



2022. 4. 21 (화)

**meritz** Strategy Daily

# 전략공감 2.0

## Strategy Idea

연준자산 축소가 가져올 나비효과

## 오늘의 차트

중소형주 강세 국면의 배경과 시사점

## 칼럼의 재해석

넷플릭스가 광고형 요금제를 도입한다면

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



▲ 채권/자산 전략  
Analyst 윤여삼  
02. 6454-4894  
yeosam.yoon@meritz.co.kr

## 연준자산 축소가 가져올 나비효과

- ✓ 강화되는 연준의 매파성향, 75bp 이상까지 거론되는 상황에서 연준자산 축소 이슈도 부각
- ✓ 3월 FOMC 의사록 계획 정도가 공개되면서 당장 5월 회의에서 축소를 결정할 공산 커짐. 매월 950억 달러 한도로 연준보유 채권을 줄인다는 점에서 당장 채권시장 악재로 받아들여지고 있으나 결국 유동성 축소라는 금융시장 & 실물경제 전반에 미칠 부담 커질 전망
- ✓ 미국금리 연준자산 축소시행 전후 고점형성, 이후 유동성 민감도 점검하며 안정될 가능성

### 연준자산 축소, 펀치볼(punch bowl) 치우기 시작

연준자산 축소 계획 발표  
미국 금리상승 우려 높아져

미국채30년과 미국채10년간 금리차가 10bp 이내로 좁혀진 가운데 2018년 이후 처음으로 3%를 넘어섰다. 2018년 30년은 3.5%에 10년 3.2%, 2013년은 30년 4.0%에 10년 3.0% 수준으로 30년과 10년 사이 거리가 있었다.

그렇지만 현재는 당장 인플레이션 때문에 급격하게 진행중인 금리인상 여파로 단기영역 압박은 높은 가운데 장기적인 성장성에 대한 의심으로 30년 금리는 10년과 거리를 벌리지 못하면서 초장기 플래트닝 압박이 심하다.

3월 중 미국채10년과 2년 금리가 역전되는 등 경기침체 논란이 불거졌고, 연준은 3월 FOMC 의사록을 통해 연준자산 축소 계획을 밝혔다. 월한도 기준 국채 600억 달러와 모기지 350억 달러 수준으로 시장예상에 부합하는 정도이다.

그림1 연준이 자산(채권)을 줄이면 비은행 금융기관과 가계 대차대조표가 어떻게 변할지 시나리오 분석

Initial Conditions		Levered NBFIs Purchase New Treasury Securities		Households Purchase New Treasury Securities	
Federal Reserve		Banks		Banks	
Assets	Liabilities	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities
Treasury securities	Reserves ON RRP	Treasury securities	Deposits	Treasury securities -\$1	Reserves -\$0.5 ON RRP -\$0.5
Reserves		Reserves		Reserves -\$0.5	
Loans		Loans		Loans	
Repo		Repo		Repo +\$0.5	
MMFs		NBFIs		MMFs	
Assets	Liabilities	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities
Treasury securities ON RRP	Shares held by households	Treasury securities	Repo Loans Cash balances	Treasury securities ON RRP -\$0.5 Repo +\$0.5	Shares held by households
Repo					
Households		Households		Households	
Assets	Liabilities	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities
Treasury securities	Loans	Treasury securities	Loans	Treasury securities +\$1	Loans
Deposits		Deposits		Deposits -\$0.50	
MMF shares		MMF shares		MMF shares -\$0.25	
Cash balances	Net worth	Cash balances		Cash balances -\$0.25	Net worth

자료: NY Fed 재인용; The Fed's Balance Sheet Runoff: The Role of Levered NBFIs and Households, 메리츠증권 리서치센터

## 시장 기대에 부합한 연준자산 축소라고 해도 부담 높을 것

연이어 4월 초 뉴욕연준에서는 연준이 자산에서 국채를 줄이게 되면 은행 이외에 비은행 금융기관이나 가계가 채권을 매입하게 되는 상황에서 각자의 대차대조표가 어떻게 변화할지 시나리오 분석도 제시되었다<그림 1>. 연준이 국채를 줄이는 만큼의 민간 유동성 구축효과 관련 경로를 점검하는 의도로 파악된다.

2018년 실제 만기 도래하는 국채를 기반으로 모기지 중도상환(월 200억 달러 자연발생추정)을 더해서 연준자산 축소(run-off)를 한 경험이 있다. 당시는 월간으로 이번 규모의 절반 정도 속도였으나 웬데믹 국면에서 급증한 연준자산 규모를 생각하면 적절한 조치라는 평가가 다수다.

금융위기 이후 연준이 양적완화를 통해 얻으려는 효과는 유동성 공급수단으로 채권매입을 통해 금리를 낮추고 투자자들의 위험선호를 개선, 투자심리 및 실물경제 자신감을 회복시키는데 목적이 있었다<그림 2>. 실제로 양적완화가 진행되는 기간 동안 금융시장은 안도랠리를 보였고, 경기지표 개선도 이어졌다.

표1 3월 FOMC 의사록에 공개된 연준자산 축소 계획

구분	내용
원칙	만기 도래하는 채권의 재투자 부분을 조정하여 예측 가능하게 Runoff FOMC 참여자 대부분은 월간 국채 600억 달러, MBS 350억 달러 cap 설정에 동의 쿠폰(이표)을 주는 장기채권 (Notes & Bonds) 을 우선적으로 Runoff하자는 의견
국채	--> 그래야 장기채 금리 상승을 유발할 수 있기 때문 다른 한편에서 T-Bill (단기채)이 연준 B/S에서 필요없는 항목이라는 의견도 제기
MBS	MBS 축소는 모기지 조기상환(principal prepayments)에 따른 (자연발생적 감소) 월간 350억 달러 cap에 비해 실제 조기상환 금액이 적을 것으로 추정됨 350억 달러 cap은 조기상환이 집중될 때 일종의 안전판 역할을 해 줄 수 있을 것
장기전망	연준이 지향하는 '풍부한 지준' 규모는, 일단 B/S를 줄이고 나중에 runoff를 멈추는 방식으로 달성 Runoff가 끝난 이후' 에도 MBS가 연준 B/S에 많이 남아 있을 것; 이 때는 필요시 인위적 매각을 검토

자료: FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림2 양적완화(Quantitative Easing)란 무엇인가?

- **Fed buys assets.** The Fed can make money appear out of thin air—so-called money printing—by creating bank reserves on its balance sheet. With QE, the central bank uses new bank reserves to purchase long-term Treasuries in the open market from major financial institutions (primary dealers).
- **New money enters the economy.** As a result of these transactions, financial institutions have more cash in their accounts, which they can hold, lend out to consumers or companies, or use to buy other assets.
- **Liquidity in the financial system increases.** The infusion of money into the economy aims to prevent problems in the financial system, such as a credit crunch, when available loans decrease or the criteria to borrow money drastically increase. This ensures the financial markets operate as normal.
- **Interest rates decline further.** With the Fed buying billions worth of Treasury bonds and other fixed income assets, the prices of bonds move higher (greater demand from the Fed) and yields go lower (bondholders earn less). Lower interest rates make it cheaper to borrow money, encouraging consumers and businesses to take out loans for big-ticket items that could help spur economic activity.
- **Investors change their asset allocations.** Given the now-lower returns on fixed income assets, investors are more likely to invest in higher-returning assets—like stocks. As a result, the overall stock market could see stronger gains because of quantitative easing.
- **Confidence in the economy grows.** Through QE, the Fed has reassured markets and the broader economy. Businesses and consumers may be more likely to borrow money, invest in the stock market, hire more employees and spend more money—all of which helps to stimulate the economy.

