

# 전략공감 2.0

## Strategy Idea

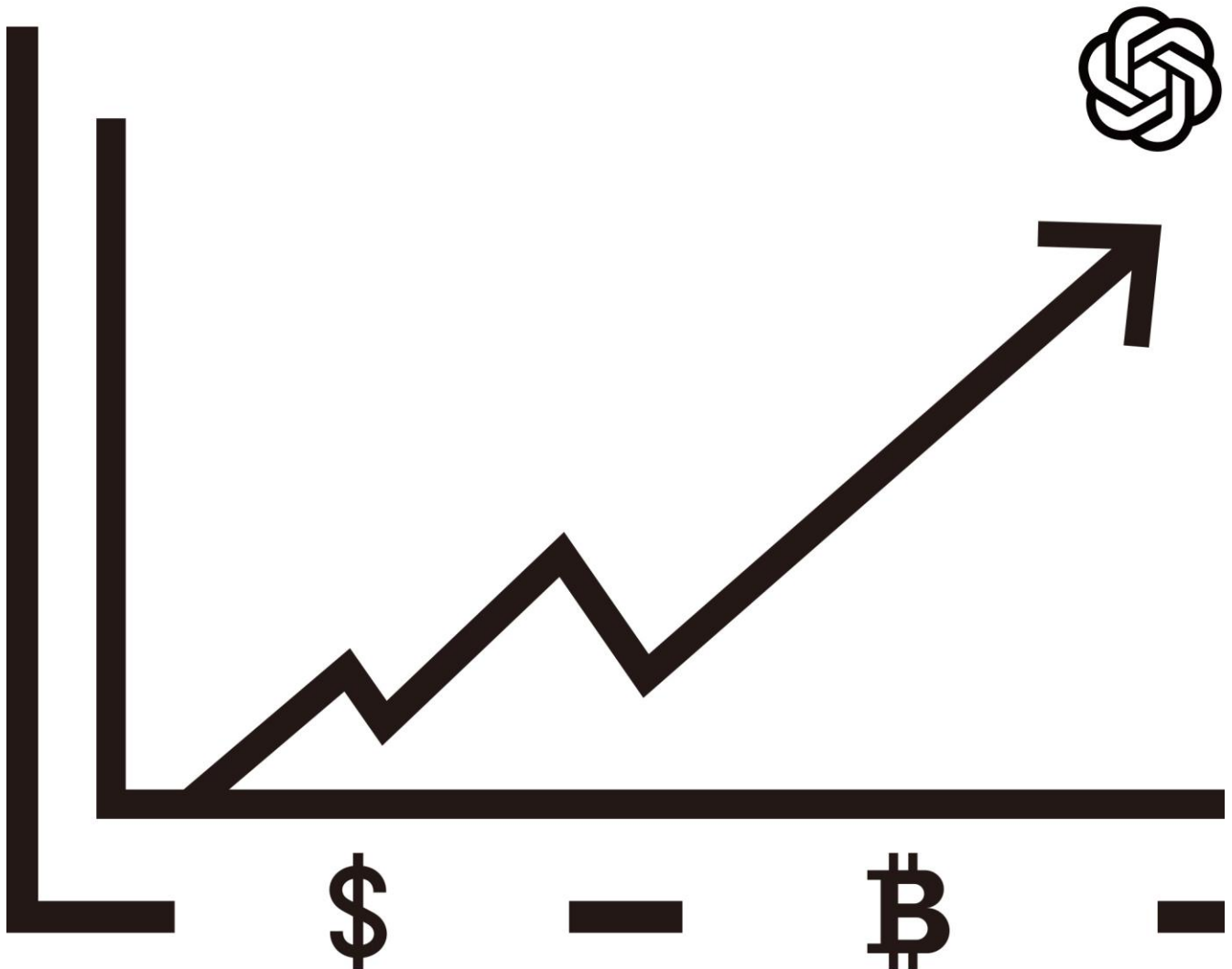
단기 전력 부족과 발전기 산업

## 오늘의 차트

프론트로딩 있는 줄 알았는데?

