

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 7. 19 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

성장주의 두 번째 시험, 환경은 마련됐다

오늘의 차트

베버리지 곡선으로 바라본 미국 노동시장

칼럼의 재해석

에너지 안보, 대체보다 공존이 우선

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

성장주의 두 번째 시험, 환경은 마련됐다

- ✓ 경기침체 유무 보다는 경기침체가 온다면 어떤 모습일지가 중요. 지금과 유사한 시기는?
- ✓ 성장주의 두 번째 시험대: 환경은 조성됐다. 온라인 산업의 선전이 대표적
- ✓ 이제는 기업이 증명할 때: 넷플릭스, 아마존 등 온라인 성장기업 2분기 증명이 중요

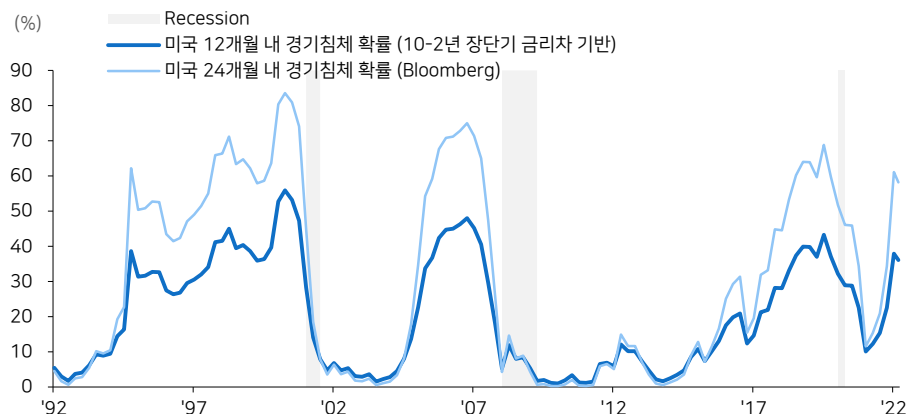
호재는 없다. '과함(Oversold)'에 대한 인식이 있을 뿐

경기침체 자체 보다,
'어떤' 경기침체일지가 중요

지금 주식시장의 명확한 반등 이유는 없다. 걱정이 과도했다라는 인식이 오히려 설득력 있을 법하다. 기대감이 살아나는 것도 아니다. 조정의 깊이에 비해 아직은 반등의 폭이 미약해서 그런 것인지 제법 강한 주가 반등이지만 거래량은 여전히 정체되고 있다. 주가 반등에도 아직은 추세적인 회복을 기대하는 시각이 적다는 뜻이다. 진부하지만 '악재에 시장이 무너졌다'라는 표현이 어울리는 시기다.

'경기침체' 이슈도 마찬가지다. 투자자들이 궁금한 것은 경기침체 유무가 아니다. 금융시장에서는 침체 자체보다는 침체가 온다면 어떤 경기침체일 것인가가 중요해졌다. 그래야 더 인내를 할 것인지를 결정할 수 있기 때문이다. 우리는 경기침체가 오더라도 예전과 같은 구조적인 침체(ex. 디레버리징) 가능성은 낮게 본다.

그림1 지금은 경기침체(Recession) 유무 보다 '어떤' 경기침체일 것인가가 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

경기침체가 온다면 지금은 어디에 가까운가?

'70's는 소비충격, '00년은 실물이 아닌 금융충격, '08년은 복합충격

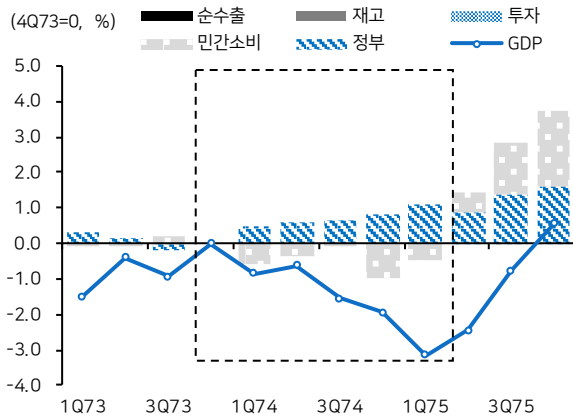
경기침체의 방식은?

- 1) '70년대 식
- 2) '00년 충격
- 3) '08년 복합위기

'GDP= C(소비) + I(투자) + G(정부지출) + NX(순수출)'의 공식으로 경기침체의 원인을 단순화 시켜 해석해 보면, 두 가지 부류로 나눌 듯 하다. '소비(가계)'나 '투자(기업)' 부분의 훼손이 나타날 경우다.

