

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 12. 19 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

주식시장 유동성 효과의 기한은?

칼럼의 재해석

2024년 글로벌 패션 시장

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 추천 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 투자전략 - 선진국

Analyst 황수욱

02. 6454-4896

soowook.hwang@meritz.co.kr

주식시장 유동성 효과의 기한은?

- ✓ 11월 이후 반등의 주요 배경 중 하나는 유동성. 최근 MMF도 감소, 자금 이동 기대감 형성
- ✓ RRP 감소 → 지준금 증가 효과. 자금 속도로 RRP 감소시 4월 이전 RRP 잔고 소진
- ✓ MMF 감소속도가 RRP 감소속도보다 빠르면 채권 수급 우려로 변질 수 있음 유의
- ✓ 이 경우 내년 1월말 재무부 채권 발행계획 발표 전후 금리 및 유동성 우려 재부각될 소지

미국 증시 추가 상승 여부는 밸류에이션에 주목

S&P500 사상 최고치 근접

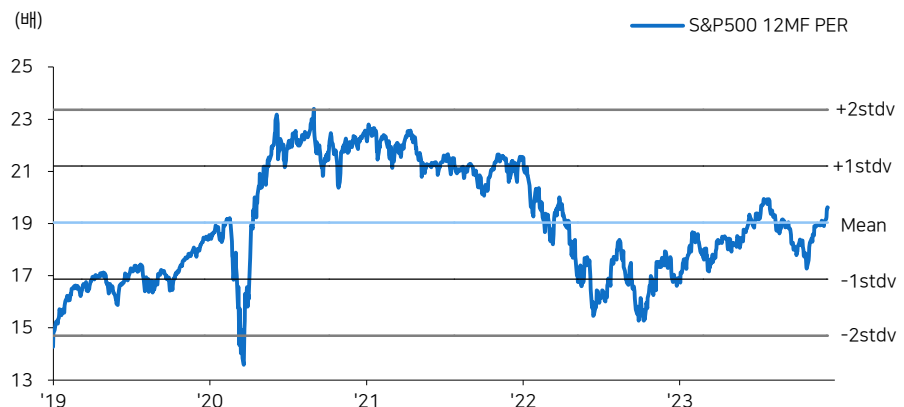
12월 15일까지 S&P500은 전월말 대비 3.3% 상승했다. 1.7%만 더 오르면 역사상 고점을 경신한다. 이미 NASDAQ100, DOW 지수는 사상 최고치를 경신했다. 지난달 이미 S&P500 기준 9%나 오르는 가파른 상승이 이어지면서 12월에는 쉬어가는 시장을 예상했음에도 불구하고 미국 시장 분위기는 좋다.

상승 추세 연장 판단 위해서는

최근 상승 동인 분석 필요

시장은 10월말 저점 이후 밸류에이션 중심의 반등이 이어지는 중이다. S&P500 12MF PER은 17.6배에서 19.6배까지 상승했다. 11월 말부터 밸류에이션 중심 반등 추세가 주춤한 듯 보였으나, 12월 FOMC 이후 다시 탄력을 받아 사상 최고치 경신을 목전에 두고 있다. 이후 시장 반등 추세가 이어질 수 있을지, 얼마나 이어질 지에 대한 판단은 최근 반등 동인을 분석하고 전망하는 것이 중요해 보인다.

