



2022. 2. 16 (수)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

이제는 정말 리오프닝

오늘의 차트

투영되는 정책기대와 선택지

칼럼의 재해석

우크라이나-러시아 대립이 원자재 시장에 미치는 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



▲ 글로벌 산업-테마
Analyst 정은수
02. 6454-4887
esjung@meritz.co.kr

이제는 정말 리오프닝

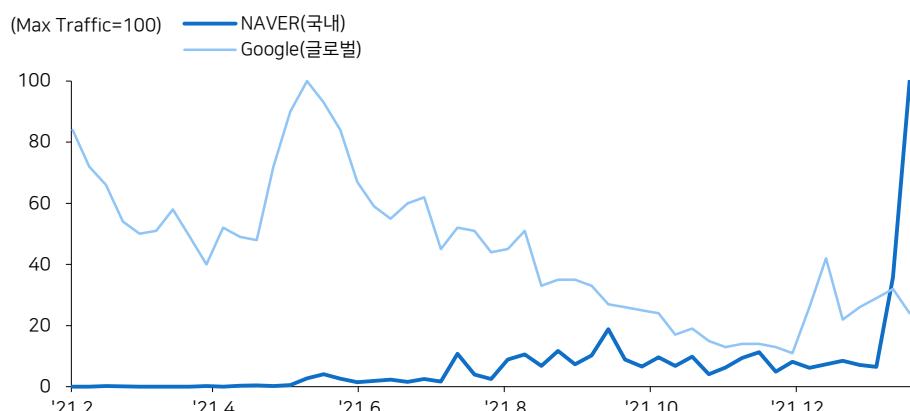
- ✓ 최근 글로벌 리오프닝 기대감 재고조 중. 높은 백신 접종률과 낮은 치명률에 근간하지 않았던 과거 리오프닝 대비 실질적 Post-pandemic 기대 가능 전망
- ✓ 당사 선정 리오프닝 세부 테마 중 매출과 이익 성장성이 모두 기대되는 유망 테마주:
1) 익스피디아(EXPE US), 2) 에어비앤비(ABNB US), 3) 리얼티 인컴(O US)

진짜 리오프닝이 온다

리오프닝 재조명

최근 리오프닝 기대감이 다시 고조 중이다. WHO는 겨울이 지나면 유럽은 팬데믹 마지막 단계가 될 것이라 전망했고, 오미크론 발현지인 남아공은 4차 확산 종식을 선언했다. 연말, 남아공에 이어 오미크론이 유행했던 미국과 유럽 주요국도 잇따라 방역수칙을 해제하고 엔데믹을 맞이한 모습이다. 이들 국가 대비 재확산이 후행했던 한국 또한 어제(2/15), 방역수칙을 완화하고 '위드 코로나' 시대를 재개하는 모습이다. 여기에 동남아 국가들의 입국 간소화 움직임까지 본격화되면서 전세계가 리오프닝을 재조명하고 있다.

그림1 '리오프닝(Reopening)' 검색 트래픽 추이: 지난주, 국내 검색 트래픽 폭증



주: 과거 12개월, 주단위 기준
자료: NAVER, Google, 메리츠증권 리서치센터

팬데믹, 과거와 현재

Peak-out을 넘어 엔데믹으로

최근 오미크론 영향으로 미국 일일 신규 확진자 수는 137만명(1/10)을 기록하며 역대 최고치를 경신했으나, 이후 한달 간 하락세를 지속하며 현재는 델타변이 유행 당시와 유사한 수준이다. 오미크론 유행으로 이동성 지수 중 핵심인 '소매/놀이' 항목은 평년 대비 -14%로 위축된 상태지만, 실내 마스크 의무화 해제 등 엔데믹에 준하는 방역 수칙 해제로 향후 이동성을 개선될 것으로 보인다.

Post-pandemic을 대비할 때

과거 글로벌 리오프닝 수혜주들은 다음 4가지 주요 이벤트에 반응했었다: 1) '20년 12월, 전세계 백신 접종 시작, 2) '21년 6월, 미국 1차 리오프닝, 3) '21년 7월, 미국 50개주 전면 리오프닝 단행, 4) '21년 11월, 전염성이 강력한 오미크론 발견. 이렇게 리오프닝에 대한 시장의 기대감은 여러 차례 반영과 실망을 반복하면서, 최근 들어 다소 미지근해졌다. 현재 시장을 억누르는 인플레이션, 금리 인상, 유동성 축소 및 전쟁 관련 우려와 같은 굵직한 매크로 이슈에 대부분의 이목이 쏠린 데에 기인한다. 그러나 이제는 정말 팬데믹 이후를 대비해야 할 시점에 왔다.

