



2022. 1. 11 (화)

**meritz** Strategy Daily

# 전략공감 2.0

## Strategy Idea

유동성 논란, 어떻게 봐야 할까?

## 오늘의 차트

미국채 금리 상승에도 양호한 신흥국 통화가치

## 칼럼의 재해석

클라우드 컴퓨팅 시장, 본격적인 흐름의 시작

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

## 유동성 논란, 어떻게 봐야 할까?

- ✓ 유동성에 대한 이분법적인 접근은 지양
- ✓ '17~'18년의 경험: 연준의 자산정상화 발표는 '17년 6월, 주가 조정 본격화는 '18년 10월
- ✓ 경기·유동성 환경의 급격한 변화 없다면 '유동성 논란'은 Style 변화를 연장시킬 가능성

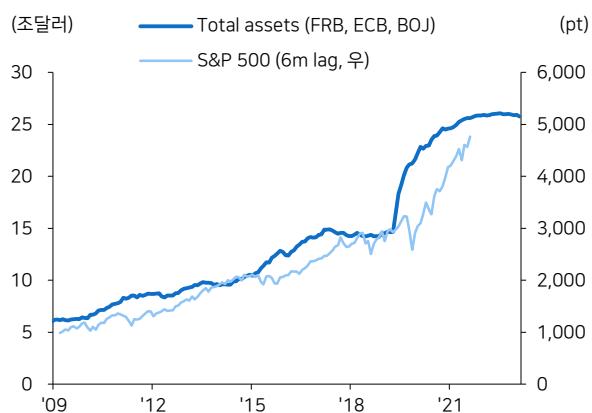
### 유동성 축소 = 주식시장 조정, 유동성 확대 = 주식시장 상승?

#### 유동성에 대한 이분법적인 접근은 지양

유동성의 많고 적음은 투자 환경에 영향을 준다. 돈이 많이 풀려있는 것이 그렇지 못한 것 보다 자산가치(명목)가 높아질 확률이 높기 때문이다. 그런데 자산가격이 지속적으로 올라가려면 유동성은 끊임없이 팽창해야 할까? 반대는 어떠할까? 주식 시장에서 '유동성'이란 중요 변수이지만 모든 동락과 추세를 설명하기는 어렵다. 유동성 자체가 직접적인 변수는 아닌 것이다.

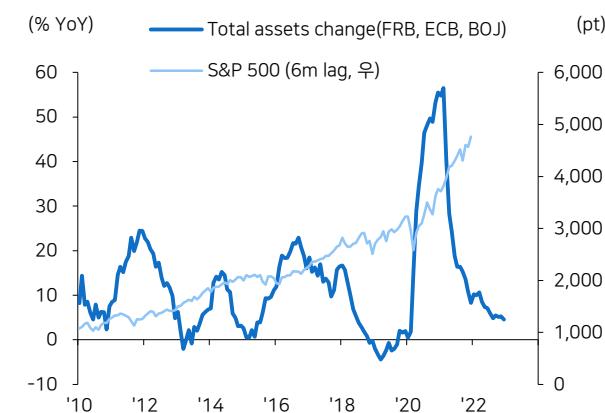
최근 연준의 B/S 축소(자산정상화) 의지(?)를 보는 시각도 마찬가지다. 금융위기 이후 유동성 팽창과 케를 같이 해온 주식시장인 터라 연준의 B/S 축소는 불편한 이벤트로 다가온다. 유동성 조정기였던 2018년과 같은 가파른 주가 조정을 걱정하는 시각도 있다. 지나고 보니 유동성 팽창보다 위축 시기에 어려움이 많았던 터라 더욱 그렇게 느껴진다. 유동성의 위축은 주가조정의 Trigger 였을까?

그림1 중앙은행의 자산 팽창과 주식시장 동선은 유사하나



주: 2022년 이후 주요 중앙은행 B/S는 당사 예상경로  
자료: CEIC, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 자산 증감이 시장에 직접적인 영향을 주었는지는 의문



주: 2022년 이후 주요 중앙은행 B/S 증가율은 당사 예상경로  
자료: CEIC, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## 2017~2018년의 기억: 자산축소 발표는 '17년 6월, 주가 조정 본격화는 '18년 10월

2017~2018년의 기억:  
'17년 6월 vs. '18년 10월

자산정상화가 시작된 지난 2017년으로 돌아가 보자. 6월 FOMC에서 연준은 대차 대조표 축소가 연내에 시작될 것이라 발표한 뒤 그 해 10월부터 자산재투자 축소를 시행했다. 축소 규모는 2018년 이후 더욱 확대됐다.