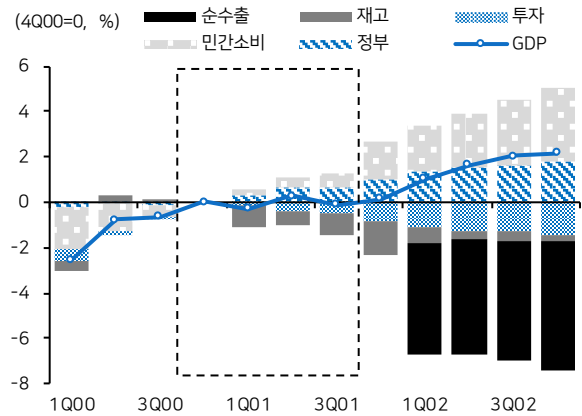
미국의 분기별 GDP 성장률 기여도를 도해해보면, 70'년대의 경기침체는 높은 인플레이션 지속으로 인한 소비부문의 충격이 원인이었고, 00'년 IT버블 붕괴로 인한 경기침체는 실물 충격보다는 금융충격에 가까웠다. 소비 부분의 훼손은 없었기 때문이다. 투자와 재고부문의 조정이 있었을 뿐이다. 금융위기는 원인이 복합적이었다. 소비를 비롯 투자 & 재고 부문의 전방위적인 위축이 장기간 이어졌고, 그 트리거는 가계 부문의 '디레버리징(부채축소)'이었다.

그림2 미국 분기별 GDP 성장률 기여도: 70's 고물가 시대



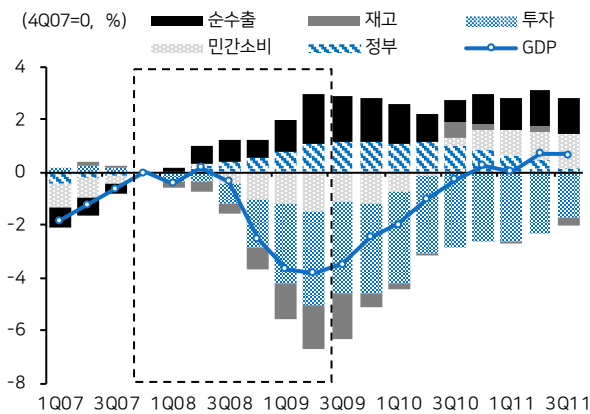
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 분기별 GDP 성장률 기여도: IT버블



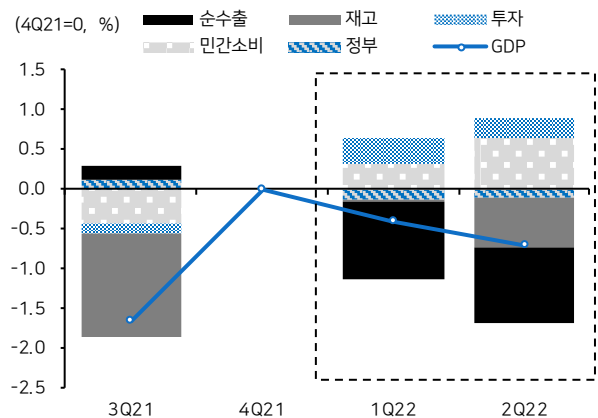
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 분기별 GDP 성장률 기여도: 금융위기



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 분기별 GDP 성장률 기여도: 현재



주: 2Q22는 GDPNow Atlanta 추정치 이용

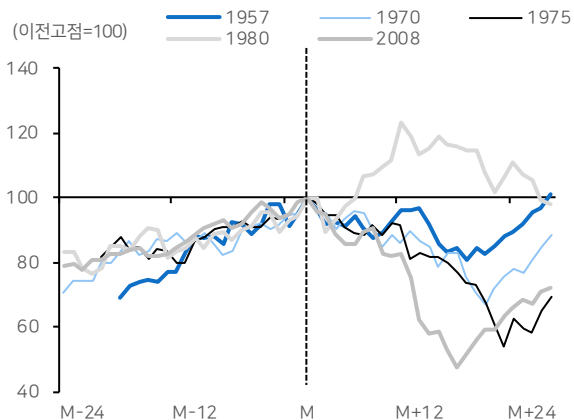
자료: US BEA, GDPNow Atlanta, 메리츠증권 리서치센터

인플레이션 장기화, 부채 문제 아니라면 '00년식에 가까울 것

현재는 어느 쪽에 가까울까? 순수출(NX)부문의 (-) 기여도를 기록하며 기술적 경기침체(Technical Recession) 가능성이 제기되고 있지만 당장 소비(C)나 투자(I)의 급감이 진행되고 있는 것은 아니다. 시차를 두고 소비 위축이 더해질 지는지를 확인해야겠지만, 1) '70년대와 같은 높은 인플레이션이 장기간 유지되거나(결국 소비 위축으로 연결), 2) '부채'의 문제로 위기가 확산되는 시나리오가 아니라면 '70년대와 '08년대식의 경기침체 가능성은 낮다. 오히려 인플레이션 압력이 완화되기 시작한다면 경기침체의 경로와 원인은 '00년에 가까울 수 있다. 이 경우 '짧은 경기침체'이다. (경기침체의 세부적인 원인과 인플레이션 완화기 속의 시사점은 추후 전략공감 시리즈에서 다룰 예정)

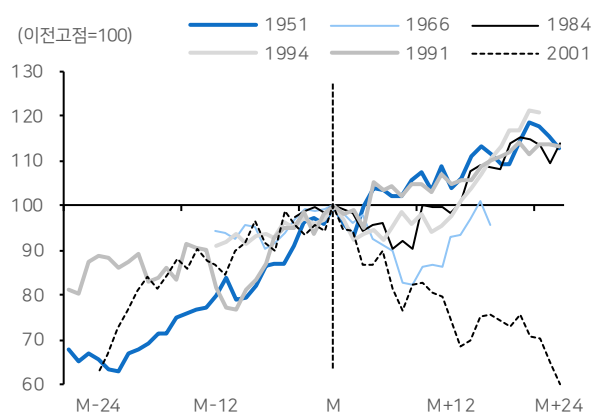
짧은 경기침체라는 인식이 확산된다면 시장의 회복력은 빨라질 수 있다. 인플레이션 이후 찾아오는 경기침체의 깊이와 기간에 따라 주식시장의 결이 달라졌기 때문이다. 1950년 이후 미국 S&P500의 인플레이션 고점 전후 주가 경로를 살펴보면, Deep Recession의 경우 전고점 회복까지 2년 이상의 시간이 소요된 반면 Mild Recession의 경우 1년 미만의 기간이 필요했다.

