

전략공감 2.0

Strategy Idea

2024년 하반기 전망 시리즈 (해설판)

10. 음식료/유통_객단가 실종

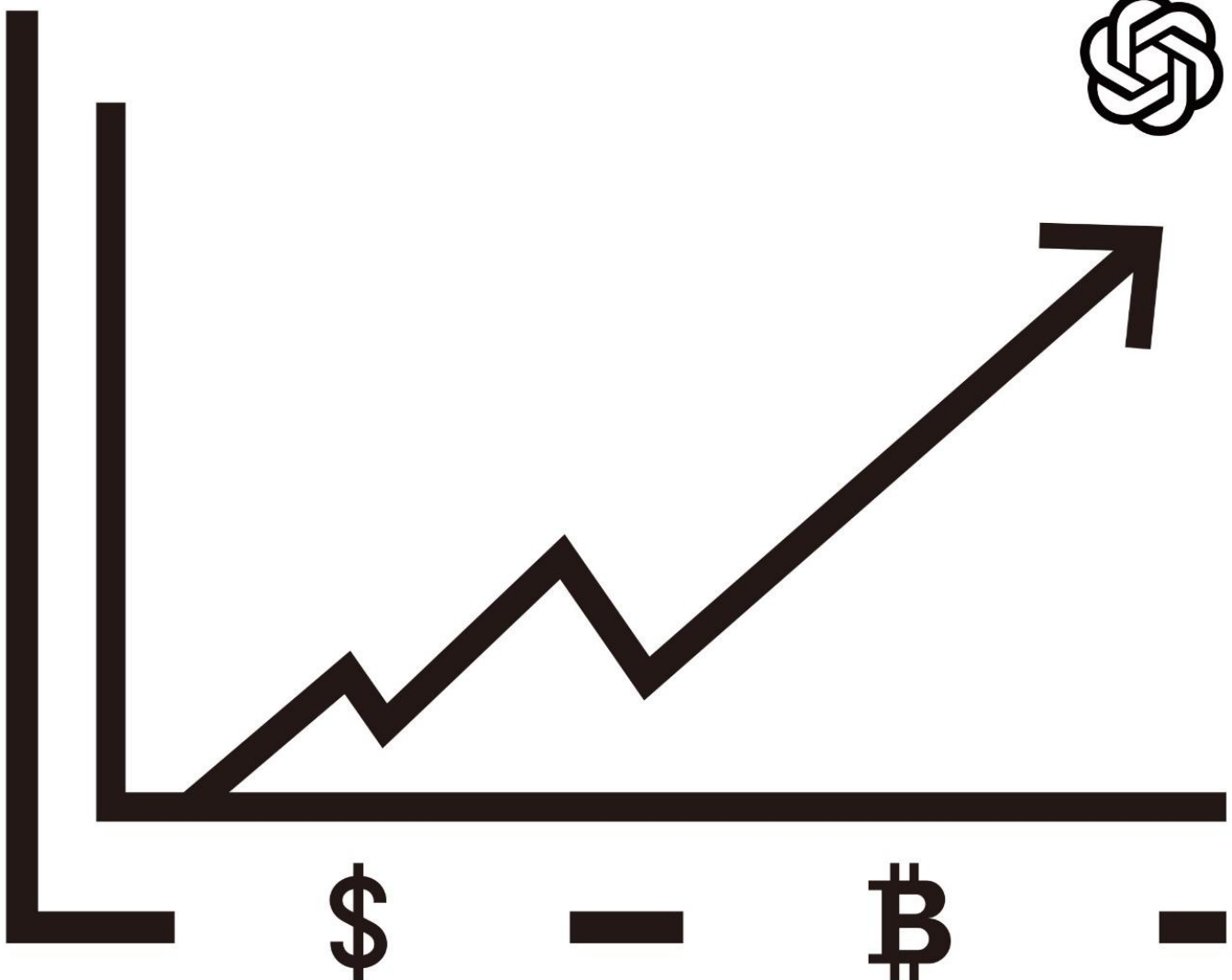
11. 철강/금속_Recovery

오늘의 차트

핀테크도 AI다

칼럼의 재해석

VW (VW) 생존 게임: Cariad에서 Rivian까지



본 조사분석자료는 제 3자에게 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

본 자료의 원본은 2024년 11월 6일 발간된
[2025년 전망 시리즈 10 - 음식료/유통: 객단가 실종] 임



음식료/유통

Analyst 김정욱

02. 6454-4874

6414@meritz.co.kr

2025년 전망 시리즈 10 (해설판)

[음식료/유통] 객단가 실종

✓ 객단가 실종

25년 양극화 소비가 심화되는 가운데 객단가 하락인 트레이딩 다운 현상. 식품/유통 산업에서는 객단가 상승을 기대하기 어려운 환경을 대처하는 전략으로 승패가 나눌 전망

✓ 객단가 실종에 대처하는 식품 산업

제품 측면에서 식품 산업은 담배/라면 등 저가격 필수품의 수혜가 지속될 전망. 담배/라면은 양극화 소비에 수혜가 가능하며 부진한 내수 시장을 벗어나 해외 시장으로의 성장이 열려 있음

✓ 객단가 실종에 대처하는 유통 산업

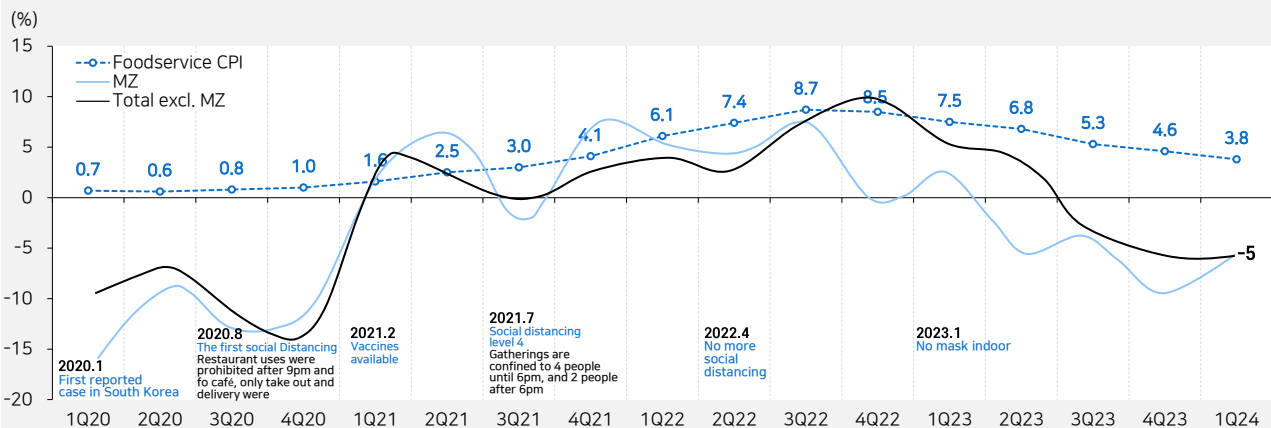
채널 측면에서 유통 산업은 편의점으로서의 소비자 이동이 지속될 전망. 편의점은 상대적으로 객단가가 낮다는 매력과 접근성 측면에서 근거리 소비 채널의 강점이 부각될 전망

Part 1 객단가 실종

25년 트레이딩 다운 현상 전망

25년 소비 시장은 양극화 소비가 심화되는 가운데 객단가 하락인 트레이딩 다운 현상이 나타날 전망이다. 소비 트렌드를 선도하는 MZ 세대 소비 행태에서는 이미 객단가 상승률이 물가 상승률을 하회하기 시작했다. Circana 설문조사에 따르면, MZ 세대의 소비 동기에서 '음식의 질'에 대한 응답은 전년 대비 감소한 반면, '합리적인 가격'에 대한 응답은 증가하였다. 또한 MZ 세대의 채널 이용 선호도는 CVS, 스타벅스, 파리마켓, 맥도날드 순으로, 다른 연령층 대비 낮은 객단가 채널 비중이 높은 것으로 나타났다.

그림1 MZ세대 Visit 트렌드, 다른 SEG 대비 변화에 민감하게 반응

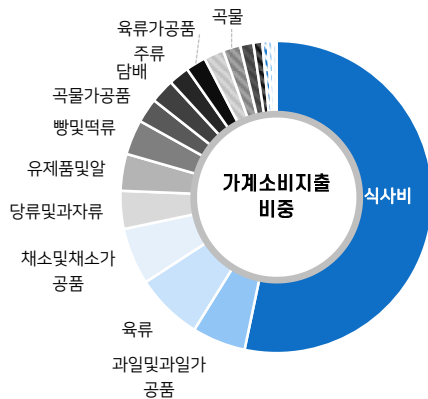


자료: Circana, 메리츠증권 리서치센터

급격한 물가 상승 부담에 소비 축소로 대응하는 소비자

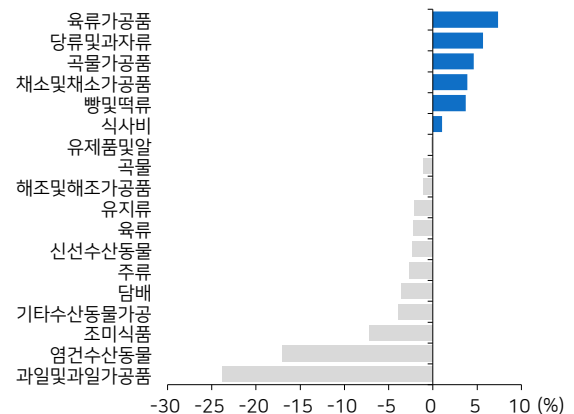
객단가 상승률의 둔화는 일정 시차를 두고 전체 세대의 소비 패턴으로 전이될 전망이다. 한국소비자연맹 설문 조사에 따르면, 소비자의 56.7%는 지난 1년간 물가 상승 부담으로 신선식품 소비를 축소시켰다. 식품 소비에서도 고물가 심화 환경을 소비량 감소로 대응하고 있는 것이다. 이는 물가 상승률을 고려한 품목별 지출 데이터로도 확인되는데, 가계수지의 주요 18개 카테고리에서 12개 카테고리는 지출 금액 증가율이 물가 상승률을 하회했다. 식품/유통 산업에서는 객단가 상승을 기대하기 어려운 환경을 대처하는 전략으로 승패가 나뉠 전망이다.