주가의 즉각적인 반응은 없었다. 2018년 2월 Flash Crash 충격을 제외한다면 2018년 9월까지 주식시장은 상승세를 이어갔다. 조정이 본격화 된 것은 2018년 10월부터다. 2018년 말 연준이 중립금리(2.5%) 도달 이후 추가적인 금리 인상을 시사한 것을 비롯 미·중 무역분쟁이 격화된 결과다. 유동성의 정상화를 넘어선 '긴축' 영역 진입과 경기 불확실성이 증폭된 것이 배경이다.

정책 '정상화'라는 유사한 현상을 마주하고 있는 지금, 우리가 주목해야 할 환경은 2017년 6월이 아닌 2018년 10월이 아닐까 싶다. 또 의문점은 2017년에는 유동성 정상화에도 왜 시장 영향이 크지 않았는지 2018년은 구체적으로 어떤 문제가 있었는지 살펴보자.

그림1 2017~2019년: 연준 자산재투자 축소 Timeline과 S&P500 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

무엇이 달랐나? 유동성 지표와 경기 변수의 차이점 존재

2017년과 2018년의 환경의 차이점은 크게 '유동성'과 '경기' 변수에서 차이점을 보인다. 유동성은 하이일드(HY) 스프레드, 상업은행 대출여건, 달러화를 척도로, 경기는 장단기금리차와 GDP 성장을 대표적인 Proxy로 삼아보자.

2017년 6월 전후는 연준의 자산정상화 발표에도 금융시장 유동성 여건이 안정적이었고 달러화의 약세 환경도 조정된 반면 2018년 10월 전후는 그렇지 못했다. 더불어 하이일드(HY) 스프레드가 급등하는 등 신용시장이 불안해지기 시작했고, 대출태도는 누적된 피로감이 쌓이기 시작했다. 여기에 달러화 강세 압력이 맞물리며 신흥국에게 불리한 여건이 형성됐다.

경기변수도 마찬가지다. 2017년 6월은 경기전망의 상향 조정이 수반되면서 장단기금리차도 안정적인 수준을 유지했다면, 2018년 10월 이후의 환경은 경기전망이 빠르게 악화된 점이 차이점이다. 유동성 정상화에 대한 걱정이 주가 조정의 원인으로 작용했다가 보다는 경기전망과 유동성 여건의 직접적인 변화가 보다 현실적인 이유였던 셈이다.

현재는 어디에 가까울까? 2018년 10월 전후와 같은 이상징후는 없음

현재는 유동성, 경기 변수에 있어 2018년 10월 전후와 같은 이상징후는 없다. 달러화는 강세를 유지하고 있지만 연준 자산 정상화 언급 이후 큰 변동은 없고, 신용시장도 안정적이다. 경기변수는 장단기금리차가 축소되고 있지만 경기전망의 위축에 기반한 축소는 아니다.

