

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 8. 25 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

나빠서 좋았고, 좋아서 나쁘다

오늘의 차트

본격화되는 연준의 자산축소

칼럼의 재해석

월마트의 수상한 호실적

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

나빠서 좋았고, 좋아서 나쁘다

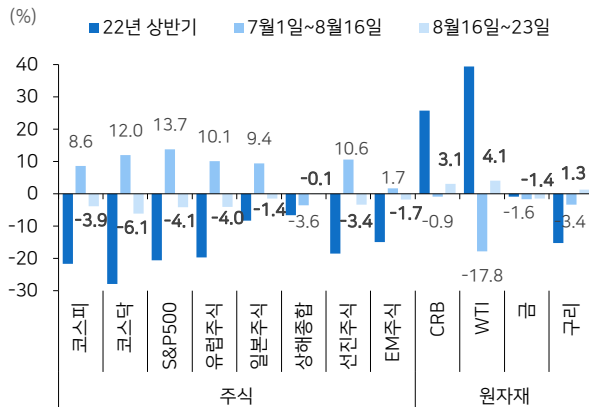
- ✓ 7월 이후 물가정점 인식 하에 주요국 통화정책 긴장감 완화되며 금융시장 긍정적 흐름
- ✓ 예상보다 미국 중심 실물(hard data) 지표가 양호한 가운데 물가 관련 남아있는 잡음(noise)은 통화정책 긴축 우려 다시 자극. 잭슨홀부터 9월 FOMC 이전까지 정책 불확실성 기반 금리상승 → 달러강세 → 위험선호 약화의 상반기 순환 고리 일부 되풀이
- ✓ 7월 경기침체 선반영으로 금융환경 완화된 경험 9월 FOMC 이후 다시 반복될 가능성

다시 risk-off, 그럼에도 과도한 침체 우려는 경계할 필요

팬데믹이라는 공포는 역으로 금융시장에 역사적 기회를 제공했다. 금융위기 이후 글로벌 경제가 마이너스 성장의 충격에 빠진 2020년은 채권과 주식을 필두로 대부분 금융자산은 높은 수익을 거두었다. 2021년까지 경기가 'V'자로 회복하는 동안 채권시장의 약세는 점진적으로 진행되었지만, 추가적으로 주식과 부동산 등 위험선호 현상은 심화되었다.

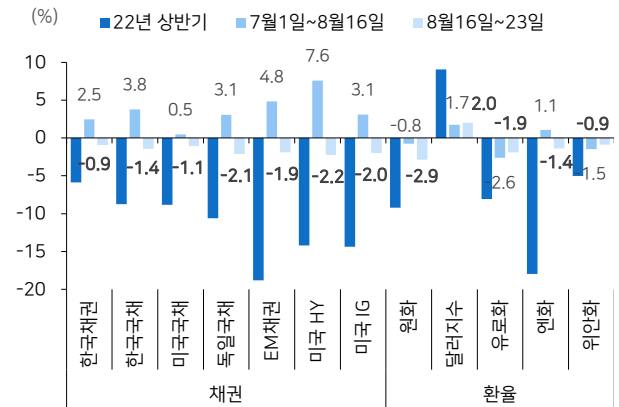
그렇지만 2022년 들어 양호한 경제환경을 압도하는 자산가격 상승과 인플레이션의 압박은 급격한 유동성 축소 여건을 조성했다. 2022년 상반기까지 양호한 경제 하에 높은 인플레이션 → 급격한 통화정책 긴축 → 금리급등 → 주식과 가상자산 등 위험선호 약화 → 부동산 경기둔화 → 경기침체 우려로 이어졌다. 그렇게 침체 목소리가 높아지자 7월 이후 하반기 들어 금융시장 분위기는 전환되었다.

그림1 채권 및 외환시장: 8월 중반 금리 반등 & 달러강세



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 주식 및 원자재시장: 인플레이션 theory



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

통화완화 기대 선반영하며 채권과 주식 강세 보였으나

경기침체 선반영을 넘어서 통화완화 기대의 선반영 상황으로 8월 중반까지 미국 채10년 금리는 2% 중후반대로 내려오고, 선진국 크레딧 채권과 이머징 국채 성과가 올라왔다. 미국 나스닥은 20%가 넘는 상승을 기록하면서 글로벌 증시 반등이 강했고, 인플레이 원흉인 원자재 가격은 안정되었다<그림 1, 2>.

최근 통화정책 관련 의구심 확대

그렇지만 8월 중반 이후 유럽에서 지속되는 공급발 인플레이션에 대한 우려가 연준의 통화정책에 대한 의구심까지 자극하고 있다. 그 과정에서 유럽과 미국 금리는 단기간 빠른 속도로 반등했고 지속되는 달러강세는 글로벌 금융시장의 불안요인으로 부상했다. 주식시장은 7월 이후 반등 이후 하락 강도가 아직 높은 편은 아니나 전형적인 '데드캣 바운드', 베어마켓 랠리라는 평가가 다수다.

소수이나 2008년 금융위기 당시 주가 패턴까지 제시하면서 아직 제대로 된 위기 국면은 도래하지 않았다고 경고한다<그림 3>. 물론 인플레이션과 통화정책 불확실성이 채권과 주식 중심 금융시장을 압박하고 있지만, 크레딧 시장 중심의 신용 위험 경고는 당시만큼 위험을 반영해야 할 정도는 아니다<그림 4>.