그림2 가계소비지출 비중



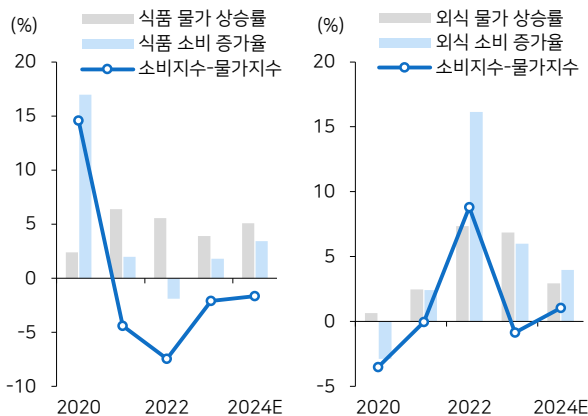
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림3 소비 증가율 - 물가 상승률 스프레드



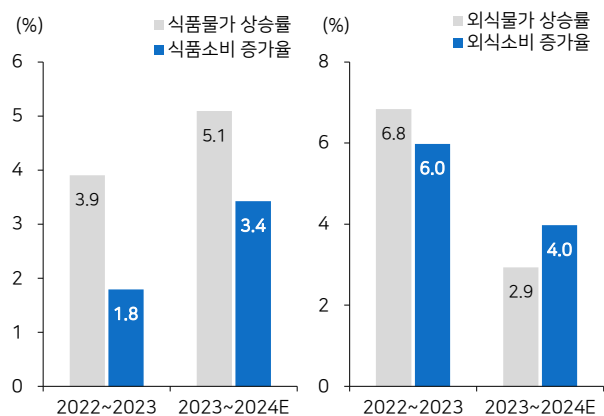
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림4 식품/외식 소비지수, 물가지수 비교



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림5 식품/외식 물가 상승률, 소비 증가율 비교



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

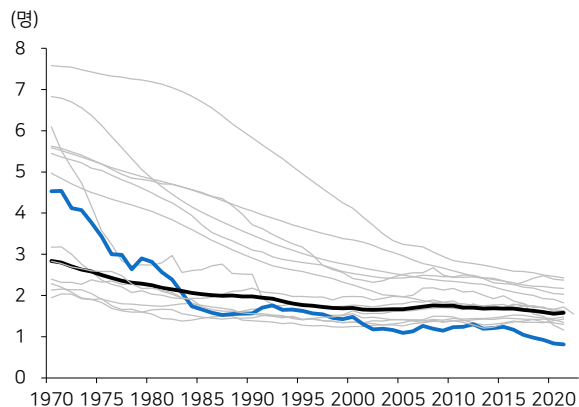
양극화 소비는 구조적 변화

양극화 소비는 구조적 변화로, 불확실한 매크로 환경과 저성장 진입의 결과다. 한국의 출산율은 글로벌 대비 빠른 속도로 하락하며 장기 저성장 국면에 돌입하고 있다. 23년 기준 대한민국 합계출산율은 0.72명으로, 0.7명대 출산율이 지속될 경우 20년 후 인구는 절반으로 감소할 것으로 보인다. 고령화 역시 빠르게 진행되며 고령화 비율이 G20에 수렴해가는 모습이다.

한국의 인구 구조 변화로 “FOOD CLIFF” 환경 초래

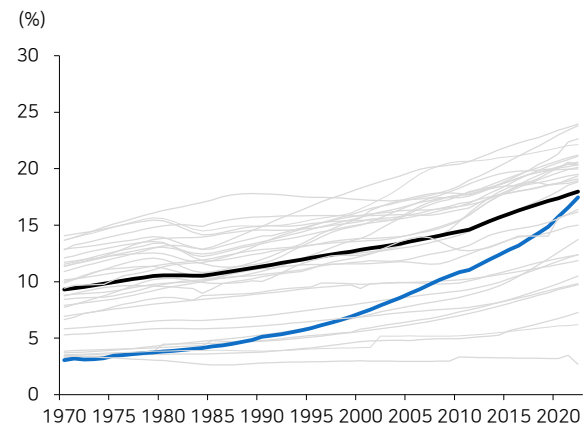
한국의 인구 변화는 식품 산업에 “FOOD CLIFF” 환경을 초래할 수 있다. 개인 하루 섭취량은 연령대별로 상이한데, 인구는 줄고 고령자는 늘면서 전국민 섭취량이 감소할 전망이다. 문제는 전체 인구 수 감소보다 빠른 섭취 칼로리 감소로, 음식료 업체들은 부가가치를 올리기 위한 해외수출 확대에 힘쓰고 있다. 국내 음식료 시장 규모 89.2조원, 글로벌 음식료 시장 규모 9천조원을 고려하면 해외 시장 개척은 필수적이다. 가구 구성 측면에서 1인 가구 비중도 2050년 40%까지 확대되며 글로벌 대비 빠른 속도를 보이고 있어, 높은 내수 의존도는 위험 요인이다.

그림6 국가별 출산율 추이, 대한민국 VS G20평균



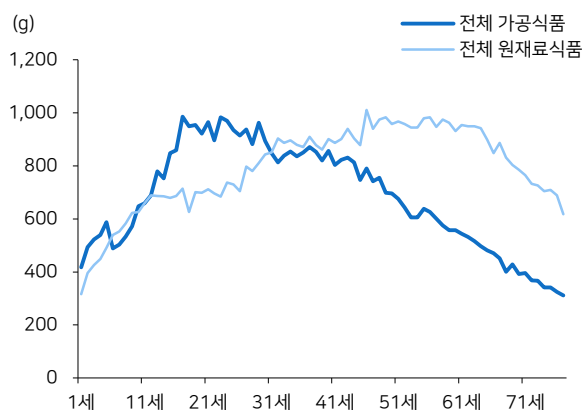
자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림7 국가별 고령인구 비율 추이, 대한민국 VS G20평균



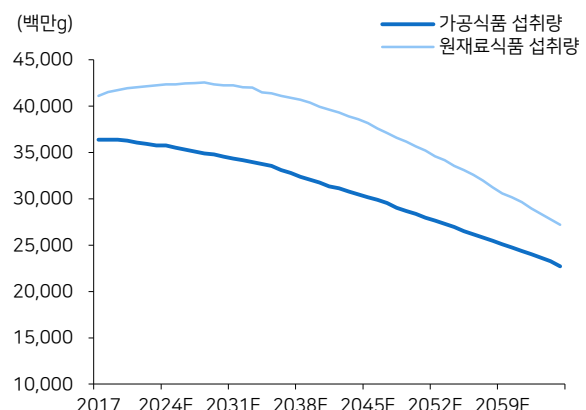
자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림8 연령별 1일 섭취량 추이



자료: 질병관리청, 메리츠증권 리서치센터

그림9 1일 전국민 섭취량 전망



자료: 질병관리청, 메리츠증권 리서치센터

브랜드, 필수품 중심 소비 쏠림 현상 심화 예상

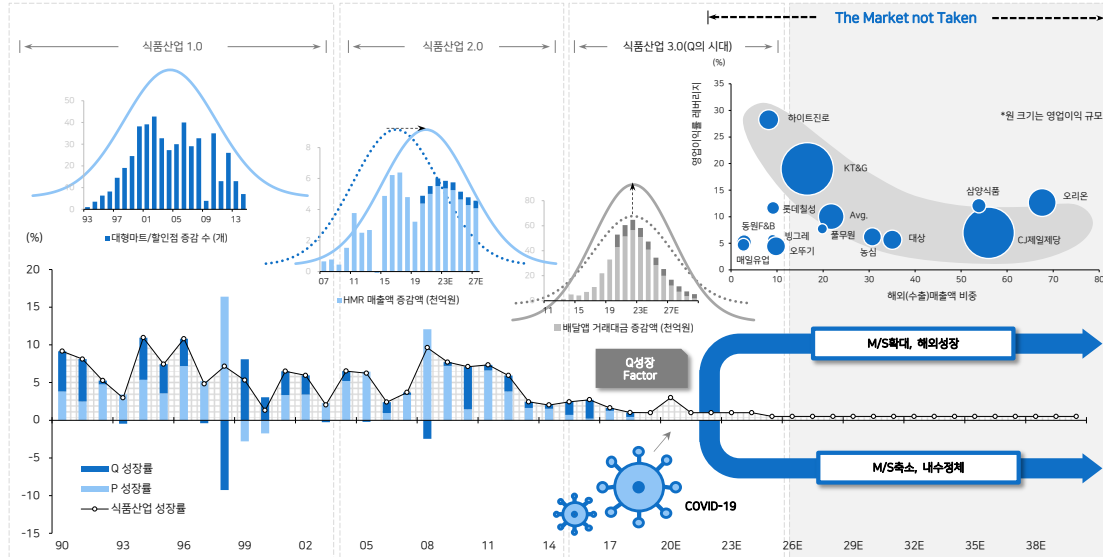
소비자 쏠림이 나오는 브랜드, 필수품 중심의 수요 증가를 전망한다. 음식료 업종 내에선 담배/라면 등 저가격 필수품의 수혜가 지속될 것으로 판단하며, 유통업은 경기둔화로 전반적인 업종에 대한 의견은 중립이나, 편의점으로서의 소비자 이동이 지속될 전망이다.

Part 2 객단가 실종에 대처하는 식품 산업

25년 음식료 투자 의견 Overweight 제시

25년 음식료 투자 의견 Overweight을 제시한다. K-푸드의 글로벌 시장 확대 기대감과 원재료 투입 단가 안정화 등으로 인해 음식료 업체의 긍정적 영업환경이 전망된다. 특히, 담배/라면은 양극화 소비에 수혜를 받는 카테고리이면서 부진한 내수 시장을 벗어나 해외 시장으로의 성장이 열려 있다.

그림10 코로나 이후 HMR, 배달앱 등 성장 요인 부재, 장기 저성장 국면 돌입. 주요 상장사는 내수기업 → 수출기업으로 변모 중



자료: 통계청, 체인스토어협회, aT, 공정거래위원회, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

K-푸드 2차 성장 국면 진입

K-푸드의 선봉장에는 라면이 있었다. 과거 라면은 미국 내에서도 한정된 소비자층을 형성한 니치 카테고리였으나 이제는 히스패닉을 넘어 백인들까지 즐겨먹는 식품으로 성장 중이다. '까르보불닭볶음면'의 미국 품귀현상이 뉴욕타임스에 소개되고, 유명 래퍼 카디비의 리뷰 영상이 인기를 끌면서 삼양식품은 올해 최대 실적을 갱신했다. 농심은 신제품인 '신라면 톰바' 출시 두 달 만에 1,100만 개 넘게 판매되면서, '불닭볶음면' 대항마로 글로벌 진출에 주력할 계획이다.

그림11 뉴욕타임즈에서 소개된 까르보불닭 품귀 현상



자료: The New York Times

그림12 일본 KITTO, '신라면 톰바' 일본 출시 소식 업로드

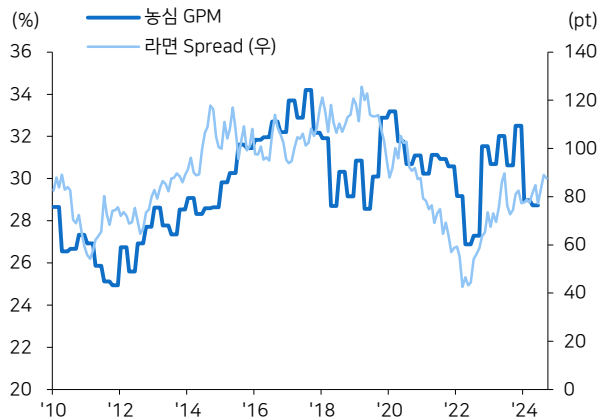


자료: KITTO

라면 스프레드 확대에 따른 GPM 개선 기대

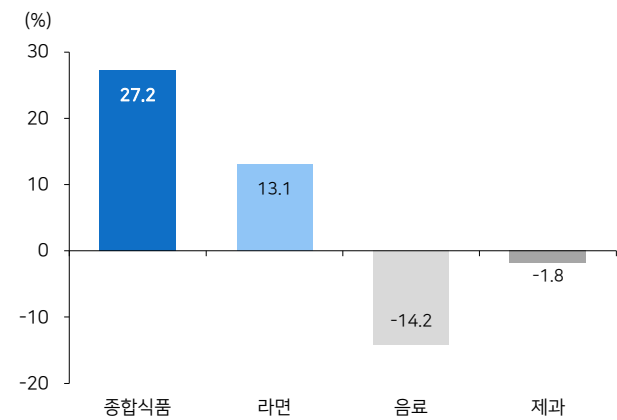
라면 판가/원가 스프레드도 개선 구간에 돌입하면서 25년 삼양식품, 농심 GPM 개선이 전망된다. 전년비 스프레드 증감 정도는 종합식품 +27.2pt, 라면 +13.1pt, 음료 -14.2pt, 제과 -1.8pt를 기록했다. 라면 스프레드 확대는 판가 상승과 소맥/팜유 가격 하락에 기인하며 이에 따라 25년 라면의 GPM 개선이 두드러질 것으로 보인다.