그림1 美 연준의 정책경로(B/S 변동)와 Proxy



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 '17~18년의 기억: HY Spread

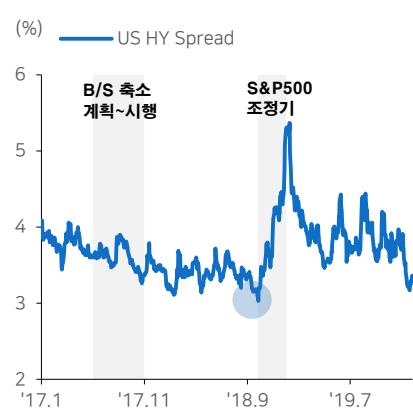


그림3 '17~18년의 기억: 대출태도지수



그림4 '17~18년의 기억: 달러화

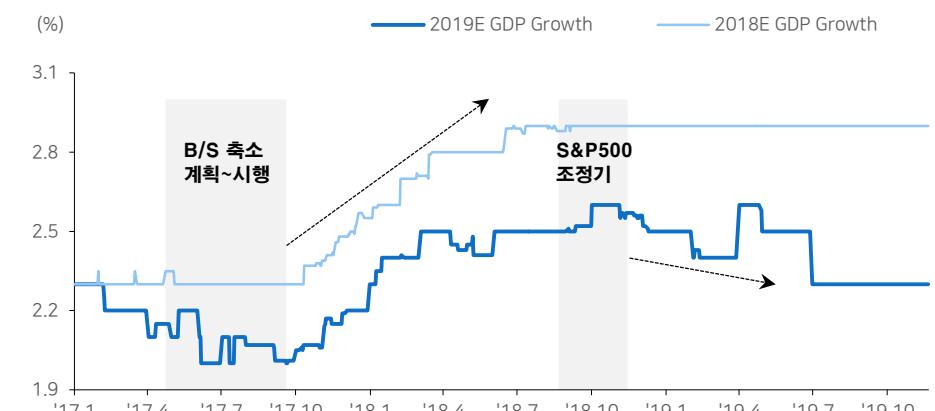


그림5 '17~18년의 기억: 미국 장단기금리차, 2018년 이후 빠르게 축소



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림6 '17~18년의 기억: 경기 전망(컨센서스)의 시작 변화 발생. 2018년 이후 성장을 둔화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 경기 전망, 유동성 환경의 급격한 전환 없으면, 밸류에이션 부담 없는 기업 중심으로 Style Rotation 연장될 것

현재는 스타일 로테이션을 자극하는 이슈로 해석

오히려 지금 현실적인 접근은 Style의 변화일 듯 하다. 현재는 2017년 이후와 유동성의 정상화라는 공통분모를 갖고 있는 시장이지만 이것이 급격한 환경변화라 보기 어렵기 때문이다.

실질금리 상승 + 성장주 내 과리 확대 = 기업간 밸류에이션 격차 축소

최근 가장 눈에 띄는 변화는 '실질금리'의 변화이다. 인플레이션을 감안한 금리 수준으로 최근 유동성 정책 정상화 이슈 이후 가파른 상승세다. 2020년 이후 실질금리는 글로벌 Style 변화를 잘 설명하고 있는 변수이기도 하다. 실질금리 상승은 밸류에이션이 높은 기업보다는 낮은 기업을, 실질금리 하락은 반대의 시그널을 의미해 왔기 때문이다.

미국 시장의 속사정도 그렇다. 高밸류에이션 기업이 다수 포진해 있는 나스닥의 경우 52주 신고가 대비 50% 이상 하락한 기업 수 비중이 40%에 육박하고 있고, 이는 지난 2020년 COVID-19 충격 이후 가장 높은 수치다. 소수 성장주 중심의 쏠림이 그만큼 심화됐다는 의미이기도 하다. 유사한 지표로 신고가 비중보다 신저가 종목 수의 비중이 높다는 것도 같은 시사점을 지닌다.

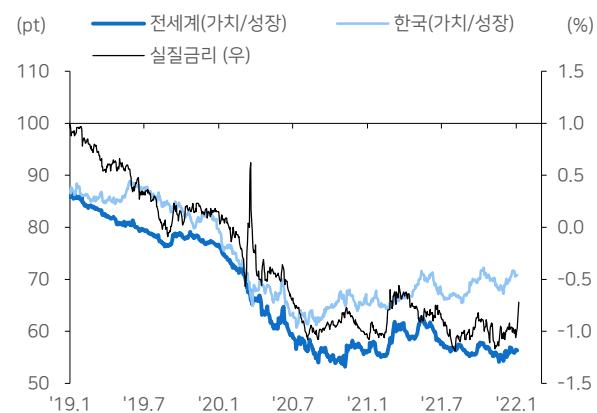
국내시장도 같은 관점으로 본다. 유동성 정상화가 당장의 시장 Risk로 확산되지 않는다면 Style의 변화, 즉 종목간의 밸류에이션 간극 축소가 전개될 가능성이 높다. 유동성 논란에도 외국인의 급격한 이탈이 없는 점과 지수 부진 속 실적 개선 대형주들의 상대적 선전이 이어지고 있는 것도 이러한 배경이라 판단한다.

