

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 5. 11 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

금리인상 중단 이후 구분해야 할 것

칼럼의 재해석

쿠팡의 비즈니스 모델

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



▲ 주식시황
Analyst **이종빈**
02. 6454-4893
jongbin.lee@meritz.co.kr

금리인상 중단 이후 구분해야 할 것

- ✓ 금리인상 중단 이후 주식시장의 평균적인 강세는 인과관계일까 단순 선후관계의 반복일까? 시장에 미치는 정책의 내생적 효과와 외생적 이벤트 영향을 명확하게 구분해야
- ✓ 경제 체력 대비 강한 긴축 강도에서 설명력 높은 변수는 '장단기금리차'. 인상 중단 이후에는 평탄화보다 가팔라질 때 더 주의할 필요
- ✓ 장단기금리차는 업종 선별의 기준도 될 수 있어 당분간 전략적 활용 가치도 높아

금리인상 중단 이후 시장은 어떤 흐름을 보이는가?

연간전망에 제시한
금리인상 중단 = 변곡점

우리는 지난 연간전망에서 매크로 변곡점에 대해 논하면서 연준 금리인상 중단을 중요 포인트로 짚었다. 1960년대 이후 여러 사례에서 물가정점 이후 주가지수는 바닥을 다지기 시작하고 0~3개월 이후 기준금리 인상은 멈추었고 지수는 시장금리 하락과 함께 추가 상승탄력을 이어나간 것이 이유였다.

이번 기준금리 중단 시기는 핵심물가 상승률과 기준금리가 맞닿을 때로 예상됐는데 5월 FOMC에서 기준금리는 5.00%~5.25%가 됐고 4월 Core CPI는 5.5%를 기록했다. 우리의 논리대로라면 곧 금리인상의 마무리 국면에 도달할 듯 하다. 시장의 생각도 다르지 않다. CME Fed Watch의 변동성이 시장과 유사하긴 하나 상품시장 가격을 기반으로 한 6월 FOMC에서 동결 확률은 86.9%다.

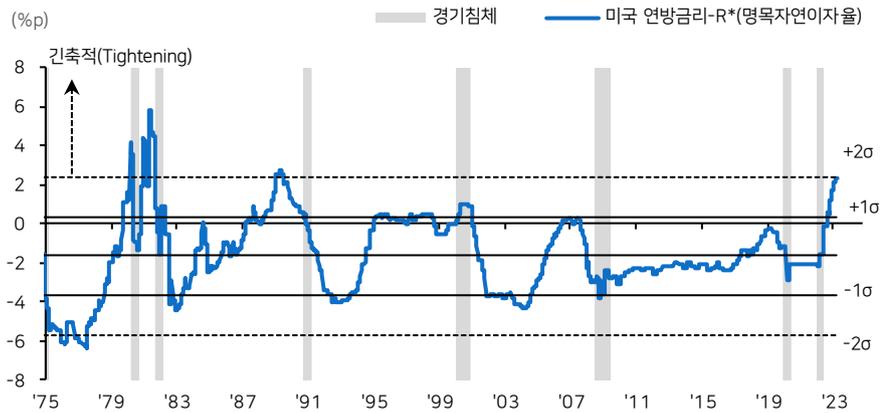
다가온 듯한 인상 중단
큰 그림 리마인드 필요

중단이 다가온 만큼 하반기를 앞두고 금리인상 중단 그 이후에 대한 그림을 그려볼 필요가 있다. 첫번째 이유는 금리인상 중단이나 인하 이후 주식시장은 더 낙폭을 키운 사례도 적지 않다라는 점이다. 최근 많이 듣는 질문이기도 하다. 기준금리 중단 결정과 주식시장 간의 관계가 인과관계에 가까운지 큰 상관성이 없으나 선후관계가 반복된 것을 인과관계로 오해하는 것인지에 대한 검증이 필요하다. 후자라면 금리인상 중단 전후 배경에 있는 변수를 다시 찾아야 한다.

+ 금리 Level 관점에서 사례 선정

두번째는 금리 '인상'의 중단이지 높아진 금리 레벨은 당분간 유지될 가능성이 높다는 것을 고려해야한다. 이러한 가운데 채권시장을 두고 주식시장이 강세를 이어나갈 수 있는지 그 이유는 무엇인지에 대한 것도 과거를 통해 참고해볼 수 있을 듯하다. 유사한 시기를 찾는 기준은 자연이자율 대비 기준금리로 설정했다. 경제가 감당할 수 있는 금리 체력 대비 기준금리로 실질적인 긴축 강도를 나타내는 지표다. 현재 금리 수준은 긴축의 +2표준편차 수준으로 굉장히 강한 수준이다. 때문에 범위를 좁혀 +1표준편차 이상 강도의 긴축 시기를 유사 시기의 후보로 두는 것이 합리적이다.