그림13 농심 매출총이익률과 라면 판가/원가 스프레드



자료: 농심, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 카테고리별 스프레드 전월비 증감

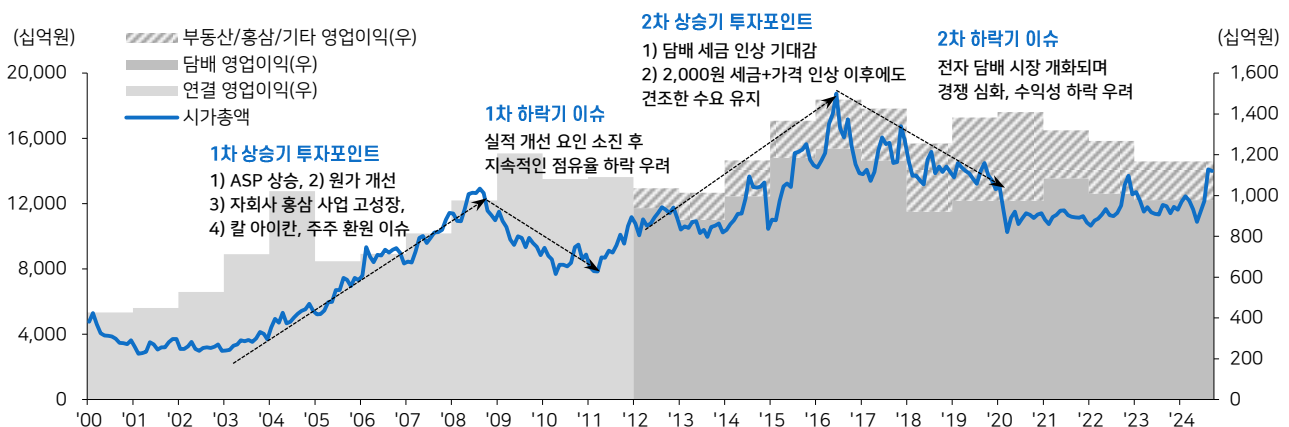


자료: 각 사, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

담배는 지난 10년간 가격이 동결된 유일한 소비재

담배는 지난 10년간 유일하게 가격이 동결된 소비재로, 내수 시장은 일반 담배 시장의 감소를 전자 담배 침투율 확대로 방어하고 있다. 해외 담배는 중동/인니/러시아 등 주력 국가 중심으로 고성장 중이며, 전자 담배는 25년 신규 디바이스 플랫폼 효과가 기대된다. 해외 담배 중심의 펀더멘털 개선과 더불어 강화된 주주환원 역시 긍정적인 모멘텀으로 작용할 전망이다. KT&G 기업가치 역시 24년 주주환원 확대 기대감으로 재차 반등 중이다.

그림15 KT&G 1~2차 랠리 이후 23년 행동주의 이슈, 24년 주주환원 확대 기대감 재차 반등

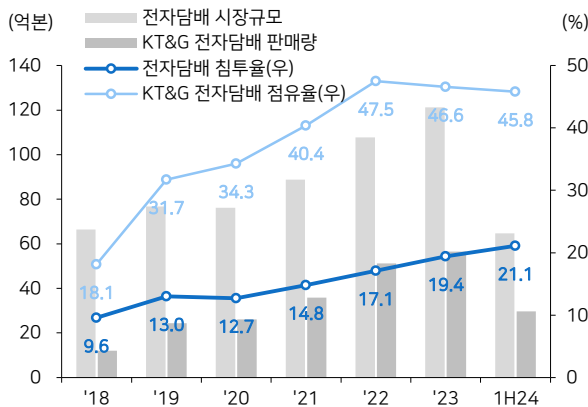


자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

KT&G 국내+해외 NGP 스틱 수량 성장 지속

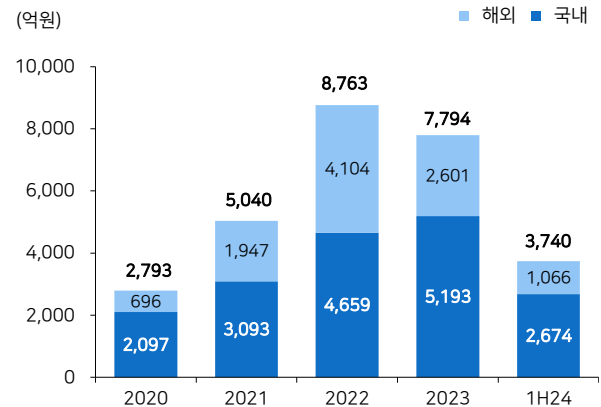
전자담배 시장 침투율이 확대되는 가운데, 신규 플랫폼 런칭이 지속되며 점유율도 상승하고 있다. NGP 전체 매출액은 전년 높은 기저 영향으로 감소세이나, 글로벌 NGP 침투율 확대와, 스틱 판매 호조로 스틱 판매 수량은 지속 성장세를 보이고 있다. 전체 실적 성장은 해외 담배 사업이 견인할 것으로 예상된다. 담배 수출은 18~19년 연속 부진을 겪었지만 20년 알코코자이와의 재계약 타결 이후 장기 우상향 추세로, 주력 시장에서의 가격인상 + 신제품 호조 영향을 반영 중이다.

그림16 KT&G 전자담배 점유율 1위 수성 지속



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

그림17 NGP 국내/해외 매출 추이

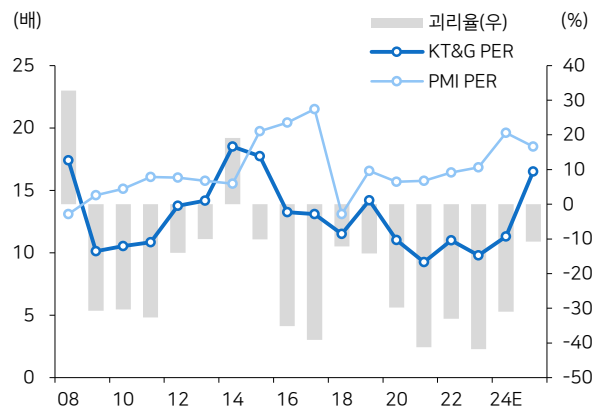


자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

KT&G 방경만 대표 체제 돌입, 주주환원 강화 지속 전망

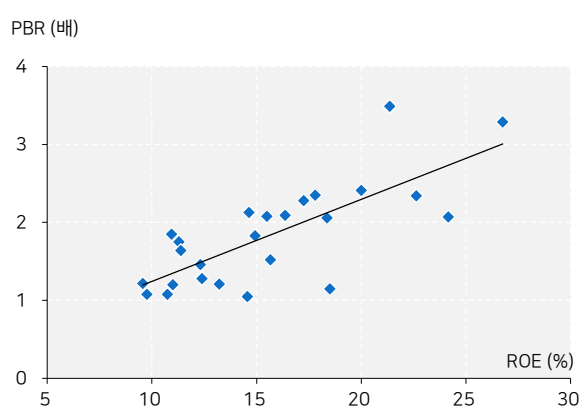
KT&G는 9년 만에 수장 교체로 방경만 대표이사 체제에 돌입했다. 새로운 대표이사 체제에서 KT&G의 성장 전략과 주주환원 정책이 강화되고 지속될 수 있다고 판단한다. 오랜 글로벌 사업 경력으로 글로벌 시장 중심으로 사업 영역이 지속 확대되고, 신주주환원 정책 추진의 주도적 역할 고려 시 성장성 + 수익성 기반 주주/기업 가치 제고 지속이 예상된다. 과거 낮은 수준의 주주환원율에서 탈피하여, 향후 장기간 글로벌 담배회사들의 수준을 유지하는 가운데 추가적인 주주환원 정책이 더해지면서 기업가치 상승이 기대된다.

그림18 KT&G, 필립모리스 PER, 괴리율 추이



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

그림19 KT&G ROE, PBR 상관관계 추이



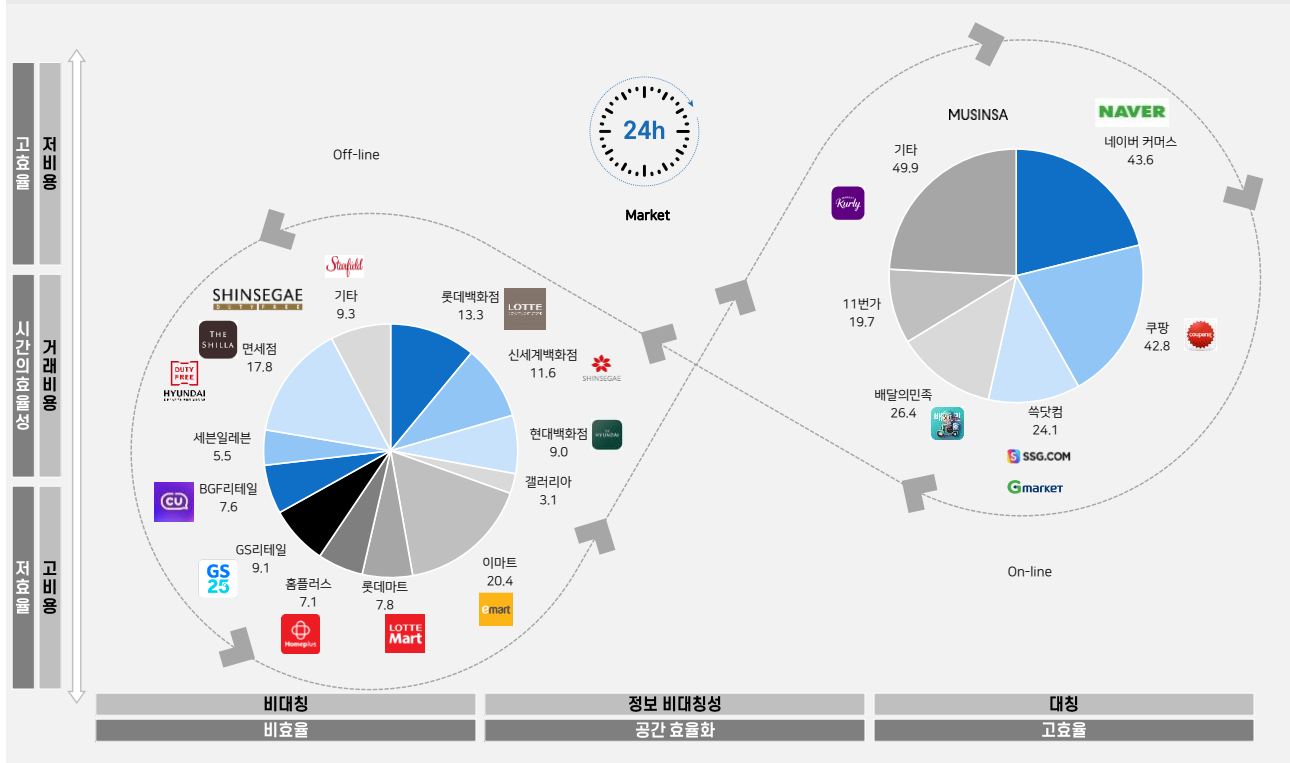
자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

Part 3 객단가 실종에 대처하는 유통 산업

25년 유통 투자 의견
Neutral 제시

25년 유통 투자 의견 Neutral 제시한다. 고물가/고금리 장기화로 소비 부진이 불가피하며 축소된 양극화 소비가 전망된다. 업태별 선호도는 편의점>백화점>면세점>대형마트>홈쇼핑 순이다. 대형 오프라인 업체들은 객단가 하락기 트래픽 개선이 필요하나, 주요 업체들의 트래픽은 감소 트렌드가 장기화되고 있다. 편의점은 소비 경기 둔화를 방어할 수 있는 트래픽 개선이 기대된다.