그림7 현재는? 실질금리 변화가 가장 눈에 띄는 현상



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

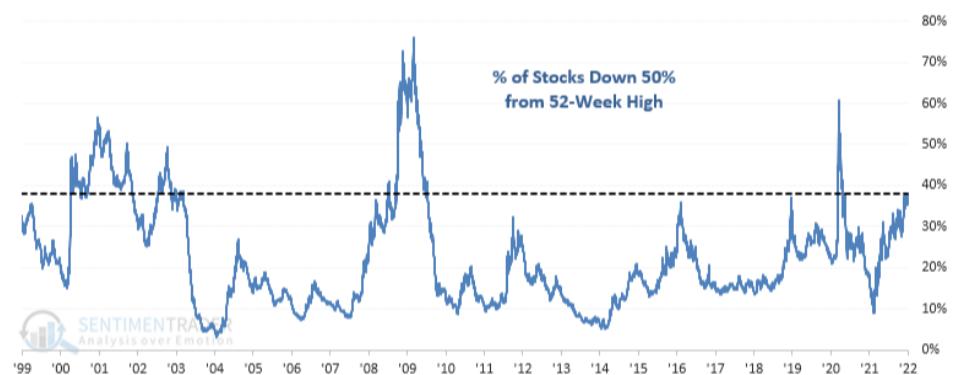
그림8 COVID-19 충격 이후 실질금리는 스타일 변화를 자극



주: 성장/가치 상대강도는 2015 =100 기준

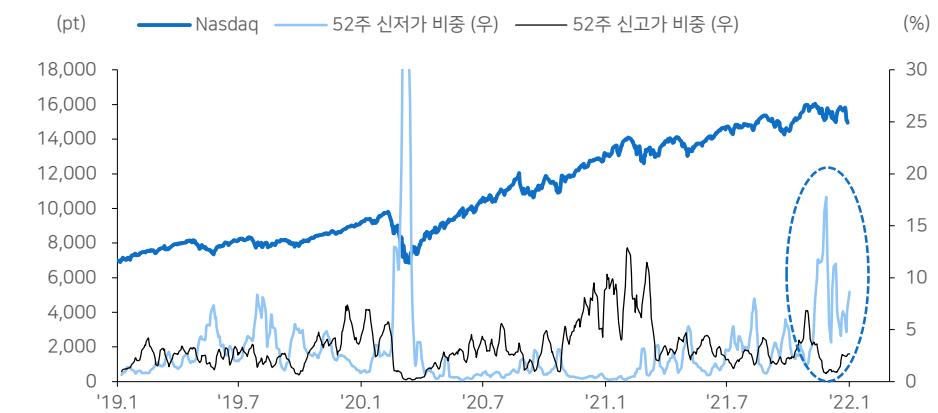
자료: Refinitiv, 메리츠종금증권 리서치센터

그림9 나스닥 내 52주 신고가 대비 50% 이상 하락한 종목 수 비중: 소수 종목의 쏠림 심화



자료: Sentimentrader, 메리츠종금증권 리서치센터

그림10 나스닥 내 신저가 종목 비중은 2020년 3월 이후 가장 높은 수준이기도

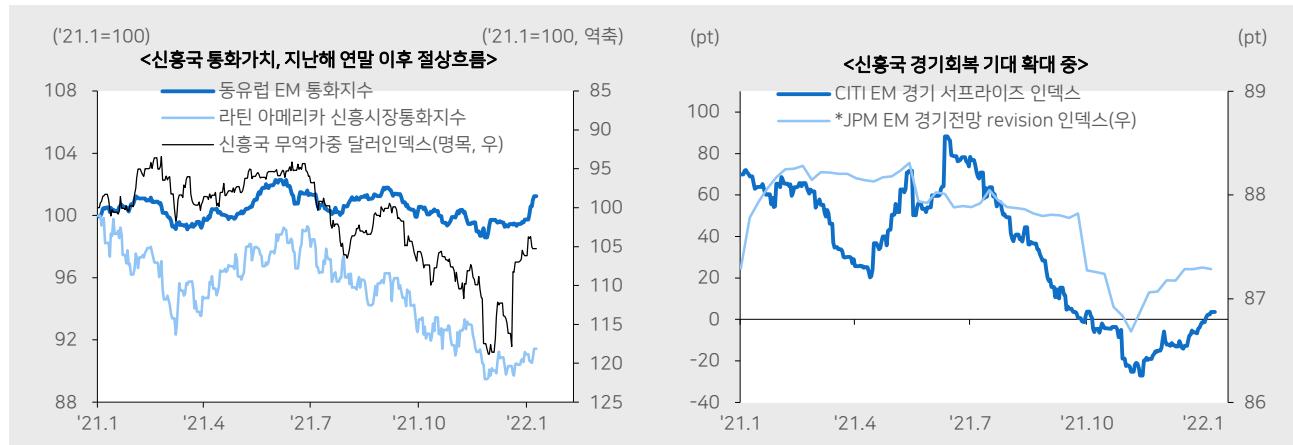


자료: 메리츠증권 리서치센터

## 오늘의 차트

임제혁 연구원

## 미국채 금리 상승에도 양호한 신흥국 통화가치



주: \* 직전분기, 향후 2분기 관련 경기 전망 수정을 반영한 지표, 상승할수록 경기전망 상향 조정 의미

자료: FED, JPMorgan, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국채 금리 급등에도 신흥국  
통화가치 양호한 흐름

미국 연준의 통화정책 정상화 속도가 빨라지고 있다. 이를 반영하며 미국채 금리가 가파르게 상승했으나, 전반적인 신흥국 통화가치는 절상되었다. 이는 지난해 3월 미국채 금리 급등 시기 신흥국 통화가치가 절하되었던 시기와 대비되는데, 1) 남아공의 사례를 바탕으로 오미크론 우려가 축소된 영향과 2) 공급측 인플레이션 이 올해 상반기 점차 완화되며 뒤쳐졌던 신흥국의 경기 모멘텀이 살아날 기대가 확대된 영향으로 보인다.

오미크론 및 공급부족으로 인한  
인플레 우려 축소된 부분  
신흥국 통화가치 절상 기여