그림1 가까워진 인상 중단, 레벨 관점에서 금리 부담은 시장에 어떻게 작용할까?



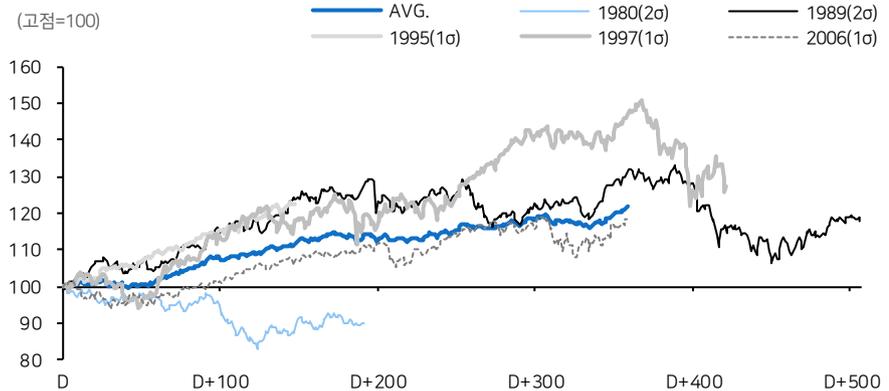
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

강한 긴축 수준에도 금리인상 중단 이후 평균적 움직임은...

평균적 움직임은 양호

자연이자율 대비 +1표준편차 이상의 수준에서도 금리인상 중단 이후 주식시장의 방향성은 양호했다. 아래 (그림 2)는 지금과 유사하다고 볼 수 있는 긴축 수준에서 연준이 금리인상을 중단하기 한달 전부터 금리인하에 나선 한달 후 까지 시장의 흐름을 담고있다. 금리인상 중단 전 한달을 기점으로 금리인하 때까지 S&P500 기준 시장은 1년 간 평균 +15.2% 상승했다. 사례별로 보면 5차례 중 1980년을 제외한 1989, 1995, 1997, 2006년 4차례 금리인상 중단 시점부터 주식시장의 흐름은 좋았다.

그림2 인상 중단 이후 주가지수: 강한 긴축수준(+1표준편차 이상)에도 전반적으로 우상향

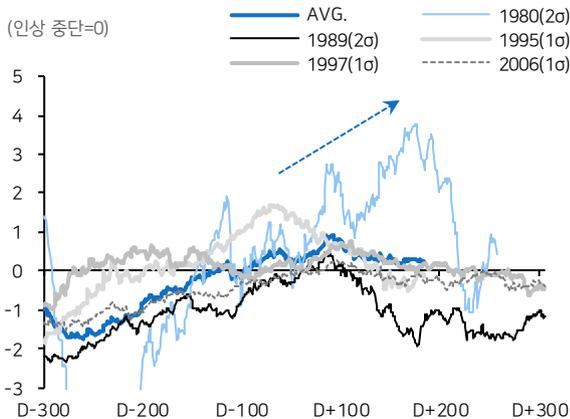


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

1차 기준: 금리 방향성

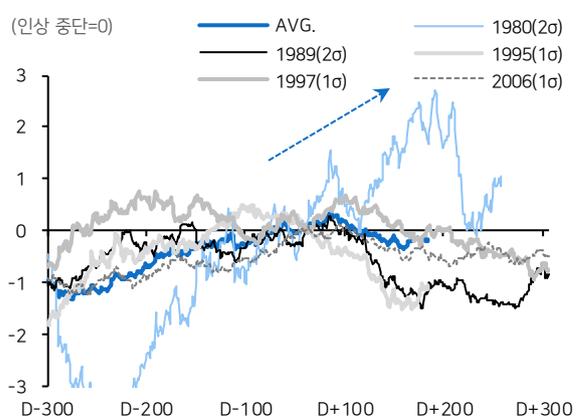
1980년과 다른 시기를 나눈 결정적인 원인은 금리(w. 인플레이션)라 생각된다. 1980년 3월 정점을 거친 물가상승률이 8월(+10.8% YoY)로 두 자릿수를 기록하면서 재차 발현되었다. 때문에 금리인상이 중단되었음에도 불구하고 미국채 장단기금리(10, 2년물)은 계속해서 상승했고 경기는 더블딥으로 이어졌다. 기준금리는 멈췄지만 시장금리가 상승하면서 인상 중단이 시장의 텐션에 영향을 주지 못했고 시장금리가 하락한 시기는 더블딥 이후로 1982년 10월 통화완화와 시티은행의 대출금리가 완화 되어서야 시장은 반등하기 시작했다.

