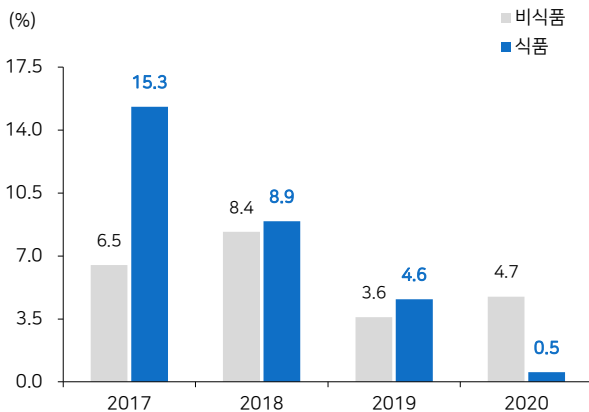
그림24 점당 매출액: 한국 vs. 일본



주: 원화 환산 시 원/달러 1,100원 가정

자료: 각 사, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

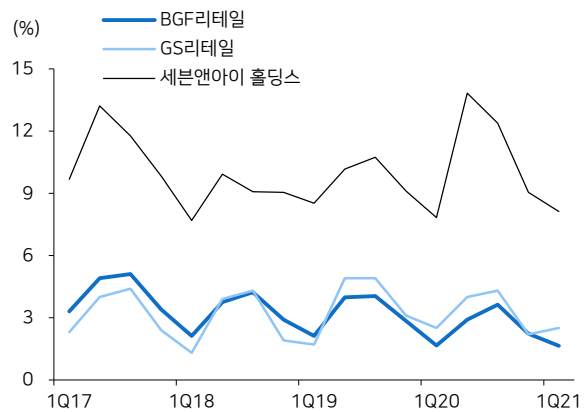
그림25 편의점 매출 성장률: 식품 vs. 비식품



주: 세븐앤아이홀딩스, GS리테일은 편의점 사업 부문

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림26 편의점 OPM 비교: 한국 vs. 일본



주: 세븐앤아이홀딩스, GS리테일은 편의점 사업 부문

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

성장 전략 2) 많이 판다: N+N 프로모션, 묶어 팔고, 끼워 파는 능력

온라인(ex 쿠팡) 플랫폼과의 경쟁도 예견된 바, 편의점에서의 객수 성장 여력도 제한적이다. 객단가 보전 전략 만이 유효할 뿐이다. 이제는 묶어 팔고, 끼워 파는 능력도 중요해졌다. 상품 MD 구성 능력을 말한다. 샌드위치에 콜라를 덤으로, 생수 한 통(천 원 가정)에 천 원 더 주고 3통을 덤으로 구매하도록 유도하는 전략이다.

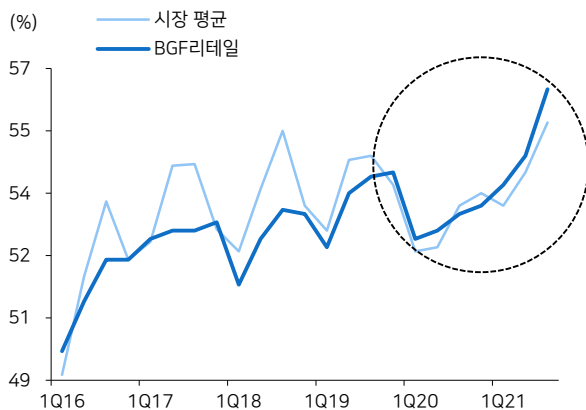
BGF리테일이 N+N 프로모션을 하반기 전략으로 내세운 바 있다. 단순한 저가 프로모션이 아닌 대량 구매를 통한 객단가 상승에 주력하겠다는 의미다. GP(%)도 중요하지만, 이제는 GP(액)도 중요해졌음을 인지한 데 따른다.