그림1 S&P500 밸류에이션 중심 상승, 사상 최고치 목전에 두고 있음



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

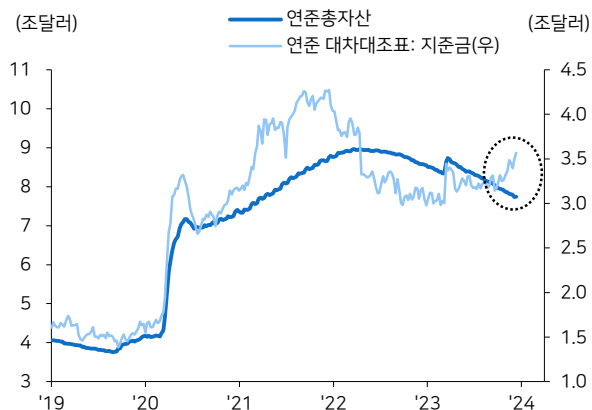
밸류에이션 상승 동인은 유동성

상승 동인은 유동성;
QT에도 지준금 증가

밸류에이션 중심의 증시 반등 배경에는 유동성 효과가 자리한다. QT가 지속되면서 연준 총자산 규모는 꾸준히 감소하고 있지만, 지준금은 증가 중이다. 지준금이 늘면 시중 유동성이 증가한다. 10월 말 이후 S&P500이 PER 중심으로 주가가 강하게 반등한 것은 지준금과 PER 반등이 유사한 궤적으로 나타난 것처럼 유동성 효과가 뒷받침되었기 때문이다.

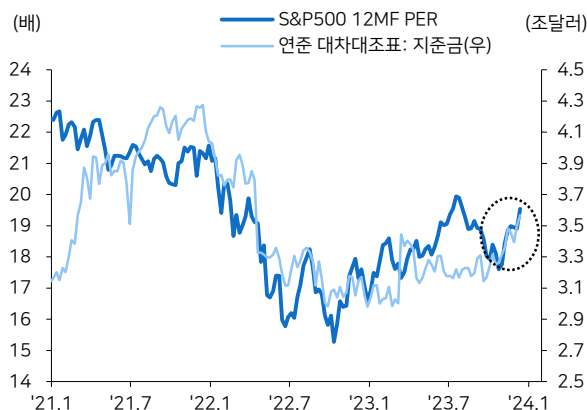
유동성 효과에 더해 12월 FOMC로 시장은 금리 인하 기대를 더 강하게 반영했다. 11월 말까지만 하더라도 5회 인하, 고용지표를 확인하고 4회 인하까지 기대감을 축소했는데, Dovish한 FOMC 영향으로 18일 현재 6.5회 이상 인하 기대감을 반영하는 중이다. 미국채 10년은 FOMC 이후 30bp 가까이 하락하며 4%를 하회했다. 4% 이하는 채권 금리 때문에 증시가 조정 받기 직전인 7월 말 수준이다.

그림2 연준 총자산 감소에도 지준금은 오히려 증가



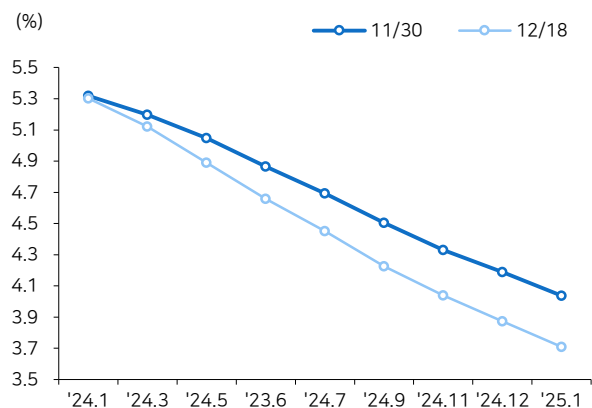
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 QT 가운데에서도 밸류에이션 중심의 증시 부양 효과



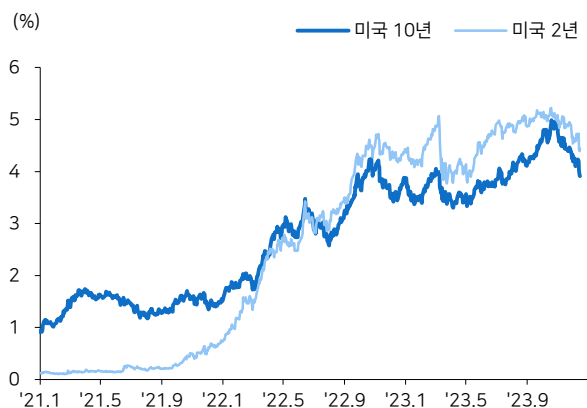
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 12월 FOMC 이후 인하 기대 확대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국채 10년은 조정이 시작된 8월 초 수준까지 하락