## 칼럼의 재해석

중국 커머스 플랫폼 배달 경쟁 재점화



본 조사분석자료는 제 3 자에게 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

## 단기 전력 부족과 발전기 산업

- ✓ AI 산업의 가파른 확산으로 2Q25 빅테크들의 CapEx 가이드선스 상향
- ✓ AI 인프라 투자 확대 지속, 심화되는 데이터센터 전력 수급 문제
- ✓ 원자력은 멀었고, 가스 터빈도 포화 상태. 대기 전력용이었던 전력 발전기의 상시 전력화 모색

## 2Q25 실적시즌 AI 인프라 CapEx 상향

## 2025 실적 시즌 호조

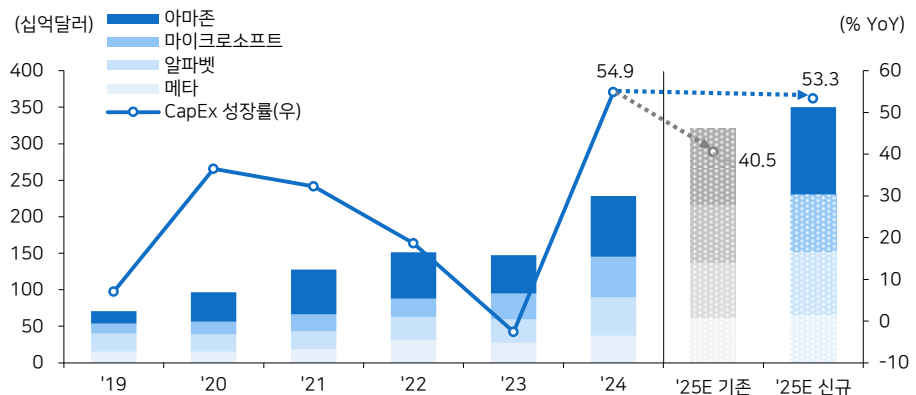
2Q25 실적 시즌 분위기가 좋다. 8/1 기준 S&P500 기업 중 2/3이 실적발표를 완료했고, 이중 81%가 서프라이즈를 발표했다. 이 숫자가 과거 5년 평균 77%임을 고려하면 예년보다 좋은 분위기의 실적 시즌을 보내는 중인 셈이다. 이번 실적 시즌의 최대 화두라면, 주도주인 빅테크들의 호실적이다. 본업에서 호실적으로 두각을 나타내는 가운데, CapEx 가이드선스까지 상향했다.

## 기존 주도주인

## AI 인프라 기업들이 선도 중

이번 실적 시즌 CapEx 가이드선스 상향의 의미는 크다. 올해 초만 하더라도 AI 하드웨어의 성장률이 작년 대비 꺾일 것을 걱정했다. 성장주는 성장률이 꺾이면 주가의 1차 변곡점이 온다고 알려져 있다. 얹친 데 덮친 격으로 딥시크 충격이 AI 하드웨어 과잉투자 우려를 키웠다. 그런데 반 년만에 이런 인식이 뒤집어졌다. 이번 실적시즌 기술주들의 CapEx 가이드선스 상향으로 성장률이 꺾이지 않는 모습이 되었다. 기존 주도주인 AI 인프라 관련주들을 다시 좋게 볼 수 있는 이유다.