성장 전략 3) 시간과 콘텐츠를 판다: 상권 특성에 따른 매장 내 체류 공간 확보

온라인으로의 객수 이탈을 방어하기 위해 압도적인 점포 수를 기반으로 다양한 집객 전략을 펼쳤던 편의점이다. GS25는 무료 의류 스타일러 이용 서비스를, CU는 공과금 납부 서비스를, 7-Eleven은 홈쇼핑 상품 반품 대행 서비스 등을 펼쳤다. 하지만 단순히 객수 유입만을 위한 전략은 유의미하지 않다. 어디까지나 고객이 매출을 일으켜줘야만 그 전략이 의미가 있다.

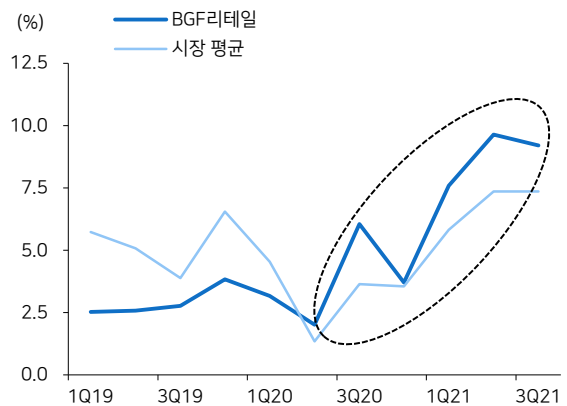
이제는 편의점도 고객의 체류시간을 증대할 유인이 필요하다. 긴급 소비의 성격 탓에, 그 동안 고객의 체류 시간이 가장 짧은 업체였다(1분 내외). 국내 7-Eleven의 전략이 돋보이는 대목이다. '카페형 편의점' 슬로건을 내세우며 질적 성장을 도모한 바, 일반 점포 대비 객단가를 +50.6% 높였다. 수익성도 향상됐다. 푸드/즉석식품 매출 비중이 높아진 덕분이다(카페형 편의점 20.4% vs. 일반 편의점 10.0%).

그림27 식품 매출 비중: 시장 평균 vs. BGF리테일



자료: 통계청, 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림28 편의점 매출 성장률: 2Q20 이후 시장 상회



주: BGF리테일은 편의점 사업 부문(기타 제외)

자료: 메리츠증권 리서치센터

2022E 리테일 4.0 시대: Decentralized(분산화)

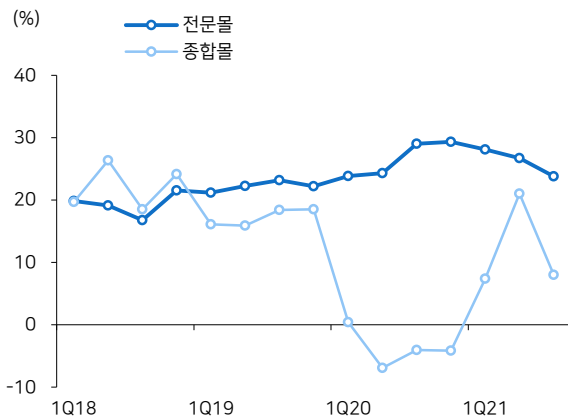
카테고리 킬러 D2C 플랫폼
→ 소비 채널의 분산화

2019년 이후 국내 온라인 시장 전문 플랫폼 업체들이 약진하고 있다. 종합몰을 압도하는 전문 플랫폼의 매출 성장률이 이를 방증한다. 특정 카테고리 내 전문 큐레이션 서비스 수요가 강화되고 있기 때문이다. 단순히 상품을 나열, 판매하는 1세대 이커머스 업체(네이버, G마켓, 11번가 등)보다 2세대 이커머스 업체(마켓컬리, 무신사, 오늘의 집, 아이디어스 등)가 주목 받는 배경이다.

2022년 상장 예정인 신유통 플랫폼들의 합산 기업가치는 30조원 내외 수준으로, 당사 유통 커버리지 시가총액인 21.7조원을 뛰어넘는 가치를 인정받고 있다 (2022~2023년 상장 검토 플랫폼 기업가치 추산: 쓱닷컴 10~15조원, 마켓컬리 5~7조원, 오아시스 7,500억원~1조원, 무신사 2.5조원 내외, 야놀자 8~11조원).