자료: Forbes 재인용, 메리츠증권 리서치센터

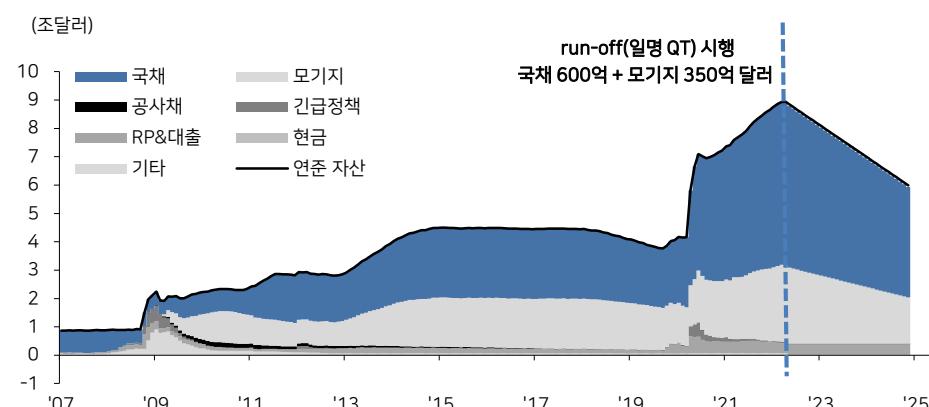
연준이 보유채권을 줄인다는 관점  
채권약세 요인으로 보나 과연…

2020년 마이너스 성장에도 주식, 채권, 부동산, 암호화폐까지 강세를 이끌어냈던 원동력 중 연준자산 확대(QE)는 큰 역할을 수행했다<그림 3>. 2022년 3월까지 이어진 연준자산 확대국면에서 위험선호 기조자체는 유지되었지만 5월 연준자산 축소가 본격화되면 2020년에 누렸던 것에 반대를 겪어야 할지 모른다.

유동성만 가지고 금융시장 전반을 평가하는 것은 일부 호도될 소지가 있으나 필자는 유동성을 '금융시장의 피(blood)'라고 생각한다. 펜데믹 위기국면에서 강력한 수혈을 통해 어느 정도 회복을 이끌어냈지만, 자산시장 베를 같은 지방간도 제거해야 하고, 인플레라는 고열이 몸살을 유발하고 있어 체온을 낮추는 방안으로 혈액(유동성)을 적절하게 조절해야 하는 상황이다.

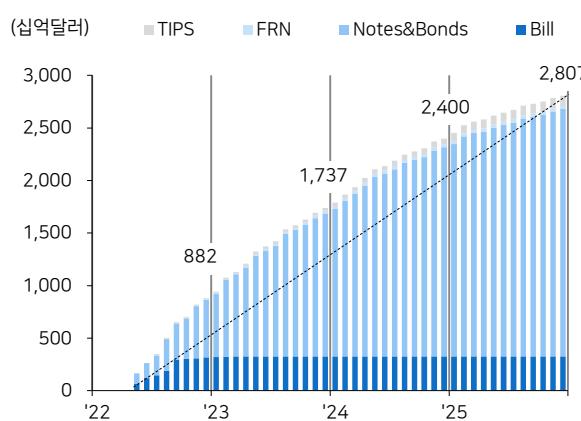
채권은 만기가 존재하기 때문에 자연스럽게 만기 상환되면 자산이 축소되는 것이 부담이 없다고 안도하는 평가는 아이러니하게도 주식 쪽에서 이야기가 많다<그림 4, 5>. 채권시장은 빠른 금리인상에 연준자산 축소까지 악재로 활용하여 역사적으로 total return (총수익률) 기준 최악구간으로 진입했다.

그림3 국채 600억달러와 모기지 350억 달러 한도로 향후 2년간 줄여나갈 계획



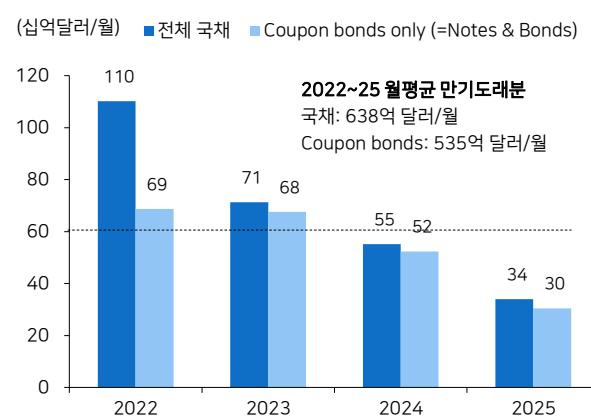
자료: FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림4 연준보유 국채만기도록 감안 자산축소 경로 예측



자료: FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림5 연간 연준보유 국채만기도록, 모기지는 자연상환



자료: FRB, 메리츠증권 리서치센터

## 연준자산 축소는 시장이 예상한대로 움직일까?

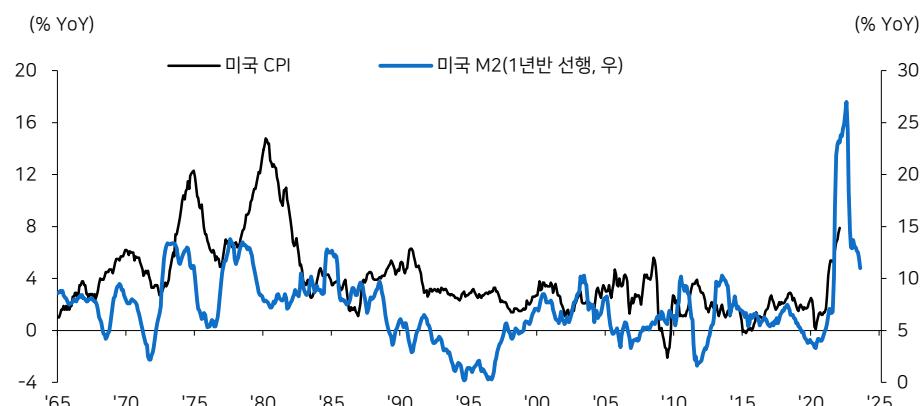
인플레이션과 자산가격 버블 우려  
감안하여 연준자산 줄여야 해

연준자산을 줄이기 시작하면 위기국면에서 양적완화를 통한 유동성 공급의 반대현상을 예상하는 것이 당연하다. 상기했던 <그림 2>의 반대급부를 생각하면 될 것이다. 그렇다면 가장 먼저 유동성이 줄어드는 만큼 현재 글로벌 경제의 가장 큰 문제가 되는 인플레이션과 자산시장에 미치는 영향이 중요하겠다.

실제 연준이 기준보다 빠른 연준자산 축소 계획을 내놓은 배경에도 1980년 이후 가장 가파른 물가상승을 두고 인플레이션을 제어하기 위한 목적이 크다. 유동성 지표인 M2는 2차대전 이후로 가장 가파른 상승세를 기록했다 <그림 6>. 대공황과 전쟁의 충격에 버금가는 펜데믹이라는 위기과정에서 불가피한 조치였지만, 과도한 인플레이션이라는 부작용을 유발하면서 통화론자들의 비난이 거세다.