70% 수준에서 리오프닝 관련 사회적 합의 가능

필자는 지난 11월 8일, '2022년 연간 테마 전망 자료'를 통해 올해는 작년보다 일상 회복이 더 기대된다 예상한 바 있다. 백신 접종률 상승으로 코로나19를 무서워 할 이유가 줄어들기 때문에, 불안보다는 기대를 할 것이란 논리였다. 당시 미국, 영국, 중국, 싱가폴, 이스라엘 등 글로벌 12개국이 리오프닝 혹은 그에 준하는 최소한의 방역 수칙을 이행 중이었는데, 이 국가들의 리오프닝 시점 평균 접종률은 70% 수준이었다. 접종률 70% 수준에서 리오프닝에 대한 사회적 합의가 가능했다는 의미다.

그림2 미국 일일 신규 확진자 수 및 이동성 지수 추이



주: Base=팬데믹 직전 5주(2020년 1월 3일~2월 6일) 중간값, raw-data 7일 이동평균
자료: Google, 메리츠증권 리서치센터

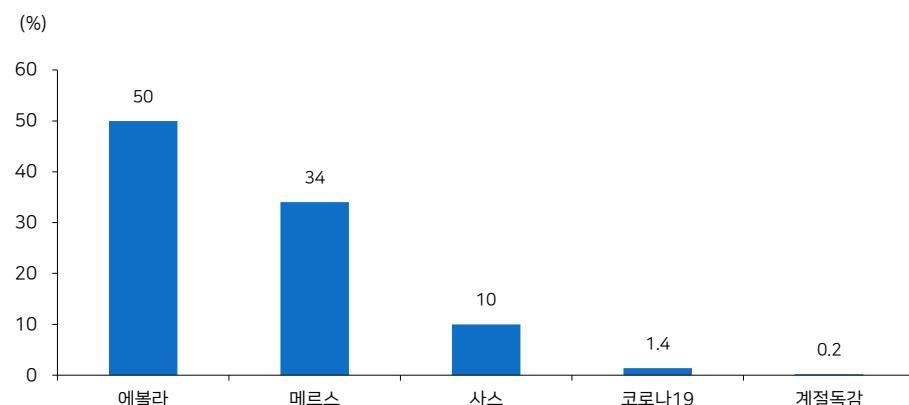
전세계 62% & G20 85%
백신 접종 완료

현재 전세계 인구의 62%, G20은 85%가 최소 1차 백신 접종을 완료한 상태다. 이 속도대로라면 전세계는 3Q22E, G20은 2Q22E에 1차 접종률 100%를 돌파할 것으로 추정된다. 상술한 것과 같이, 리오프닝을 도입한 글로벌 12개국이 접종률 70% 수준에서 사회적 합의를 이룬 것을 비추어볼 때 올해 2분기와 3분기 사이에 글로벌 여행/관광 재개에 대한 본격적 논의가 시작될 수 있을 것이라 예상한다.

코로나19 0.4%
vs. 계절독감 0.2%

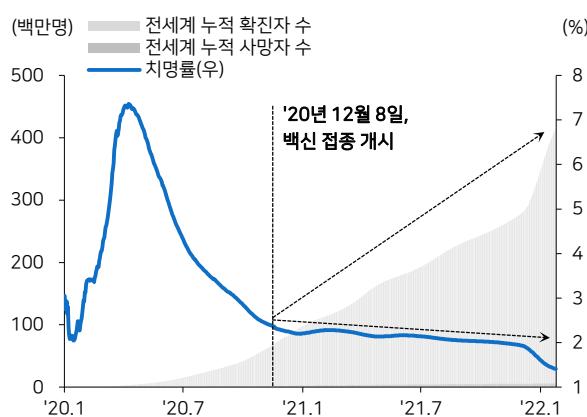
여기에서, 코로나19는 더 이상 신규 확진자 수가 함수로 작용하지 않은지 오래다. 대부분 국가는 이제 치명률과 감염 재생산지수에 무게를 두고 있다. '20년 12월 백신 접종 이후, 변이가 거듭되며 전세계 신규 확진자 수는 폭증했으나 치명률은 지속 하향 안정화되며 현재 1.41% 수준에 도달했다. 직전 7일 평균으로는 0.37%까지 하락했다. 연초 공급이 시작된 경구용 치료제는 추가 하향 안정화 가능성을 높인다.

그림3 주요 호흡기 전염병의 치명률 비교



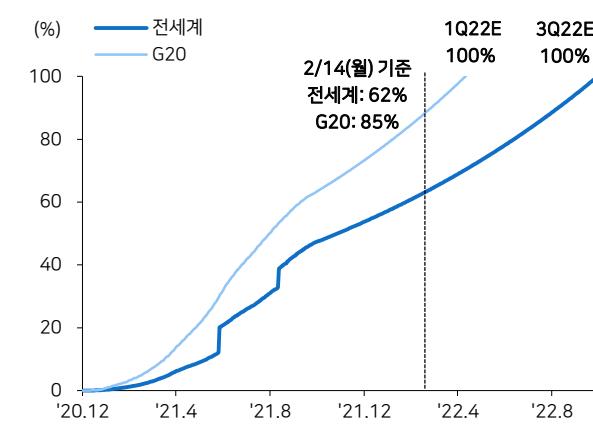
주: 계절독감은 미국, 나머지는 전세계 기준. 치명률은 질병 발현~종식 선언 총 기간 산출 값. 코로나19는 현재진행형
자료: 미국 질병통제예방센터, 메리츠증권 리서치센터