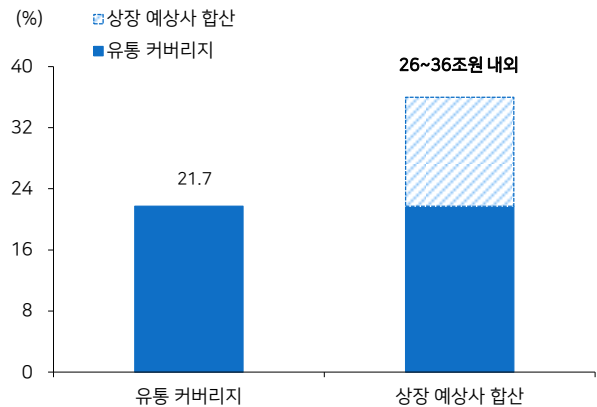
전문 플랫폼들의 성장은 이제 시작이다. 구매자들의 저변 확대가 두드러지고 있기 때문이다. 마켓컬리의 4050세대 비중, 무신사의 30대 이상 세대의 비중 확대를 말한다. 소비 패러다임 변화에 적극적으로 대응하는 신유통 플랫폼들에 대한 주목이 필요한 시점이다.

그림29 매출 성장률: 종합 플랫폼 < 전문 플랫폼



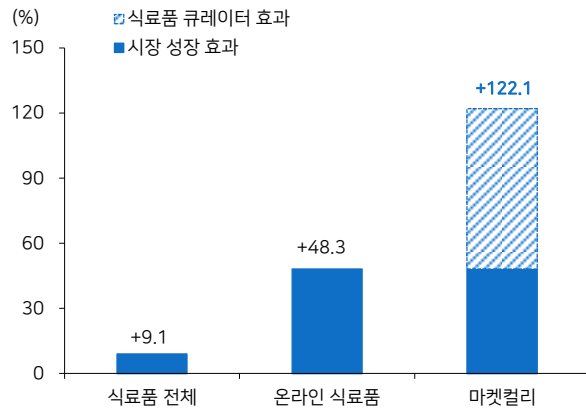
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림30 기업가치 비교: 전통 유통 < 신유통



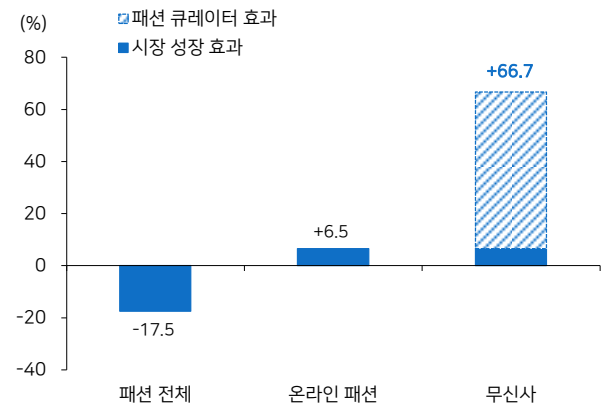
자료: 각 사, 언론 보도, 메리츠증권 리서치센터

그림31 2020년 마켓컬리(= 식품 큐레이터) 매출 성장 비교



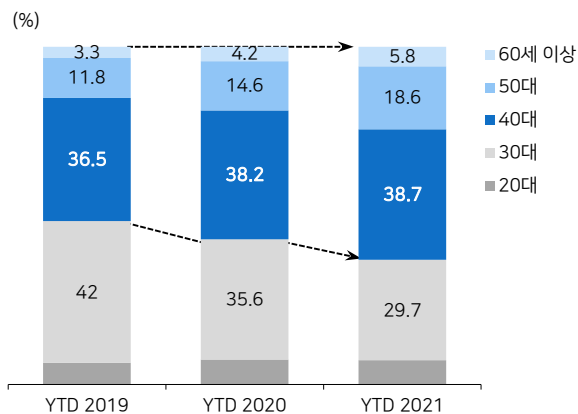
자료: 각 사, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림32 2020년 무신사(= 패션 큐레이터) 매출 성장 비교