그림6 Deep Recession: 전고점 회복에 2년 이상 소요



주: 물가 상승률 고점 이전 S&P500 고점일을 100으로 환산(M=0)
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림7 No or Mild Recession: 추세 회복 1년 미만



주: 물가 상승률 고점 이전 S&P500 고점일을 100으로 환산(M=0)
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

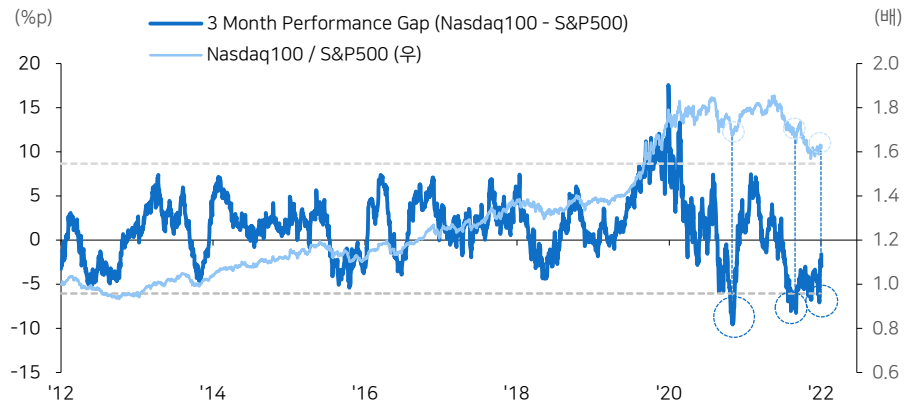
최근 시장의 해석이 달라진 이유

최근 시장이 당장의 인플레이션 쇼크 보다는 실물지표(경제지표, 기업실적)의 '선전'에 무게를 두고 있는 이유도 여기에 있다. 미국 CPI와 금융주 실적에 대한 시장의 해석이 그렇다. 경기침체 자체보다는 경로를 따지는 것이 중요해졌고, 역설적으로 깊은 경기침체가 아닌 짧은 경기침체의 근거가 필요한 시기이다.

단기적 현상일지라도 지금 시장은 반등 국면에 진입했다고 본다. 대표적 소외 섹터였던 헬스케어의 반등이 글로벌 시장 공통적으로 진행되고 있는 것이 대표적인 예이고, 주가 낙폭이 상대적으로 컸던 나스닥의 강세가 이어지고 있는 점이 그렇다. 반등의 관건은 '추가 후퇴'가 아닌 '성장 지속'에 대한 증명이다.

지난 조정의 경로를 복기해 보면 성장주 조정의 진짜 이유는 인플레이션發 금리상승뿐만 아니라 성장(g)의 정체가 결정적이었다. 금리 상승을 상쇄할만한 성장이 없다면, 성장이 실망스러운 기업일수록 주가 하락폭이 가팔랐다. 같은 성장주로 분류되지만 주가 하락폭이 다른 이유를 생각해보자(ex. Netflix vs. Tesla)

그림8 Style Indicator: 성장주(나스닥 중심)의 3번째 반등 시도 중



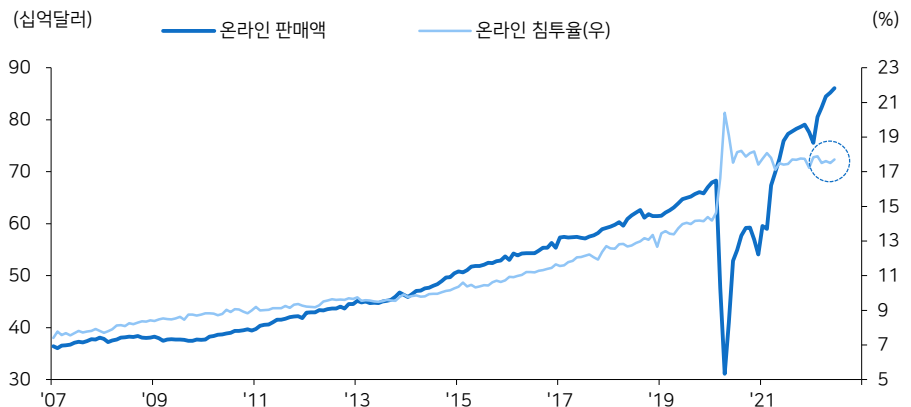
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