그림4 전세계 코로나19 치명률 추이: 치명률 추가 하향



자료: ourworldindata.org, 메리츠증권 리서치센터

그림5 전세계 및 G20 백신 접종률 추이 및 전망



주: 중국, 사우디아라비아는 데이터 결함으로 제외. 나머지 18개국 1차 접종률을
직전 7일 가속도 적용 추정값
자료: ourworldindata.org, 메리츠증권 리서치센터 추정

투자전략

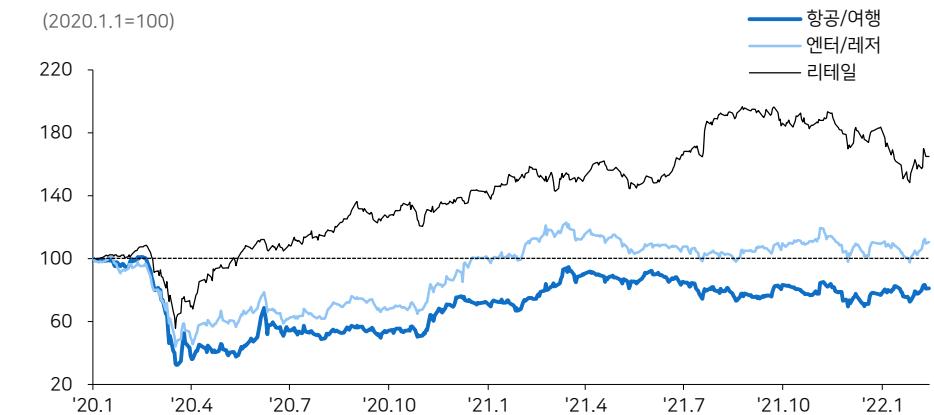
현재 주가 수준 =
리테일 > 엔터/레저 > 항공/여행

지난 2년간 팬데믹 영향으로 서비스 업종이 재화보다 큰 타격을 입었다. 서비스업 업종 실적은 개인소비지출에 직결된다. '21년, 미국의 재화향 소비는 '19년(평년) 대비 +22.4% 성장한 반면 서비스향 소비는 +3.2% 수준에 머물렀다. '19년 재화향 소비는 전년 대비 +2.9%, 서비스향 소비가 +4.1% 성장한 것과 대조적이다 (PCE 기준, 성장 여력: 서비스 > 재화). 리오프닝 세부 테마 1) 항공/여행, 2) 엔터/레저, 3) 리테일 중 재화 비중이 큰 리테일 업체의 실적과 주가 회복이 선행했던 이유다.

실적 성장성 돋보이는
업체 위주 투자전략 유망

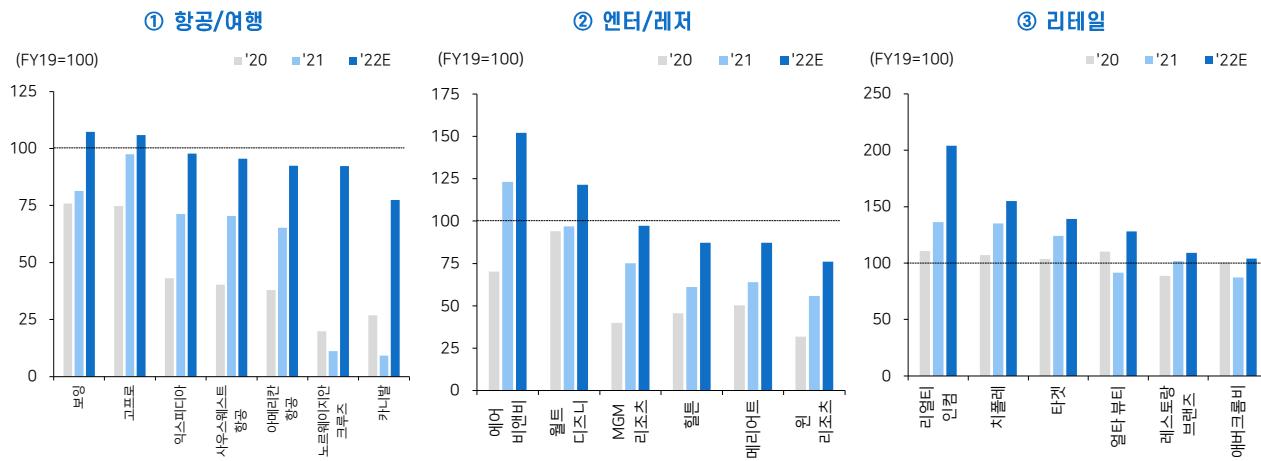
현재 전세계 백신 접종률은 62% 수준이다. 3Q22E, 접종률이 70%를 돌파하여 글로벌 여행/관광 재개에 대한 본격적 논의가 시작될 것이다. 엔데믹에 대한 기대감 반영 시기로서 적기라 판단한다. 다만, 매크로 이슈에 기인하여 실적 성장성이 뒷받침되는 업체로의 관심이 두드러질 것으로 전망된다. 이에 부합하는 각 세부 테마별 업체로 익스피디아(EXPE US), 에어비앤비(ABNB US), 리얼티 인컴(O US) 가 유망해 보인다. 이들은 탑라인과 이익 성장성이 모두 기대되나, 현재 벨류에이션은 매크로 변동성 이전(1/4) 익스피디아(12MF P/E 29.4배), 에어비앤비 (12MF P/S 22.0배), 리얼티 인컴(12MF P/E 42.2배) 대비 각각 27.4배, 18.7배, 40.1배에 거래 중이다.