그림20 코로나 이후 HMR, 배달앱 등 성장 요인 부재, 장기 저성장 국면 돌입. 주요 상장사는 내수기업 → 수출기업으로 변모 중

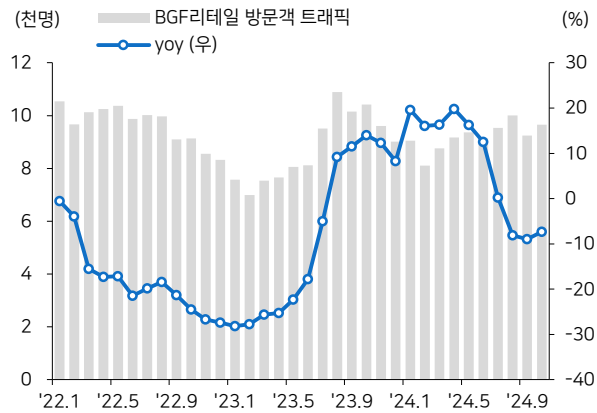


자료: 언론보도, 삼정KPMG, 필립 코틀러 - 리테일 4.0, 메리츠증권 리서치센터

낮은 객단가+근거리 소비 채널,
편의점 강점 부각 전망

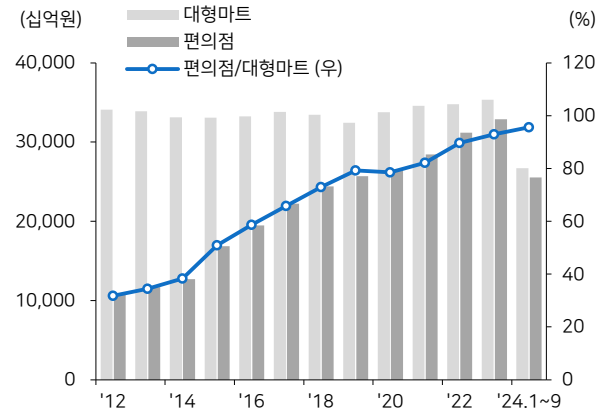
편의점은 대형 오프라인 채널들의 장보기 역할을 대체하고 있으며 낮은 객단가로 고물가 환경 및 런치플레이션 환경 수혜가 지속될 전망이다. 최근 편의점의 출점 감소 이유는 브랜드 가치 차별화에 기인한 현상으로, 상위 브랜드 중심의 출점 점유율 확대가 예상된다. 25년에도 낮은 객단가 기반으로 편의점 트래픽은 확대될 것으로 판단한다.

그림21 편의점 전년 동기 대비 매출액 성장률 추이



자료: 통계청, 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림22 편의점 1인당 구매단가/구매건수 성장률 추이



자료: 통계청, 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2024년 11월 5일 발간된
[2025년 전망 시리즈 11 - 철강/금속: Recovery] 임



철강/금속

Analyst 장재혁

02. 6454-4882

jaehyeok.jang@meritz.co.kr

2025년 전망 시리즈 11 (해설판)

[철강/금속] Recovery

[철강]

- ✓ 2025년 철강 업종, 중국 부양책 효과는 제한적일 것으로 예상하기에 정책모멘텀에 기반한 트레이딩의 기회로 활용해야 한다고 판단
- ✓ 강도 높은 철강 감산정책 또한 시행될 것으로 예상되기에, 추가적인 모멘텀으로 활용 가능
- ✓ 2Q25 국내 철근 수요 회복 예상되며, 반덤핑 관세 여부 또한 결정되는 시기, 주목 필요

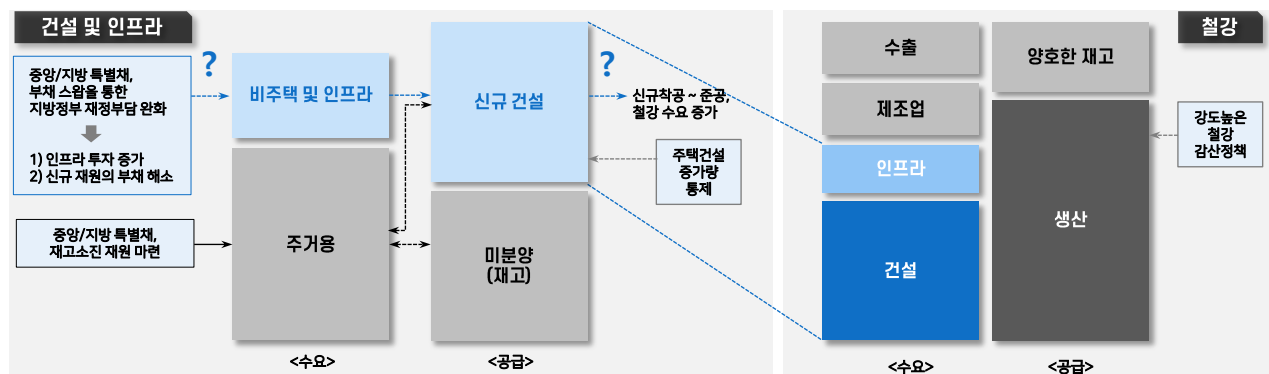
[비철금속]

- ✓ Benchmark TC 하락은 강력한 가격 상승의 근거. 트럼프 당선, 대중 관세 부과로 인한 수요 둔화 우려는 존재하나, 비전통 수요의 증분이 상쇄 가능할 것으로 예상

중국 부양책 효과는 제한적, 정책모멘텀 기반 트레이딩 기회로 활용

중국의 확장재정 정책이 11월 8일 폐막된 전인대 상무회의에서 승인, 발표되었다. 핵심은 '지방정부의 음성부채 해소'였으며, 즉각적인 수요 견인을 유발하는 부동산과 소비 부양을 위한 재정지출 규모는 공제되지 않았다. 향후 기대에 부합하는 신규 부양책이 나오더라도, 부동산 부문의 재고 소진과 신규 수요 유발로 재원이 분산되어 정책효과는 과거 대비 제한적으로 나타날 것이다. 따라서, 중단기 내 신규 착공면적 등 중국 철강의 실수요 지표가 반등하기는 힘들 것으로 예상된다. 관련 정책모멘텀은 2023, 2024년과 같이 트레이딩의 기회로 활용해야 한다.

그림1 중국 부동산, 이번 부양책으로 인한 신규 수요 창출은 점진적/제한적일 가능성 높음

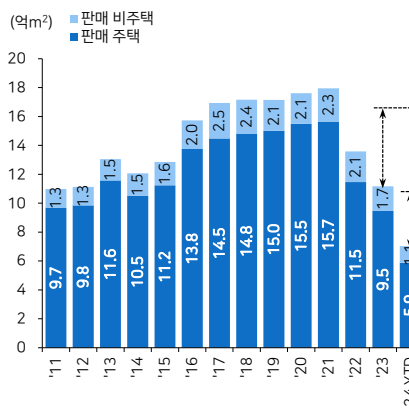


자료: 메리츠증권 리서치센터

중국 부동산 시장의 수급 불균형 정상화 방안, 재고소진과 공급제한

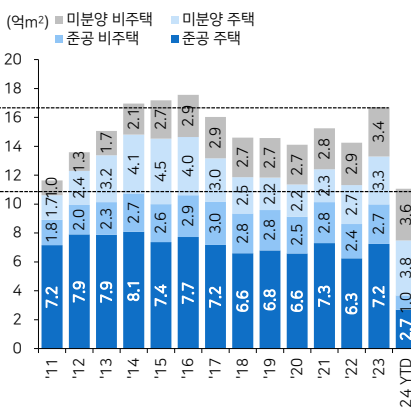
재화의 공급이 과잉인 시장에서 수급 불균형을 정상화하는 방법은 1)수요축진 2)재고소진 3)공급제한 세 가지이다. 역사적으로 '수요축진'에 방점을 두었던 중국의 부동산 정책은 2024년 들어 '재고소진'과 '공급제한'으로 무게중심을 옮겼다. 건물의 수요(판매면적)는 공급(준공, 미분양) 대비 한참 모자라는 가운데, 미분양은 '19년부터 가파르게 증가하고 있어 수요축진만으로는 시장 정상화가 힘들기 때문이다. '24년 9월 기준 준공후미분양 주택·비주택 변적은 7.4억㎡이며, 최근 주택가격 약 10,000위안/㎡ 기준 7.4조 위안(약 1,423조원)에 달한다.

그림2 중국부동산 수요(판매면적)



자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림3 중국부동산 공급(준공 및 미분양)



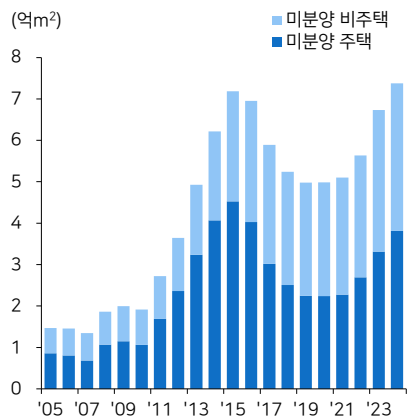
자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

표1 수급 불균형은 지속

(억㎡)		2023	2024 YTD
수요	전체	11.2	7.0
	주택	9.5	5.9
	비주택	1.7	1.1
공급 (준공+미분양)	전체	16.7	11.1
	주택	10.5	6.5
	비주택	6.1	4.6
준공	전체	10.0	3.7
	주택	7.2	2.7
	비주택	2.7	1.0
미분양	전체	6.7	7.4
	주택	3.3	3.8
	비주택	3.4	3.6

자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국 미분양면적 급상승



자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림5 신규주택 건설증가량 통제

住建部: 要对商品房建设严控增量、优化存量、提高质量

【来源】 2024-09-29 22:37

【住建部: 要对商品房建设严控增量、优化存量、提高质量】9月29日, 9月29日, 住房和城乡建设部党组书记、部长倪虹主持召开党组会议, 传达学习9月26日中央政治局会议精神, 研究部署贯彻落实工作。会议强调, 要对商品房建设严控增量、优化存量、提高质量, 发挥城市房地产融资协调机制作用, 加大项目“白名单”贷款审批投放力度, 满足房地产项目合理融资需求, 打好商品房项目保交楼攻坚战。

주택도시보증개발부, 상업용주택 건설 증가를 엄격하게 통제하고 재고를 최적화하며 품질 개선 요구 (汇通财经, 9/29)

주택도시보증개발부 장관 '니홍'은 9월 26일 중앙정치국 회의에서 1) 주택건설 증가량 통제 2) 재고최적화 3) 품질개선 4) 디벨로퍼 자금조달 원활화 5) 화이트리스트 대출승인 확대 6) 상업용주택 인도 공략전의 원활한 수행(이미 분양된 주택의 완공 및 인도 보장)을 강조

자료: Huitung Finance, 메리츠증권 리서치센터

그림6 주택재고 해소 위한 정부 정책

내용	규모	세부 내용
24년 5월 중앙은행 재대출	3,000억 위안	지방정부가 시중 주택재고를 매입하여 보장성 주택으로 사용
24년 10월 지방정부 특수채	?	특수채로 토지매입 허용 또는 주택재고를 매입하여 보장성주택으로 전환 허용
100만채 성충촌 개조	?	성충촌 개조 대상 주민들은 신규주택을 기다리거나 또는 이미 지어진 주택에 입주 가능

자료: 메리츠증권 리서치센터

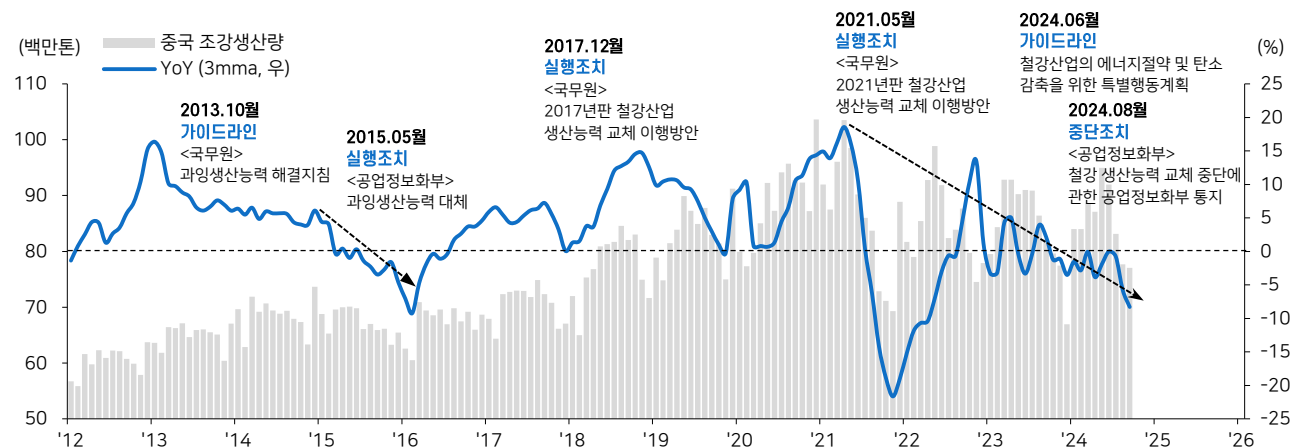
또 하나의 정책모멘텀, 강도 높은 감산정책

'25년, 15차 5개년계획을 앞두고 강도 높은 감산정책 발표 개연성이 높다.