그림3 경기침체 우려 재차 부각되며 7월 이후 미국증시 반등 '데드캣 바운드' 논란



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 크레딧 시장의 긴장감은 2008년 금융위기와 비교할 정도는 아니야



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

‘Higher for longer’ 우려, 그럼에도 연준 무리하지 않을 것

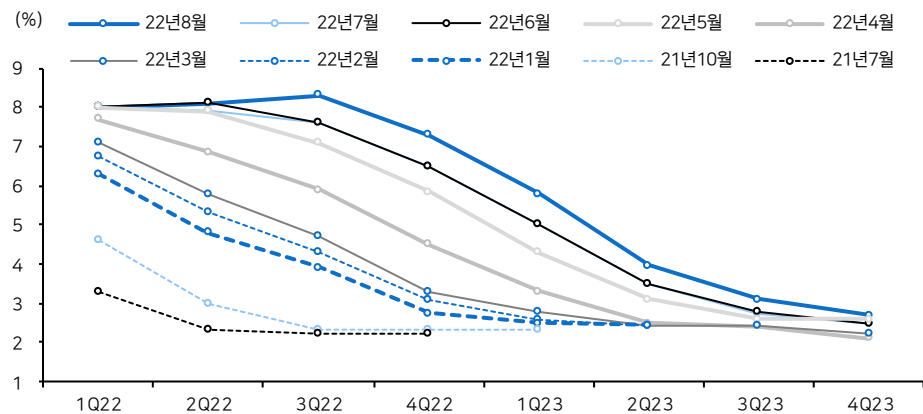
물가 정점 지나도 높은 수준
유지할 수 있다는 인식 확대

8월 10일 확인된 미국 7월 CPI 결과는 ‘인플레이션 정점은 확인했다’는 의미는 있었다. 덕분에 위험선호를 한 주 정도 더 끌고 갔지만 이내 정점은 맞지만 높은 수준에서 하락이 지연될 수 있다는 ‘higher for longer’라는 단어가 등장했다.

블룸버그 컨센서스 기준으로 2023년 미국 CPI가 연말까지 2%대로 안정화될 것 이지만, 1분기까지 전년대비 5%대로 이전의 전망치대비 물가 경로의 전반적 상향 조정 부담은 남아있다<그림 5>. 하반기 들어 유가 등이 수요둔화 원인으로 반락하면서 공급물가 우려가 덜어낸 듯 보였으나 유럽발 천연가스 우려가 불거지면서 재차 아직 원자재 가격은 안심하기 이르다<그림 6>.

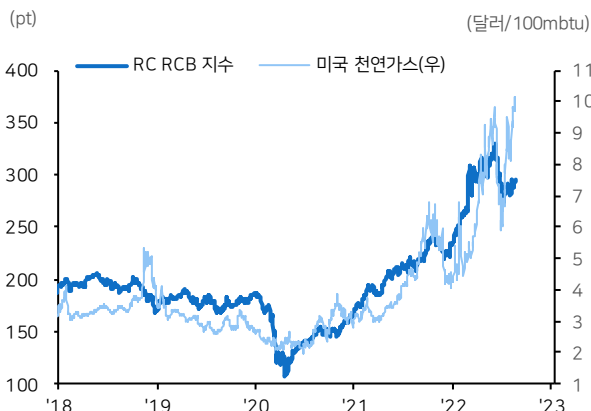
8월 중반까지 미국 CPI에 1분기 선행하는 BEI5년 기준 고점에서 큰 폭의 안정세를 보이며 한숨을 돌렸다<그림 7>. 그렇지만 우리가 추가 물가안정의 핵심 영역으로 평가되는 2.5%보다 높아진 2.8%대로 반등하면서, 향후 물가안정 기조를 이어갈 수 있을지 여부는 확인이 필요해졌다.

그림5 미국 CPI 분기별 전망치: 올해 3분기 정점에도 고물가 상황 늘어질 걱정



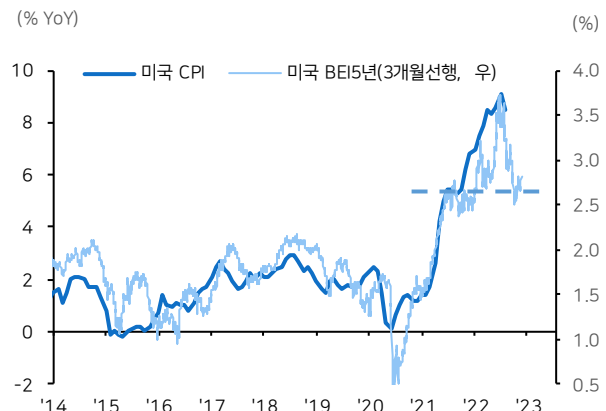
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 8월 들어 천연가스 가격 주도 원자재 가격 소폭 반등



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 BEI5년 2.8% 반등, 정점은 맞지만 추가 하락 고민



자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

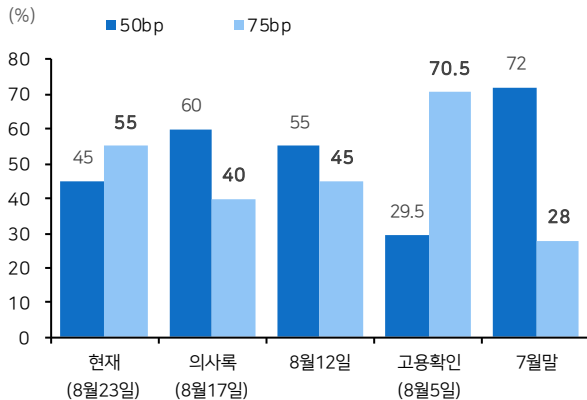
7월 FOMC 의사록에서 '연내 점도표 경로대로 추가 인상은 가져가되 일정시점에서 속도조절에 대한 필요성' 정도는 확인되었다. 때문에 6월까지 급격하게 진행된 유동성 흡수에 대한 우려는 7월 이후 숨 고르기에 들어왔다. 그렇지만 8월 초 양호한 고용지표 이후로 재차 불거진 'higher for longer'와 관련된 연준 매파인사(볼러드, 윌러, 카시카리 등)와 학자(서머스) 등의 경고는 이어지고 있다.

물가 확인 후 9월 FOMC에서 50bp 인상 기대가 우세했다가 이번 주 들어 잭슨홀 컨퍼런스와 9월 초 미국 고용지표 발표를 앞두고 75bp를 올려야 한다는 의견이 늘었다<그림 8>. 연말 미국 연방금리는 3% 중반을 넘을 수 있다는 우려와 미국 채 2년 금리는 다시 3.3%대로 올라섰다<그림 9>.