신흥국의 경우, 선진국보다 백신 접종률이 상대적으로 낮기 때문에 오미크론으로 인한 경기 위축 정도가 더 큰 측면이 있다. 또한, 신흥국은 음식, 전기 등 기초 품목이 물가 상승에 기여하는 바가 커, 공급부족으로 인한 인플레이션 영향이 더 강했다. 이에 더해, 통화가치 절하는 수입물가의 상승으로 이어져 인플레 압력을 높이는 요소로 작용했다. 현재 미국 ISM 공급자 배송시간과 구입가격 지표가 빠르게 하락하며 공급 쇼티지가 점차 해소되고 있는 것으로 보이는데, 현재 신흥국의 통화가치 절상은 실제 물가상승 압력의 둔화를 확인하기 전에 선제적인 기대가 반영된 것으로 보인다.

터키, 브라질은 정치적인 이슈로  
회복 더딘 흐름

다만, 브라질, 터키는 통화가치의 회복이 더딘 흐름을 보였는데, 공통적으로 정치적 리스크가 작용하고 있는 측면이 있다. 터키는 중앙은행의 독립성이 훼손되며 금리 인하가 진행되고 있고, 브라질은 표퓰리즘으로 인한 대규모 재정이 인플레 압력으로 이어지고, 재정건전성이 악화된 부분이 있다.

신흥국 경기모멘텀 점차 회복할  
가능성에 주목할 필요

지난해 연초 신흥국 통화가치 수준을 아직 회복하지 못했다는 점에서 추이를 지켜봐야 하겠으나, 상반기 공급측 인플레이션 압력이 점차 완화되는 국면에서 통화가치 절상 압력이 이어지며 신흥국의 늦춰진 경기 회복 모멘텀이 주목받을 가능성을 고려해야 한다.

## 칼럼의 재해석

김동희 연구위원

### 클라우드 컴퓨팅 시장, 본격적인 흐름의 시작 (Financial Times)

클라우딩 컴퓨팅은 더욱 성숙해진 2019년을 거쳐 2020년 코로나19 팬데믹 이후 성장이 가속화되었다. 산업계는 더 많은 디지털 인력을 지원하고 디지털에 초점을 맞춘 고객의 요구에 부응하기 위해 적응하면서 클라우드의 중요성은 자연스럽게 증대되었다. 미국의 정보기술 연구 및 자문 회사 가트너에서 발표한 '2022년 12대 전략기술 트렌드'를 보면, 클라우드 네이티브 플랫폼(Cloud-Native Platforms), 분산형 기업(Distributed Enterprises) 등과 같은 클라우드와 밀접한 기술들이 나와있다. 이처럼 클라우드 시장은 향후 많은 산업과 응용분야에서 중요한 요소가 될 것이다.