그림3 금리인상 중단 전후 미국채 2년물 금리



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림4 금리인상 중단 전후 미국채 10년물 금리



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

일반화의 오류일까? Case by Case로 보면 변수는 외생적

인상중단에 하락할 경우?
외생적 변수와 내생적 영향
구분해야함

평균적인 움직임은 앞서 언급했듯 선후관계의 반복을 인과관계로 오해하도록 한다. 때문에 1980년을 제외한 사례들도 각각을 검토할 필요가 있다. 기준을 좁히면 우상향 트렌드가 지속된 시기와 조정이 수반된 시기로 다시 나뉜다. 동 기준에서 먼저 확인되는 차이는 경기침체 여부다.

1989년 사례는 기간 내 고점 대비해서 -11.5% 조정된 채 금리 인하에 접어들었는데 금리인하에 들어서기 직전 경기침체기에 들어섰기 때문이다. 긴축 강도가 높았던 만큼 1990년엔 인상 중단 이후 21개월 뒤인 1990년 4분기부터 NBER 기준의 경기침체 시기로 접어들었다.

경기침체로 인해 1989년 금리인상 중단 이후 시장의 흐름은 90년 후반 들어 조정이 강했다. 다만 주가 조정의 트리거는 긴축 강도보단 걸프전의 영향이 컸다. 상승세를 유지하던 S&P500 지수가 걸프전이 발발한 1990년 8월, 9월에만 S&P500 지수는 각각 -11.2%, -12.4% 하락했다. 높은 금리(비용) 수준에 비용 충격이 없어진 것이 더 큰 부담으로 작용했다.

1990년 사례 외에 1997년도 선별한 기간 내에서 고점대비 조정이 발생한 시기도 있다. 금리인하 시기 이전까지 -15.5%의 조정이 수반되었는데 1990년보다 더 큰 낙폭이다. 그러나 이 또한 러시아 모라토리움과 함께 파산한 LTCM의 외생적 충격 때문이다. 두 사례에서 정책의 내생적인 효과를 완전히 배제하긴 어렵겠지만 조정을 유발한 이벤트들이 외생적인 요소였다는 것은 틀림없다.

표1 마지막 금리인상 이후 금리인하까지 금융시장 움직임: 조정 차이는 외생적 충격이 유발

기간(강도)	마지막 금리인상 -1M	금리인하 +1M	S&P500(pt)		고점일	고점(pt)	Return(%)	금리인하 이전	금리인하 이후	고점대비 조정 폭	NBER 경기침체
1980(2σ)	1980-04	1981-12	136.6	122.7	1981-04-01	136.6	-10.1	-9.1	-1.2	-10.1	1981-10
1989(2σ)	1989-02	1991-01	277.7	326.5	1990-07-16	369.0	17.5	10.5	6.3	-11.5	1990-10
1995(1σ)	1995-01	1995-07	459.3	562.1	1995-07-27	565.2	22.4	14.0	7.3	-0.6	
1997(1σ)	1997-02	1998-10	786.2	1,002.6	1998-07-17	1,186.8	27.5	41.5	-9.9	-15.5	
2006(1σ)	2006-05	2007-10	1,305.2	1,546.6	2007-07-19	1,553.1	18.5	12.3	5.5	-0.4	2008-07
Avg.							15.2	13.9	1.6	-7.6	

주: 기준금리는 1993년 이전의 경우 재할인을 사용
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

장단기금리차로 보는 차이점: Steep or Flat?

지수 트렌드는 장단기금리차와 크게 연동된 움직임

장단기금리차를 기준으로 사례들을 나누면 1989년과 1995년의 사례, 1997년과 2006년의 사례로 나뉜다. 앞선 두 차례는 수익률 곡선의 기울기가 가팔라지는 모습을 보이며 1997년과 2006년의 경우엔 평탄화 되는 모습을 보인다. 1980년을 제외하고 모두 금리가 하락하는 국면에서 수익률 곡선의 움직임은 달랐다.