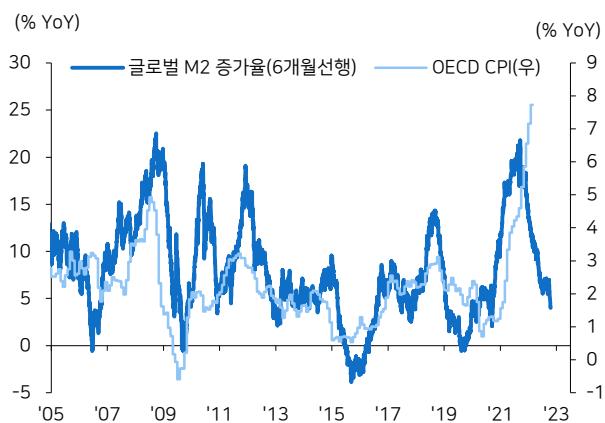
이는 미국만의 문제가 아닌 전세계적인 현상으로 이어졌고, 최근 주요국 중앙은행들의 유동성 환수로 이어지고 있다 <그림 7>. 유동성이 늘어난 만큼 증가한 자산가격 또한 거품 논란이 커지면서 금융불균형 우려를 자극 중이다 <그림 8>.

그림6 펜데믹 충격, 미국 유례없는 유동성 공급으로 위기 탈출했지만 고물가 충격발생



자료: US BLS, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림7 글로벌 전반에 걸친 유동성 공급으로 인한 물가부담



자료: Bloomberg, OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림8 주식과 부동산 중심으로 자산가격 급등도 문제



자료: Bloomberg, US BEA, FRB, 메리츠증권 리서치센터

연준자산 축소=금리상승 지배적,  
그렇지만 경험은 이론과 달라

인플레이션과 자산가격을 통제하기 위해서 연방(기준)금리를 인상하고 연준자산까지 줄여가는 과정에서 시장이 가장 먼저 생각하는 부분은 '시장금리 상승'이다. 양적완화의 효과가 금리하향안정에 일조했다는 생각은 역으로 연준이 자산, 즉 채권을 줄이게 되면 금리가 올라갈 것이라는 생각으로 연결된다. 실제 최근 연준자산 축소 계획 발표 이후 미국금리는 더 상승기울기가 가팔라졌다.

그렇지만 과거 양적완화(QE1~4) 시행 중 아이러니하게 금리는 올랐다<그림 9>. 오히려 QE 시행하기 전 경기어려움과 정책기대로 금리는 미리 하락했다가 연준이 채권을 매수하면 기관들은 역으로 매도하며 금리 낙폭만큼 반등이 연출되었다<그림 9>. 이는 QE3와 QE4 시행 중 모기지 금리가 더 잘 보여준다<그림 10>.

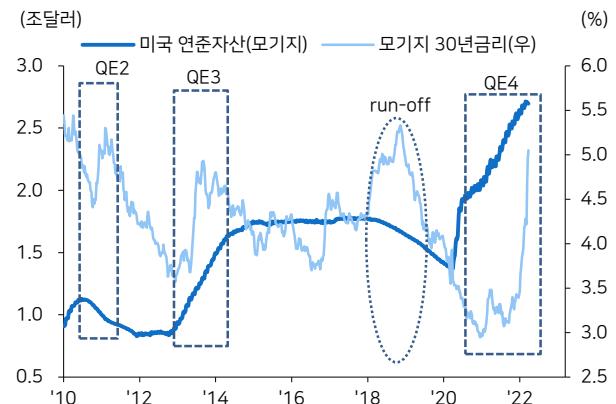
연준을 포함한 많은 연구기관들의 조사결과는 분명 QE가 금리하향 안정에 기여했다고 평가하나 필자는 금융위기 이후 낮아진 성장과 물가에 기반을 둔 레벨안정을 생각한다<그림 11>. QE의 목적은 금리를 낮추는 것이 아닌 채권시장 경로를 거쳐 유동성 확장이 위험선호와 경기개선으로 이어지는 것에 방점이 있다.

그림9 양적완화는 분명히 금리를 낮춘 것으로 알고 있는데...



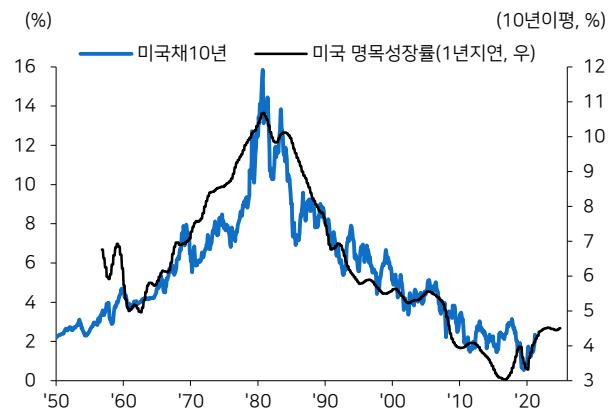
자료: Bloomberg, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림10 연준이 자산을 늘리는 구간에서 금리는 주로 상승



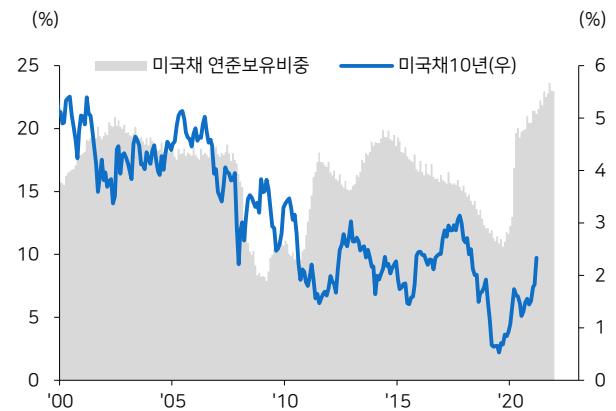
자료: Bloomberg, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림11 금융위기 이후 낮아진 금리는 편더멘탈에도 기인



자료: Bloomberg, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림12 연준 미국채 대량 보유에도 금리컨트를 가능할까?



자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

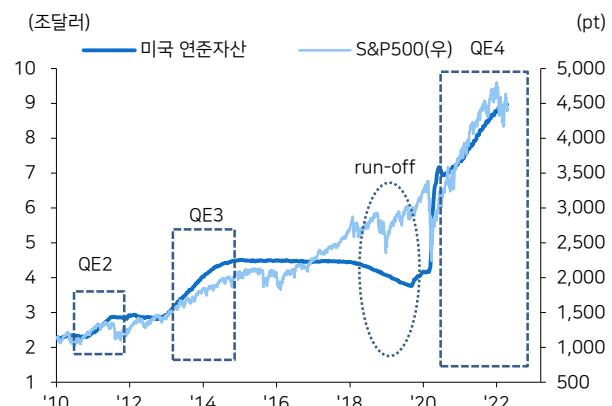
## 연준 공급유동성의 최종 수혜자 주식증권의 위험자산 선호 연결

즉 채권시장은 수단에 불과할 뿐 실질적은 수혜는 위험자산들이 누린 셈이다. 때문에 연준이 전체 미국채 시장에서 보유잔고가 급증했기 때문에 가격결정력이 높을 것이라는 생각은 경험적으로 맞지 않을 수 있다<그림 12>. 국채공급이 늘고 후행적으로 연준 수요가 도움이 된 점은 인정할 수 있으나 연준보유 잔고가 늘어나는 국면에서 주로 금리가 올랐던 부분은 생각해볼 부분이다.