현재까지의 중국의 철강 감산정책은 1) 가이드라인 2) 실행조치 3) 중단조치 3가지 유형으로 구분된다. '가이드라인'은 중장기 방향성을 제시하는 정책이며, 2~5년 내 달성하고자 하는 목표(ex. '00년까지 제강 및 제철 생산능력 1,500만톤 폐쇄)를 제시한다. '실행조치'는 이 목표를 달성하기 위한 구체적인 사항으로, 개별 기업 차원에서의 실행방안(ex. 노후설비폐쇄 : 신규설비증설=1.5 : 1.0 으로 제한)을 강제한다. 마지막으로, '중단조치'는 신규 정책 이전까지 어떠한 증설도 허용하지 않는 것으로, 기존의 실행조치를 수정하여 신규 정책을 내놓기 전 발표한다.

'20년 1월, 14차 5개년계획(2021~2025)을 앞두고 중단조치가 발표된 이후, '21년 5월 대폭 강화된 실행조치가 발표되었다. 현재는 '25년 10월 15차 5개년계획(2026~2030) 발표 전, '24년 8월 중단조치를 발표한 이후로, 한층 강도가 높아진 철강 감산정책이 등장할 수 있는 시기라고 판단한다.

그림7 점차 강도를 높여와 '21년부터 실효성이 발현된 철강 감산정책. 2025년 또 한 번의 실행조치 시행 예상



자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림8 중국 철강 가격 및 업황의 선행지표인 Credit Impulse 참고 시, 적어도 1Q25가 지난 이후 업황 회복을 예상



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 2013~2024년의 주요 철강 감산정책 및 5개년규획 발표 시점 고려, 2025년 강도 높은 실행조치 가능성 높음

발표일	유형	지침	상세
2013.10.15	가이드라인	심각한 과잉생산능력 문제 해결을 위한 국무원 지침	<ul style="list-style-type: none"> 신규 용량 추가를 엄격히 금지. 노후설비 폐기 규모보다 신규설비 증설 규모가 적거나 같아야 함 베이징-톈진-허베이, 양쯔강 삼각주, 진주강 삼각주와 같은 환경민감지역에서는 감소된 능력 대체를 시행 정량적 목표 : 2015년 말까지 추가로 제철 생산능력 1,500만 톤, 제강 생산능력 1,500만톤 폐쇄
2015.04.28	실행조치	공업정보화부, 심각한 과잉생산능력 대체를 위한 실행방안	<ul style="list-style-type: none"> 핵심 원칙: 신규생산능력 추가 시 기존 낙후 및 과잉생산능력을 동일하거나 더 큰 규모로 퇴출시키는 '등량 혹은 감량 대체' 원칙 최초 적용 정량적 대체 비율 제시: 베이징-톈진-허베이, 양쯔 삼각주, 진주강 삼각주 등 환경민감지역의 대체비율을 1.25:1로 제한, 그 외 지역의 대체비율은 1:1로 제시
2015.10.29	13차 5개년(2021~2025)규획 청사진		중국공산당 제18기 제5차 중앙위원회 전체회의(18기 5중전회)에서 13차 5개년 규획의 기본 방향과 주요 목표를 담은 건의안이 통과
2016.02.04	가이드라인	철강산업 과잉생산능력 해소 및 전환발전 달성을 위한 국무원 지침	<ul style="list-style-type: none"> 정량적 목표 : 2016년부터 5년간 조강 생산량을 1억~1.5억톤 감축 규제 및 감독 강화: 환경 보호, 에너지 소비, 품질, 안전, 기술 측면에서 법적으로 철강생산능력의 단계적 폐쇄 허용 지원책: 보조금/세금/금융지원
2016.03.16	13차 5개년 (2021~2025) 규획 발표		전국인민대표대회에서 "중국 국민경제 및 사회발전 제13차 5개년 규획 강요"가 최종 통과
2017.12.31	실행조치	2017년판 철강산업 생산능력 교체 이행방안	<ul style="list-style-type: none"> 정량적 대체 비율 제시: 베이징-톈진-허베이, 양쯔 삼각주, 진주강 삼각주 등 환경민감지역의 대체비율을 1.25:1로 제한 그 외 지역의 대체비율은 1:1 미만, 즉 감소된 대체로 제한 BOF에서 EAF로의 전환과 관련된 프로젝트에 대해 동등한 대체 가능 기존(2015년)보다 정교화된 강종별 교체비율 및 철수 과정
2020.01.23	중단 조치	철강 생산능력 대체 및 프로젝트 신고 작업 개선 관한 통지	<ul style="list-style-type: none"> 강철 용량 교체 및 프로젝트 신청을 중단. 즉, 신규 정책 이전까지 어떠한 증설도 허용되지 않음 기존의 감산정책 점검
2020.09.22	시진핑, UN총회에서 이중 탄소 목표 제시 (2030년 탄소피크, 2060년 탄소중립)		<ul style="list-style-type: none"> 14차 5개년 규획의 중장기 목표를 기초로 2030년 탄소피크, 2060년까지 '탄소중립'을 위해 3단계 시기로 구분하여 정책을 시행할 계획 '탄소중립'을 달성하기 위해 에너지 소비구조를 석탄 위주에서 친환경 신재생 에너지 위주로 전환하는 것이 핵심 요소
2020.10.29	14차 5개년(2021~2025)규획 청사진		중국공산당 제19기 중앙위원회 제5차 전체회의(19기 5중전회)에서 14차 5개년 규획의 기본 방향과 주요 목표를 담은 건의안이 통과
2020.12.31	가이드라인	철강산업의 고품질 발전 촉진을 위한 지침(의견수렴안)	<ul style="list-style-type: none"> 산업 구조 : 상위 5대 철강기업의 산업 집중도를 40%로 , 상위 10대 철강기업의 산업 집중도를 60%로 높인다 . 전기로강 생산 비중을 조강 총 생산량의 15% 이상으로 높이고, 20%를 목표로 한다. 폐기물 발생률을 30%로 한다. 자원 확보 : 국내 철광석 자급률 45% 이상을 달성하고 , 연간 국내 폐철 자원량을 3억 톤 으로 늘리며, 세계적 영향력과 시장 경쟁력을 갖춘 해외 자본 철광석 광산 1~2곳을 설립하여, 해외 자본 철광석 광산이 수입 광석의 20% 이상을 차지하도록 한다.
2021.03.11	14차 5개년 (2021~2025) 규획 발표		제13기 전국인민대표대회 제4차 회의에서 14차 5개년규획 승인
2021.05.06	실행조치	2021년판 철강산업 생산능력 교체 이행방안	<ul style="list-style-type: none"> 2017년 대비 대폭 강화된 실행조치 대기오염 방지 및 통제 핵심 지역의 대체율은 1.5:1 이상, 그 외 지역은 1.25:1 이상 EAF와 수조제철 및 기타 고로 이외 제철 용량의 대체비율은 1:1
2024.05.29	2024~2025 에너지절약 및 탄소감축행동계획 발표		<ul style="list-style-type: none"> 14차 5개년규획에서 제시한 탄소 감축 목표 충족 위한 노력 극대화 철강 생산능력 및 생산량 통제 강화, 2025년 철강산업 탄소배출량 5,300만톤 감축 목표 설정
2024.06월 초	철강산업의 에너지절약 및 탄소 감축을 위한 특별행동계획		<ul style="list-style-type: none"> 철강 생산량 통제 강화: 생산능력 교체 엄격 시행, 저급 철강재 생산능력 재가동 엄격 금지, 14/5 계획 달성 위한 생산량 통제 지속 철강제품 구조조정 심층 실시: 2025년말 전기로 생산비중 15%, 철스크랩 이용량 3억톤 달성 철강 업종 에너지 절약 및 탄소 감축 개조 가속화:
2024.08.02	<탄소배출 이중통제 제도 시스템 구축 가속화 사업방안> 발표		<ul style="list-style-type: none"> (목표) 2025년까지 즉, '15차 5개년 계획'기간, 탄소피크 이후 까지 3단계 사업목표 제시 2025년까지 탄소배출량에 대한 회계, 모니터링 및 측정 능력을 개선하여 배출량 이중 통제 기반 마련 이중통제를 통해 탄소피크와 탄소중립에 대한 종합적인 평가 체계 구축 및 목표 달성 실현 ③ 탄소배출량 피크 이후에는 총량조절을 주축으로 탄소배출량의 안정적인 완만한 감소 추진
2024.08.23	중단 조치	철강 생산능력 교체 중단에 관한 공업정보화부 통지문	<ul style="list-style-type: none"> 2024.08.23 부터 철강 용량 교체 시행을 중단. 즉, 신규 정책 발표 이전까지 어떠한 증설도 허용되지 않음 '2021년판 철강산업 생산능력 교체 이행방안'을 통해 산업 구조조정/합병을 추진하였으나, 실효성 미흡 이에 따라, 공급 측면의 구조적 개혁 심화, 생산능력 대체 정책 개선을 위해 정책을 수정할 것.
2025.10	15차 5개년 (2026~2030) 규획 청사진 공개 예상		
2026.03	15차 5개년 (2026~2030) 규획 발표 예상		

자료: 메리츠증권 리서치센터

2025, 국내 철근수요 회복 가능성 및 반덤핑 관세를 확인하는 시기

2025 국내 철근 수요 회복 예상

철강 업계는 현재 이중고를 겪는 중이다. 1) 중국 업황 부진, 그리고 2) 국내 건설 시장 부진으로 인한 수요 부진이다. '21년을 정점으로, 철근 및 봉형강 수요는 지속 감소하여 '24년 역사적으로 낮은 수준을 기록할 것이다. 이에 따라 '25년 수요 또한 감소할 것이라는 우려가 있으나, 회복의 희망이 아예 없는 것은 아니다.

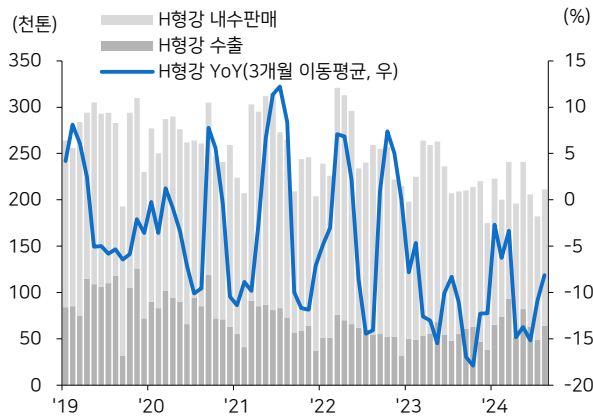
철근 수요와 신규착공의 수요는 통상적으로 동행한다. '23년부터 본격적인 YoY 감소세로 들어간 신규착공면적과 함께, 철근 수요 또한 매월 전년 대비 감소한 수준을 기록해왔다. 다만, '24년 5월부터는 기저효과로 인해 전년 대비 10% 이상 늘어난 신규착공면적을 기록 중이다. 통상적으로 착공 이후 6개월 이내 프로젝트 철근 수요의 60% 이상이 발생하기 때문에, 철근 수요가 최근 신규착공면적과 동행하지 않는 점은 의아하다.