사례들에서 수익률 곡선의 움직임은 지수 조정 가능성과 업종 선택에 있어 힌트를 준다. 금리가 높은 시기인 만큼 금리차 변동과 주식시장 간의 연계성이 컸다. 기준 금리 인상 중단 이후 기울기가 가팔라진 89년과 95년 사례에선 주가 조정은 급격한 Steepening과 함께였다. 반면, 95년은 장기금리가 하락하면서 장단기금리차 변화가 적었다.

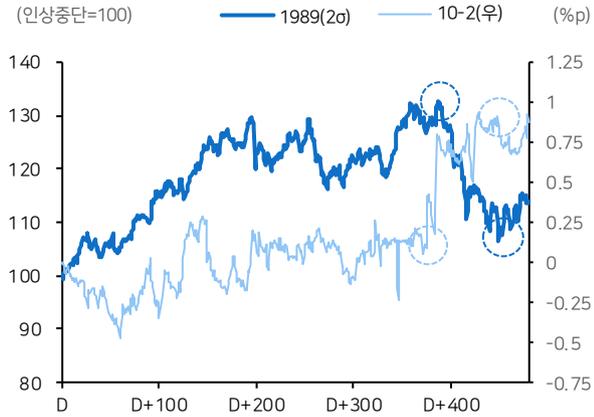
평탄화보다는 가팔라짐을 주의

1997년, 2006년 사례에서도 마찬가지다. 큰 조정이 아니더라도 지수가 부침을 겪을 때마다 수익률 곡선의 반등이 선행되거나 적어도 동행했다. Bear Steepening은 경기 호황으로 해석됨에도 Bull & Bear 가릴 것 없이 시장은 좋지 않았다. 왜일까? 긴축의 꼭대기에서 수익률 곡선이 가팔라지는 것은 금리인상 중단 → 비용압박 완화 → 개선 기대에서 비용 압박이 완화되지 않거나(Bear), 금리가 하락하더라도 이는 경기침체 우려(Bull)가 높아짐을 의미하기 때문이다. 같은 맥락에서 지금도 장단기금리차가 급격하게 가팔라질 때는 매크로와 무관한 업종을 담은 방어적인 대응이 필요할 듯하다.

업종별 기준이 되기도 한 장단기금리차에 주목

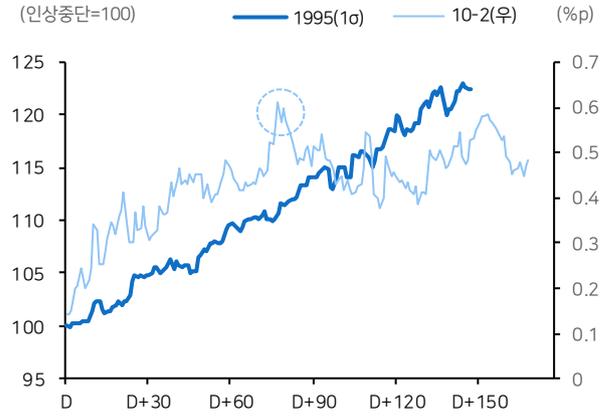
업종별 기준은 지난 전략공감과 유사하다. 4가지 사례에서 대부분 장단기금리차의 움직임의 4가지 조합에 따라 시장의 색깔은 서로 달랐다(4월 25일 전략공감 2.0. 수익률 곡선(Yield curve)의 힌트 참고)

그림5 1989: 장단기금리차와 S&P500



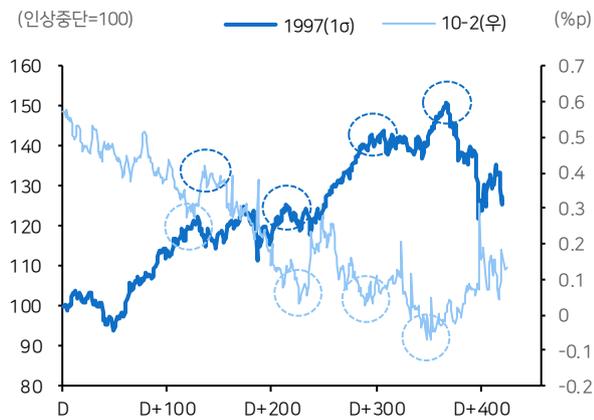
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림6 1995: 장단기금리차와 S&P500