연준자산 증가와 상관관계가 높은 것은 채권가격이 아닌 주가이다. 금리경로를 거쳐 위험선호가 살아나고 경기개선 기대로 이어지면서 연준자산과 S&P 500, 심지어 글로벌 M2 잔액과 글로벌 주가의 높은 상관관계가 설명된다<그림 13, 14>. 돌려 말하면 역으로 자산이 축소되기 전까지 수요축소 공포로 채권시장이 약세일 수 있으나 궁극적으로 위험자산 부담이 커질 수 있다는 이야기다.

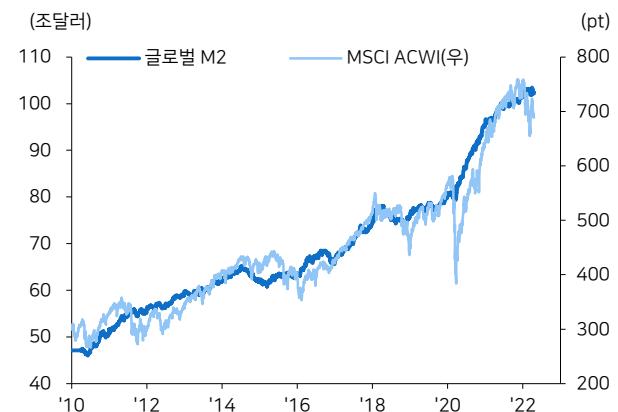
과거 금리인상 초기 중시 벨류에이션 부담만 보더라도 이번 펜데믹 구간에서 비싸진 중시 부담은 아직 높은 편이다<그림 15>. 금리상관관계가 높은 은행주 약세 또한 현재 통화정책 환수부담을 간접적으로 보여준다<그림 16>.

그림13 연준자산과 상관관계가 높은 것은 금리가 아닌 주가



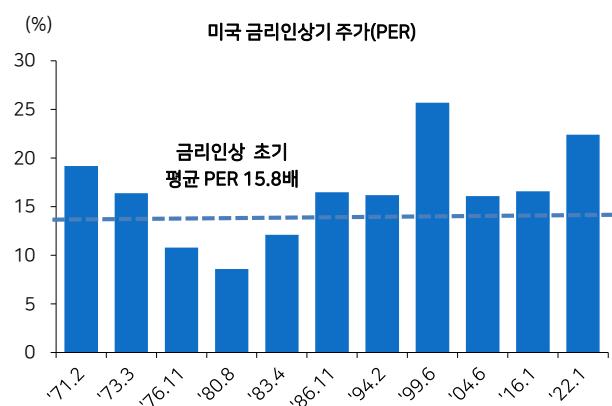
자료: Bloomberg, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림14 금융위기 이후 글로벌 유동성과 주가는 동행



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국 주식시장 최근 조정에도 벨류에이션 부담 있어



자료: BofA, 메리츠증권 리서치센터

그림16 금리상승에도 약세를 나타내고 있는 은행주



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

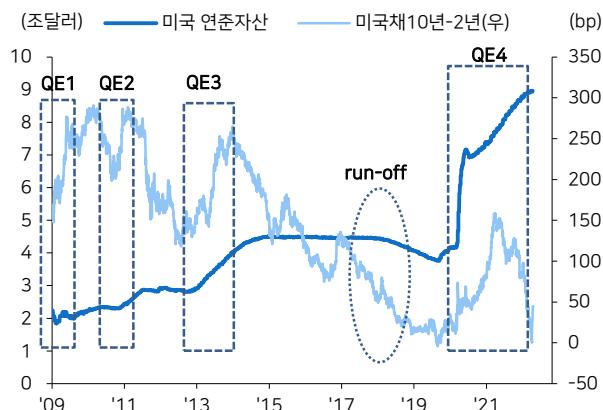
연준 미국채 보유잔고 많다고  
일드커브 컨트롤 가능하지 의문

연준자산 축소를 활용해 장단기금리 역전을 해소할 수 있는 여력(?)이 있다는 주장도 연준보유 장기채 축소로 일드커브를 컨트롤할 수 있을 것이라는 기대에 기인한다. 실제 3월 FOMC 의사록과 브레이너드 연준 부의장 지명자의 연준자산 축소 발언 이후 미국10년-2년 역전은 해소되고 30bp 이상 정상화 되었다.

그렇지만 경험적으로 연준이 채권을 매입할 때 장기금리는 올랐고, 장단기금리차는 확대되었다<그림 17>. 2018~19년 연준자산 축소가 1년간 9천억 달러 규모로 줄이는 과정에서도 계획이 발표되고 실제 축소 직전에 일시적 금리차 확대가 있었으나 축소기조 자체는 바뀌지 않았다<그림 18>. 이번이 당시보다 연준보유 채권 규모가 많고 속도가 2배나 빠를 것이라고 하나 내용적으로 차이는 없다.

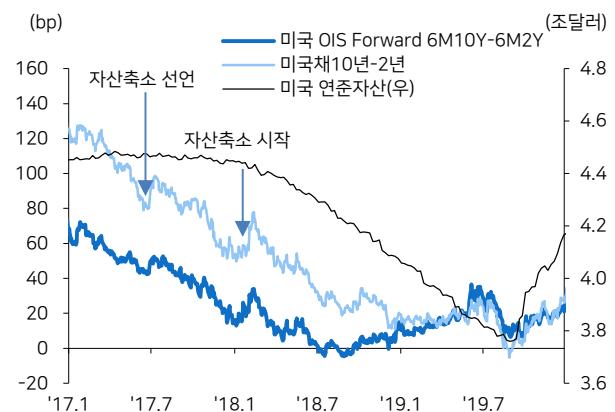
인플레이션 대응으로 통화정책의 긴급한 전환에 이전 구조적 문제들은 보이지도 않지만 new-normal을 지지했던 요인들이 해소되었다고 말하기 어렵다<그림 19>. 단기선도금리차(OIS18M3M-미국채3개월)가 통화정책 여력을 나타내고 있으나 곧 금리인상과 함께 줄어드는 과정도 확인이 필요하다<그림 20>.

그림17 자산확대에 금리차 확대, 자산축소에 금리차 축소



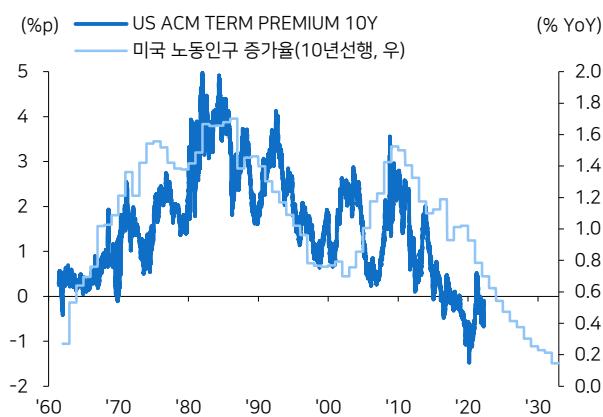
자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 2017년 계획과 실행 직전에 금리차 확대구간 존재



자료: Bloomberg, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림19 뉴노멀을 지지했던 구조적 문제는 다 사라졌는가?