그림6 리오프닝 세부 테마별 수익률 추이: 리테일 > 엔터/레저 > 항공/여행



주: 당사 선정 각 세부 테마별 대표 7개 종목 평균 수익률, 2월 14일 종가 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 리오프닝 테마 - 2019년 대비 매출액



주: 전망치는 블룸버그 컨센서스 기준. 2021년 미결산 업체는 노르웨이지안 크루즈, 에어비앤비, 매리어트, 힐튼, 원 리조츠, 레스토랑 브랜즈, 리얼티 인컴

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

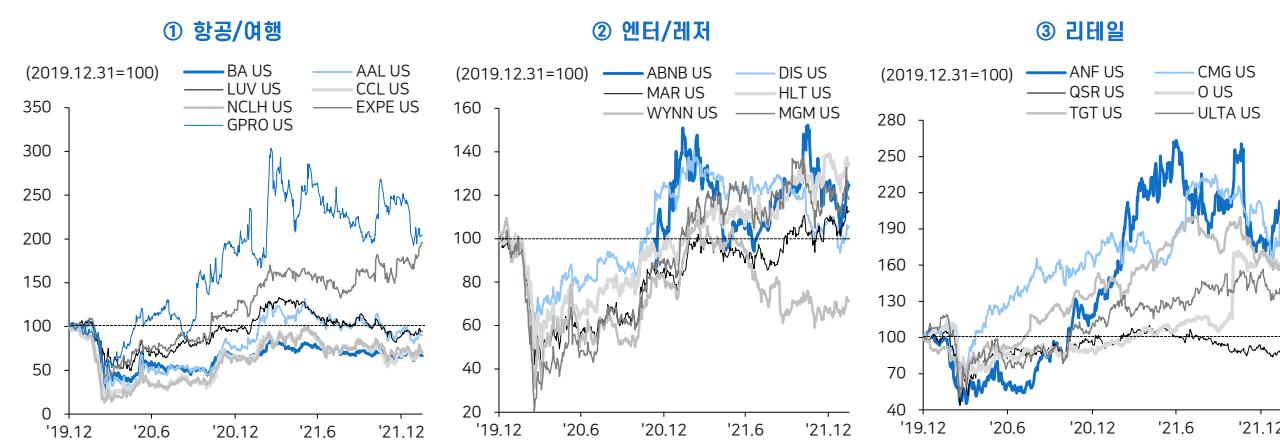
표1 리오프닝 테마 - 2019년 대비 순이익

(FY19=100)				(FY19=100)				(FY19=100)			
	'20	'21	'22E		'20	'21	'22E		'20	'21	'22E
보잉	적자 지속	적자 지속	흑자 전환	에어비앤비	적자 지속	적자 지속	흑자 전환	리얼티 인컴	90.9	125.0	229.5
고프로	적자 전환	흑자 전환	흑자 전환	월트디즈니	적자 전환	18.1	68.0	치폴레	102.9	185.7	254.3
익스피디아	적자 전환	1.8	145.6	MGM 리조츠	적자 전환	61.0	2.9	타겟	111.6	148.6	226.9
사우스웨스트항공	적자 전환	42.6	28.7	힐튼	적자 전환	53.4	122.7	얼타 뷰티	107.6	27.3	142.4
아메리칸항공	적자 전환	적자 지속	적자 지속	메리어트	적자 전환	74.0	135.4	레스토랑 브랜즈	76.6	157.5	187.5
노르웨이지안 크루즈	적자 전환	적자 지속	적자 지속	원 리조츠	적자 전환	적자 지속	적자 지속	애버크롬비	57.1	적자 전환	400.0
카니발	적자 전환	적자 지속	적자 지속								