성장주의 두 번째 시험대: 반등 환경은 조성됐다. '숫자'가 관건

성장주의 반등 환경은 조성 중
: 온라인 산업의 제자리 찾기

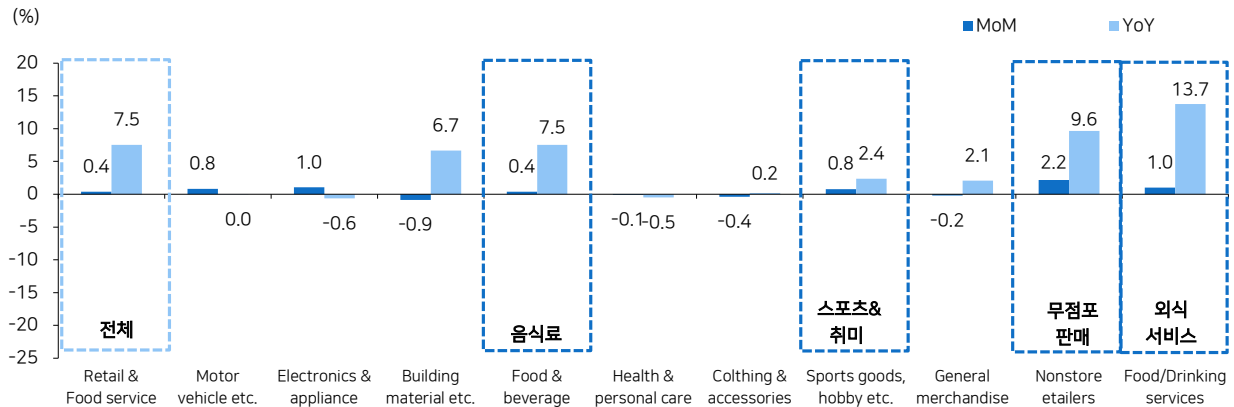
성장주는 올해 두 번째 시험대에 들고 있다. 관건은 성장의 숫자를 2분기 실적 발표를 통해 증명하는 것이 중요하다. 단기 반등의 환경은 조성되고 있다. 대표적으로 온라인 산업의 경우 시장의 걱정보다는(?) 선전하고 있는 듯하다. 급격히 후퇴할 줄 알았던 온라인 침투율의 하락 추세가 멈추고, 소폭의 개선흐름을 보이고 있기 때문이다. 6월 기준 미국 온라인 침투율(소매판매 중 온라인 소비비중 기준)은 17%대를(6월 현재 17.7%) 유지하고 있고, 지난 5월 대비 가장 높게 성장한 부문이기도 하다(MoM +2.2%).

그림9 미국 온라인 침투율(소매판매 중 온라인 비중)과 온라인 판매액: 침투율은 17% 유지



자료: U.S. Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 6월 소매판매 품목별 증감: 온라인(무점포 판매)의 개선?



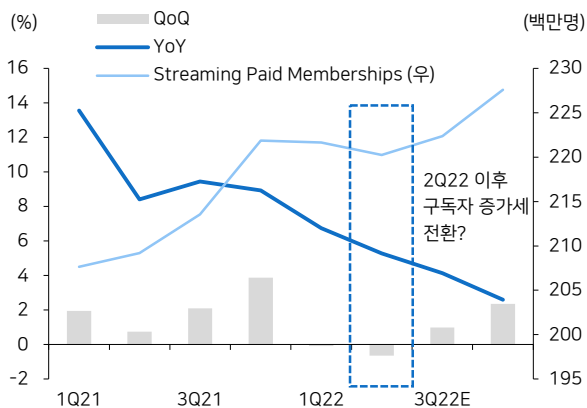
자료: U.S. Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

이러한 흐름은 COVID-19 이후 적정 수준을 찾아간다는 의미로도 해석된다. COVID-19 이전(2020년 1월) 온라인 침투율이 14.2% 수준이었음을 감안하면 여전히 3%p 이상 높은 수준으로 레벨 업 된 상황이다. 어쩌면 지금이 COVID-19가 야기한 온라인 침투율의 적정레벨이 아닐까 싶다.

이제는 기업이 증명하는 것이 관건

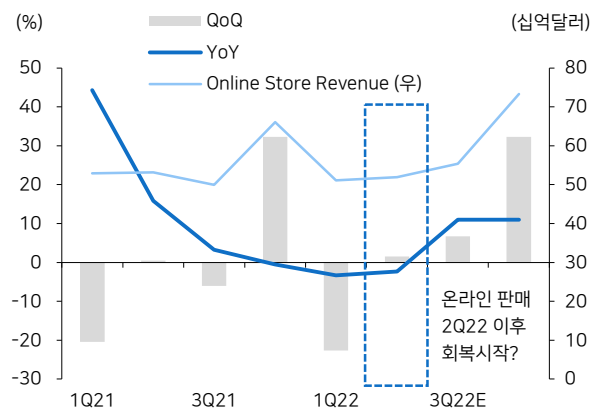
이제 기업이 증명하는 일이 남았다. 분야는 다르지만 온라인 산업에서 가장 큰 수혜를 본 두 기업, 넷플릭스(구독경제), 아마존(온라인 쇼핑 등) 성장 Indicator는 2분기가 변곡점으로 추정된다. 넷플릭스는 가입자 수의 감소세가 일시적일지, 아마존은 온라인 사업 매출의 저점이 지난 1분기였는지를 확인하고자 할 듯 하다.

그림11 Netflix 구독자수 전망: 2Q22 이후 회복 전환?



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 아마존 온라인 매출: 저점은 1Q22?