기업 측면에서도, 온라인 의존도가 높아지고, 많은 트래픽과 데이터를 처리하기 위해 IT 인프라 자원을 효율적으로 활용할 수 있는 클라우드 서비스가 필수적이다. 많은 기업들이 클라우드로 전환하려는 움직임은 아직 시작에 불과하며, 이는 상당한 시간이 걸릴 수 있다. 하지만, 향후 시장의 흐름에 따라 기업들은 클라우드 컴퓨팅에 더 많은 투자를 할 것이다. 2022년에도 코로나19 이후 가속화된 비즈니스 환경의 변화가 지속될 것이며, 이러한 변화에 대응하기 위해 기업은 클라우드 서비스에 대한 지출을 늘려나가야 한다. 나아가 클라우드 서비스 기업들도 클라우드 서비스를 고객들에게 어떻게 전달할 것인가에 대한 기업만의 차별화된 전략이 필요하다.

### 클라우드 컴퓨팅 시장의 변화된 흐름

#### 2022년에도 지속될

#### 클라우드 컴퓨팅으로의 전환

클라우드 컴퓨팅 산업은 이미 존재해왔던 개념이지만, 코로나19 팬데믹 이후 그 성장이 가속화되면서 이제는 컴퓨팅 시장의 주류로 올라섰다. 미국 정보기술 연구 및 자문 회사 가트너에서 발표한 '2022년 12대 전략기술 트렌드'를 보면, 클라우드 네이티브 플랫폼(Cloud-Native Platforms), 분산형 기업(Distributed Enterprises)과 같이 클라우드와 밀접한 기술 트렌드가 등장한다. 클라우드 네이티브 플랫폼(CNP)은 클라우드의 이점을 최대로 활용할 수 있도록 애플리케이션을 구축하고 실행하는 방식을 발하며, 빠른 디지털 변화에 대응할 수 있도록 한다. 분산형 기업은 원격 근무 시스템을 개선하고 고객과 파트너의 접점을 디지털화하는 기술로, 디지털 우선, 원격 우선 비즈니스 모델을 기반으로 한다. 코로나19로 인해 비대면 및 원격 근무 형태가 증가했고, 이러한 변화는 지속될 것이기 때문에 클라우드 컴퓨팅으로의 전환은 2022년에도 중요한 기술로 작용할 것이다.

#### 클라우드에 대한 대기업들의 투자는 부진한 상태

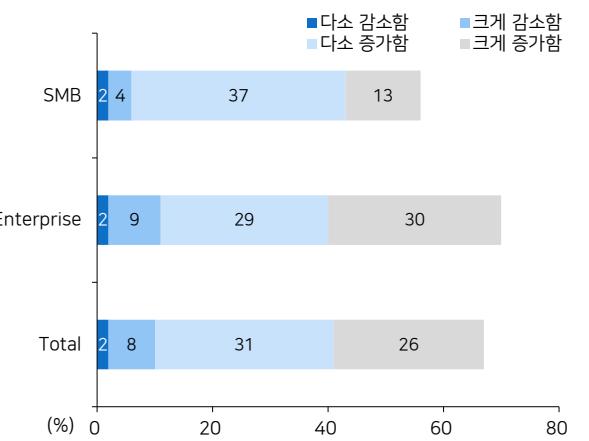
하지만, 클라우드 인프라에 대한 대기업들의 투자는 꾸준히 부진한 상태였다. 기술 컨설턴트 Omdia 자료에 따르면, 현재까지 대기업들은 클라우드 컴퓨팅에 많은 투자를 하지 않았다. 2025년까지 대기업의 IT 지출 비용 중 클라우드 컴퓨팅 비중은 20% 미만으로 유지될 전망이다. 클라우드에 대한 IT지출의 평균적인 비중은 2020년 8.9%에서 2025년 12.4%로 증가할 것이며, 나머지는 대부분 인프라, 네트워크, 애플리케이션 및 인건비에 소비될 것으로 예상한다. 대기업의 경우 상대적으로 기존 시스템에서 벗어나 클라우드에서 비즈니스를 운영하는 것이 어렵기 때문에 클라우드 솔루션으로 전환하는데 더 많은 시간이 걸릴 수 있다.