9월 75bp 인상에도 위험 기피 심화되지 않을 가능성

9월에 75bp를 인상하면 올해 6월 10일 미국 5월 CPI 결과를 확인했을 때처럼 충격이 발생할까? 연준을 중심으로 글로벌 중앙은행은 유동성 증가율을 마이너스까지 끌고 갈 정도로 노력했다<그림 10>. 2023년 중반까지 연방금리 4.0%까지 올릴 정도의 염려가 아니라면 위험 기피는 심화되지 않을 것이다<그림 11>.

그림8 9월 75bp 인상 우려감 증대, 'Fear of Fed' 유효



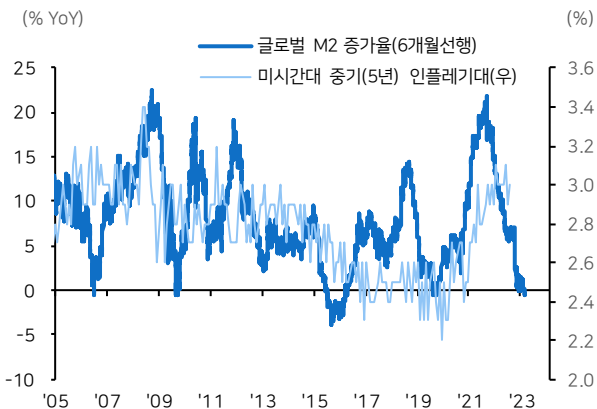
자료: CME Fed-Watch, 메리츠증권 리서치센터

그림9 연말 미국채10년 3.5% 기대 유효, 미국채2년 3.3%



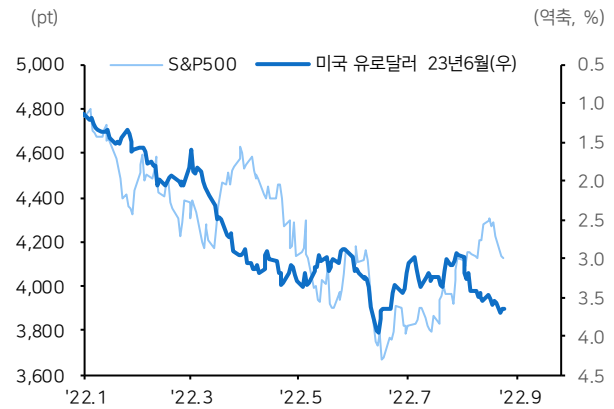
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 연준 중심 중앙은행, 유동성 축소 최선의 노력 중



자료: Bloomberg, UMICH, 메리츠증권 리서치센터

그림11 연준 정책 쇼크 추가로 더 들어올 정도 아닐 것



자료: Domash & Summers(22.4), 메리츠증권 리서치센터

어려운 유럽 사정, 'critical point'라는 의견 유지

앞서 미국의 사정이야 연준의 정책기대 최종값이 무리하게 올라갈 정도의 충격이 아니라면, 금융시장은 불확실성에 따르는 조정 정도의 양상을 보일 것이다. 그렇지만 7월부터 필자가 전략공감을 통해 강조한 내용은 미국보다 유럽 관련된 내용이 다수였다(7월 7일과 26일 두 차례 유럽 이야기 정리).

유럽 경기 상황 상대적으로 취약

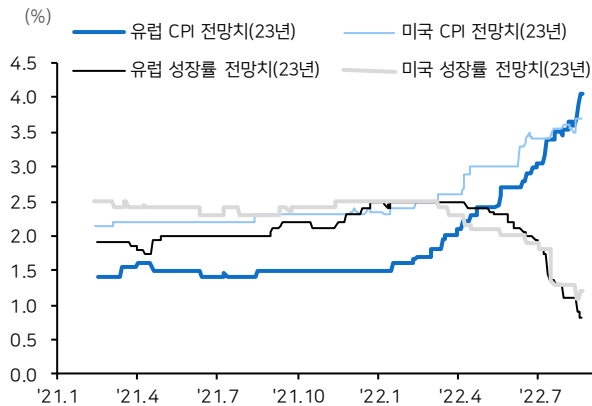
올해 남은 기간 글로벌 경제침체 위기가 불거진다면 미국보다는 유럽이 훨씬 취약하다. 중국경제 또한 어려움이 쌓이고 있지만 통제 측면에서 유럽 걱정이 더 앞선다. 올해보다 내년 미국대비 유럽의 물가 전망은 더 높고, 경제전망은 더 아래이다<그림 12>. 경기모멘텀도 유럽이 미국보다 부진하다<그림 13>.

인플레 압력 강화되며

인플레기대도 통제되지 않아

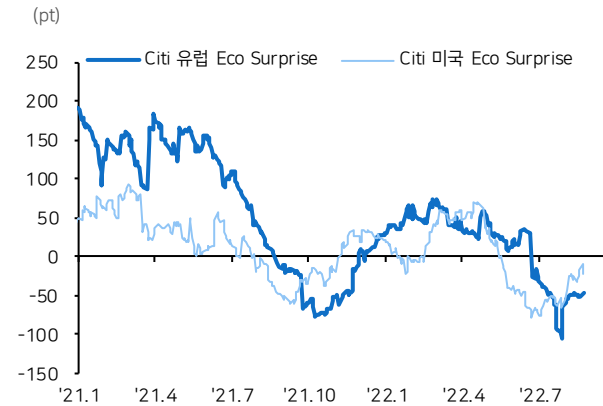
러-우 전쟁 여파로 30%대까지 치솟은 생산자물가 영향으로 유럽 공급물가 충격은 미국과 비교할 수 없으며 inflation surprise 지수만 확인해도 알 수 있다<그림 14>. 시장이 거래하는 인플레기대인 BEI기준으로 2년물이 미국은 2%대까지 안정된 반면 유럽은 7%대로 더 솟구쳤다<그림 15>.