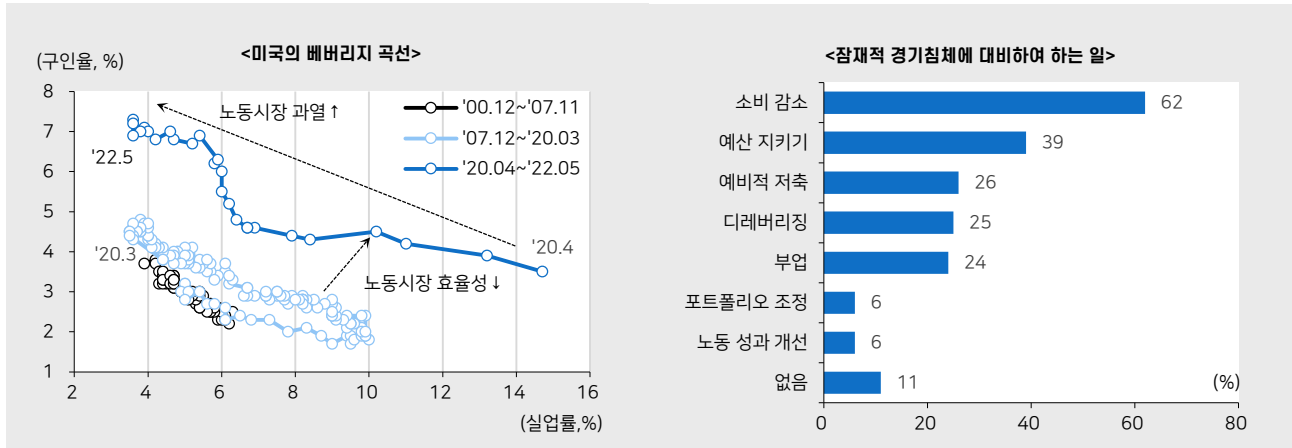
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

국내도 사정은 다르지 않을 듯 하다. 뚜렷한 이유 없는 반등은 없다. 종목별 대응은 여전히 어려운 상황이지만 '낙폭과대 성장주'의 반등이 조금 더 이어질 수 있다고 본다. 지금 시장의 상대적인 Value Stock은 '성장 훼손'이 안된 낙폭과대주이기 때문이다. 트레이딩 관점에서 조금은 포트폴리오의 위험 베타(Beta)를 높여보자.

오늘의 차트

박수연 연구원

베버리지 곡선으로 바라본 미국 노동시장



자료: US BLS, MagnifyMoney, 메리츠증권 리서치센터

베버리지 곡선 해석 방법:

- 1) 곡선 이동: 노동시장 효율성
- 2) 곡선 내 이동: 노동시장 과열

베버리지 곡선은 구인율과 실업률 간 경험적인 역의 상관관계를 나타낸 곡선이다. 해석은 1) 곡선 자체의 이동과 2) 곡선 내 이동 두 가지 측면에서 가능하다. 1) 곡선이 원점에서 멀어질수록 노동시장의 효율성이 낮아졌음을 뜻하며(구인율↑, 실업률↑) 2) 곡선내에서 왼쪽 상단으로 이동할수록 노동시장이 과열되었음을 의미한다(구인율↑, 실업률↓).

현재 미국 노동시장:

- 1) 효율성↓ 2) 과열↑

상기한 두 가지 측면에서 보면, 현재 미국 노동시장은 다음과 같이 요약된다: 1) 팬데믹이 산업별로 불균등하게 영향을 미치면서 구인-구직 격차가 확대된 가운데, 2) 베이비부머 세대의 조기은퇴로 인해 구직자가 줄어들면서 경기회복 이상으로 노동시장이 과열된 것이다.

하지만 통화정책만으로 노동시장
효율성 제고는 어려움

정책입안자인 연준 입장에서 최선의 상황은 실업률을 낮게 유지하는 한편, 구인율만 낮추는 것이다. 하지만 이는 통화정책이 총수요를 조절함으로써 해결할 수 있는 문제가 아니다. 실제로 Blanchard, Domash, Summers(2022)는 긴축정책 하에서 구인율이 감소하고 실업률이 상승하는 것은 당연하다고 언급했다. MagnifyMoney의 6월 서베이 결과 또한 미국 소비자들의 노동 공급 증가가 제한적으로 이루어질 것임을 보여준다. 잠재적인 경기침체에 대비하여 소비를 줄이겠다고 응답한 비율은 62%인 반면, 노동을 늘리겠다고 응답은 24%에 그쳤다.

오히려 자연실업률이 상승했다는
점에서 통화정책 운용 여력
증가했을 가능성

Blanchard 외(2022)는 같은 연구에서 이번 베버리지 곡선의 이동이 미국의 자연 실업률(인플레이션을 가속시키지도, 감속시키지도 않는 실업률 수준)의 구조적 상승을 의미한다고 언급했다. 이는 지금보다 실업률이 상승하더라도 연준이 인플레이션을 중시할 근거로 해석이 가능하다. 전반적인 이번 경기침체 여부 판단 및 정책 전망에 있어 노동시장 중요성이 낮아진 또 다른 이유라는 생각이다.