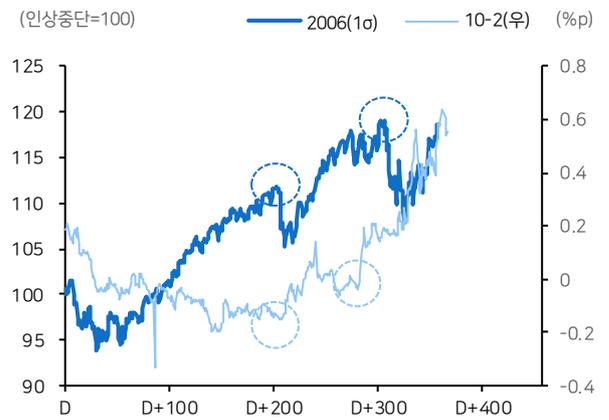
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림7 1997: 장단기금리차와 S&P500



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림8 2006: 장단기금리차와 S&P500



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석 이성우 연구원

쿠팡의 비즈니스 모델 (The Strategy Story)

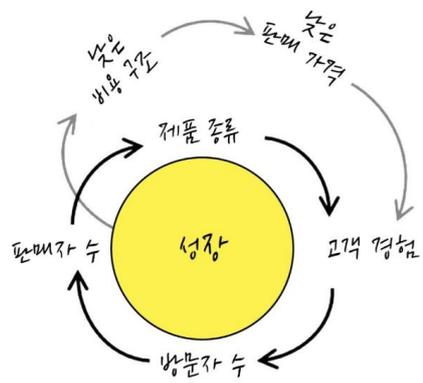
쿠팡은 '규모의 경제 공유' 사업 모델을 채택하고 있다. 이 모델의 특징은 기업이 사업을 통해 번 돈으로 비용 구조 효율화에 지속적으로 재투자한다는 점이다. 비용 효율화는 낮은 판가를 허용해주고, 낮은 가격은 고객 트래픽 및 매출 증가로 연결된다. 구조적으로 낮은 마진율로 인해 경쟁업체가 퇴출되고 점유율이 상승한다. 즉 기업의 규모가 커질수록 경제적 해자가 강력해지는 사업 모델이다. 주요 이커머스 M/S의 경우 쿠팡을 비롯한 3강 체제로 접어드는 국면이다. 쿠팡은 미국 증시 상장 이후 국내 가장 큰 B2C 물류 공간을 구축했다. 대구 풀필먼트센터는 축구장 46개 규모의 물류센터로 인공지능(AI), 물류 로봇 등 혁신 설비들이 탑재되어 있다. 유통 최적화 기술을 활용하여 제품 카테고리 및 브랜드 전반에 걸쳐 수백만개의 SKU를 효율적으로 저장하고 처리함으로써 회전율이 높은 복잡한 공급망을 관리할 수 있다. 또한 로켓배송 서비스에 익숙해진 소비자들은 배송 기한이 긴 오픈마켓 구매 빈도수를 줄이고 있다. 쿠팡은 독점 소프트웨어와 맞춤 설계된 트럭을 활용하여 하루에 여러 번 인근 지역으로 배송하는 국내 최대 규모의 직접 고용 배송 차량을 운영하고 있다. 물류센터 확장은 풀필먼트 사업 기회로 연결됐다. 제트 배송이 대표적이다. 빠른 배송을 원하는 소비자들의 니즈를 충족하기 위해 쿠팡 소상공인 파트너의 상당수가 오픈마켓 판매자에서 제트배송 판매자로 전환 중이다.

쿠팡의 비즈니스 모델

쿠팡의 사업 모델
"규모의 경제 공유"

쿠팡은 '규모의 경제 공유' 사업 모델을 채택하고 있다. 이 모델의 특징은 기업이 사업을 통해 번 돈을 비용 구조 효율화에 지속적으로 재투자한다는 점이다. 비용 구조 효율화는 낮은 판매 가격으로 이어져 고객 트래픽 및 매출 증가로 연결된다. 낮은 마진율(=낮은 판매 가격)은 경쟁업체를 탈락시키고 점유율 상승 요인으로 작용한다. 즉 기업의 규모가 커질수록 경제적 해자가 강력해지는 사업 모델이다. 아마존의 '플라이휠(Flywheel)'이 대표적인 사례이다. 첫번째 원형 고리(판매자 수 증가 → 제품 종류 확대 → 고객 경험 증진 → 방문자 수 증가)가 기업의 매출 확대의 트리거로 작용한다. 기업은 확대된 매출을 기반으로 두번째 원형 고리(성장 → 낮은 비용 구조 → 낮은 판매 가격 → 고객 경험 증진)를 움직인다. 케이블 TV, 월마트, 아마존, 넷플릭스, LCC, 테슬라 등 여러 기업들이 이 모델을 통해 강력한 경제적 해자를 구축했다.