자료: 각 사, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

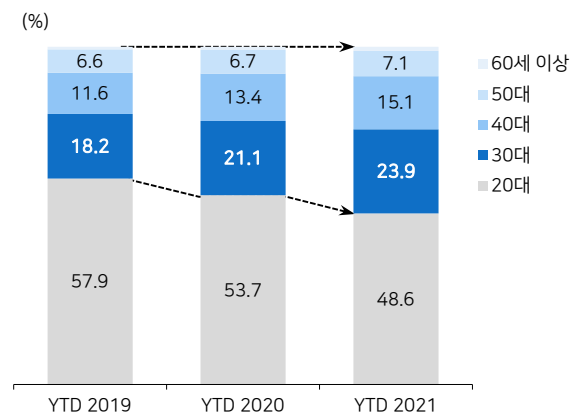
그림33 연령대별 이용금액 비중: 마켓컬리



주: 2021년 8월 누계 기준

자료: 신용카드 결제 데이터, 메리츠증권 리서치센터

그림34 연령대별 이용금액 비중: 무신사



주: 2021년 8월 누계 기준

자료: 신용카드 결제 데이터, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이승훈 연구위원

신규 변이 오미크론, 추가 정책 자극 가능성은 제한적



자료: World Inequality Database, US BLS, University of Michigan, FiveThirtyEight, 메리츠증권 리서치센터

코로나19를 계기로
불평등 문제가 대두됨

코로나19로 가장 주목받은 이슈 중 하나는 불평등이다. 국가별 자본력에 따른 백신접종률 차이가 선진국과 여타 신흥국 간 경제 회복 속도 격차를 확대시켰을 뿐 아니라, 한 국가 내에서도 자본가격이 큰 폭 상승하면서 계층간 분배를 확대 문제가 대두되었다. 실제로 미국 상위 1%의 자산점유율은 2019년 35.1%에서 2021년 35.9%로 상승했으나, 동 기간 하위 90%는 29.2%에서 28.9%로 감소했다.

불평등은 확대되었으나,
재분배 정책 수요는 커지지 않음

이론적으로 계층간 불평등 축소의 직접적인 대응책은 재분배 정책 확대이다. 하지만 주목할 점은 불평등 수준이 높아질 때, 재분배 정책 수요가 늘어나지는 않았다는 사실이다. (Kenworthy and McCall, 2008) 1) 불평등 확대의 대가로 임금이나 생활수준이 상승했고, 2) 정치 성향이나 정부 정책 신뢰도에 따른 인식 차이가 쉽게 바뀌지 않았기 때문이다. (Stantcheva, 2021)

미국의 경우, 1) 빠르게 경기 회복
나타났으나, 2) 높은 인플레이션, 소비
심리 위축이 경험

현재 미국은 상기한 요인 두 가지를 모두 경험하면서, 재분배 정책 수요 역시 제한적인 것으로 보인다. 1) 팬데믹 초기 대규모 부양책을 통해 경기 정상화는 빠르게 이루어졌으나, 2) 그 대가로 역사적으로 높은 수준의 인플레이션율이 나타났다. 공급발 인플레이션 장기화는 경기 둔화 우려에 따른 소비심리 위축을 야기했고, 이는 바이든 대통령의 지지율을 낮추는 하나의 요인으로 평가된다. 내년 중간선거를 앞둔 바이든 행정부가 추가 재정 확대를 도모하지 않을 이유다.

오미크론 영향력 또한 제한적.
따라서 정책 스탠스는 유지될 것

이에 더해, 새로운 변이 '오미크론'의 영향력 또한 팬데믹 초기보다 제한적이라는 사실은, 미국의 추가 재정 부양 가능성을 낮추는 또 다른 요인이다. 오미크론은 델타보다 전염력은 높지만, 치명률이 낮다는 연구결과가 나오고 있기 때문이다. 따라서 추가 재정정책 자극이 제한적일 가운데, 연준의 점진적인 정상화 스탠스가 유지될 전망이다.