칼럼의 재해석

이지호 연구원

에너지 안보, 대체보다 공존이 우선 (S&P Global)

에너지 안보란 적정 가격으로 중단 없이 에너지를 공급할 수 있는 능력을 뜻한다. 팬데믹에 이어 러시아-우크라이나 전쟁으로 인해 발생한 에너지원의 공급 차질과 가격 급등은 에너지 안보에 대한 논의를 불러일으켰다. 에너지 안보를 위협하는 요소는 매우 다양한데, 실제로 에너지 시설에 대한 직접적인 타격 및 사이버 테러는 비밀비재하다. 걸프만 지역에서는 올해 2분기에만 물리적인 마찰이 8건 발생했다. 현재까지는 주로 에너지 안보와 관련된 마찰이 대부분 중동지역에 한정되어있고, 국제유가에 미치는 영향이 제한적이었기 때문에 외면되어 왔다. 그러나 이번 러-우 전쟁은 국제사회가 에너지 안보에 대한 경각심을 갖는 계기가 되어야 한다.

에너지 안보 달성을 위해 화석연료에 관심을 갖는 것은 지난 몇 년간 에너지 관련 정책이 탄소중립 달성을 위해 신재생에너지 위주로 이루어졌던 것과 궤를 달리한다. 이번 위기를 통해 국제사회는 미래세대에 대한 준비가 필수적인 점을 인정하면서도 현재 세대의 안정적인 에너지 공급 또한 필요하다는 점을 다시 깨닫게 되었다. 현재 사회는 친환경에너지 전환에 대한 준비가 미비한 상태로, 화석연료에 대한 무조건적인 배척이 아닌 계획적인 접근의 필요하다.

에너지 안보 개념의 재등장

러시아-우크라이나 전쟁이 촉발한 원유와 천연가스 가격의 상승은 에너지 안보에 대한 필요성을 각인시켰다. 에너지 안보의 달성을 위해서는 적정 가격과 적정 물량이 필수적이다. 코로나 팬데믹과 탄소중립 정책을 거치며 상승한 국제유가는 러시아의 수출 차질과 맞물려 브렌트유 기준 장중 140달러/배럴까지 상승했다. 이번 유가 상승은 직접적으로는 유럽, 간접적으로 전세계에 영향을 미치고 있다.

예상과 달리 러-우 전쟁이 장기화됨에 따라 산유국들의 증산, 비축유 방출 등 다양한 시도가 이루어지고 있으나 더욱 근본적인 해결책이 필요한 상황이다. 전쟁 발발 이후 분쟁 지역을 중심으로 총 41건의 에너지 인프라 관련 안보 마찰이 발생, 향후 공급 회복의 불투명성을 심화시키고 있다. 에너지 안보 달성에는 물리적인 마찰 외에도 예방할 요소가 많다는 점을 감안했을 때, 범국가적인 대책이 필요한 시점이다.

표1 2000년 이후 주요 원유 생산 차질

항목	기간	생산 차질	효과	IEA 재고 방출	증산 여력
베네수엘라 - 생산량 감소 → 자국 내 경제 위기로 인한 생산량 급감	2002.11~2003.02	-2.3백만배럴/일	5달러/배럴 상승	×	중간
미국 - 허리케인 → '카트리나'와 '리타' 허리케인의 영향	2005.08	-2.0백만배럴/일	67달러/배럴 기록 (당시 기준 역대 최고치)	○	낮음
나이지리아 - 무장단체의 원유시설 공격 → 원유 생산시설 직접 공격에 따른 생산량 감소	2008.01~2008.06	-0.4백만배럴/일	120달러/배럴 기록	×	중간
리비아 - 내전 → 내전으로 인한 꾸준한 생산량 감소 → 2014년과 2020년에도 유사한 양상	2011.01~2011.08	-1.5백만배럴/일	126.5달러/배럴 기록	○	중간
중동 - 지역 마찰 → 지역간 마찰로 인한 정유시설 공격 → 사우디 연간 생산량의 50% 수준 급감	2019.09	-5.7백만배럴/일	8달러/배럴 상승	×	중간
러시아-우크라이나 전쟁 → 다수의 국가 러시아산 원유 보이콧	2022.02~현재	-1.0백만배럴/일	140달러/배럴 기록	○	낮음