주: 지배순이익, 전망치는 블룸버그 컨센서스 기준. 2021년 미결산 업체는 상동

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 리오프닝 테마 - 주요 종목 주가 추이



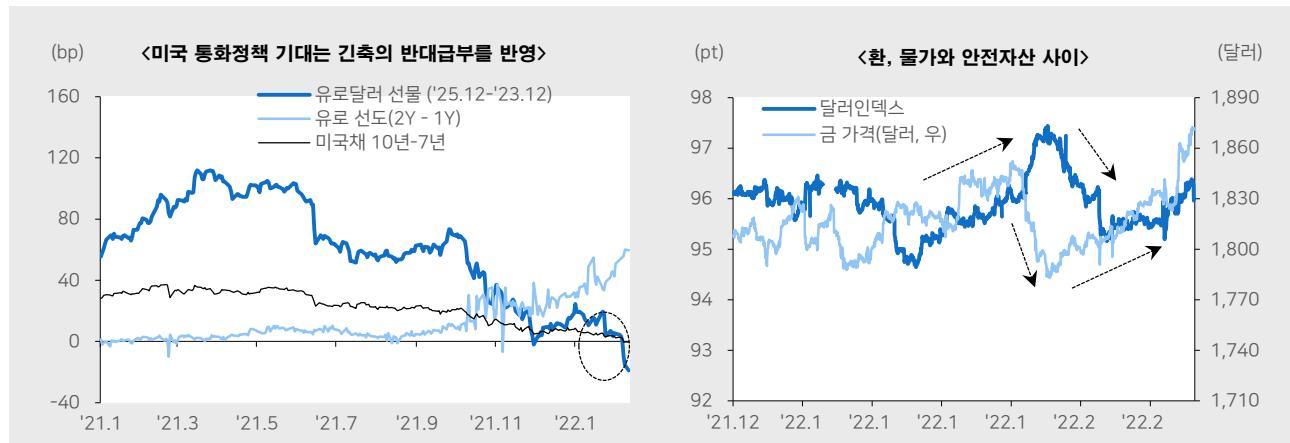
주: 2월 14일 종가 시가총액 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이종빈 연구원

투영되는 정책기대와 선택지



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**정책 정상화를 넘어
다시 정책 투입을 예상하는 시장**

시장은 정책 정상화를 넘어 정상화의 반대급부를 반영하기 시작했다. 단기금리 부문을 살펴보면, 유로달러 선물 기준 '25년물과 '23년물의 차이는 2월초 6bp에서 금주 -20bp로 하락했는데, 이는 시장이 2023년~2025년 사이 기준금리가 인하될 것으로 본다는 의미다. 정상화의 가속화를 반영하는 한편, 이 같은 가속화가 결국 경기에는 좋지 않은 영향을 미칠 것을 예상하는 행보다.

**미-유럽 정책기대 변화
환 시장에도 투영되는 모습**

유럽의 경우엔 아직 내재금리 커브의 역전이 관찰되지 않았는데, 달러/유로화의 움직임도 유사하다. 유로화 비중이 높은 달러인덱스를 토대로 볼 때, 긴축행보를 뛴 1월 FOMC와 2월 CPI 발표 이후 시장과 연준의 커뮤니케이션에도 달러가치는 등락을 이어갈 뿐이다. ECB도 정책 정상화의 가능성이 높아졌고, 단기금리 움직임을 볼 때 아직 그 반대급부가 반영되지 않았기 때문으로 보인다.

가능한 시나리오 속에서

향후 경기전망의 선택지로는 크게 1) 정상화의 영향으로 물가상승세가 꺾이고 경기가 정상화되어 회복세에 돌입하거나, 2) 정상화의 반대급부로 추가적인 환화정책이 필요한 상황, 혹은 3) 물가압력이 잔존하는 세가지 상황으로 분류해볼 수 있는데, 최근 가격지표 움직임은 미국의 경우 두 번째 시나리오에 무게를 두고 있는 것을 시사한다.

**주식시장 관점에서
스타일, 국가별 모멘텀에 대한
판단 필요**

이를 주식시장의 관점에서 바라보면, 현재는 실질금리 상승을 반영해 가치주 군의 선전이 이어지고 있으나, 정상화의 반대급부가 나타나게 된다면 다시 스타일에 대한 고민이 필요해진다는 것을 의미한다. 그리고 국가별 자산배분 등의 관점에선 주요국들의 경기 모멘텀의 판단이 곧 환시장에 투영되고 위험자산 선호심리에 영향을 미칠 것인데, 현재 가격지표 대로라면 미국보단 유럽의 경기모멘텀이 더 높아보인다. 종합적인 판단은 변곡점으로 예상되는 1분기 이후 이루어지겠지만, 불확실성이 높은 만큼 가능한 시나리오를 미리 대비하는 것도 필요해 보인다.

칼럼의 재해석

노우호 수석연구원

우크라이나-러시아 대립이 원자재 시장에 미치는 영향 (The Wall Street Journal)

최근 우크라이나를 둘러싼 러시아와 미국, EU 사이의 지정학적 리스크가 부각되며 WTI유가는 8년만의 최고점인 95.5달러/배럴을 기록했다. 러시아는 우크라이나 침공 계획을 거듭 부인하고 있으나, 러시아 내 병력의 움직임과 푸틴의 '하나의 민족, 하나의 전체' 발언은 전쟁에 대한 우려를 키우고 있다. 만약 러시아 서쪽 국경에 집결한 병력이 우크라이나를 침공할 경우 제 2차 세계대전 이후 최대 규모의 침공이 될 전망이다. 이에 미국, EU, NATO는 동맹을 과시하며 우크라이나를 보호하기 위한 조치를 준비 중이다.