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

지준금 증가 배경은 RRP 감소

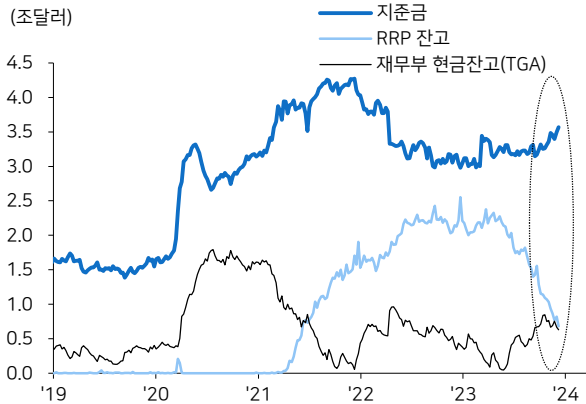
QT에도 지준금이 늘어난 이유는 RRP 잔고가 감소했기 때문이다. RRP 거래는 (수익을 원하는) 시중 자금을 연준 창구에 맡기고 이자를 받는 돈을 의미한다. RRP 금리가 상승하면 연준이 시중 유동성을 흡수하는 효과를 낸다. RRP 잔고는 6월 이후 급격하게 축소 중인데, 연준에 묶여있던 유동성이 시중으로 다시 돌아간 것을 의미한다. 그 효과 중 일부가 지준금 잔고 증가로 나타난 것이다.

**RRP 소진까지 유동성 효과 기대,
현재 속도 가정시 소진 시점은
내년 3월 이후**

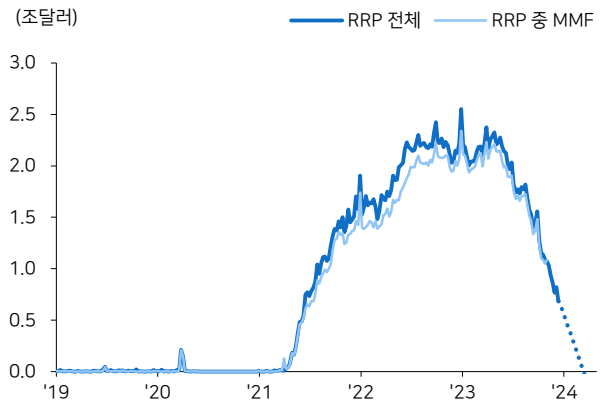
RRP 잔고가 감소하는 추세가 유지된다면, 소진될 때까지 시중 유동성 효과가 이어진다고 기대해볼 수 있다. 최근의 RRP 감소 속도가 유지된다고 가정시 내년 3월 이후 소진되는 것으로 추정된다. 이 데이터만 본다면, 내년 1분기까지는 RRP 잔고 감소에 따른 유동성 효과가 증시를 지지해줄 수 있는 것처럼 보인다.

**12월 FOMC 이후 대기자금으로
인식되는 MMF도 감소하기 시작**

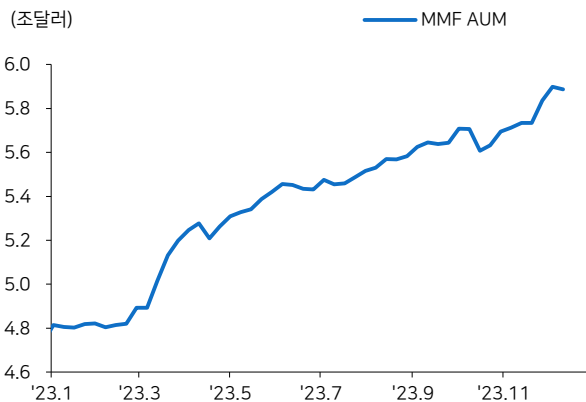
12월 FOMC 이후 MMF 자금이 줄어든 데 관심을 갖는 시각도 있다. MMF는 일종의 대기 자금으로 이해해볼 수 있는데, MMF가 줄어들었다는 것은 이런 자금이 주식이나 채권 등 다른 자산군으로 이동했을 가능성을 내포한다. 일각에서는 MMF를 주식시장의 대기 자금으로 인식해 MMF 감소를 호재로 생각하기도 한다.