자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

에너지 안보 경각심을 불러일으킨 러-우 전쟁

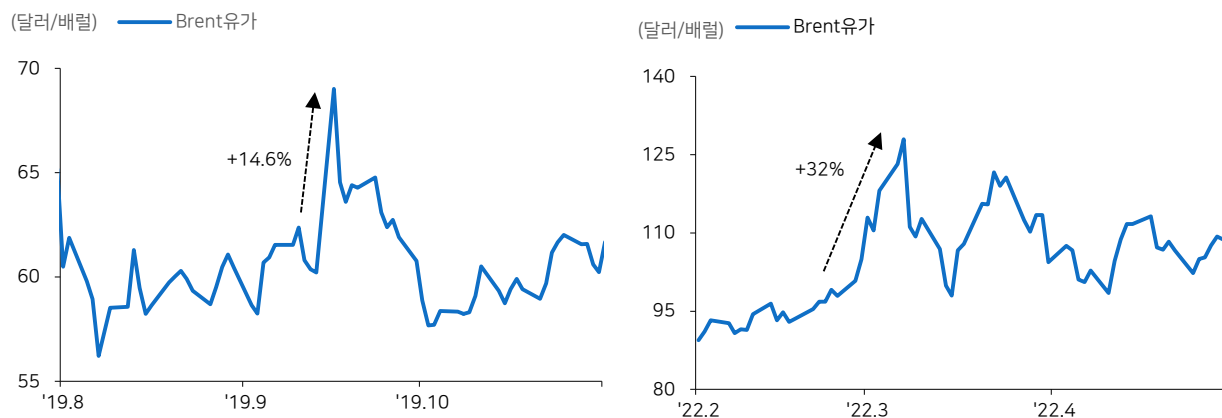
과거 대비 취약해진 에너지 안보

에너지 안보에 대한 위협은 꾸준히 발생해왔다. 특히 원유 생산의 패권을 쥐고 있는 중동지역의 생산설비는 물리적 타격은 물론, 도난과 사이버 공격에 꾸준히 노출되어왔다. 또한 지정학적 리스크와 이를 바탕으로 한 자원 무기화 또한 비일비재했다. 그럼에도 이번 러-우 전쟁이 에너지 안보에 대한 논의를 이끌어낸 중요한 이유는 역사적으로 OPEC+의 원유 생산시설에서 발생했던 공급 차질에 비해 이번 전쟁이 미치는 영향이 훨씬 크게 나타났기 때문이다.

중동 이외 지역에서 발생한 공급 충격에 대비가 미비한 상황

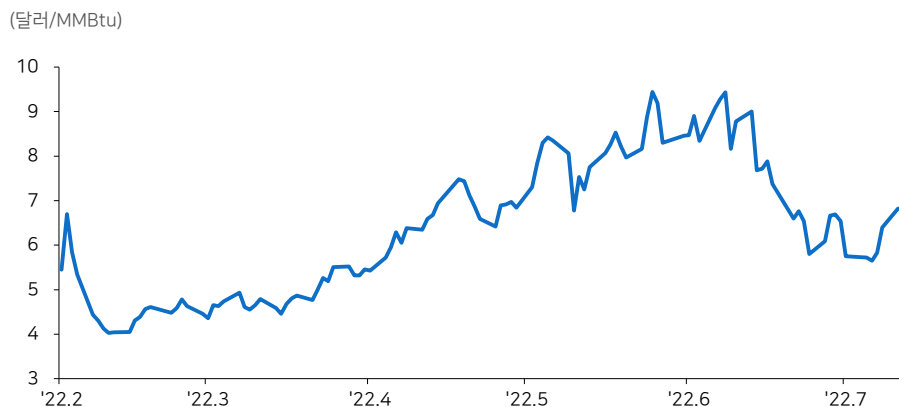
중동지역은 세계 해상 원유 공급량의 30% 이상을 차지하고 있으나, 이 지역의 석유 인프라에 대한 보안 사고가 석유 가격에 미치는 영향은 미미했다. 2019년 중동지역의 마찰로 인해 -570만배럴/일 수준의 생산차질이 발생했을 때에도 유가는 15% 상승하는 데에 그쳤다. 반면, 이번 러-우 전쟁 기간의 생산 차질은 -100만 배럴/일 수준임에도 불구하고 유가는 30% 이상 상승하여 140달러/배럴을 기록했으며, 천연가스 가격은 3배 이상 상승하는 모습을 보였다.

그림1 2019년 중동 지역 마찰 Vs. 2022년 러-우 전쟁이 유가에 미친 영향력 비교



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림2 천연가스 가격 추이



자료: FRED, 메리츠증권 리서치센터

에너지 안보 위협에 대응하는 강력한 수단의 부재

임시방편에 불과한 비축유 방출

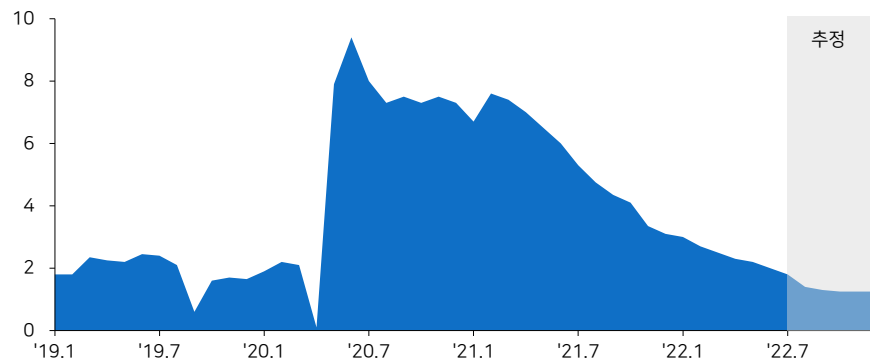
이번 러-우 전쟁은 에너지 안보 측면에서 전략적 비축유, 공급의 다양성 증대, 주요 생산국의 생산여력 회복의 중요성을 상기시켰다. 대 러시아 제재로 인한 원유 생산량의 감소와 러시아산 원유 보이콧은 공급 부족과 가격 상승을 견인했다. 이를 방어하기 위해 미국과 IEA의 비축유 방출이 이루어졌고, 총 2억 4000만 배럴의 비축유가 방출되었다. 그러나 그 기간이 6개월에 걸쳐 방출될 경우 미치는 영향은 30만배럴/일 수준으로 공급 충격을 상쇄하기에는 턱없이 부족한 수준이다.