자료: NY Fed, UN, 메리츠증권 리서치센터

그림20 아직 미국 정책여력 존재하나 급격히 소진될 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 연준자산 축소만큼 재정정책 대응 점검도 중요한 변수

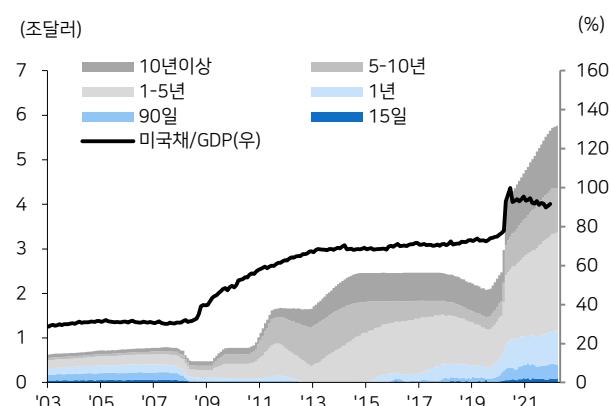
미국 재무부 늘어난 정부부채와  
금리급등으로 장기채 발행 부담

당사 주식전략 하우스뷰가 존재하나 채권&자산배분 관점에서는 유동성 축소에 따른 리스크 부분을 염려하지 않을 수 없다. 때문에 우리는 연준자산 축소가 진행되면 불안&불확실성으로 오르던 금리보다 위험자산의 민감도가 높아질 수 있는 위험도 점검이 필요하다 취지에서 본 자료를 작성했다.

그 과정에서 시장이 오해하는 부분은 '장단기금리차 역전'관련 부분인데, 이는 채권시장이 경기여건을 반영하는 현상이지 금리역전 해소가 정책의 목적이라고 말하기 어렵다. 금리역전으로 경기침체 우려가 높아지니 연준이 장기채를 더 매도하여 유동성을 더 줄여서 해결하겠다는 말인데 금융시장 여건은 더 악화될 것이다.

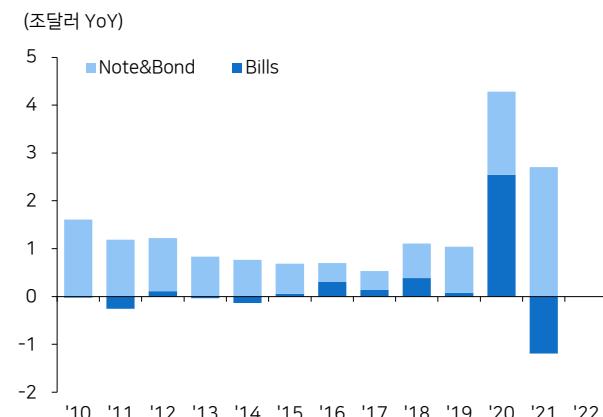
실물경제를 지지할 수 있는 적정수준 이상으로 금리가 오르면 경기가 둔화되는 것은 균형이며, 요인이 물가일수록 구매력 훼손과 함께 부담은 더 크다. 연준이 늘려놓은 자산을 줄이듯이 정부 역시 펜데믹 국면에서 늘어난 지출과 공공부채(순수국채만 GDP의 100% 육박) 부담이 크다<그림 21>.

그림21 미국 정부부채 증가와 연준보유 만기별 채권구성



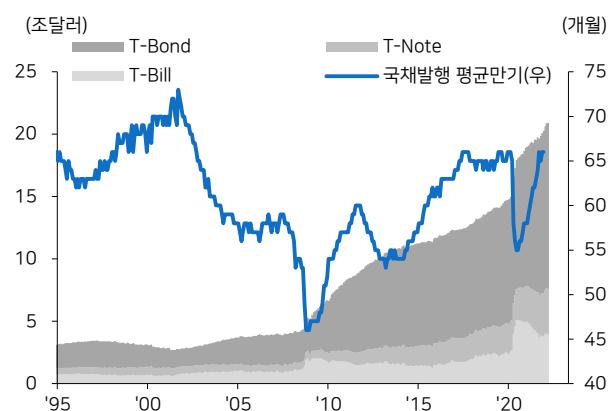
자료: US Treasury, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림22 미국채 순발행, 펜데믹 국면 단기채 급증 이후 상환



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림23 미국채 발행 평균만기 다시 높은 수준 복원



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림24 내가 엘린이라면 Bond보다는 Bill을 발행할 것



자료: US Treasury, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

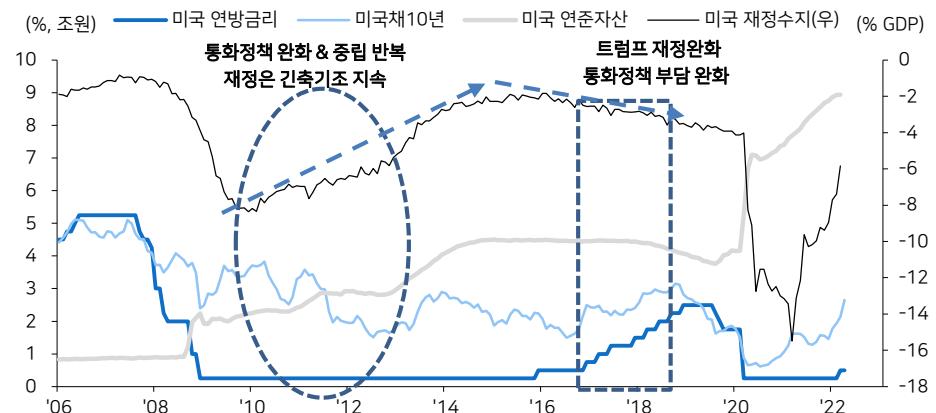
통화정책과 재정정책 공히 환원  
하반기 민간경제 자생적으로 가야

사정이 급했던 2020년은 만기가 짧은 T-Bill 중심으로 조달을 했다가 시장여건이 안정되자 단기채를 상환하고 균형재정을 위한 만기간 긴 채권으로 조달을 변경했다<그림 22>. 2020년 평균 국채발행 만기는 55개월까지 줄었다가 2021년 이전 수준을 복원시키면서 장기채 발행이 늘었다<그림 23>. 때문에 전반적인 채권 드레이션은 높은 반면, 단기채 비중은 낮은 편이다<그림 24>.

미국 재무부 입장은 현재 3%를 넘어서는 5년 이상 장기채 금리를 GDP의 100% 까지 늘어난 부채규모를 감당하면서 늘리는 것은 부담일 것이다. 펜데믹 위기국면에서 정부부채가 급증했지만 낮아진 이자효과로 정부이자 부담은 낮게 유지했지만 이미 2018년 금리인상기 이자부담을 넘어섰다<그림 26>. 이는 지난해 7월 CBO가 예상한 이자부담 경로와 금리경로를 훨씬 초과한 수준이다<그림 27>.

미국 재무부는 지난해 하반기부터 재정적자 규모를 빠르게 줄이고 있어 통화뿐만 아니라 재정정책 또한 균형을 회복하기 위한 노력 중인데 이는 앞으로 실물경제는 정책지원 없이 민간 자생적으로 끌고 가야 한다는 의미기도 하다<그림 25>.