그림6 RRP 잔고 감소분 중 일부가 지준금 증가 효과를 낸

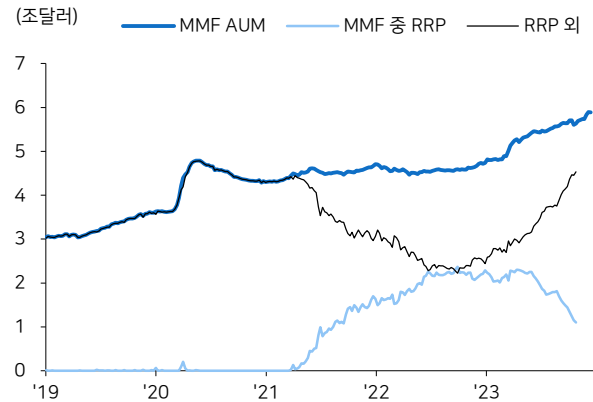
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림7 RRP 감소 속도 유지 가정시 내년 3월 이후 소진

자료: NewYork Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림8 12월 FOMC 이후 MMF 자금 감소

자료: NewYork Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림9 최근까지는 RRP 감소 속도 > MMF 감소 속도

자료: NewYork Fed, 메리츠증권 리서치센터

MMF 자금은 금리에 후행해서 반응한다. 금리 인하 사이클에 후행하여 MMF 규모는 감소한다. 최근 통화정책 기조에서 실제 액션보다 시장이 빠르게 반응하는 것을 고려하면, 12월 FOMC 이후 인하 사이클에 대한 시장 인식이 확고해졌고, 그 결과 MMF가 감소한 것 추세의 시작을 시사하는 것일 수도 있다.

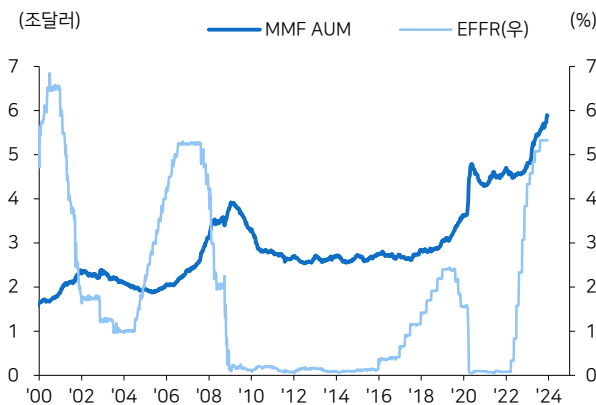
MMF 감소 속도 vs RRP 감소 속도 유의. 지금까지는 MMF가 늘어서 문제가 없었음

다만 MMF 감소 속도가 RRP 감소 속도보다 빠르면 주의해야 한다. MMF는 RRP 나 단기채에 투자한다. MMF 자금 규모가 증가하는 추세에서 RRP가 감소하기 전 MMF 내 비중은 45%에 달했으나, 최근 20%를 하회한다. MMF 자금이 단기채에 투자하는 비중이 늘었음을 시사한다. 지금까지는 MMF 규모가 증가하는 가운데 RRP가 감소했기 때문에 단기채 시장에 문제가 없었다.