그림12 내년 유럽은 미국대비 물가는 높고 성장은 낮아



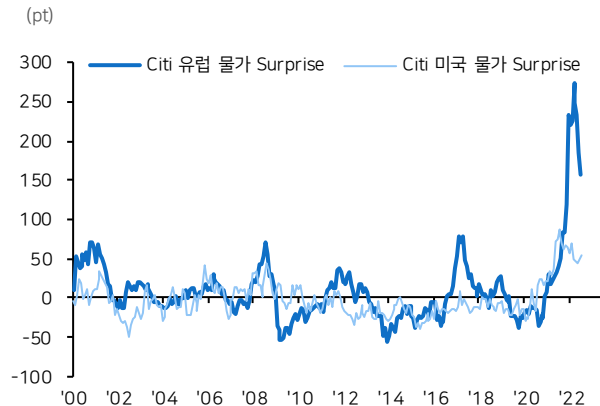
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 최근 경기모멘텀도 미국보다 처져 있는 상황



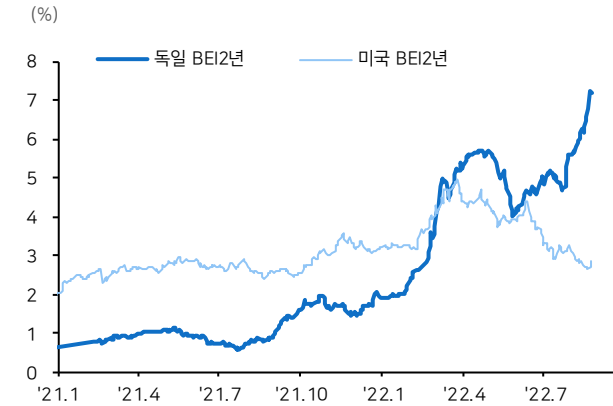
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 유럽 미국대비 물가에 대한 예상치 못한 충격 높아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 시장 인플레기대 2년, 미국대비 비교할 수 없이 높아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

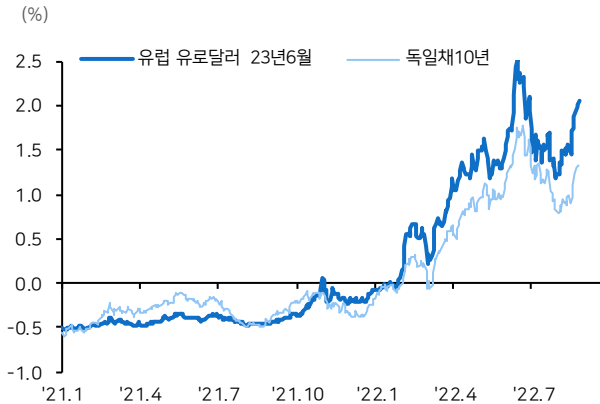
경기둔화 우려에도 ECB 긴축 강화할 것이라는 전망 우세

사정이 이렇다 보니 경기둔화 우려에도 물가안정을 위한 ECB의 대응이 강화될 것이라는 전망에 다시 힘이 실린다. 당장 9월과 10월 추가 50bp 인상이 단행될 것이라는 전망과 함께 유로달러에 반영된 내년 중반 ECB 정책기대는 2% 수준까지 치솟았다. 이는 미국 통화정책 기대보다 강한 압력이며, 독일채10년 금리가 미국채10년보다 스프레드를 큰 폭으로 줄일 정도이다<그림 16, 17>.

양호한 경기여건까지 고려된 ECB의 통화정책 기대의 강화였다면 유로화 약세가 진정될 수 있었을 것이다. 그러나 이탈리아 정치혼란에 따른 분절화 위험은 더 확산되었고, 이탈리아 10년채는 3.7% 부근까지 올라 독일채대비 230bp나 높다<그림 18>. 유로존 하이일드는 많이 오르지 않았지만 동유럽 국가를 포함한 pan-euro 하이일드가 550bp를 넘었고 에너지 문제도 심각하다<그림 19>.

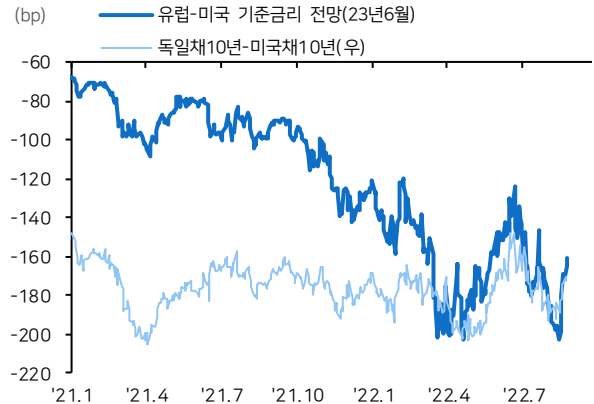
최근 시장 약세를 주도한 물가와 통화정책 문제가 미국보다 유럽에 있어 미국채권도 영향을 받은 것으로 보인다. 향후에도 이탈리아-독일채 금리차(역사적 주의구간 250bp)와 pan 유로존 하이일드 650bp 정도까지 주의가 필요하다.

그림16 어려운 사정에도 다시 높아진 ECB 긴축 압력



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 유럽 통화정책 압력 미국보다 높아 시장금리 영향



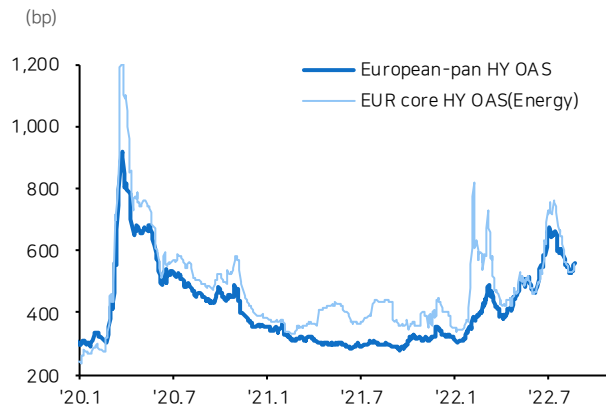
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 유럽 분절화 위험 다시 부각, 유로화 약세 기인



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 글로벌 경기침체 발생한다면 유로존 하이일드 주목



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

당분간 'Good is bad'와 'Bad is good' 사이 왕복 달리기

7월 이후 불거진 경기침체 우려에도 불구하고 연준과 ECB 등 주요국이 통화정책 긴축 강도를 완화시킬 수 있다는 기대는 최근 금융시장 강세의 원인이었다. 덕분에 7월부터 달러강세는 조금이나마 진정되고, 유로화는 반등을 시도했다. 그렇지만 강도는 미약해 결국 1달러>1유로는 깨졌고 글로벌 금융시장의 불안이 되었다.