그림1 Gartner 'Top Strategic Technology Trends for 2021, 2022' 비교



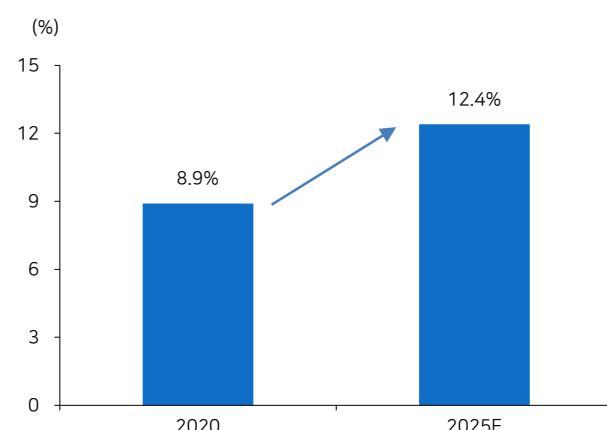
자료: exem, 메리츠증권 리서치센터

그림2 코로나19로 인한 클라우드 사용량 증가



자료: Flexera 2020 State of the Cloud Report, 메리츠증권 리서치센터

그림3 클라우드에 대한 IT지출의 평균 비중



자료: Omdia, 메리츠증권 리서치센터

## 클라우드 컴퓨팅의 성장성과 전망

### 클라우드 컴퓨팅 시장의 특성

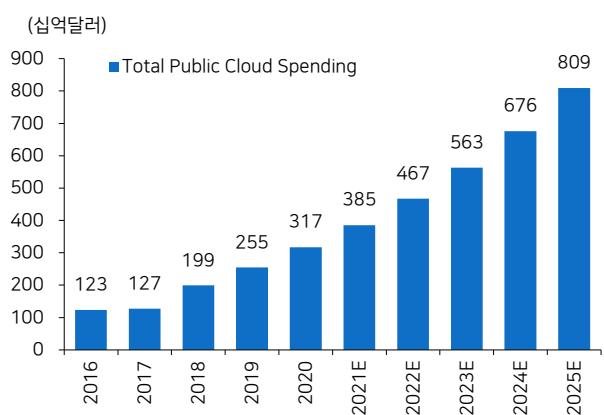
클라우드 컴퓨팅은 인터넷을 통해 서버, 스토리지, 데이터베이스, 네트워킹, 소프트웨어, 분석, 인텔리전스 등의 컴퓨팅 서비스를 제공하는 시스템이다. 일반적으로, 사용한 클라우드 서비스에 대해서만 요금을 지불하여 운영 비용을 낮추고, 인프라를 효율적으로 운영할 수 있다는 특징을 가진다. 클라우드 컴퓨팅은 기업의 민첩성을 높이고, 인공지능과 데이터 마이닝을 수용하고자하는 기업들에게 필수적인 도구이다.

### 클라우드 시장의 성장 가속화

기업들이 클라우드 컴퓨팅 서비스로 전환하는 일반적인 이유는 비용, 속도, 확장성, 생산성, 성능, 안정성, 보안 등이 있다. 이와 같은 솔루션은 재택 근무, 구독 경제와 함께 사람들이 업무에 필요한 하드웨어에 대한 구입을 줄이고 가장 최신의 소프트웨어를 적절한 수준의 데스크톱을 통해서 활용할 수 있도록 도움을 주는 도구로서 활용된다. 이러한 특성으로, 코로나19 팬데믹 이후 업무 환경이 변하면서