이는 높아진 공사비로 인해 건설사들이 착공신고 후 실질적인 착공을 미루고 있기 때문으로 분석한다. 건축법에 따르면, 건축공사 인허가 이후 2년 이내, 착공신고 이후 1년 이내 착공의 의무가 있다. 그렇지 않을 경우 건축허가 취소, 과태료 부과 등 패널티가 적용되나, 1년의 기간동안 착공시점은 자유롭다. 따라서 높아진 공사비로 착공신고 후 착공을 미루고 있는 건설사들이 실질적으로 착공에 들어가게 된다면, 늦어도 2Q25에는 철근 수요의 회복을 가늠할 수 있다.

후판 관련 모멘텀 또한 2Q25

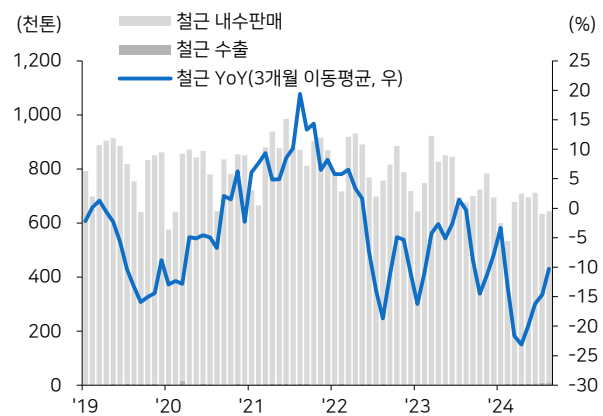
후판 관련 모멘텀 또한 2Q25 예정되어 있다. 산업통상자원부는 지난 10월 4일 '중국산 탄소강 및 합금강 열간압연 후판 제품에 대한 반덤핑(AD) 조사'를 개시하였으며, 예비조사 3개월, 본조사 3개월(각각 2개월 연장 가능)의 기간을 거쳐 내년 4~8월 반덤핑 관세 부과 여부 및 관세율(0~25%)을 발표할 예정이다. 3월 중국 양회가 끝난 이후 철강 감산정책 또한 기대되는 시기인 만큼, 모멘텀 기반 접근이 가능한 시기라고 판단한다.

그림9 H형강 내수 및 수출 판매 추이



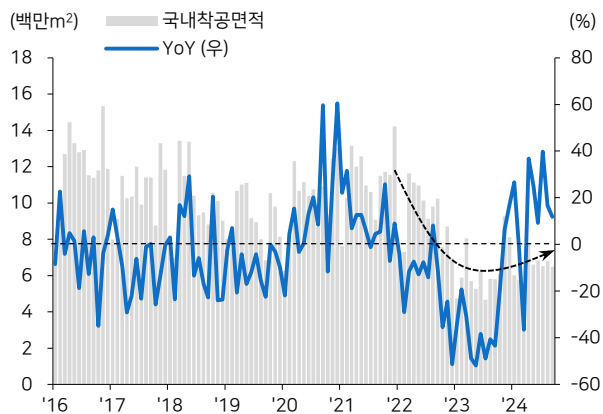
자료: 한국철강협회, 메리츠증권 리서치센터

그림10 철근 내수 및 수출 판매 추이



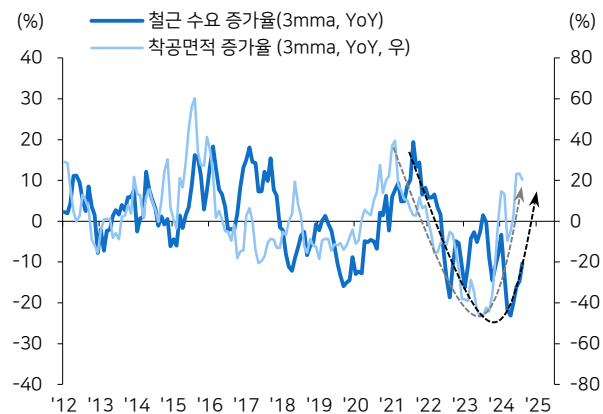
자료: 한국철강협회, 메리츠증권 리서치센터

그림11 국내 신규착공면적, 소폭 반등 지속



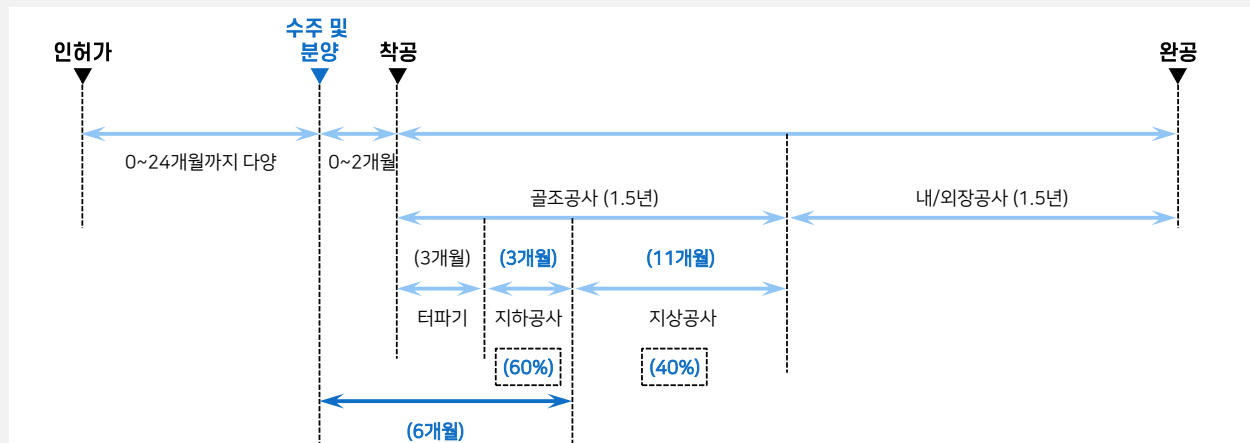
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림12 착공면적과 철근 수요, 약간의 시차 존재



자료: 통계청, 한국철강협회, 메리츠증권 리서치센터

그림13 수주 이후 6개월 내 철근 수요의 60% 집중. 착공신고 이후 1년간 착공 보류 가능



자료: 철강금속신문, 메리츠증권 리서치센터

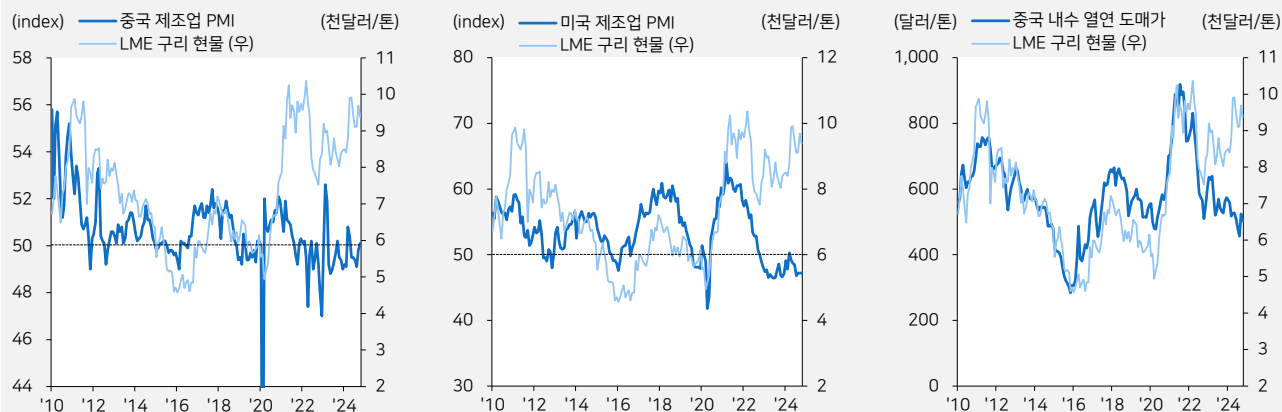
구리 가격, TC 하락 vs 트럼프 당선

2025년, Benchmark TC 하락을 근거로 구리 가격은 상승할 것으로 예상된다. 트럼프 당선 및 미중 무역전쟁에 따른 중국 수요 둔화 우려가 있는 것은 사실이다. 다만, 중국 제조업 및 부동산 관련 지표와 구리 가격은 '21년부터 디커플링되었기 때문에(그림 15) 비전통적인 구리 수요가 총 수요의 하방을 지지하는 가운데 정광 공급부족이 심화되며 가격이 상승할 것으로 전망한다.

제련수수료(TC, Treatment Charge)는 광산업체가 제련업체에게 원재료인 정광을 판매할 때 지급하는 금액이다. TC가 낮게 유지되고 있다는 것은, 심각한 정광 공급부족이 유지되고 있으며 광산업체가 제련업체 대비 협상력 우위를 점하고 있는 것으로 해석 가능하다. 이로 인해 글로벌 제련 생산능력의 가동률과 중국 구리 제련소 가동률이 하락하였음을 확인 가능하다(그림 17, 18). 신규제련소 증설이 중국, 인도, 동남아 지역 중심으로 예정되어 있으나, 부족한 정광 공급은 1)신규제련소 가동 지연 2) 기존 제련소 가동률 감소 3) 일부 경쟁력 없는 제련소의 퇴출로 이어져 결과적으로 구리 공급 증가 속도를 늦출 것이다.

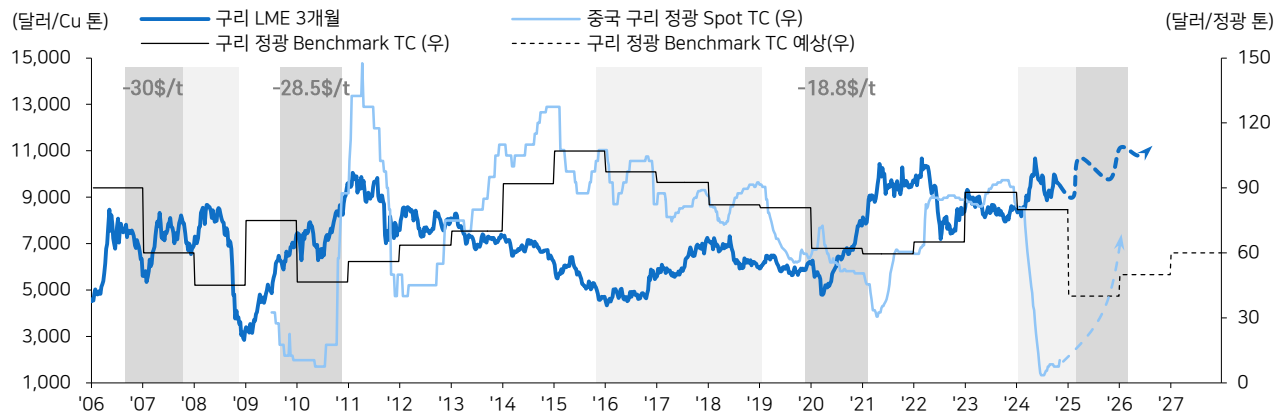
Benchmark TC의 하락은 보다 강력한 구리 가격 상승의 근거이다. 2006년 이후 Benchmark TC 하락은 총 8회 발생하였으며, TC 하락과 동시에 구리 가격도 하락했던 해는 2008년 금융위기와 2018년 두 차례에 불과하다. 동기간 Benchmark TC가 약 20\$/t 이상 큰 폭으로 하락했던 시기는 총 세 번으로, 2007년 (90 \$/t → 60 \$/t), 2010년 (75 \$/t → 46.5 \$/t), 2020년 (80.8 \$/t → 62 \$/t)에 해당한다. 위 시기에는 구리 가격은 예외없이 상승하였으며, 정광 공급이 극심할 것으로 예상되는 2025년 또한 유사한 방향성을 예상한다.