그림1 아마존의 플라이휠(Flywheel)



자료: Amazon

가속화되는 쿠팡의 플라이휠

쿠팡의 플라이휠이 점차 가속화된다. 주요 이커머스 M/S의 경우 쿠팡을 비롯한 3강 체제로 접어드는 국면이다. 쿠팡은 미국 증시 상장 이후 아시아에서 가장 큰 B2C 물류센터인 대구FC를 구축했다. 대구FC는 축구장 46개 규모의 물류센터로 무인 운반 로봇, 소팅 봇, 무인 지게차 등 혁신 설비들이 탑재되어 있다. AI 시스템 기반 수백만 개의 SKU를 효율적으로 분류하고 포장함으로써 재고 회전율이 높은 복잡한 공급망을 관리할 수 있다.

로켓배송으로 소비자 충성도 강화

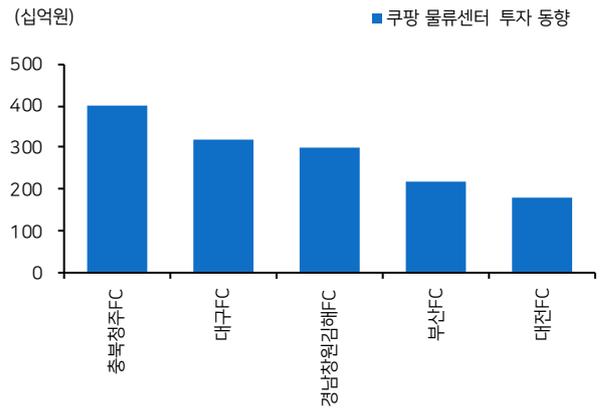
쿠팡의 점유율이 상승한다. 로켓배송 서비스에 익숙해진 소비자들은 더 이상 배송 기한이 긴 오픈 마켓 서비스를 이용하지 않는다. 쿠팡은 독점 소프트웨어와 맞춤형 설계된 트럭을 활용하여 하루에 여러 번 인근 지역으로 배송하는 국내 최대 규모의 직접 고용 배송 차량을 운영하고 있다. 광범위한 공급업체 및 판매자 네트워크를 구축하여 고객에게 저렴한 가격을 유지하면서 다양한 상품을 제공한다.

그림2 쿠팡 대구 풀필먼트 센터



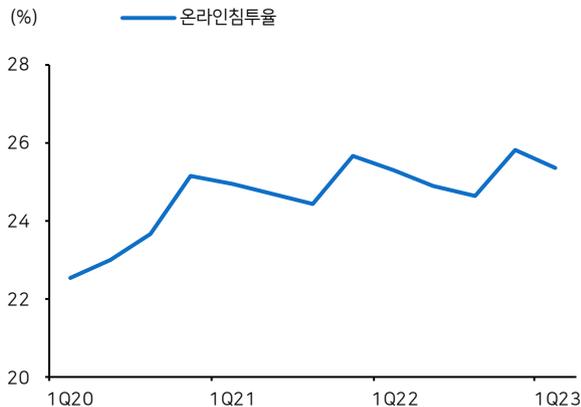
자료: 쿠팡

그림3 쿠팡 풀필먼트 센터 투자 동향



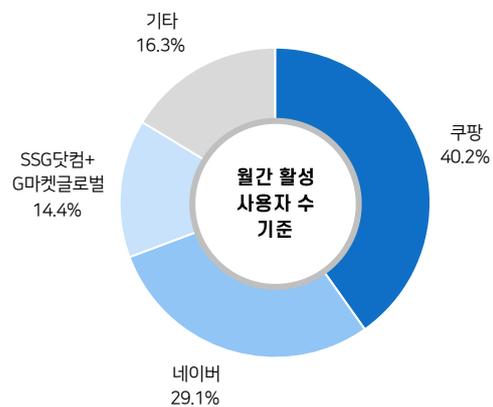
자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