그림25 미국 통화정책 못지 않게 재정정책 환수 속도도 매우 빠른 상황



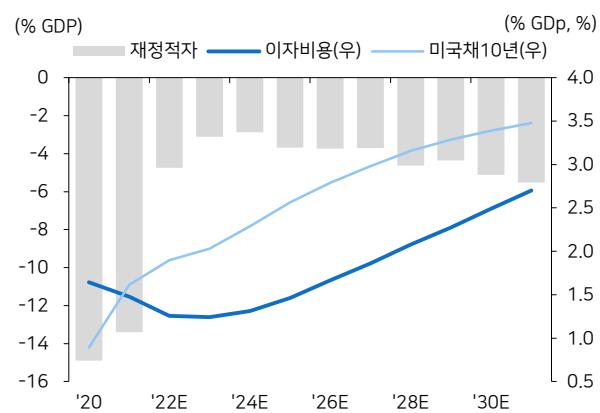
자료: FRB, Bloomberg, US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림26 미국 정부부채 늘어난 만큼 비용도 늘어나고 있어



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림27 CBO전망 미국채10년 3%는 한참 뒤 이야기였음



자료: CBO(21년7월 전망이 최신), 메리츠증권 리서치센터

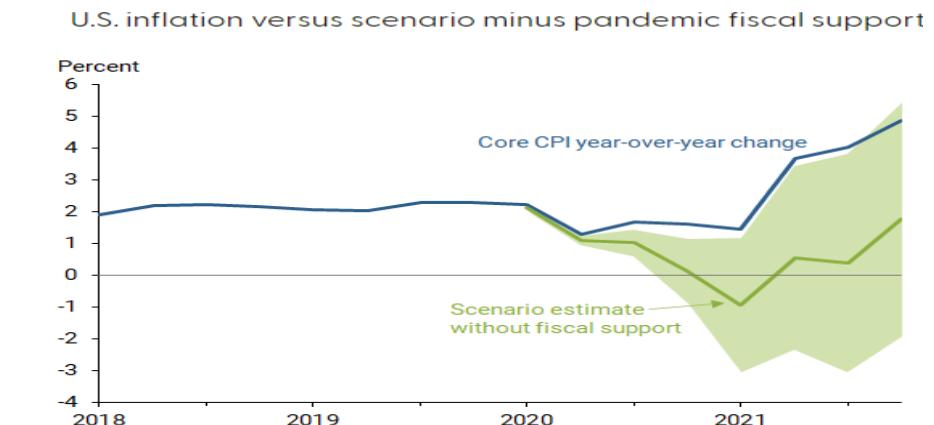
연준자산 축소로 인한 나비효과  
채권을 넘어 다른 영역까지 염려

상기했듯이 필자가 미국 재무장관이라면 장단기금리가 역전될 부담이 있다고 해도 현재 국면에서 장기채 발행을 늘리는 것보다는 다시 여력이 생긴 단기채 중심으로 이자부담을 줄이고 채권시장 균형을 회복시키는 것도 고민할 것이다. 게다가 이번 인플레이션 급등에 막대한 재정지출의 기여도가 높다는 점을 고려할 때 당분간 재정정책도 균형회복에 무게를 둔 정책시행이 필요할 것이다<그림 28>.

연준자산 축소의 목적은 '인플레이션과 자산가격 안정'이 핵심이며, 일부 장단기금리 역전 같은 현상에 대응도 기대할 수 있으나 이는 유동성 축소관점에서 자산시장에 또 다른 부작용을 낳을 수 있다. 그리고 재정정책은 현재 늘어난 부채규모에 금리상승으로 연준이 생각하는 것과는 다른 생각(단기채 발행 증가)을 할 수 있다는 점도 생각해볼 거리이다.

연준이 제시하는 현재 미국채금리 상승의 원인은 인플레기대에 단기실질금리 상승까지 더해지고 수급여건 여건은 대부분 소멸된 상황이다<그림 29>. 연준자산 축소가 채권시장의 악재에 그칠 것으로 치부해서는 안될 것이다.

그림28 샌프란시스코 연준, 미국 근원물가 상승에 재정정책 기여 매우 높다고 분석



자료: SF Fed 재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림29 실질 단기금리로 반영되고 있는 정책기대와 수급여건 금리하방 요인 대부분 소진

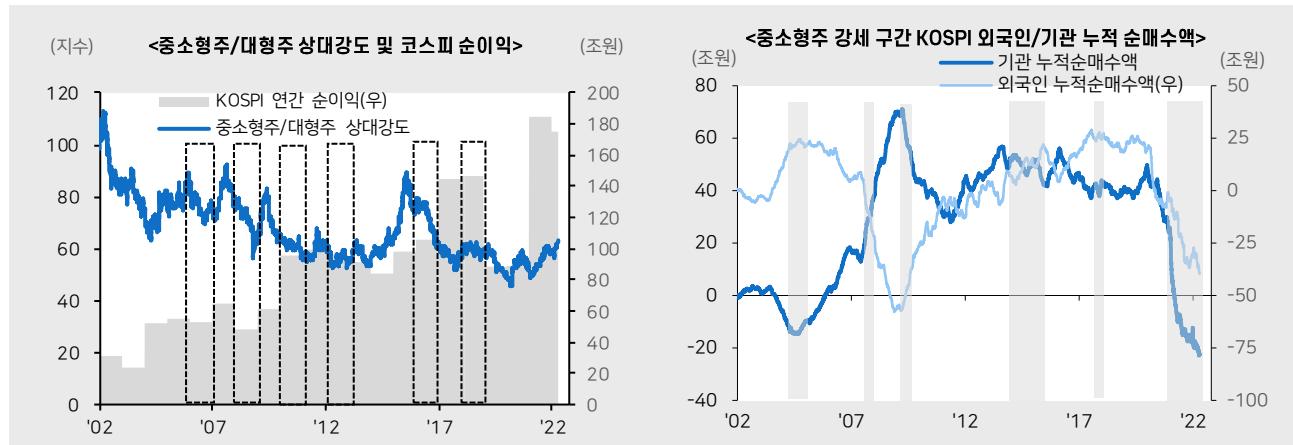


자료: FRB(DKW model), 메리츠증권 리서치센터

## 오늘의 차트

이진우 연구위원

## 중소형주 강세 국면의 배경과 시사점



주: 기관/외국인 누적순매수액은 2002년 1월 기준

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

2021년 6월 이후 국내 증시의 약세 흐름이 지속되고 있다. 이는 기업실적 역성장에 대한 우려를 반영한 것으로, 현재 시장의 2022년 KOSPI 순이익 예상치는 175조원 수준이다(-5.3% YoY). 특징적인 점은 경기 둔화에 대한 우려가 커지는 가운데 연초 이후 사이즈 팩터의 시장 설명력이 높아졌다는 것이다(YTD 수익률 대형주 -8.5%, 중형주 -2.2%, 소형주 +5.3%). 이에 2000년 이후 국내 증시 내 중소형주 강세 국면들을 살펴보고 이를 통해 시사점을 얻고자 한다.

과거 여섯 차례 중소형주 강세 구간에서는 공통적으로 기업실적 성장성 둔화가 관찰되었다. 2001년 이후 KOSPI 순이익 평균 성장률은 32.4%인 반면, 중소형주 강세가 시작된 다음 해 이익의 평균 성장률은 11.6%에 불과하다(금융위기 제외).

특징적인 부분은 중소형주/대형주 상대강도와 외국인 누적순매수액간의 관계이다. 과거 중소형주 강세장에는 외국인이 포지션을 매도하는 경향을 보였다. 이는 주도주 실적 성장성 둔화에 대한 우려가 시장에 투영된 결과로 보인다. 실적에 기반한 외국인의 주도주 매도세가 대형주 수급에 비우호적으로 작용하고, 이에 상대적으로 주가수익률에 대한 기대가 높아진 중소형주에 대한 시장의 관심이 늘어난 것이다. 2021년 초 30% 수준이었던 외국인의 대형주 거래대금 비중이 50%에 가까워진 반면, 중소형주 거래대금의 25% 수준만을 차지하고 있음이 이를 방증한다.