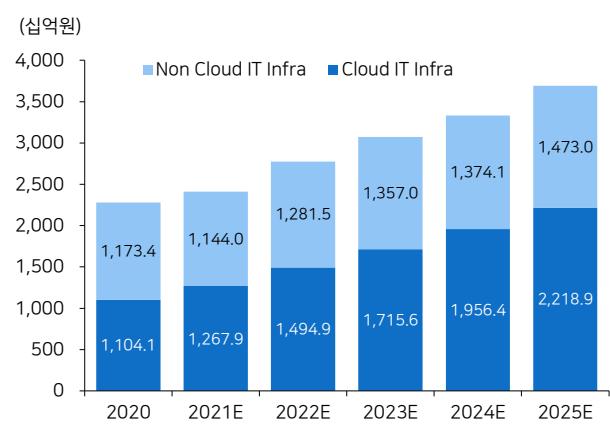
자연스럽게 클라우드 시장의 성장이 가속화되었고, 이는 클라우드 컴퓨팅 시장의 새로운 흐름이 시작되었음을 보여준다. IDC에 따르면, 인프라 및 어플리케이션을 포함하는 퍼블릭 클라우드 지출 규모는 2020년 3,170억 달러에서 2025년 8,090억 달러까지 성장할 수 있으며, 국내 클라우드 IT 인프라 시장도 2025년 2조 2천억원의 매출 규모에 이를 것으로 전망한다.

그림4 글로벌 퍼블릭 클라우드 시장 규모



자료: IDC, 메리츠증권 리서치센터

그림5 국내 IT 인프라 시장 전망



자료: IDC, 메리츠증권 리서치센터

표1 클라우드 컴퓨팅 유형

구분	특징	
배포 유형	퍼블릭 클라우드	인터넷을 통해 서버 및 스토리지와 같은 컴퓨팅 리소스를 제공하는 타사 클라우드 서비스 공급자가 소유하고 운영
	프라이빗 클라우드	단일 비즈니스 또는 조직에서 독점적으로 사용되는 클라우드 컴퓨팅 리소스
	하이브리드 클라우드	퍼블릭 클라우드와 프라이빗 클라우드 간에 데이터와 애플리케이션을 공유할 수 있는 기술로, 함께 바인딩된 퍼블릭 클라우드와 프라이빗 클라우드를 결합
서비스 형식	IaaS (Infrastructure as a Service)	서버, 스토리지, 네트워크, 운영 체제 등 IT인프라 대여, 가장 기본적인 범주
	PaaS (Platform as a Service)	소프트웨어 어플리케이션을 개발, 테스트, 제공 및 관리하기 위한 주문형 환경 제공
	서비스 컴퓨팅	클라우드 공급자가 설정, 용량 계획 및 서버 관리를 처리
	SaaS (Software as a Service)	인터넷을 통해 주문형과 일반적인 구독 방식으로 소프트웨어 애플리케이션을 제공

자료: Microsoft, 메리츠증권 리서치센터

## 클라우드 도입 목적의 변화

### IT관리의 효율화에서 빅데이터, 인공지능의 활용으로

21년 5월 구글 클라우드와 보다폰은 클라우드 기반 데이터 분석 플랫폼 '뉴클리어스(Nucleus)'를 개발하기로 했다. 12월에는 구글 클라우드와 킨드릴이 전략적 파트너십을 체결했다. 데이터, 분석&AI, 구글 플라우드 기반 SAP, 금융 산업 솔루션 등 핵심 솔루션 영역에 집중하여 데이터의 이동과 분석을 지원할 계획이다. 네이버 클라우드, 카카오i클라우드 등 네이버, 카카오, NHN, KT 등 많은 국내 기업들도 클라우드 시장에 대한 본격적인 투자와 비즈니스 강화를 진행하고 있다. 이처럼 클라우드 도입 목적은 이제 IT관리의 효율화에서 빅데이터와 인공지능의 활용을 위한 방향으로 이동하고 있다.

결국, 클라우드 시장으로 전환되는 흐름 속에서, 빅테크 기업들은 기존의 IT비용 지출 방식에서 벗어나 클라우드 시장에 더 많은 투자를 해야할 것이다. 향후 클라우드 컴퓨팅 시장은 구글, 마이크로소프트, 아마존, 텐센트, 오라클 등 많은 클라우드 서비스 업체들이 경쟁하고, 더 많은 기업들이 클라우드 컴퓨팅으로 전환하기 위해 투자할 것이다. 기업 전체의 네트워크 환경을 클라우드 환경으로 전환하기까지는 상당한 시간이 걸릴 수 있지만, 그럼에도 불구하고 기업들은 비용, 안정성, 효율성 측면에서 더 나아가 인공지능과 빅데이터의 활용을 목적으로 클라우드에 대한 투자를 확대해 나가야 한다.

원문: *Digital demand sets cloud computing on course for next stage (Financial Times)*