하지만 달러지수대비 유로화 약세는 상대적으로 덜한 편이다<그림 20>. 유럽경제 약세 유인이 있지만, 다른 통화들이 유로보다 달러에 더 약세를 나타내고 있는 것이다. 여기에는 중국이 부동산 경기위축 및 성장률 전망 하향으로 LPR과 같은 기준금리 인하를 단행했고, 이로 인해 위안화의 약세가 심화된 부분이 중요하다.

강달러, 미국 금융환경 위축
심화시킬 수 있는 요인

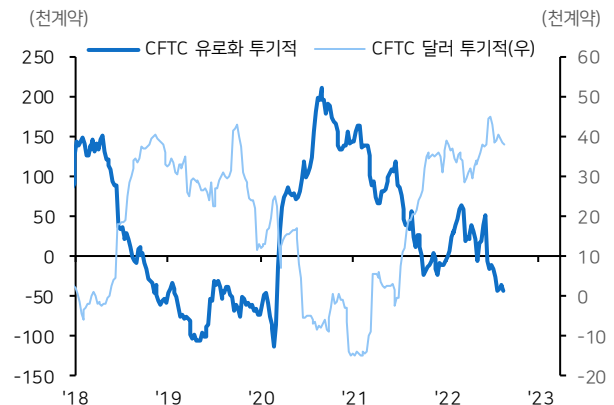
때문에 CFTC 투기적포지션을 보면 유로화 매도 강도보다 달러화 매수강도가 더 강한 것을 확인할 수 있다<그림 21>. 이는 중요한 시사점이 있다. 유럽경제 어려움의 반대급부로 달러강세가 견인된 듯 보이나 달러는 미국 금융환경을 더욱 심하게 위축시킬 수 있는 부담을 높이고 있다<그림 22>.

그림20 유로화 약세 요인도 있지만 달러강세가 지배적



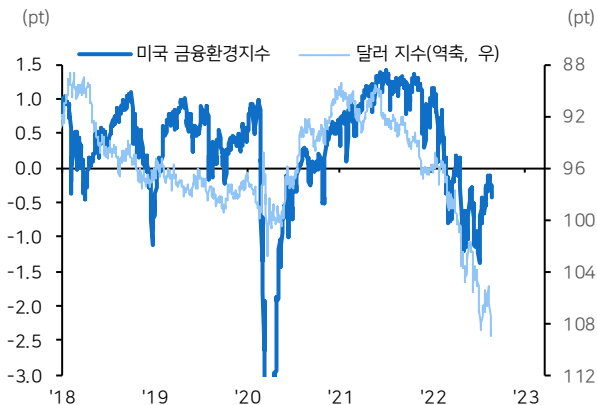
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 유로화 약세 베팅보다 달러강세 베팅 쪽이 우세



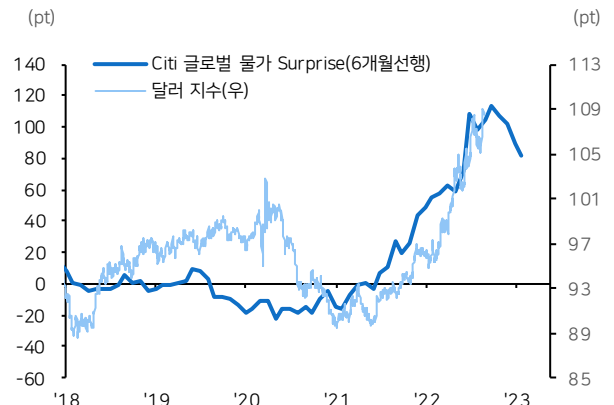
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 달러강세가 다시 금융환경에 미칠 수 있는 부담 누적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 글로벌 인플레이션 정점 확인, 달러약세 이끌 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주요국은 물가안정을 위해 경제를 희생해야 하는 단계에 몰렸고, 과거 세계화에 기반한 근린공급화 전략을 펼치던 시절과 반대되는 통화가치 절상을 유도할 수 밖에 없는 환경에 처했을 수 있다. 그렇지만 미국은 지속적으로 공급물가 요인이 진정세를 나타내면 추가적인 달러강세를 달가워할 수 없을 것이다.

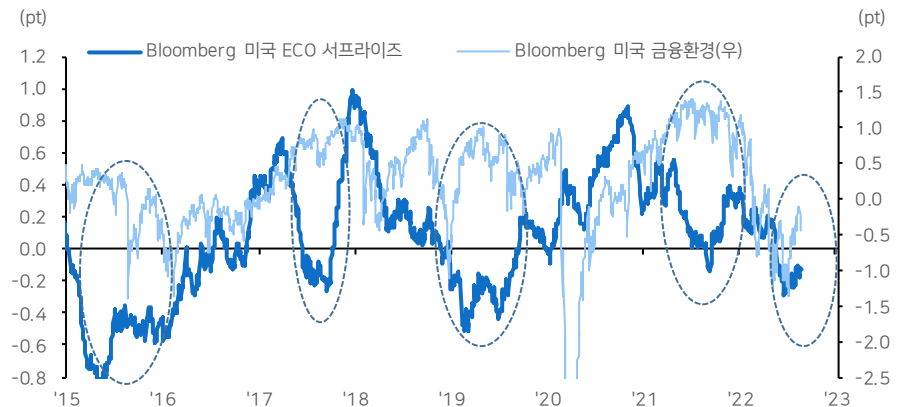
강달러, 연준의 긴축적인 스탠스에 부담 요인

글로벌 인플레이션 서프라이즈 지수가 정점을 확인하고 안정되고 있으나 통화정책 불확실성이 잔존한 만큼 달러강세가 풀리려면 시간이 필요하다<그림 23>. 때문에 당장 이번 주말(26일) 잭슨홀 컨퍼런스에서 파월 의장은 연준의 긴축계이지를 더욱 높여 달러강세를 견인하는 것은 부담이 클 것으로 본다.