전술한 요소들을 고려했을 때, 중소형주 강세 흐름이 지속될 수 있을 지에 대한 판단을 위해서는 22년 1분기 실적발표에 주목할 필요가 있다. 러시아 제재, 선진국 금리인상 등 대외 불확실성이 확대된 상황에서 실적발표가 기업실적 불확실성을 일부 완화시키며 실적 방향성에 대한 가늠자 역할을 수행할 수 있을 것으로 보인다.

## 칼럼의 재해석

이효진 수석연구원

## 넷플릭스가 광고형 요금제를 도입한다면? (The Streamable)

2020년 이후 구독자 증가세 둔화를 겪고 있는 넷플릭스의 지난 3개 분기간 구독자 증가율은 한자리수 성장에 그쳤다.

구독자 수 성장을 감소보다 더 큰 문제는 시장 포화인데, 전체 북미 1억 3천만 가구 중 2021년 말 기준 7천 5백만명이 넷플릭스를 이용하고 있다. 일반 tv 이용자 수가 8천 4백만명이고, 넷플릭스의 계정 공유를 고려했을 때 침투율은 이보다 훨씬 높을 것이다. 넷플릭스는 매출 정체를 상쇄하기 위한 방안으로 요금 인상이나 계정 공유에 대한 추가 요금을 부과하는 방안을 채택하고 있는데, 이 외에도 광고가 대안이 될 수 있다.

## 넷플릭스의 주가 부진

## 구독자 증가 둔화에 대한 우려로 부진한 넷플릭스 주가

코로나19가 발생하고, 사람들이 집에서 보내는 시간이 늘어나면서 스트리밍 서비스에 대한 수요가 증가했고, 이에 따라 넷플릭스의 주가는 크게 상승했다. 하지만 구독자 상승세 둔화와 디즈니 플러스 런칭 등 경쟁 심화로 주가는 하락세를 보이기 시작했다. 지난 1월 20일 4Q21 실적발표에서 넷플릭스는 전망치를 크게 하회하는 구독자 수 가이던스를 제공했고, 주가는 약 22% 하락했다. 최근 주요국들의 거리두기 완화에 따른 외부 활동 증가와 물가 상승으로 인해 비필수적 비용을 줄이려는 가구가 증가하고 있다. 이로 인해 구독자 수가 더 감소할 것이라는 예상에 주가는 회복하지 못하고 있다.

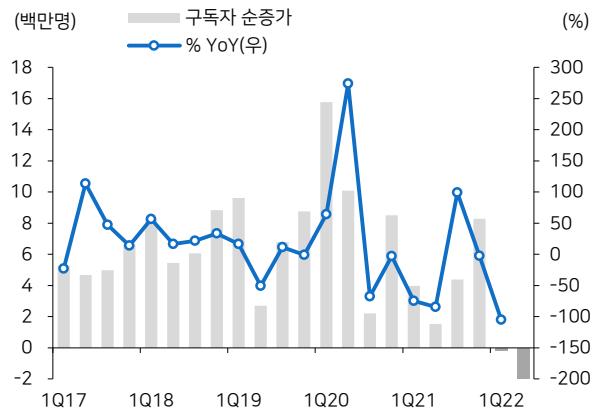
지난 4월 19일 넷플릭스는 1Q22 실적 발표를 통해 구독자가 20만명 감소했으며, 2분기에는 -200만명이라는 가이던스를 제시했다. 러시아에서의 서비스 중단(-70만명)을 제외하더라도 구독자 증가 수는 50만명에 불과하며, 1분기 가이던스가 250만명임을 고려했을 때 결코 긍정적인 수치는 아니다.

그림1 넷플릭스, 디즈니 주가 추이



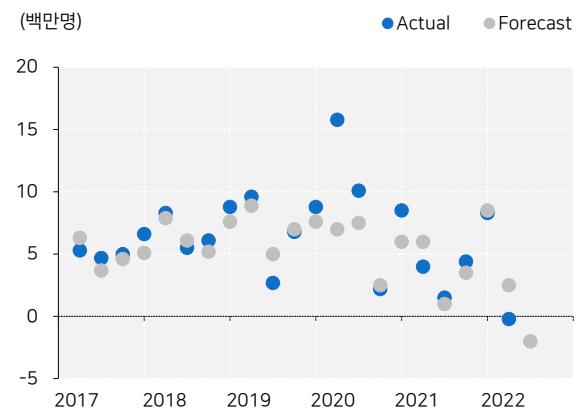
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림2 넷플릭스 구독자 순 증가 추이 및 성장률



자료: 넷플릭스, 메리츠증권 리서치센터

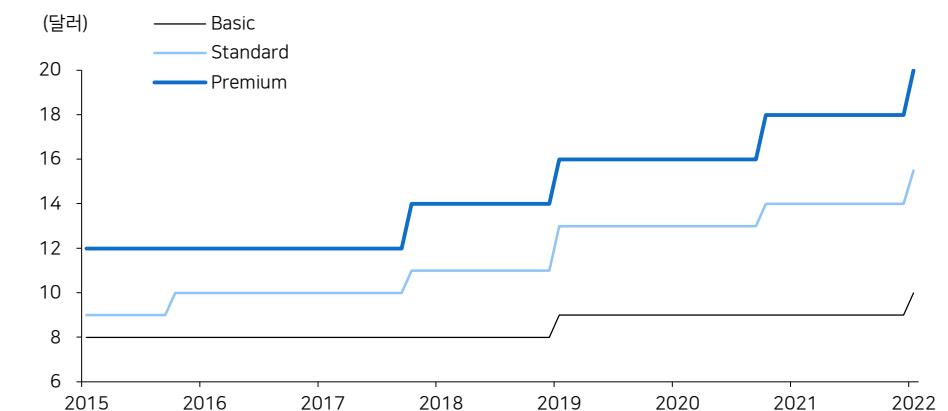
그림3 넷플릭스 분기별 구독자 예상치와 실제 수치



자료: 넷플릭스, 메리츠증권 리서치센터

넷플릭스는 구독료 인상이나 계정 공유 과금 등의 방식으로 마진 개선을 꾀하고 있다. 2017년 이후 미국 기준으로 Premium과 Standard 요금은 4번, Basic 요금은 2번 인상되었다. 넷플릭스는 함께 살지 않는 가족이나 친구와 계정을 공유할 시 추가 요금을 부과하는 정책을 지난달부터 칠레와 코스타리카, 폐루에서 시범 도입 중이다. 추가 요금은 인당 약 3달러이며 최대 2명까지 공유가 가능하다.