MMF 감소속도 > RRP 감소속도, MMF의 단기채 시장 수급 여력 축소 의미

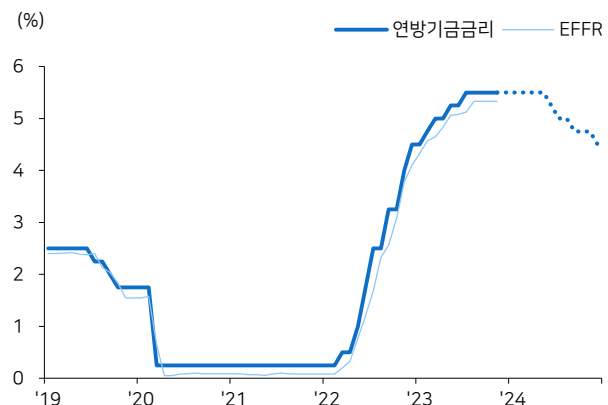
그런데 MMF가 줄어 단기채 투자 여력이 줄어든다면 전체 채권 수급에 영향을 주어 장기금리 우려로 다시 번질 수 있다. 6월 부채한도 협상 이후 미국 재무부는 필요 자금 조달을 위해 단기채 위주로 발행량을 늘려 수급을 조절하고 있다. MMF의 수급 여력이 뒷받침되었기 때문이다.

그림10 미국 EFFR과 MMF AUM



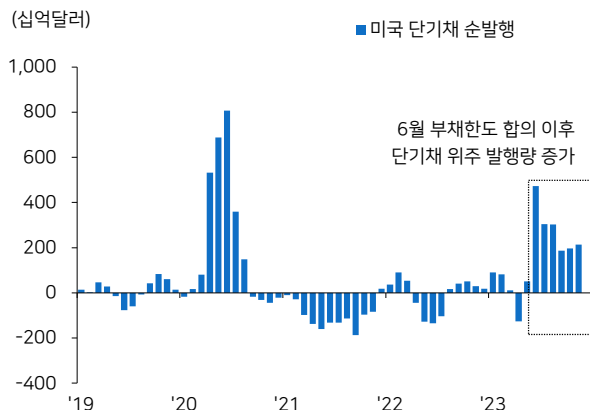
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 인하 사이클 기대 선반영한다면 MMF 감소는 추세적



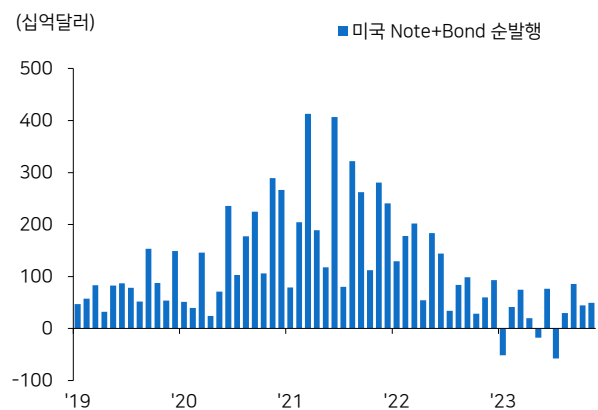
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국 단기채 발행물량, 6월 부채한도 협상 이후 증가



자료: US Treasury, Bureau of the Fiscal Service, 메리츠증권 리서치센터

그림13 장기채 발행 물량은 크게 늘지 않음



자료: US Treasury, Bureau of the Fiscal Service, 메리츠증권 리서치센터

리스크 인식과 단기 대응

미국 재무부 단기채 위주 발행량 확대, 단기채 문제시 장기채 수급 우려로 이어질 소지

그런데 MMF 자금이 줄어들기 시작하면서 단기채 수급에 대한 우려가 생기기 시작하면 단기채 발행량이 줄어들 가능성이 있다. 이렇게 되면 재무부는 부족분을 장기채로 발행량을 늘려야 한다. 8월 초와 11월 초 증시 변곡점마다 공교롭게도 재무부 채권 발행 계획에 대한 시장 반응이 겹쳐 있었다. 모두 장기채 발해 물량에 대한 시장 관심이 가장 큰 화두였음을 상기해야 한다.

지금은 아니지만 현실화시 1월말 재무부 채권발행 계획 전후 변동성 확대 유의

MMF 자금이 줄어들기 시작한 가운데 MMF 감소 속도가 RRP 감소 속도보다 빠르면 단기채 시장 우려에서 시작된 장기채 수급 우려가 재점화될 수 있다. 이 경우 RRP 자금 소진이 3월 이후라 하더라도 시장 변동성은 다음 재무부 채권 발행 계획 발표가 예정되어있는 1월말을 전후로 재차 확대될 수 있음을 유의해야 한다.