유가와 천연가스가 급등함에 따라 향후 원자재 가격에 대한 다양한 전망이 나오고 있다. 세계 원유 및 석유화학 제품 수출량의 11%를 담당하고 있는 러시아에 제재가 가해지거나, 군사적 충돌로 인해 유럽으로의 천연가스 공급이 중단될 경우 원자재 가격은 추가적으로 상승할 가능성이 존재한다. 반면, 원유 및 천연가스 수출 의존도가 높은 러시아가 군사적 충돌을 통해 스스로를 고립시킬 가능성은 낮고, 이로 인한 추가적인 원자재 가격의 상승은 어렵다고 보는 시각 또한 존재한다.

우크라이나-러시아, 고조되는 긴장감

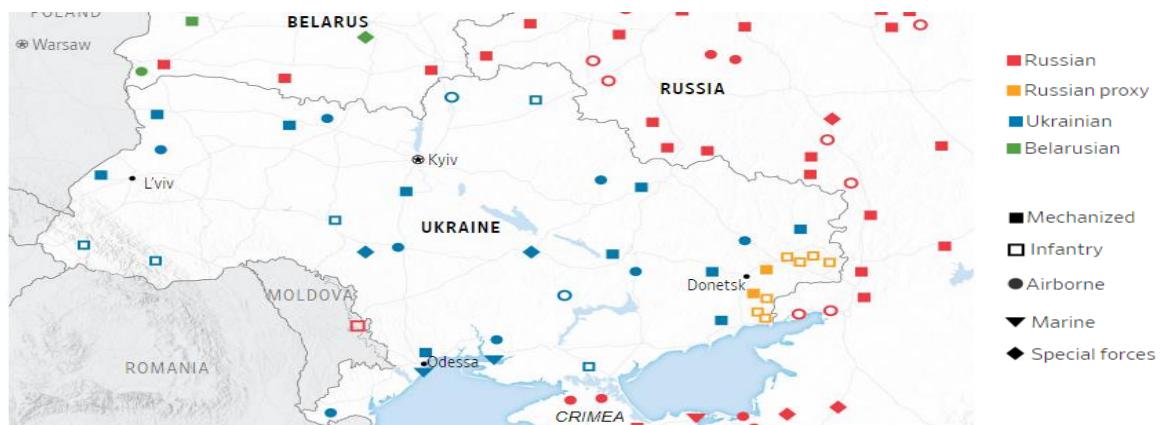
우크라이나 위협을 통해 발언권을 확대하려는 러시아

최근 러시아와 우크라이나를 중심으로 한 지정학적 리스크가 크게 부각되며 WTI유가는 8년만의 최고점인 95.5달러/배럴을 기록했다. 러시아는 현재 우크라이나와 접하고 있는 서쪽 국경으로 13만의 병력을 집결시키고 있으며, 또한 NATO 회원국인 폴란드, 라트비아 등과 국경을 접하고 있는 벨라루스로 향하고 있는 모습이 포착되었다. '하나의 민족, 하나의 전체(One People, a Single Whole)'이라는 표현을 한 푸틴 대통령의 목표는 궁극적으로 구 소련 국가들에 대한 장악력을 키우고자 하는 것으로 파악된다.

우크라이나를 지원하는 연합 전선: 미국, NATO, EU

이에 대비해 NATO 동맹국들은 러시아와 맞닿은 국경 병력을 강화하고 있으며, EU 또한 우크라이나를 지원하기 위해 13억 달러 이상의 차관과 보조금 지급 계획을 세우고 있다. 미국은 우크라이나가 NATO에 빠른 시일 내에 가입할 가능성을 없다고 밝히면서도 동맹관계에 있음을 선언했다. 이후 러시아가 우크라이나를 침공할 경우 은행, 국영기업 및 주요 수입품을 제한하는 형태의 경제 제재를 가할 것이라고 밝히고 있으나 이미 촉발된 긴장감은 원자재 시장에 만연한 상황이다.

그림1 러시아-우크라이나 병력 대치 상황



자료: Wall Street Journal(Dr.Phillip Karber), 메리츠증권 리서치센터

과도한 공포? 혹은 합리적인 공포?

국제 유가 상승의 원인 = 공포

러시아는 세계 2위의 원유 수출국으로, 글로벌 일 유통량의 11% 수준인 500만배럴의 원유와 250만 배럴의 석유화학제품을 수출하고 있다. 이러한 러시아산 원유의 공급에 차질이 생길 경우 유가는 급등할 수 밖에 없다. 그러나, 러시아가 화석연료 수출 산업에 크게 의존하고 있다는 점을 고려했을 때, 스스로를 국제사회에서 고립시킬 가능성은 매우 낮다. 따라서, 러시아로 인해 시장이 우려하는 수준의 공급 차질이 이뤄질 가능성은 제한적으로 보여진다. 더하여, 미국이 발표한 러시아 경제 제재 방안에 에너지 산업에 대한 직접적인 제재에 대한 내용이 없다는 점 또한 현재 원자재시장에 형성된 공포감은 과도하다고 판단할 수 있는 근거가 된다.