칼럼의 재해석

은경완 수석연구원

경기대응 완충자본 시행의 은행주에의 영향 (Financial Times)

규제당국에게 경기대응 완충자본이 매력적인 이유는 2가지가 있다.

첫 번째는, 경기대응 완충자본이 위기에 특화되어 있다는 점이다. 은행들이 경기가 좋을 때는 자금을 적립하고, 나쁠 때는 손실 흡수 및 여신 지원 등 필요로 할 때 적립한 자금을 풀 수 있게 한다. 두 번째는, 또 다른 안전망이 될 수 있기 때문이다. LTV, DTI, DSR 등 대출규제 수단들과 함께 대출증가세를 억제하는 한편 가계부채비율을 하락시켜 건전성 개선에 도움을 줄 수 있다.

작년은 경기대응 완충자본 사용에 최적의 타이밍이었다. 코로나19 팬데믹은 전 세계 경기사이클을 위협했다. 이에 여러 중앙은행들이 경기대응 완충자본을 사용할 법한 상황이었다. 그러나 BIS의 리서치에 따르면, 2020년 전세계 2.5조 달러 규모의 완충장치가 거의 사용되지 않은 채 있었다고 한다. 연준 감독위원장 Randy Quarles와 영란은행 건전성 규제 담당 Vicky Saporta는 이러한 경기대응 완충자본 사용 행태에 대해 탄식했다. 또한 유럽금융시장협회(The Association for Financial Markets in Europe)는, 은행들이 시장과 투자자들이 좋아하지 않는다는 인식 때문에 완충장치를 사용하지 않는다고 지적했다.

남은 변수는 자본 여력 확보 주문

높아진 배당 정책 기대감

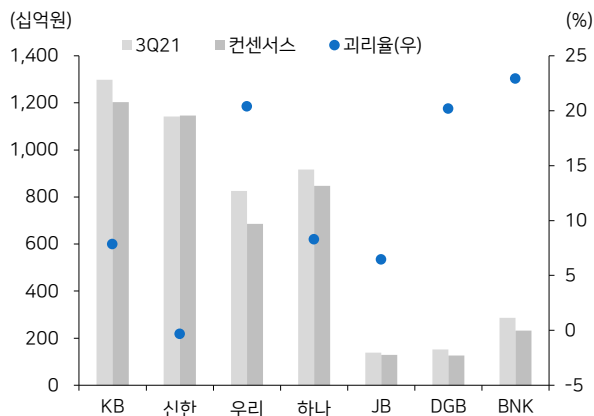
남은 변수는 자본 여력 확보 주문

최근 금융지주들은 높은 NIM 혹은 안정적 대손충당금 마련으로 3분기 호실적을 시현했다. 이에 주주환원을 제고 및 배당성향 확대 등 주주친화적 정책 시행에 대한 기대감이 높아지고 있다. 은행주들의 주가부양이 기대되는 가운데, 이제 고려할 만한 변수는 금융당국의 불확실성 대비 자본 여력 확보 주문이다.

경기대응 완충자본의 시행

지난 4월 29일 금융위원회는 가계부채 관리 방안을 발표하며 DSR 확대와 함께 경기대응 완충자본의 도입을 가계부채 연착륙 방안의 하나로 제시했다. 이를 지난 10월 7일 정은보 금융감독원장이 국회 정무위원회에서 열린 금융감독원 국정감사에서 확인하며, 올 4분기 중 시행할 것을 예고했다. 현재 세부 방안을 논의 중인 것으로 알려졌다.

그림1 3분기 컨센서스 대비 순이익 비교



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표1 가계부문 경기대응 완충자본 도입

| | |
|-------|--|
| 주요 내용 | <ul style="list-style-type: none"> 은행 총대출 중 가계대출 비중에 비례하여 추가자본 적립의무 부과 특히 추가자본 적립의무 미이행시, 이익배당과 자사주 매입 및 성과 연동형 상여금 지급 등을 제한할 예정 |
| 기대 효과 | <ul style="list-style-type: none"> 거시건전성 측면에서 시스템 안정성 제고 기대 |
| 추진 일정 | <ul style="list-style-type: none"> 하반기 시행 목표로 「은행업감독규정·시행세칙」 및 「금융지주회사감독규정·시행세칙」 개정 추진 |