단기 대응은 추가 밸류에이션 상향 기대할 수 있는 소외주 중심

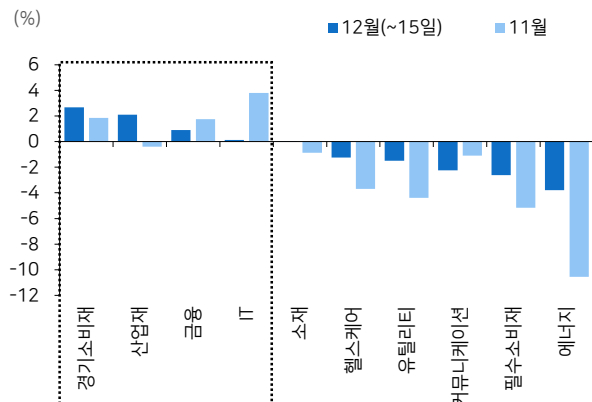
기술주 중심의 추세에 대한 의심은 없음, 단기적으로 1월까지 소외주 중심 대응

금리와 유동성 문제가 재부각 될 수 있는 시점을 경계하는 가운데, 그전까지는 유동성 효과 이어질 수 있음을 기대해볼 수 있는 환경이다. 시장 대응은 기술주 중심의 추세에 대한 의심은 없으나, 리스크 문제가 부각되기 전까지 유동성 수혜를 더 볼 수 있는 낙폭과대주, 소외주 중심으로 대응하는 것이 적절해 보인다.

산업재, 금융, 중소형주 관심

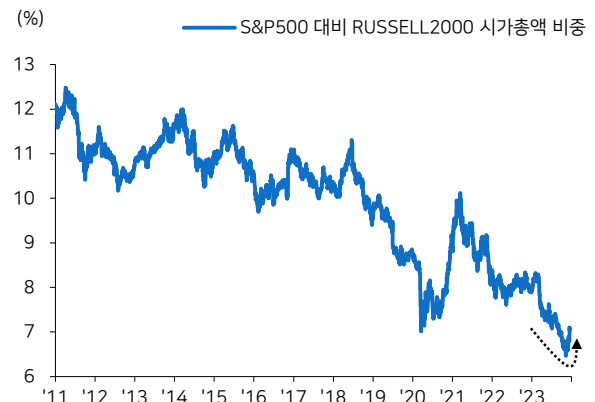
11월 주도주인 기술주 중심의 반등이 이어졌다면, 12월은 소외주 중 경기소비재, 산업재, 금융 업종 중심으로 반등이 나타나고 있다. 이중 연간전망에서 관심을 갖고 있는 산업재, 금융업종을 중심으로 하는 시클리컬을 선호하며, 소비재는 단기적으로 반응이 좋지만 보수적인 시각을 유지한다. 한편 S&P500이 12월 3.3% 상승하는 동안 RUSSELL2000 지수는 9.7% 상승했다. 12월 초 이후 관심 갖고 있는 중소형주에 대한 투자도 금리 우려가 재부각되기 전까지는 유효하다는 판단이다.

그림14 S&P500 업종별 시장대비 초과수익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 S&P500 대비 RUSSELL2000 시가총액 비중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석

하누리 연구위원

2024년 글로벌 패션 시장 (McKinsey & Company)

2024년 글로벌 패션 기업 경영인들이 가장 걱정하는 리스크는 지정학적 불안정이라고 밝혔다. 또한 글로벌 패션 시장 성장이 둔화될 것이라는 전망과 함께 중국, 유럽 그리고 미국의 패션 시장이 침체기를 맞을 수도 있다고 우려했다. 명품 패션 시장은 올해 +5~7% 성장에서 내년 +3~5%, 비명품 패션 시장은 +2~4%로 전망했다. 유럽과 중국 성장이 둔화되고, 미국은 약하지만 내년 회복세를 보일 것으로 예상됐다. 패션 경영인을 대상으로 9월 실시한 공동 설문 조사에서는 응답자의 약 62%가 유럽과 중동의 지정학적 불안정을 가장 큰 리스크로 선정했고 경제 변동성이 55%로 2위, 인플레이션은 51%로 3위에 꼽혔다.