군사적 충돌을 방지하는 장치:
경제 고립

현 수준의 간접적인 제재가 러시아의 침공을 막기에 부족하다고 여겨질 경우, 추후 더욱 직접적인 형태의 제재가 이루어질 전망이다. 미국은 러시아의 에너지산업 자체를 표적으로 삼기 보다 금융 시장에서 차입금 조달을 힘들게 하는 방식의 금융 및 경제 제재를 펼칠 것으로 전망된다. 더 나아가 독일과 미국은 지난 9월 완공된 러시아-독일 직통의 천연가스 파이프라인인 ‘노드스트림2’의 허가를 내어주지 않으며 러시아에 대한 제재 강도를 높일 준비를 하고 있다. 러시아의 연방예산의 약 절반이 석유와 가스를 바탕으로 한다는 점을 감안했을 때, 이를 감수하고 러시아가 우크라이나를 침범할 가능성은 제한적일 것으로 보인다.

표1 글로벌 주요 원유 수출국

국가	수출액 (십억달러)	비중 (%)
사우디아라비아	113.7	17.20
러시아	72.6	11.00
이라크	50.8	7.70
미국	50.3	7.60
UAE	47.9	7.20
캐나다	47.6	7.20
쿠웨이트	28.3	4.30
나이지리아	25.2	3.80
카자흐스탄	23.7	3.60

자료: Statista, 메리츠증권 리서치센터

그림2 노드스트림 위치



자료: Gazprom, 메리츠증권 리서치센터

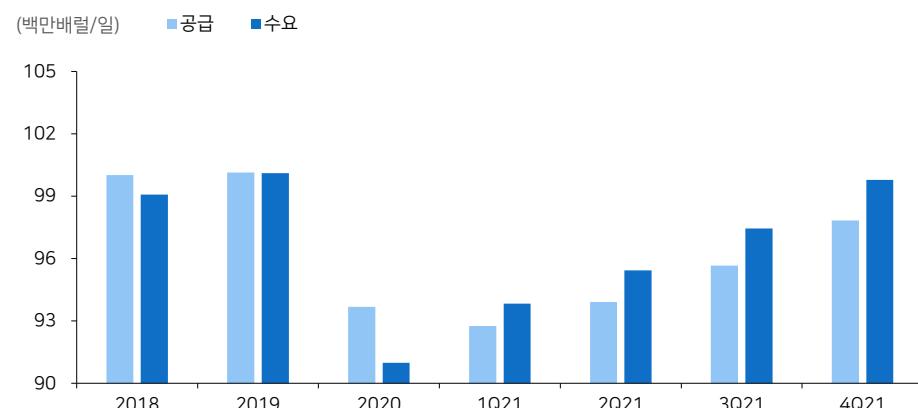
공급충격에 대비책이 없는 상황

군사충돌이 현실적으로 어려워 보임에도, 왜 국제유가는 러시아-우크라이나의 긴장감 고조에 따라 가파르게 상승하는 모습을 보일까? 이는 현재 전세계적으로 원유에 대한 공급충격을 완화할 수 있는 수단이 부족하기 때문으로 판단된다. 포스트 코로나바이러스 시대가 가까워지며 원유수요는 이미 생산량을 앞선 상황이지만, 현재 OPEC+국가 중 예비 생산능력을 보유한 국가는 사우디아라비아와 아랍에미리트 두 곳뿐이다. 미국 또한 추가적인 시추 장비를 파견하는 노력을 기울이고 있음에도 불구하고, 2022년 연말 기준 24만배럴/일의 수준의 증산에 그쳐 올해 원유 수요 증가폭인 380~400만배럴/일 수준을 충족시키기엔 부족한 양이다.

천연가스의 대체재 = 원유

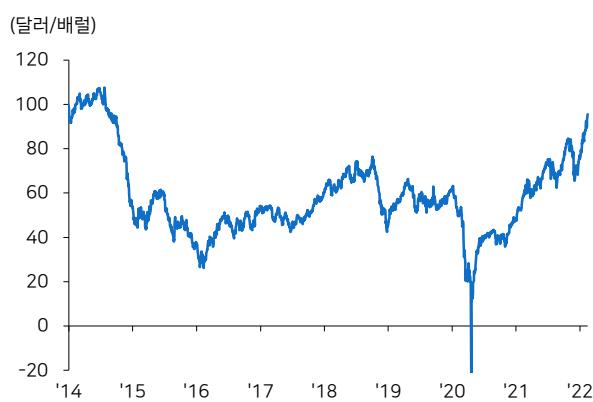
더 나아가, 현재 유럽 내 천연가스 공급량의 85%를 담당하고 있는 러시아는 우크라이나 내부를 통과하는 파이프라인과 ‘노드스트림’을 통해 가스를 공급하고 있다. 이미 최근 몇 달간 러시아에서 유럽으로의 천연가스 유입량은 감소하고 있어 유럽은 현재 LNG 재고 확충을 위해 노력을 기울이고 있다. 줄어든 공급을 충당하기 위해 유럽은 현재 미국산 LNG 재고 확충에 힘을 쏟고 있는 상황으로, 현재 미국 발 LNG 적재선 중 3분의 2 이상은 유럽을 향하고 있다. 그러나 이는 기존 러시아 수출량에 비하면 턱없이 부족하며, 기존 천연가스 수요가 충족되지 못하는 지금 유럽은 원유를 대체자원으로 사용하기 시작했다. 재고확충과 계절적 성수기가 겹치며 국제유가는 꾸준한 상승을 보이고 있다. 이 같은 상황에서 만약 군사적 충돌이 발생할 경우, 큰 폭의 추가적인 국제유가 상승이 발생할 수 있다.