그림4 넷플릭스 구독료 인상 추이(美 기준)



자료: 넷플릭스, 메리츠증권 리서치센터

## 광고형 저가 요금제 도입하는 디즈니플러스

### 광고형 저가 요금제 도입하는 디즈니플러스

지난 달, 디즈니플러스는 광고를 포함한 저가 요금제 도입 계획을 밝혔다. 아직 가격이나 광고 도입 형식 등 구체적인 내용은 발표되지 않았으나 해당 요금제는 올해 안에 도입될 예정이다. 디즈니플러스는 2024년까지 2억 3천~2억 6천만 구독자를 달성하겠다는 목표를 제시했으나 2007년에 서비스를 시작한 넷플릭스의 구독자가 현재 2억 2천만에 정체되어 있음을 고려했을 때, 디즈니플러스의 목표 달성을 쉽지 않을 것으로 예상된다. 디즈니는 이미 광고형 요금제를 제공하고 있었던 또 다른 스트리밍 서비스 Hulu를 통해 광고 도입이 디즈니플러스에게도 효과가 있다고 판단했을 것으로 추정된다.

시청자들의 집중도 저하나 부적절한 광고에 대한 우려가 있을 수 있으나 디즈니는 Investor Day에서 '컨텐츠의 주제에 벗어나거나 방해되는 광고는 없을 것이며, 주된 시청자가 가족 단위임을 고려하여 그에 적합한 광고만을 선정할 것'이라고 언급했다.

## 북미 시장 내 스트리밍 서비스 경쟁 심화

그동안 넷플릭스가 스트리밍 시장에서 지배적인 M/S를 보여왔지만 19년 말 디즈니플러스를 시작으로 신규 서비스들이 지속적으로 출시되고 있다. 아마존은 기존 prime 배송 멤버십에 추가 요금 없이 비디오 스트리밍 서비스를 제공하고 있으며, 최근 무료 서비스인 Amazon Freevee를 시작할 것임을 밝혔다. 또한 HBO Max와 Peacock, Paramount+ 등은 5달러 정도 저렴한 광고형 요금제를 제공하는 등 북미 시장 내 경쟁이 심화되고 있다.

표1 북미 시장에서 제공되고 있는 스트리밍 서비스

	Netflix	Disney+	Hulu	Amazon prime video	HBO Max	Discovery+	Apple tv+	Peacock	Paramount+
구독자(백만명)	222	130	45.3	200 (prime 기준)	73.8 (HBO 포함)	22	미공개	9 (무료포함24.5)	32.8
구독료(달러)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Basic: 9.99</li> <li>■ Standard: 15.49</li> <li>■ Premium: 19.99</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Basic: 7.99</li> <li>■ Bundle: 13.99</li> <li>■ 광고X: 19.99</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 광고 0: 6.99</li> <li>■ 광고 X: 12.99</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Only video: 8.99</li> <li>■ Prime 배송 멤버십: 14.99</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 광고 0: 9.99</li> <li>■ 광고 X: 14.99</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 광고 0: 4.99</li> <li>■ 광고 X: 6.99</li> </ul>	4.99	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 무료</li> <li>■ 광고 0: 4.99</li> <li>■ 광고 X: 9.99</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 광고 0: 4.99</li> <li>■ 광고 X: 9.99</li> </ul>
광고형 유무	X	도입 예정	0	X	0	0	X	0	0

주: Disney+ Bundle은 Disney+, Hulu, ESPN을 포함한 요금제

자료: 메리츠증권 리서치센터

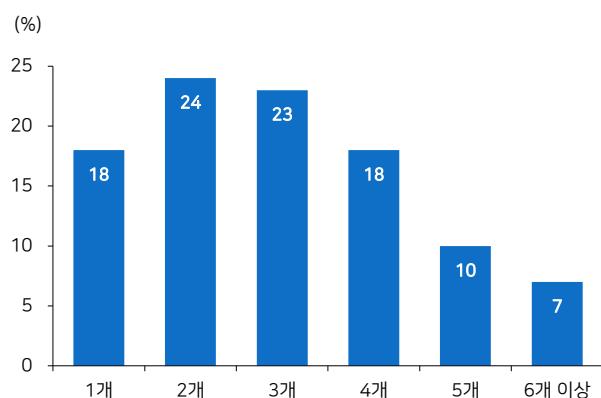
2021년 12월부터 올해 1월까지 집계된 통계에 따르면, 미국 가구 중 약 58%가 3개 이상의 스트리밍 서비스를 구독하고 있으며 1개만 구독하는 비중은 18%에 불과하다. 예를 들어 한 가정에서 메인 서비스 4개를 구독한다고 가정해보자. 이 때 Amazon prime video는 프라임 배송 멤버십이 아닌 video only, 디즈니는 Hulu와 ESPN+이 함께 제공되는 bundle 요금제를 기준으로 한다. 만약 광고가 없는 요금제를 선택한다면 월 53.96달러가 소요되고, 광고형 요금제를 선택한다면 11달러 저렴한 42.96달러가 부과된다. 이 11달러는 추가로 광고형 Peacock과 Paramount+ 두 가지를 이용할 수 있는 금액이며, 디즈니플러스가 광고형 요금제를 도입한 이후에는 더 큰 차이가 발생할 것이다.

표2 광고 유무에 따른 구독료 차이

(달러)	Netflix	Amazon prime video	Disney+ bundle	HBO Max	Total
광고 X	9.99	8.99	19.99	14.99	53.96
광고 O	9.99	8.99	13.99	9.99	42.96
구독료 차이	0.00	0.00	6.00	5.00	11.00

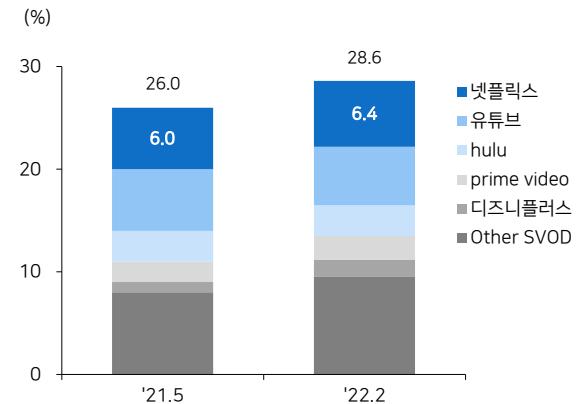
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 美 가구당 구독 스트리밍 개수 비중



자료: Nielsen, 메리츠증권 리서치센터

그림6 美 TV 시청 시간 분포



주: Hulu와 유튜브는 virtual MVPD 서비스 포함

자료: Nielsen, 메리츠증권 리서치센터

다양한 스트리밍 서비스가 출시되면서 넷플릭스와의 계약을 종료하고 영화나 드라마를 직접 제공하는 경우가 늘고 있다. 미국 인기 TV시리즈인 '빅뱅이론'은 더 이상 넷플릭스에서 시청할 수 없으며 이를 보기 위해서는 HBO max를 구독해야 한다. 마블 시리즈인 'Dare Devil', 'Luke Cage' 그리고 TV시리즈 '모던패밀리' 등도 현재는 넷플릭스가 아닌 디즈니플러스에서만 찾아볼 수 있다. 다양한 컨텐츠를 즐기고 싶은 소비자에게는 점점 비용 부담이 커져가는 상황이다.

그동안 광고에 강경한 입장을 보여왔지만, 처음으로 구독자 감소세를 경험한 넷플릭스는 이번 실적 발표를 통해 광고를 도입할 가능성이 있음을 밝혔다.

광고형 저가 요금제의 도입은 넷플릭스에게는 새로운 구독자 유입과 추가 수입원을, 구독자에게는 스트리밍 서비스 A or B 중 선택해야 하는 것이 아닌 A and B 모두 구독이라는 대안을 제공할 수 있을 것이다.

원문: *What Would Happen if Netflix Finally Offered Ad-Supported Plan?*