그림14 긴 시간동안 제조업과 건설업에 관한 지표들과 동행해왔던 구리 가격, 이제는 신규 수요로 인해 다른 방향성 지속



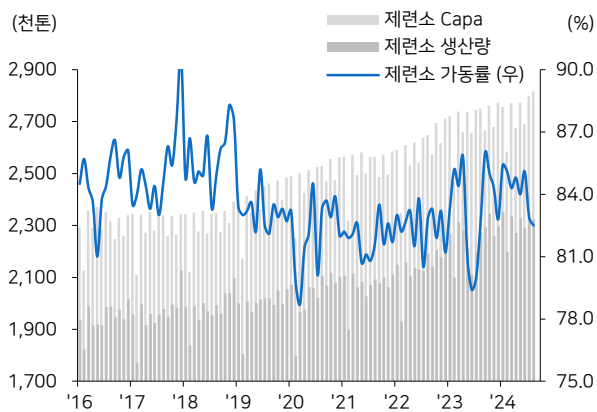
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 Benchmark TC의 하락을 경험했던 해, 구리 가격은 상승



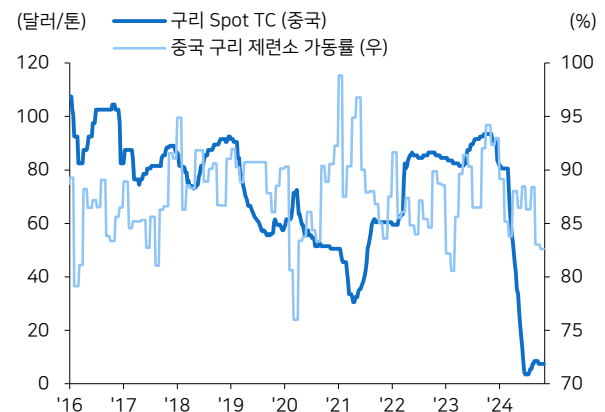
주: 큰 폭(약 20\$/t)의 Benchmark TC 하락을 경험했던 시기는 짙은 음영으로 표시, 비교적 작은 폭의 하락을 경험했던 해는 옅은 음영으로 표시
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 월간 글로벌 구리 제련 Capa, 생산 및 가동률 추이



자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

그림17 중국 제련소 가동률 또한 유사한 흐름

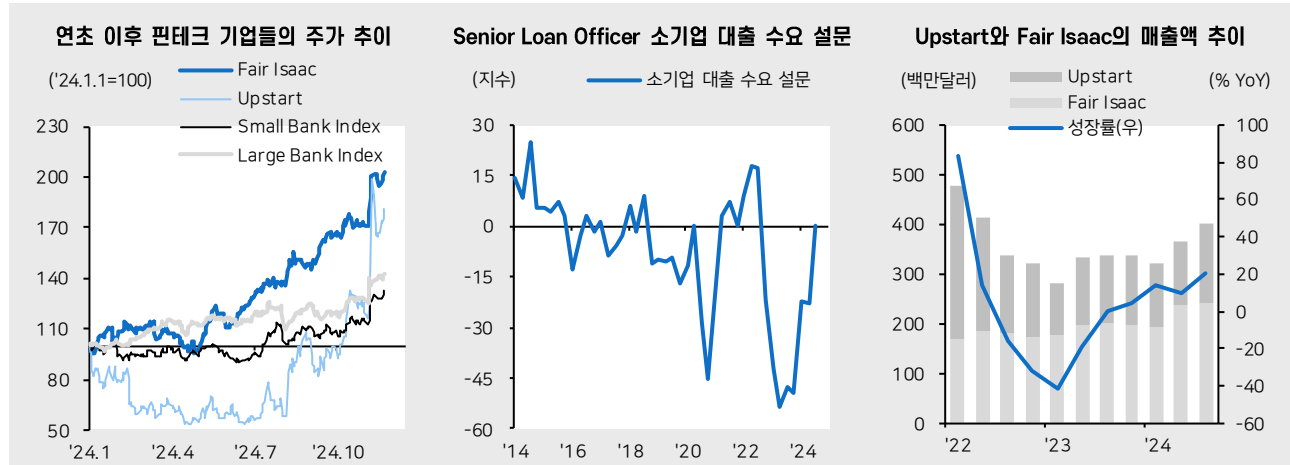


자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

박보경 연구원

핀테크도 AI 다



주: 소기업 대출 수요 설문 지수는 0을 기준으로, 0보다 클 시 대출 수요가 강하다고, 0보다 작을 시 대출 수요가 약하다고 응답한 비율이 큼을 의미
자료: Bloomberg, FED, Upstart, Fair Isaac, 메리츠증권 리서치센터

아웃퍼폼하는 금융주들

11월 22일 기준 S&P500 금융 섹터 지수는 신고가를 기록 중이다. 연초 이후 대형은행(+43%), 중소형은행(+32%) 모두 상승세를 보이고 있으며 특히 Fair Isaac(+102%)과 Upstart(+81%)과 같은 핀테크 기업들이 아웃퍼폼했다.

이는 중소기업의 기업활동 회복에 대한 기대 때문

최근 금융주 전반이 아웃퍼폼하게 된 데에는 중소형 기업 활동에 대한 기대도 영향을 주었다. Senior Loan Officer 소기업 대출 수요 지수는 '23년 2분기까지 하락세를 보였다. 다만 '23년 3분기를 기점으로 지수가 회복세를 보이며 '24년 2분기에는 기준점(0)까지 회복되며 (+) 전환을 목전에 두고 있다.

한편 핀테크 내에서도 Upstart, Fair Isaac의 아웃퍼폼 부각

한편 Upstart와 Fair Isaac은 모두 신용 평가 서비스를 제공하는 기업으로, 대출 수요 회복 시 신용평가 수요도 덩달아 증가할 것이라는 기대가 영향을 준 것으로 풀이된다. 이들의 주가가 유독 아웃퍼폼한 데는 또 다른 이유가 있는데, 두 기업 모두 AI 활용에 기반한 비용 절감을 증명했다는 것이다.

그 배경은 AI 활용을 통한 비용 감축

Upstart는 AI 모델인 Model 18에 기반해 대출 승인률을 101% 높인 반면, 고객들의 연이율을 기존 모델 대비 38% 낮추는 데 성공했다. 한편 Fair Isaac은 기업들의 신용평가 및 대출 관련 의사결정 프로세스에서 소요되는 비용을 10~20% 감축시키는 데 성공했다고 언급했다. 이를 바탕으로 Fair Isaac은 연간 반복 구독 매출(ARR) 성장률을 31%로 유지 중이며, 수수료 수익을 기반으로 전체 매출 성장률도 20%까지 회복된 모습이다.

타 업종에서도 AI 활용 기업을 발굴하는 전략 유효할 것

정리하자면, 금융 섹터 내에서도 아웃퍼폼하는 기업들은 결국 AI를 활용하는 방법을 찾아낸 기업이라는 것이다. 따라서 타 섹터에서도 AI 활용을 통해 비용을 감축하는 기업을 발굴하는 전략이 유효할 것이라는 판단이다.

칼럼의 재해석

김준성 연구위원

VW (VW) 생존 게임: Cariad에서 Rivian까지 (CNBC)

VW이 87년 역사상 처음으로 독일 내 공장 폐쇄와 3만 명 감원을 포함한 대규모 구조조정을 단행한다. 3Q24 영업이익은 전년 대비 -42% 급감하며 수익성이 크게 악화됐다. 매출 비중 50%를 차지하던 중국 시장에서의 전기차 전환 흐름을 따라가지 못한 탓이 크다. 2020년 120억 유로를 투자한 자체 소프트웨어 자회사 CARIAD가 실패로 돌아가자, 올해 미국 전기차 기업 Rivian과 58억 달러 규모의 합작 투자를 결정했다. 그러나 적자에 시달리고 있는 Rivian과의 기술 통합은 긴 시간이 요구되며 성과는 불확실하다.

VW의 사례는 전통 자동차 기업들이 직면한 위기와 도전을 여실히 보여준다. 이는 단순히 위기 극복이 아닌, '스마트 모빌리티 디바이스'를 만들기 위한 생존을 건 도전이다. 여전히 관망하는 자세를 보이며 결정적인 시기를 놓치고 있는 레거시 자동차 업체들은 단순 차체 제조업체로 전략하거나 신생 기업들에 밀려 완전히 도태될 수 있다. VW의 과감한 도전이 성공할지는 미지수이나, 적어도 그들은 생존을 위한 선택을 했다. 과거의 영광에 안주하며 변화를 주저하는 기업들의 미래는 더욱 불투명해 보인다.

거대 독일 자동차 제국의 몰락

역사적인 구조조정

수익성 악화로 대규모 구조조정에 나선 VW이 독일 공장 폐쇄 절차에 들어갔다. 1937년 창립 이래 처음 있는 충격적 결정이다. 지난 해 VW은 연간 870만대를 판매하며 전세계 시장 점유율 2위를 기록했다. 그러나 독일 내 10개 공장 중 최소 3곳이 폐쇄되고 30만 명의 독일 직원 중 최소 3만명의 감원이 결정됐다. 경영진은 잔류 직원들에게는 10% 임금 삭감과 2년간 임금 동결 등을 요구하고 있다.

중국 시장 내 경쟁력 상실

최근 5년간 4차례 YoY 판매 감소가 기록됐고, 두 자릿수를 구가하던 영업이익률은 지난 3Q24의 경우 5%를 밑돌았다. 매출의 50% 이상을 차지하던 중국 시장에서의 급격한 변화를 따라가지 못한 탓이 크다. 중국 10월 전기차 침투율은 52.9%를 기록했다. BYD를 비롯한 중국 로컬 브랜드들은 가격과 기술 모두에서 경쟁력 높은 전기차 플랫폼 기반 스마트카 모델을 다수 출시하고 성과를 입증하고 있다. 화웨이, 샤오미 등 테크 기업들 또한 자동차 시장에 진출하며 격차가 더욱 벌어지고 있으나, VW은 여전히 내연기관 중심 포트폴리오를 바꾸지 못하고 있다.