때문에 9월 FOMC까지 75bp 인상 위험과 주요국 통화정책 불확실성으로 금융시장 불안이 자극되어도 시장과의 밀당 구간에 진입한 것으로 판단된다. 금융위기 이후 경기모멘텀이 부진해지는 순간 중앙은행은 완화적 정책으로 금융환경을 뒷받침하여 위기를 극복했다<그림 24>.

물가라는 장애물이 존재하나 9월 FOMC까지 더욱 위축될 주요국 경기지표는 다시금 통화정책이 무리하지 않을 것이라는 기대를 살릴 것이다. 'Bad is good'이라는 말대로 올해 남은 기간 둔화될 경기여건에 따른 금융여건의 반전 가능성은 높아질 것이다. 인플레이와 유럽의 위험지표들을 살펴며 'hard'보다는 'soft' landing 가능성을 점검하며 유동성 기류를 잘 감지해야 하겠다.

그림24 인플레이 + 통화정책 부담 덜어야 '나쁜 경제지표' → '완화적 금융환경' 대응 가능

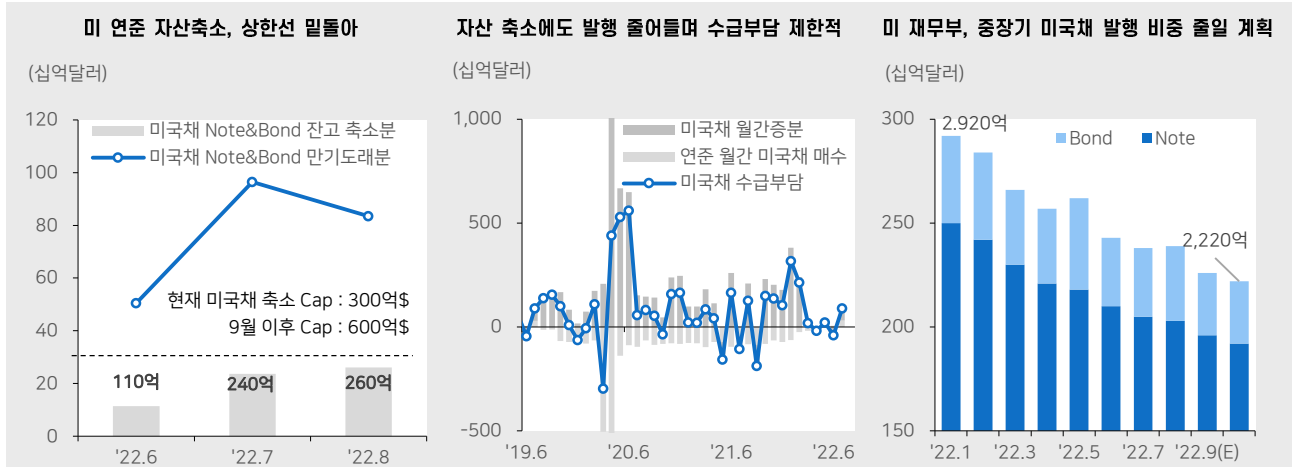


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

임제혁 연구원

본격화되는 연준의 자산 축소



자료: FED, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

9월, 계획대로 미국채 자산 축소
cap 300억→600억 달러로 상향

6월부터 시작된 연준의 미국채 보유 축소의 cap이 9월부터 월 300억→600억 달러로 늘어난다. 이로 인해 통화정책 경로에 대한 불확실성으로 미국채 금리의 변동성이 큰 상황에서 수급적인 부담이 늘어나는 것에 대한 우려가 확대되고 있다.

6~8월 예상보다 자산 축소
더디게 진행

지금까지의 자산 축소 추이를 점검해보면, 6~8월에 이표채(이자지급 미국채, 만기 1년 초과)만기도래분이 cap을 상회하며 연준의 국채 잔고는 최대 900억 달러까지 줄어들 수 있었지만 5월 대비 줄어든 미국채는 605억 달러 수준이다. 또한 상한선 대비 이표채 만기도래분이 적을 경우 단기채(만기 1년 미만)도 재투자율 중단할 수 있다고 밝혔었는데, 이를 바탕으로 단기채 잔고는 줄어들지 않았다.

커브역전, 금리 변동성 확대
우려하는 연준의 의도로 판단

이는 최근 유동성이 역레포기구(RRP)에 묶이면서 기준이 빠르게 감소할 리스크와 금리인상이 진행되는 과정에서 커브 역전이 심화되는 부분을 연준이 고려하고 있는 것으로 보인다. 향후 상한선이 높아져도 미국채 금리의 급등세를 유발하거나 변동성을 확대시키지 않으려는 차원에서 연준이 늘어난 한도를 다 활용하지 않을 가능성이 큰 것으로 보인다.

재정적자 줄어들며 발행물량
또한 줄어드는 추이

한편 미국채의 재정적자가 축소되며 공급물량 부담 또한 줄어들고 있다. 이로 인해 자산 축소에도 불구하고 수급부담(월간 미국채 잔고 증가-연준 매수)은 낮은 수준을 유지했는데, 미국 의회 예산처(CBO)에 따르면 '22년, '23년 GDP대비 재정적자는 각각 -3.9%, -3.7% 수준으로 '19년 -4.2%를 하회하는 수준이다.

만기 1년이상 이표채 발행 비중
낮아질 것으로 예상

이에 더해 지난 3일 미 재무부는 입찰 계획에서 단기채의 발행은 늘리는 반면, 10월 이표채 발행을 8월 대비 170억 달러 줄이겠다고 밝혔다. 본격화되는 연준의 자산 축소에도 자산 축소가 예상보다 완만하게 진행되는 가운데 발행 물량이 줄어들며 미국채 금리의 상승압력이 제한적일 가능성을 고려해야 한다.