그림3 심화되는 원유 초과 수요 현상



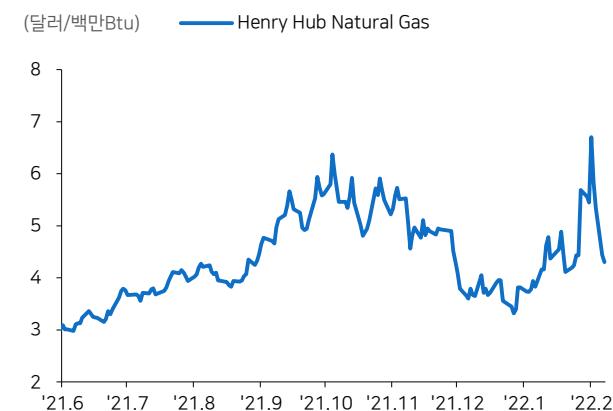
자료: OPEC MOMR(2월), 메리츠증권 리서치센터

그림4 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 천연가스(LNG) 가격 추이



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

러시아-우크라이나 대립의 장기화가 불러올 나비효과

길어지는 대립과 수혜 업종

러시아와 우크라이나의 대립으로 발생한 NATO와 EU의 천연가스 부족은 미국 세일가스 생산 기업들에게 기회로 작용하고 있다. 이후 유럽 내의 기존 가스발전소들이 원유 및 석탄 발전으로 전환하게 될 경우 탄소배출권 생산 기업들 또한 수혜를 입을 것으로 전망된다.

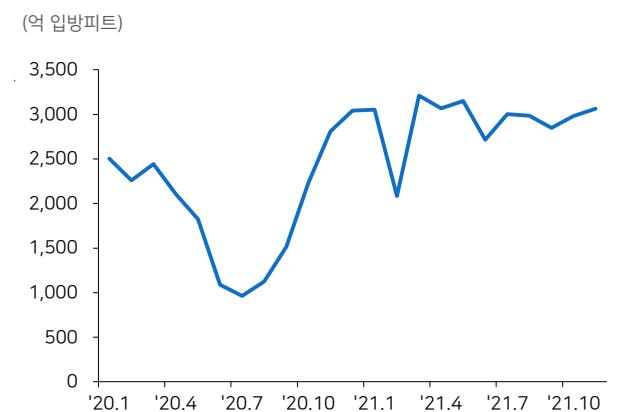
1) LNG재고 확충 → 미국산 LNG

지난 주 미국 역사 상 최초로 전국의 7개 LNG 수출 터미널 모두에 텅커선이 정박하는 기록이 경신되었다. 러시아와 우크라이나의 대립구도가 장기화됨에 따라 미국 내 세일가스 생산업체들의 수출량은 빠르게 증가하고 있다.

2) 석탄 발전 → 탄소배출권

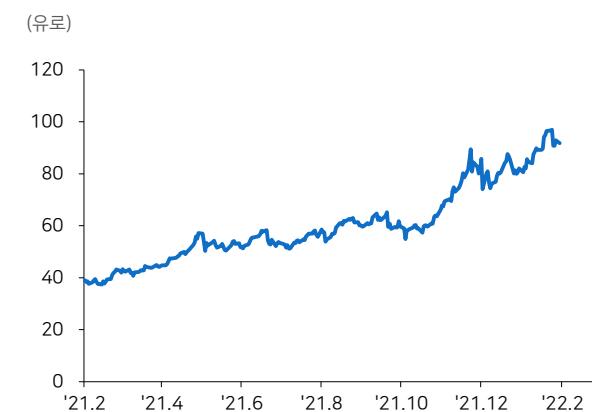
현재 유럽은 부족한 천연가스를 대체하기 위해 원유를 사용하고 있으나, 더 이상 대체재로 사용할 수 없을 수준으로 가격이 상승할 경우 최후의 선택으로 석탄을 통해 발전소 가동을 고려할 가능성이 있다. 이 경우 탄소배출권 가격 또한 상승할 수 있을 것이다. 기존에도 높은 가격을 형성하고 있던 유럽 내 탄소배출권 가격은 추가적인 가격 상승까지도 기대해볼 수 있다.

그림6 미국 천연가스 수출량



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림7 유럽 내 탄소배출권 가격 추이



주: ICE EUA Futures 2022년 12월물 기준

자료: ICE, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Why Russian Invasion Peril Is Driving Oil Prices Near \$100 (The Wall Street Journal)*