맥킨지는 2024년 10가지 테마를 통해서 브랜드와 소매업체들의 전략 변화가 필요함을 제시했다. 그 중 눈에 띄는 테마는 Vacation Mode와 채찍 효과다. 소비자들은 팬데믹 시기부터 여행을 준비해 왔다. 전세계 여행 시장은 2024년 처음으로 2019년 수준을 넘어서는 것으로 예상된다. 80%의 북미 소비자가 여행 중 패션 소비를 계획 중이다. 중국의 해외 여행 또한 상당 부분 회복할 것으로 예측되는데 팬데믹 기간 높아진 눈높이를 따라갈 수 있어야 한다. 브랜드와 소매업체는 새로운 유통 및 카테고리 전략을 고려해야 한다.

다음으로 소비자 수요의 변화로 인해 상위 공급망에서 생산 규모가 감소하며 의류 업체에 압력을 가하는 '채찍 효과(Bullwhip Effect)'가 발생하고 있다. 간극 해결을 위해 중요한 것은 수요자와 공급자 양측이 정보의 불균형을 최소화하기 위해 노력해야 한다는 것이다. 브랜드와 소매업체는 전략적 파트너십을 강화해 비효율성을 줄여야겠다.

2024년 패션 시장 리스크

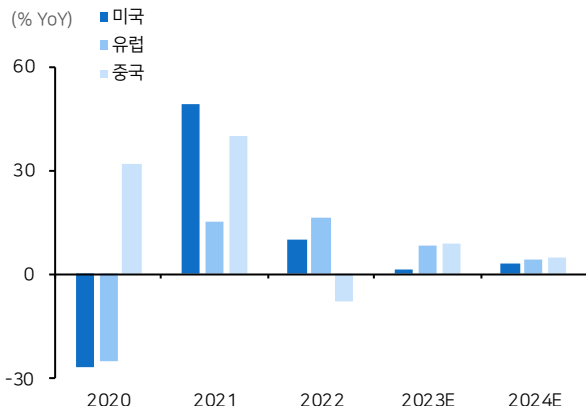
패션 시장 성장 둔화 예상

2024년 글로벌 패션 기업 경영인들이 가장 걱정하는 리스크는 지정학적 불안정이라고 밝혔다. 또한 글로벌 패션 시장 성장이 둔화될 것이라는 전망과 함께 중국, 유럽 그리고 미국의 패션 시장이 침체기를 맞을 수도 있다고 우려했다.

지정학적 불안정, 경제 변동성
그리고 인플레이션

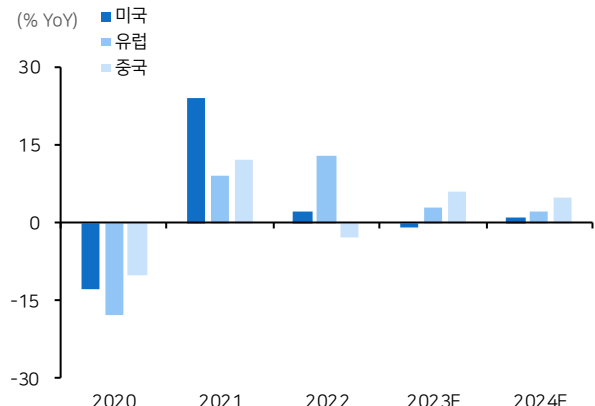
명품 패션 시장은 올해 +5~7% 성장에서 내년 +3~5%, 비명품 패션 시장은 +2~4%로 전망했다. 유럽과 중국 성장이 둔화되고, 미국은 약하지만 회복세를 보일 것으로 예상됐다. 내년 비명품 패션 시장은 미국 +1%, 유럽 +2%, 중국 +5% 성장이 점쳐졌다. 패션 경영인을 대상으로 9월 실시한 공동 설문 조사에서는 응답자의 약 62%가 유럽과 중동의 지정학적 불안정을 가장 큰 리스크로 선정했고 경제 변동성이 55%로 2위, 인플레이션은 51%로 3위에 꼽혔다.