칼럼의 재해석

이성우 연구원

월마트의 수상한 호실적 (THE WALL STREET JOURNAL)

월마트 2분기 매출액은 1,528.6억 달러(+8.4% YoY), 영업이익 68.5억 달러(-6.8% YoY)를 기록했다. 2분기 호실적을 기록한 이유는 1) 식품 매출이 증가했으며, 2) 의류 판매가 전년비 성장으로 전환했고 3) 유가 상승으로 주유소 실적이 개선되었기 때문이다. 하지만 호실적 이면에는 부정적인 배경이 자리잡고 있다. 우선 매출 성장의 핵심 요소였던 식품의 경우, 물량은 오히려 소폭 감소했으며, 판매가격 상승이 성장을 견인했다. 의류의 경우, 1Q22 전년비 -1.5% 역성장에서 2Q22 로우틴 성장으로 전환했다. 1분기만에 분위기가 급격하게 바뀐 이유는 의류 할인판매에 강한 드라이브를 걸었기 때문이다. 마지막으로, 유가 상승으로 인해 주유소 매출액이 성장하긴 했으나, 최근 유가가 하향 안정화됨에 따라 3분기부터는 실적이 하향 안정화될 가능성이 높으며, 판매 제품 중 높은 마진율을 자랑하는 내구재의 경우 3분기 연속 매출 감소를 하고 있는 상황이다.

종합해보면, 식품 매출 성장을 견인했던 판매가격의 상승은 둔화될 가능성이 높으며, 의류 할인 판매는 마진율 하락 요인으로 작용할 것이고, 유가 하락 안정화는 타라인 성장을 훼손하는 요소로 작용할 것으로 판단한다. 내구재의 경우, 여전히 기저효과로 인해 역성장이 연장되고 있는 모습이다. 월마트는 이번 실적 발표를 통해 기존 영업이익 가이드스 -11~-13% 감익에서 -9~-11% 감익으로 상향 조정했다. 월마트의 실적 회복까지는 추가적인 시간이 필요할 것으로 판단한다.

월마트의 수상한 호실적

2분기 실적 발표 직후
월마트 주가는 긍정적 흐름

월마트 주가가 2분기 실적 발표 직후 +5% 가량 상승했다. 2분기 실적은 매출액 1,528.6억 달러(+8.4% YoY), 영업이익 68.5억 달러(-6.8% YoY)를 기록했는데, 7월에 연간 가이드스를 영업이익 기준 -1% 감익에서 -11~13% 감익으로 하향 조정한 것 대비 양호한 실적을 기록했기 때문이다. 월마트의 2분기 호실적 이유는 1) 식품 매출이 증가했으며, 2) 의류 판매가 전년비 성장으로 전환했고 3) 유가 상승으로 주유소 실적이 개선되었기 때문이다.

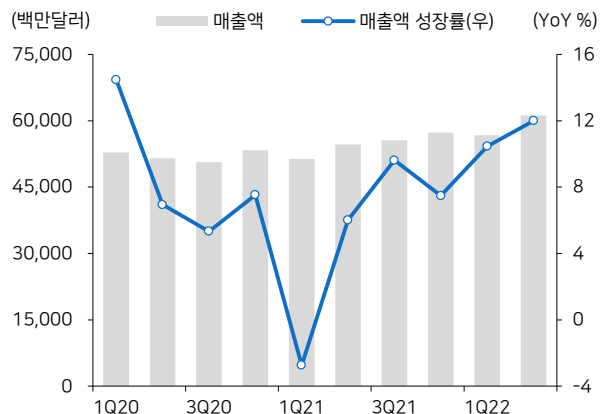
식품 추가적인 P 상승은
제한적

하지만 구체적인 내용을 살펴보면 긍정적인 상황으로 판단하기 어렵다. 매출 성장의 핵심 요소였던 식품의 경우, 수량은 오히려 소폭 감소했으며, 판매가격 상승이 성장을 견인했다. 이미 미국 내에서 높은 인플레이션으로 인해 추가적인 식품 가격 상승이 제한적이라는 점을 고려해봤을 때, 수량이 감소했다는 점은 향후 성장을 둔화가 불가피할 것을 시사한다.

식품 매출 확대는
믹스 마진 하락으로 연결

또한 식품의 경우 월마트의 전통적인 저마진 상품으로서 식품 매출 비중 확대는 믹스 마진 하락으로 연결되기 때문에 영업이익률에도 부정적인 상황이다. 월마트의 2분기 영업이익률은 전년비 -0.7%p 하락한 점이 이를 반증한다. 식품 제조업체와 달리 유통업체인 월마트의 경우, 곡물가 하락에 따른 스프레드 개선을 기대하기 어렵다는 점도 부정적인 요소로 판단된다.

그림1 월마트 식품 부문은 가격 상승이 실적 견인



자료: Walmart, 메리츠증권 리서치센터

그림2 곡물가 방향성은 월마트 주가에 제한적 영향



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

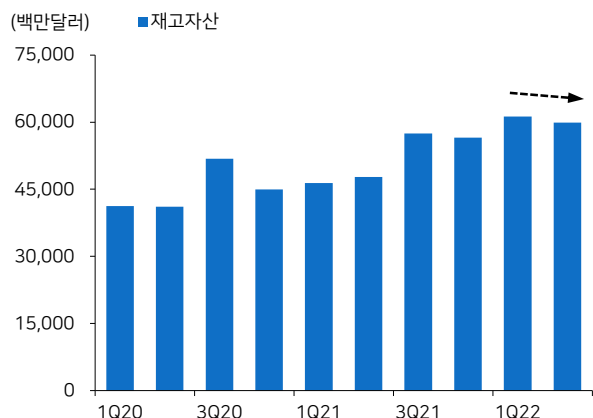
의류는 할인판매 효과

의류의 경우, 22년 1분기 매출액 -1.5% 감소에서 22년 2분기 로우틴 성장으로 전환했다. 3개월만에 분위기가 급격하게 바뀐 이유는 의류 할인판매에 강한 드라이브를 걸었기 때문이다. 1분기에 의류를 포함한 제품 판매 부진으로 재고량이 크게 상승했는데, 재고부담을 축소하고자 하고자 2분기부터 할인 판매에 역량을 집중한 결과이다. 재고 부담이 줄어든다는 점은 긍정적인일 수 있으나, 할인판매가 늘어날수록 마진을 하락은 불가피하다.