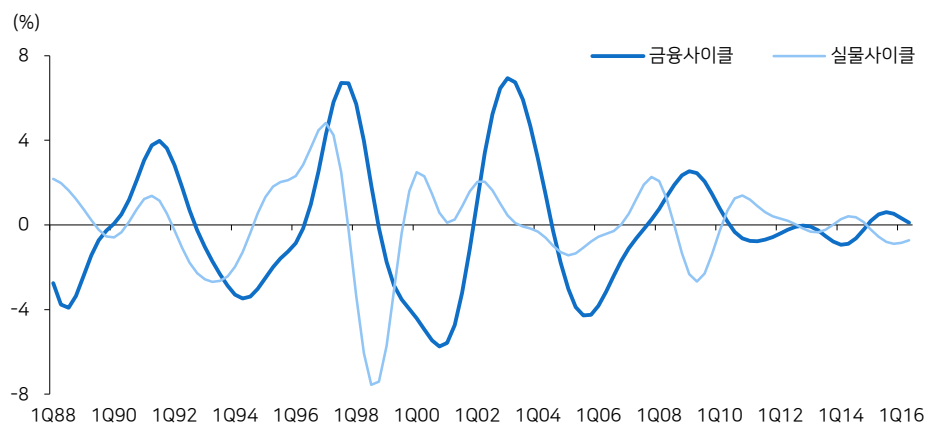
자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

경기대응 완충자본의 장·단점

경기대응 완충자본의 정의

경기대응 완충자본이란, 금융기관의 경기순응성을 완화하기 위해 바젤III 자본규제 체계부터 도입된 제도이다. 금융기관의 경기순응성은 금융 부문이 실물 부문과의 상호작용을 통해 실물 사이클을 확대시키는 속성을 의미하는데, 지난 2007-2008년 글로벌 금융위기의 주요 원인 중 하나로 지적되었다. 이러한 속성에 대비해, 금융회사로 하여금 유동성이 풍부할 때는 추가 자본을 적립하게 하고 경기가 나빠지면 적립한 자본을 소진하게 하는 선제적인 정책수단으로 도입되었다. 경기대응 완충자본을 통해 신용경로로 금융안정뿐만 아니라 통화정책의 목표변수인 경제성장률과 인플레이션에도 영향을 미칠 수 있다.

그림2 금융 및 실물 사이클 추이



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

규제당국에게 경기대응 완충자본이 매력적인 이유는 2가지가 있다.

경기대응 완충자본 장점1: 위기 특화

첫 번째는, 경기대응 완충자본이 위기에 특화되어 있다는 점이다. 신용 팽창 수준에 따라 위험가중자산 대비 0~2.5% 범위 내에서 자금을 적립해 과도한 신용 공급의 제어 효과를 기대할 수 있다. 정책당국은 은행들이 사전에 대비할 수 있도록 최대 12개월 전에 적립 여부를 공지해야 한다.

경기대응 완충자본 장점2: 또 다른 안전망

두 번째는, 또 다른 안전망이 될 수 있기 때문이다. LTV, DTI, DSR 등 대출규제 수단들과 함께 대출증가세를 억제하는 한편 가계부채비율을 하락시켜 건전성 개선에 도움을 줄 수 있다. 은행 스스로 가계부채를 관리하게 하는 유인책으로 작용 가능하다.

바젤위원회 회원국들의 도입·시행 현황

바젤위원회 회원국들은 경기대응 완충자본 관련 법적 근거와 운용체계를 마련하고 있다. 다만 실제 시행국은 노르웨이, 스위스 등 일부 국가뿐이다. 우리나라도 2015년 12월 은행업감독규정 개정을 통해 경기대응 완충자본 도입을 규정했으나, 0%로 설정해 실질적으로 실행하지는 않고 있다.