그림4 국내 온라인 침투율



주: 전체 소매 판매액 대비 온라인 판매 비중(승용차 및 연료 소매점 제외)
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림5 22년 기준 주요 이커머스 업체 M/S



주: 2022년 7월 월간활성사용자수(MAU) 기준
자료: 모바일인덱스, 메리츠증권 리서치센터

물류센터 확장 → 풀필먼트 사업

물류센터 확장은 풀필먼트 사업 기회로 연결됐다. 제트 배송이 대표적이다. 쿠팡은 오픈마켓 판매자들에게 당일 배송이 가능한 풀필먼트 서비스를 제공하고 있다. 쿠팡 소상공인 파트너들은 빠른 배송을 원하는 소비자들의 니즈를 충족하기 위해 제트배송 판매자로 적극적으로 전환 중이다.

뷰티 커머스로 커버리지 확대한다. 쿠팡은 로켓뷰티 상표권을 출시하며 뷰티 커머스 진출을 공표했다. 국내 뷰티 커머스의 경우 올리브영을 중심으로 시장 구조가 집중되어 있다. 쿠팡이 낮은 마진율 기반으로 뷰티 커머스 영역을 적극적으로 확대할 경우 뷰티 시장의 경쟁 심화는 불가피할 전망이다.

구분	로켓 배송	제트 배송	로켓 와우 배송	로켓 프레시
주요 품목(상품)	▪ 공산품 중심	▪ 공산품 중심	▪ 공산품 중심	▪ 신선식품 중심
출고 가능일	▪ 월-일	▪ 월-일(일부 품목 제외)	▪ 월-일	▪ 월-일
주문 마감 시간	▪ 전일 ~ 23:59	▪ 전일 ~ 23:59	▪ 전일 ~ 23:59	▪ 전일 ~ 23:59
배달 시간	▪ 익일 배송	▪ 오늘, 새벽, 내일	▪ 오전 10시 이전 주문 시 당일 오후 6시 배송 ▪ 자정까지 주문 시 다음날 오전 7시까지 배송	▪ 오전 10시 이전 주문 시 당일 오후 6시 배송 ▪ 자정까지 주문 시 다음날 오전 7시까지 배송
배달 지역	▪ 전국	▪ 전국	▪ 서울, 수도권 및 일부 광역시	▪ 서울, 수도권 및 일부 광역시
비고	▪ 19,800원 이상 구매 시 로켓 배송 ▪ 쿠팡 책정가 적용	▪ 19,800원 이상 구매 시 로켓 배송 ▪ 판매자 책정가 적용	▪ 로켓 와우 멤버십 가입 자만 가능(월 4,990원) ▪ 가격과 상관없이 무료 배송 ▪ 쿠팡 책정가 적용	▪ 로켓 와우 멤버십 가입 자만 가능(월 4,990원) ▪ 최소 주문 금액 15,000원 ▪ 쿠팡 책정가 적용

자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터



자료: 쿠팡

표2 스킨케어 색조제품 온라인 구매 채널 선호도

순위	스킨케어		색조화장품	
	구매 채널	선호도(%)	구매 채널	선호도(%)
1	네이버쇼핑	48.4	올리브영몰	45.6
2	올리브영몰	43.3	네이버쇼핑	43.6
3	쿠팡	36.6	쿠팡	33.9
4	G마켓	17.5	G마켓	17.2
5	11번가	13.7	11번가	14.2
6	카카오쇼핑	10.4	SSG닷컴	10.3
7	GS샵	8.9	카카오쇼핑	10.3
8	CJ온스타일	8.8	롯데온	8.6
9	SSG닷컴	8.3	GS샵	7.8
10	롯데온	6.9	CJ온스타일	6.9
11	화해	6.3	옥션	6.6
12	옥션	6	위메프	5.2
13	위메프	6	H몰	5.1
14	H몰	5.2	화해	5.1
15	티몬	5.1	티몬	4.8
16	온라인면세점	3	온라인면세점	3.9
17	마켓컬리	2.3	마켓컬리	2.3
18	지그재그	1.7	에이블리	2.1
19	에이블리	1.7	지그재그	1.8
20			무신사	1.7

자료: 오픈서베이 '뷰티 트렌드 리포트 2023', 메리츠증권 리서치센터

원문: *What does coupang do (The Strategy Story)*