유가 하락은
주유소 실적 둔화로 연결

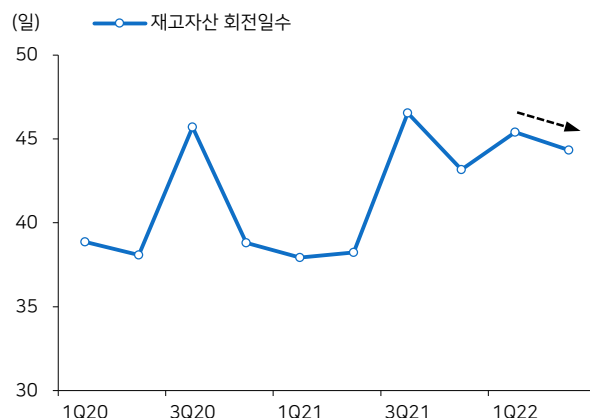
주유소의 경우, 유가 상승으로 인해 매출액이 성장하긴 했으나, 최근 유가가 하향 안정화됨에 따라 3분기부터는 실적 감소세가 예상되며, 높은 마진율을 자랑하는 내구재의 경우 3분기 연속 매출액이 감소하고 있는 상황이다.

그림3 2Q22 할인판매 증가로 재고자산 감소



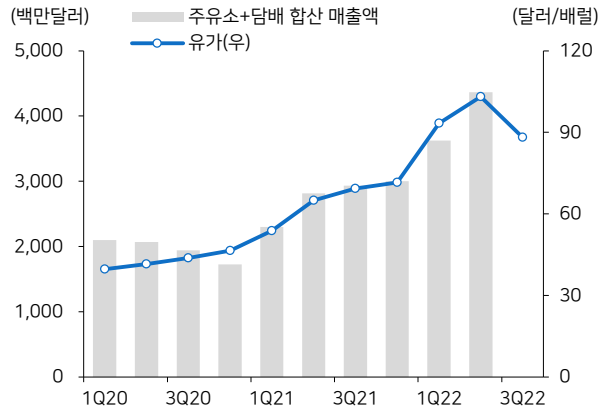
자료: Walmart, 메리츠증권 리서치센터

그림4 재고자산 회전일수도 1Q22 대비 -1.1일 하락



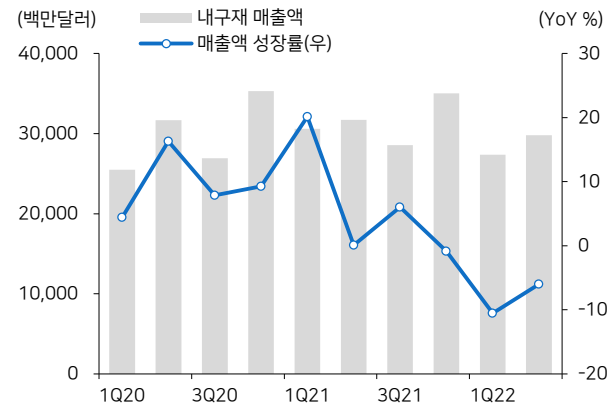
자료: Walmart, 메리츠증권 리서치센터

그림5 유가 하락 안정화로 주유소 실적 감소 예상



자료: Walmart, 메리츠증권 리서치센터

그림6 내구재 성장률 부진은 지속 중



자료: Walmart, 메리츠증권 리서치센터

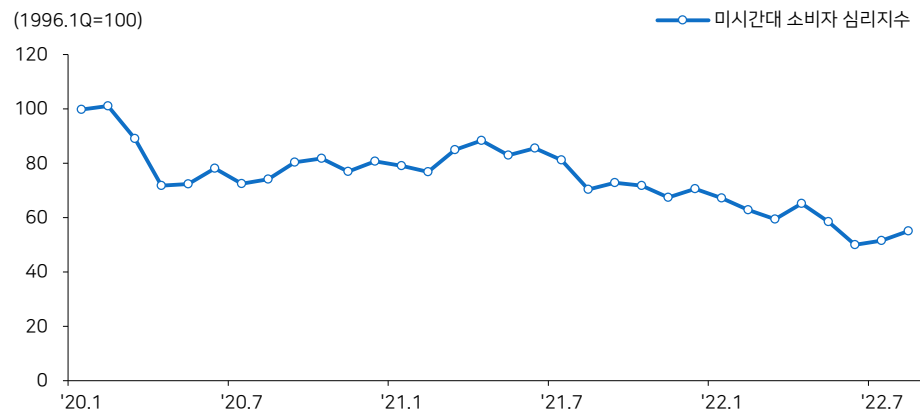
타라인 성장 제한적인 가운데
마진을 하락 불가피

종합해보면 식품 매출 성장을 견인했던 판매가격 상승은 향후 둔화될 가능성이 높으며, 의류의 경우 할인 판매가 증가할수록 마진을 하락이 불가피할 것이다. 또한 유가 하락 안정화는 타라인 성장을 훼손하는 요소로 작용할 것이며, 내구재 실적 개선은 여전히 요원한 상황이다.

월마트 연간 가이드스
-9~-11% 감익으로 상향 조정

월마트는 이번 실적 발표를 통해 기존 영업이익 가이드스를 -11~-13% 감익에서 -9~-11% 감익으로 상향 조정했다. 최악의 상황을 가정했던 것 대비 긍정적인 결과로 주가가 상승하긴 했으나, 전년비 감익은 불가피할 것으로 판단한다. 미국 CPI가 7월을 고점으로 8월에 소폭 하락함에 따라 소비자 심리지수 개선세가 보이고 있는 상황이나 월마트의 실적 개선에는 추가적인 시간이 필요할 것으로 판단한다.

그림7 소비자 심리지수 회복까지는 추가적인 시간이 필요



자료: University of Michigan, 메리츠증권 리서치센터

원문: Consumers Pay More for Less, Boosting Walmart and Home Depot (The Wall Street Journal)