OPEC의 증산여력 부족 사태

비축유 방출에 이어 산유국들의 증산 또한 논의가 이루어졌다. OPEC과 미국의 증산이 이루어지고 있으나 이 또한 수요를 충족시키지 못하는 수준이다. 현재 OPEC 내에서 증산이 가능한 국가는 사우디아라비아와 UAE 두 국가에 불과, 석유 수요 정점까지 남은 기간을 감안했을 시 추가적인 대책이 필요하다.

그림3 글로벌 원유 생산설비들의 증산 여력

(백만배럴/일)

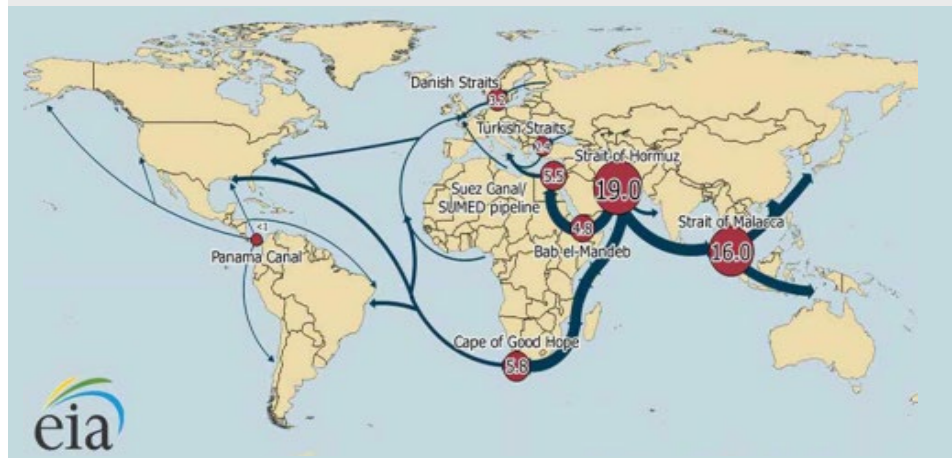


자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

안정적이지 못한 원유 생산량 & 다양화가 필요한 해상 유통망

증산여력이 부족한 것은 물론 공급의 불안정성 또한 에너지 안보의 위협 요인 중 한가지이다. 지난 5년간 전세계가 겪은 원유 공급 차질에 가장 큰 비중을 차지하는 국가는 러시아, 베네수엘라, 나이지리아, 리비아, 이라크, 이란 총 6개국으로, 이들의 공급차질을 합산 시 -350만배럴/일 수준으로 동기간 생산 총량의 80% 수준에 이른다. 불안정한 생산량에 더해 특정 지역을 중심으로 한 공급망 의존도 또한 매우 높다. 세계 원유 공급량의 50% 이상이 중동 지역 7개의 수로를 중심으로 운송된다. 이 중에서도 그 중요도가 높은 호르무즈 해협과 말라카 해협은 자원 외교에 악용 가능성이 높아 이에 대한 대책 또한 필요하다.

그림4 세계 원유 수송 관문(Oil Chokepoints)



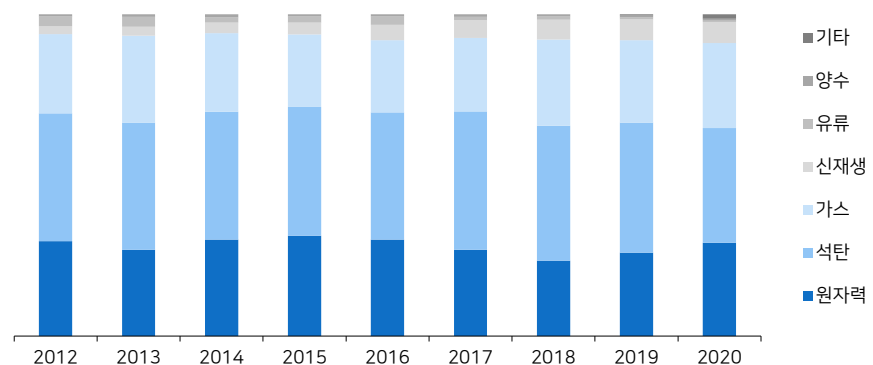
자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

에너지 안보와 직결되는 탄소중립 정책 재점검

대체보다 공존을 고민해야 할 시기

현재 전세계는 에너지원 가격 상승으로 인한 인플레이션을 겪고 있다. 이번 인플레이션이 'Greenflation'이라고도 불리는 이유는 현실적인 대안 없이 진행된 탄소중립 정책과 이로 인한 화석연료 투자 부재가 현재의 수요-공급의 불균형을 초래했기 때문이다. 최근 탄소중립을 가장 강력하게 주장하는 EU 내에서도 반발의 목소리가 나오고 있다. 프랑스는 감원전 정책을 폐기, 독일 내에서는 '2035년 내연기관차 판매 금지법'과 '석탄화력 발전소'를 둘러싼 정치권의 대립이 심화되고 있다. 한국은 원전과 화력발전 비중이 높아 단기간 내에 새로운 에너지원으로의 전환이 어렵다. 에너지원의 대체에 관한 고민보다 신재생에너지와 기존에너지와의 공존을 고민하는 것이 바람직하다.

그림5 국내 발전원별 발전량 비중 변화



자료: e-나라지표, 메리츠증권 리서치센터

원문: Energy Security Sentinel (S&P Global)