그림1 내달 폐쇄 예정인 독일 볼프스부르크 공장



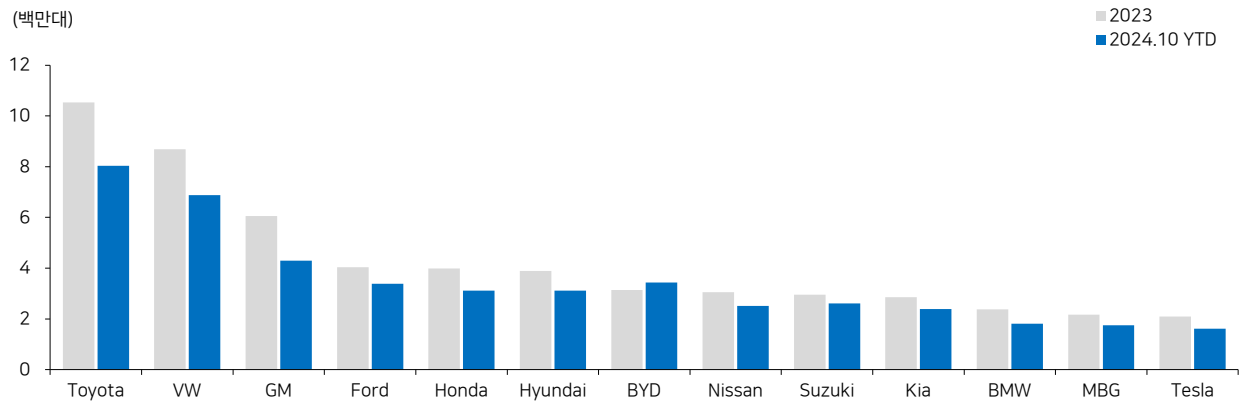
자료: Motoya

그림2 노사 협상 결렬... 독일 전역 근로자 집결 시위



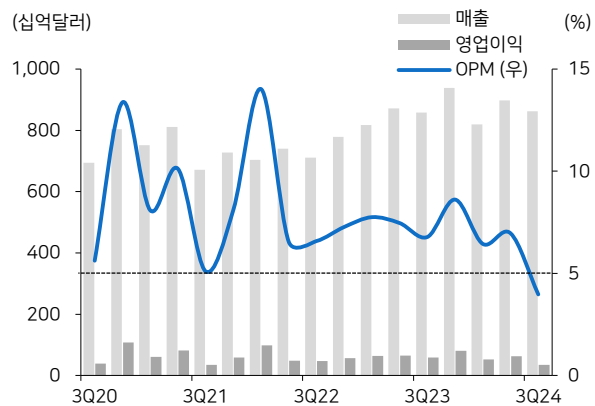
자료: AFP

그림3 2023 글로벌 완성차 판매 2위 VW



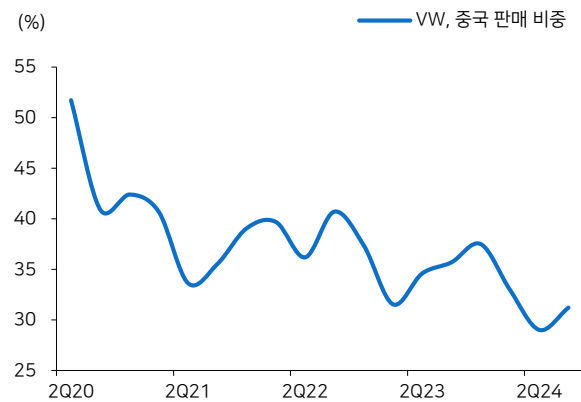
자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림4 VW, 영업이익률 5% 미만으로 수익성 악화



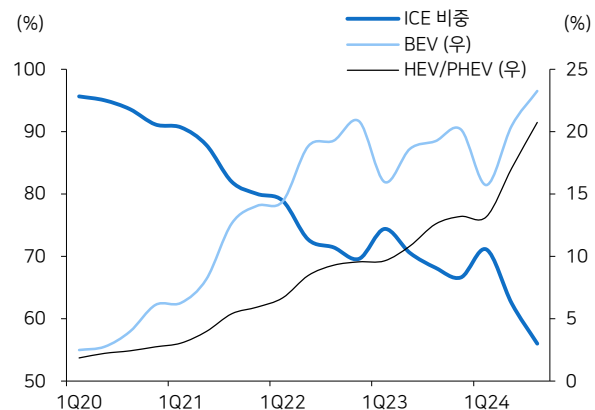
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 매출 50% 이상을 차지하던 중국 판매 급감



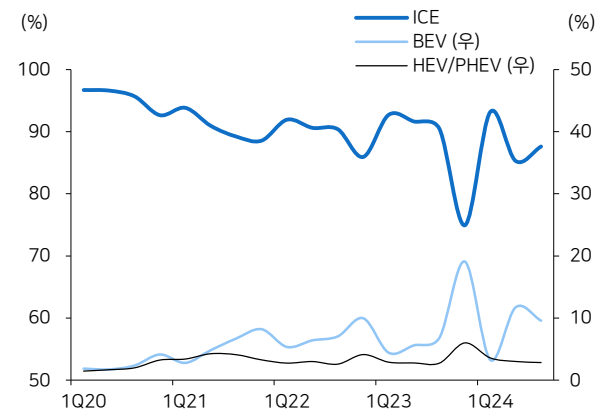
자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국, 스마트카 HW의 기반이 되는 E/E 플랫폼 우세



자료: SNER, Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림7 VW, 여전히 내연기관차 중심



자료: SNER, Marklines, 메리츠증권 리서치센터

적자 기업 Rivian에 베팅... 투자인가 도박인가?

실패로 끝난 Cariad

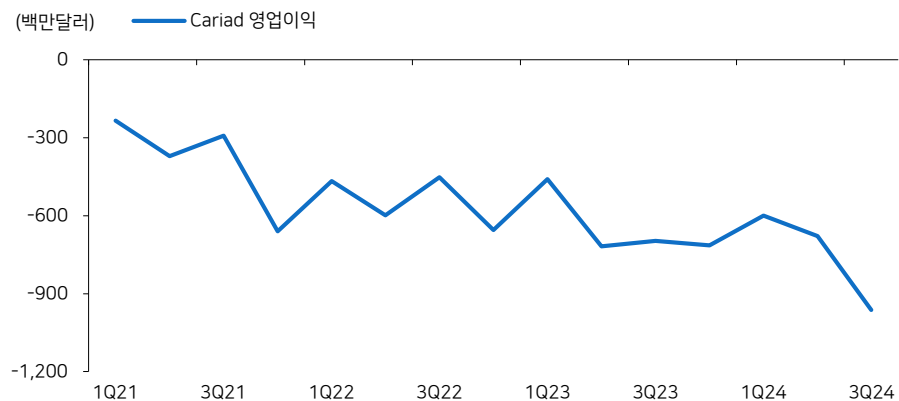
점차 역할 축소되다가 사라질 것

그동안 VW이 전기차 소프트웨어 플랫폼 구축에 결코 소홀했던 것은 아니다. 2020년 CEO Herbert Diess는 "SW 중심 모빌리티 기업으로 변신하겠다"고 선언한 바 있으며, 당시 각 브랜드에 흩어져있던 엔지니어들을 모아 거대한 SW 자회사 카리아드(Cariad)를 설립했다. 그동안 투자한 금액은 무려 120억 유로 (17.8조원)에 이른다. 그러나 구원투수가 될 줄 알았던 카리아드는 오히려 골칫거리로 전락했다. SW 개발에 어려움을 겪으며 포르쉐, 아우디 등의 주요 신모델 출시가 연기됐고, 무선 SW 업데이트가 불가능해 고객이 직접 대리점에 방문해야 하는 등 시행 착오의 끝이 보이지 않으며 적자 폭만 늘어나고 있다.

Rivian과의 (위험한) 동행

새 출발을 결심했다. 미국의 전기차 기업 Rivian과 기술개발을 위해 58억 달러(약 8조원) 규모의 대규모 합작 투자를 진행하기로 한 것이다. 11월 13일 양사의 수장들이 공동 CEO를 맡은 'Rivian and Volkswagen Group Technologies'라는 이름의 합작법인이 공식 출범했다. 돈은 모두 VW이 대기로 했다.

그림8 VW, 소프트웨어 자회사 Cariad의 실패



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 2024년 VW-Rivian 합작 회사 설립

① 50/50 Joint Venture¹ envisaged for joint creation of next-generation E/E architecture



자료: Volkswagen

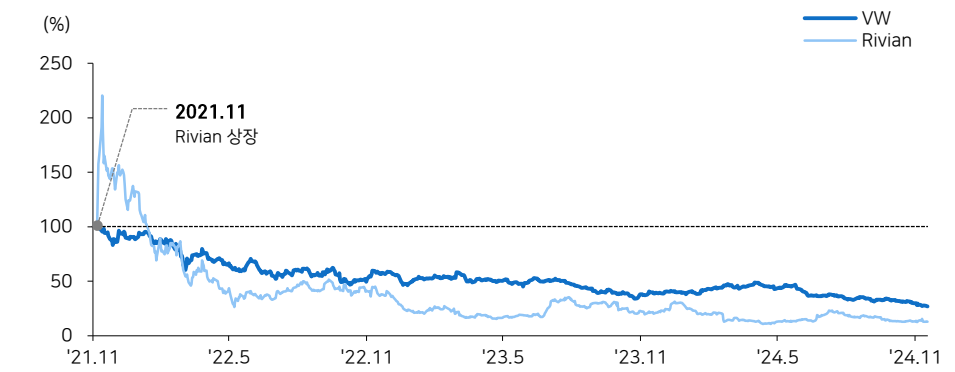
기술 통합, 긴 여정이 될 것

현재 Rivian은 영업 실적이 아닌 외부 자금 조달을 통해 기업을 운영 중이다. 커져가는 적자 폭에 현금이 바닥났던 터라 당장은 Rivian에게도 필요한 동맹이라 판단된다. 그러나 이 파트너십의 지속가능성에 대한 의구심은 떨칠 수 없다. Rivian에 투자한 것은 단순히 '소프트웨어'만을 위한 것이 아니라, VW의 수백만대 규모 차량에 비용 효율적으로 기술을 통합하기 위한 컴퓨터 설계 및 제작 전면적인 재검토이기 때문이다. 또한, 기술 통합의 결실을 맺기 위해서 지금으로부터 수년간은 기다림의 시간이 필요하다.

모빌리티 생존 법칙

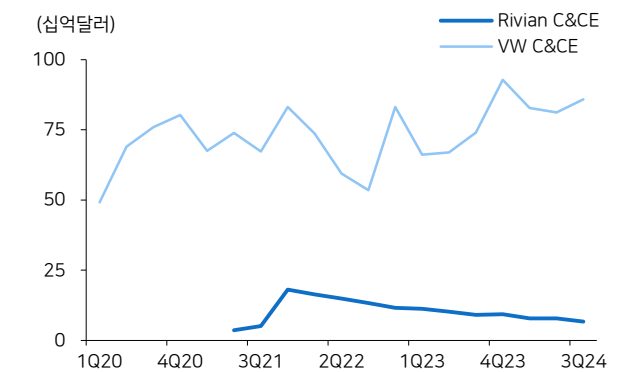
VW의 사례는 전통 자동차 기업들이 직면한 위기와 도전을 여실히 보여준다. 바퀴 달린 컴퓨터를 만들 수 있는 기업만이 생존 가능하다. 컴퓨터를 만들지 못하는 기업들은 잘나가는 기술 업체의 차체 제조 업체로 전략하거나, 더 뛰어난 신생 기업에 의해 시장에서 완전히 사라질 수 있다. VW의 과감한 도전이 성공할지는 미지수이지만, 적어도 그들은 생존을 위한 선택을 했다. 과거의 영광에 안주하며 변화를 주저하는 기업들의 미래는 더욱 불투명해 보인다.

그림10 VW · Rivian 판매 부진 및 수익성 악화로 절대 주가 수익률 지속 하락 중



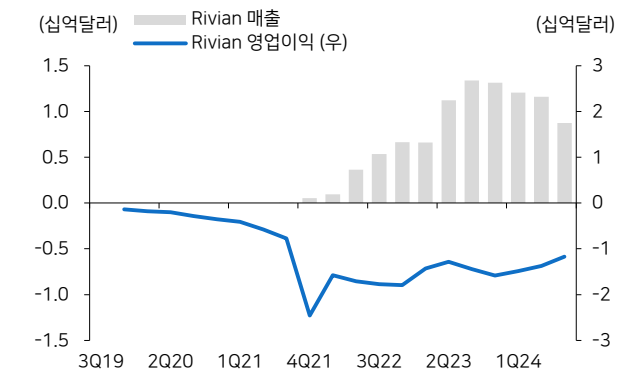
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 Rivian, 현금 소진 가속화 · 재무 안전성 악화 우려



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 Rivian, 매출 감소 · 좁혀지지 않는 적자폭



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: Rivian and Volkswagen Group JV to create electric architectures and software (AMS),
Rivian-Volkswagen joint venture deal rises to up to \$5.8 billion, VW cars expected as early as 2027 (CNBC)