그림1 글로벌 명품 시장 성장 추이



자료: McKinsey&Company, 메리츠증권 리서치센터

그림2 글로벌 비명품 시장 성장 추이



자료: McKinsey&Company, 메리츠증권 리서치센터

새로운 테마

맥킨지는 2024년 10가지 테마를 통해서 브랜드와 소매업체들의 전략 변화가 필요함을 제시했다. 그 중 눈에 띄는 테마는 Vacation Mode, 인플루언서 변화, 아웃도어 브랜드 변화, 패스트 패션 경쟁, 브랜드 마케팅, 채찍 효과다.

Vacation Mode

소비자들은 팬데믹 시기부터 여행을 준비해 왔다. 전세계 여행 시장은 2024년에 처음으로 2019년 수준을 넘어설 것으로 예상된다. 80%의 북미 소비자가 여행 중 패션 소비를 계획 중이다. 중국의 해외 여행 또한 상당 부분 회복할 것으로 예측되는데 팬데믹 기간 높아진 눈높이를 따라갈 수 있어야 한다. 브랜드와 소매업체는 새로운 유통 및 카테고리 전략을 고려해야 한다.

인플루언서 변화

각 브랜드의 마케팅 담당자들은 인플루언서 리스트를 업데이트해야 한다. 소비자의 65%는 예년의 패션 인플루언서에게 매력을 덜 느낀다. 신선한 스타들로 구성된 새로운 브랜드가 관심을 얻고 소비자들의 신뢰를 받고 있다. 이러한 인물들과 함께 일하려면 새로운 유형의 파트너십, 광고 콘텐츠의 강화가 필요하다.

아웃도어 브랜드의 생활화

팬데믹 이후 소비자들이 '고프코어'를 받아들이며 기술적이면서 라이프스타일인 아웃도어 의류에 대한 수요가 증가했다. 더 많은 아웃도어 브랜드가 라이프스타일 컬렉션을 출시할 것이며 라이프스타일 브랜드는 반대로 기술적 요소를 추가할 것으로 예상된다. 기능과 스타일 사이의 경계가 더욱 모호해진 것이다.

패스트 패션 경쟁

패스트패션 경쟁이 더 치열해질 전망이다. 미국인의 40%가 3세대 패스트패션 업체인 쉬인과 테무를 이용한 적이 있다. 이런 후발주자들이 가격, 고객 경험에 관한 전략을 바꾸고 있다. 후발 및 기존 업체의 성공 여부는 변화하는 소비자에 적응하며 최근 부딪히고 있는 환경 규제 등을 해결하는 능력에 따라 달라질 것이다.

브랜드 마케팅

한동안 패션 산업을 지배해 온 퍼포먼스 마케팅이 약화되고 브랜드 마케팅이 다시 각광을 받을 것으로 보인다. 패션 임원의 71%가 브랜드 마케팅에 이전보다 많은 비용을 지출할 계획으로 나타났다. 브랜드 기업들은 장기적인 브랜딩 전략에 기반한 마케팅 플랜을 재정립해야 한다. 브랜드와 소비자의 정서적 연결이 중요해지고 있으며 매력적인 브랜드 스토리를 구축해야 할 것이다.

공급망의 채찍 효과

소비자 수요의 변화로 인해 상위 공급망에서 생산 규모가 감소하며 의류 업체에 압력을 가하는 '채찍 효과(Bullwhip Effect)'가 발생하고 있다. 21년 90% 이상이던 의류 공장 가동률이 23년에는 30~40% 수준으로 낮아졌다. 간극 해결을 위해 중요한 것은 수요자와 공급자 양측이 정보의 불균형을 최소화하기 위해 노력해야 한다는 것이다. 브랜드와 소매업체는 전략적 파트너십을 강화해 비효율성을 줄여야겠다.

원문: *The State of Fashion 2024 (Mckinsey & Company)*