경기대응 완충자본 성공사례

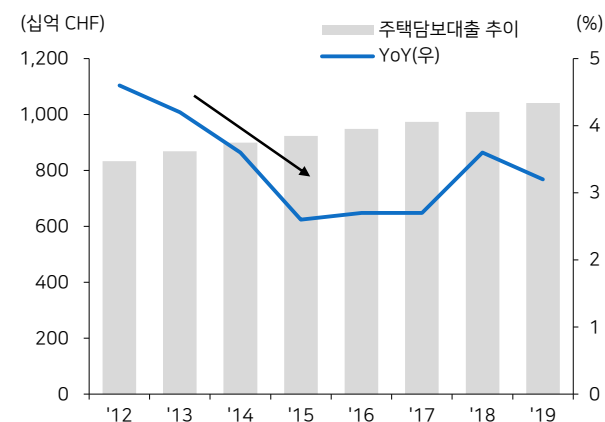
시행국 중 하나인 스위스의 경우, 동 제도를 성공적으로 도입한 케이스로 꼽힌다. 제도를 도입하기 전, 스위스의 은행권 주택담보대출 증가율은 2011년엔 5.2%, 2012년엔 4.6%를 기록했다. 그러나 2013년 2월 경기대응 완충자본 적립비율 1%를 시행하면서 4.2%로 하락했고, 2014년엔 적립비율 2% 인상으로 3.6%로 추가 하락했다.

표2 D-SIB 최저적립필요 자본비율

| (%) | 기본 적립비율 | 자본보전 완충자본 | 경기대응 완충자본 | D-SIB 추가자본 |
|------------|------------|--------------|--------------|---------------|
| 보통주 비율 | 4.5 | +2.5 | +0.0 | +1.0 |
| 기본자본 비율 | 6.0 | +2.5 | +0.0 | +1.0 |
| 총자본 비율 | 8.0 | +2.5 | +0.0 | +1.0 |

자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

그림3 스위스의 도입 사례

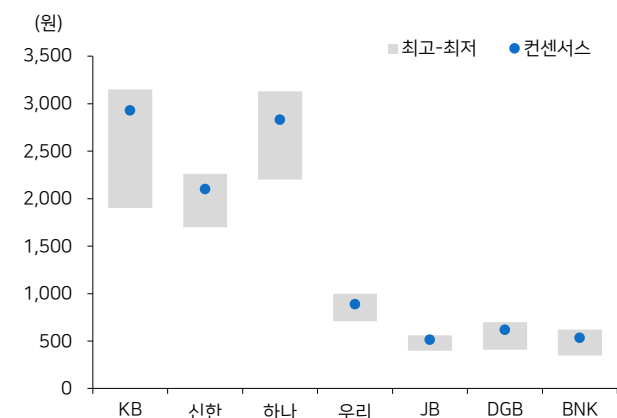


자료: Swiss National Bank, 메리츠증권 리서치센터

경기대응 완충자본 단점1:
은행의 배당 여력 축소 가능성

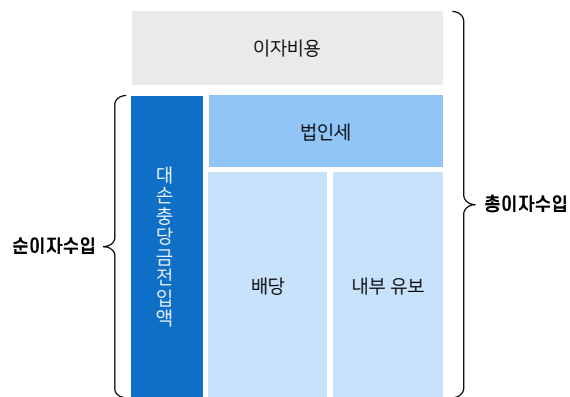
그러나 경기대응 완충자본에 장점만 있는 것은 아니다. 핵심 우려사항은 은행들의 배당 여력 축소 가능성이다. 제도가 본격적으로 시행되면, 그만큼 추가 자본을 쌓아야 하고 이익잉여금 적립 규모가 줄어들게 된다. 한국은행에 따르면, 은행이 필요적립 수준의 75~100%를 충족한 경우 이익의 40%, 50~75% 충족 시 60%, 25~50%시 80%로 내부유보해야 한다.

그림4 종목별 21년 연간DPS 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 은행의 순이자수입 중심 배분구조

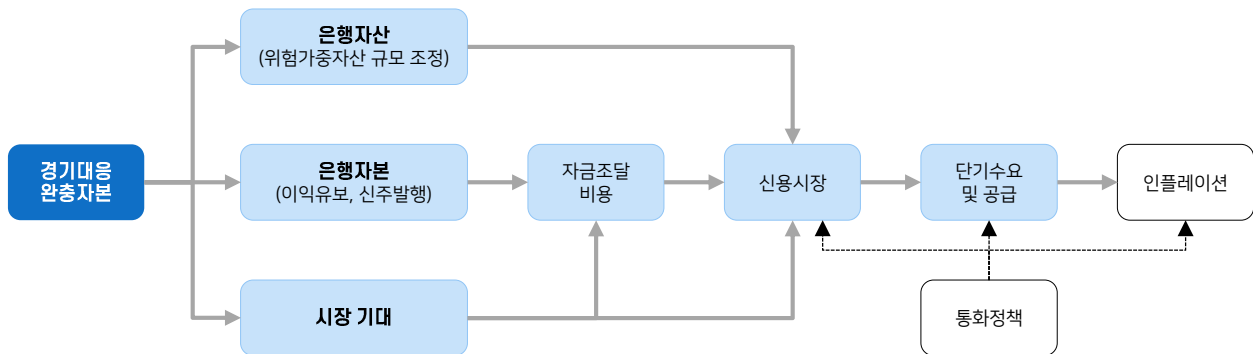


자료: 한국은행 외부연구용역 보고서(최도성), 메리츠증권 리서치센터

경기대응 완충자본 단점2: 정책 유효성 저하 가능성

또한, 거시건전성 정책수단이라는 점도 우려사항으로 꼽힌다. 특정 금융기관에만 부과하는 것이 아니라 일국 내 모든 은행들에 동일하게 부과하는 조치이기 때문에 과급효과 관련 신중한 접근이 필요하다. 더불어 통화정책과의 상호작용을 고려하지 않고 부과된다면, 상황에 따라 통화신용정책의 과급경로가 제대로 작동하지 않아 정책 유효성이 저하되는 부작용이 발생할 수 있다. 이에 바젤은행감독위원회(Basel Committee on Banking Supervision)은 제도를 운용할 때 감독기구와 통화정책당국 간 정보 공유 등의 협력이 핵심이라고 강조한다.

그림6 경기대응완충자본의 통화정책 수행에 대한 영향



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

경기대응 완충자본 시행과 은행주에의 영향

코로나19에도 불구하고,
은행들의 완충장치 사용되지 않아

작년은 경기대응 완충자본 사용에 최적의 타이밍이었다. 코로나19 팬데믹은 전 세계 경기사이클을 위협했고, 이에 여러 중앙은행들은 경기대응 완충자본을 사용할 법도 한 상황이었다. 그러나 BIS의 연구에 따르면, 2020년 전 세계 2.5조 달러 규모의 완충장치가 거의 사용되지 않은 상태로 있었다고 한다.

완충장치 사용 행태에 대한 지적

이와 관련해 연준 감독위원장 Randy Quarles와 영란은행 건전성 규제 담당 Vicky Saporta는 탄식했고, 유럽금융시장협회(The Association for Financial Markets in Europe)는, 은행들이 시장과 투자자들이 좋아하지 않는다는 인식 부담 때문에 완충장치들을 사용하지 않는다고 지적했다.

경기대응 완충자본 본격 시행과
은행권 배당 정책 변화 여부 주목

제도가 본격적으로 시행된다면 은행주에 부담으로 작용할 가능성이 있다. 제도의 시행을 예고했지만 은행권에 구체적인 추진 내용이 전달되지 않아 아직 시간이 남아있다. 향후 은행권의 배당 정책과 배당 성향에 변화가 있을지 여부를 지켜볼 필요가 있다.

원문: Bank regulators seek better way to ride out a crisis