그림1 AI 데이터센터 CapEx 전망치 상향



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 일부 보수적 CapEx 가이드언스에는 전력인프라 부족을 언급

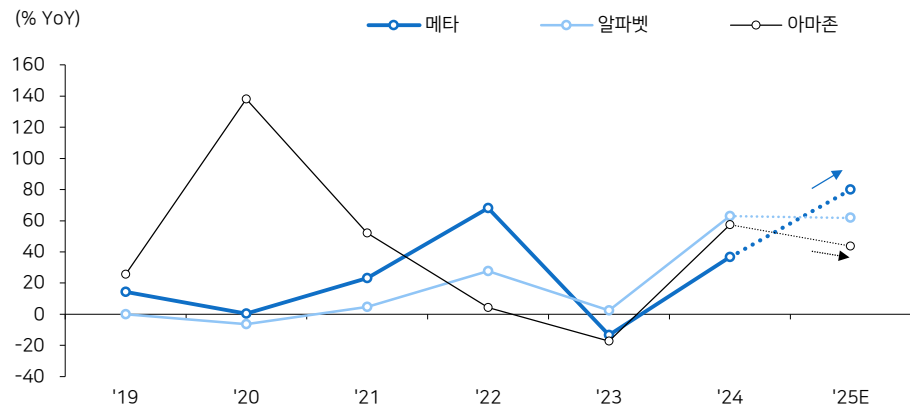
아마존은 전력 인프라 부족을  
이유로 보수적 CapEx 가이드언스  
제시

실적 발표를 한 기업 중에 아마존은 보수적 가이드언스를 제시했다. 이번 실적 발표에서 기존 1,050억 달러로 제시했던 올해 CapEx 가이드언스에 대한 언급 없이, 2분기 집행했던 수준으로 3, 4분기도 진행될 것이라는 소극적인 스탠스였다. 물론 3분기 CapEx가 314억 달러였던 것을 고려하면, 3, 4분기 동일 규모의 투자가 이어진다고 가정했을 때 1,192억 달러다. 암묵적으로 상향한 셈인 것처럼 보이지만, 상승률 기준으로는 메타나 알파벳과 비교하면 보수적이다.

극단의 초과수요 상태에 있는  
전력 인프라 관련주 주가 급등 중

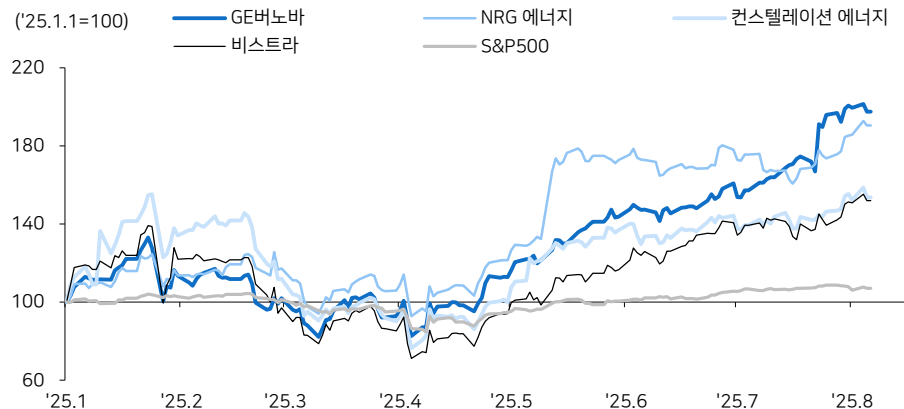
아마존이 보수적인 CapEx 가이드언스를 제시한 이유로 AI 반도체와 전력 인프라의 부족을 언급했다. AI 인프라에 대한 수요는 아주 분명히 강한 초과수요 상태에 있지만, 전력 계통 연결 문제, AI 반도체 자체의 부족으로 원하는 만큼 CapEx를 늘리지 못한다는 것이다. 강력한 초과수요 상태에 있는 AI 반도체 기업인 엔비디아는 시총 4조 달러를 돌파했고, 미국 전력 인프라 대장주라고 할 수 있는 GE버노바는 S&P500 종목 중 팔란티어에 이어 수익률 2위를 기록 중이다.

그림2 전력 인프라 부족을 이유로 보수적 가이드언스를 제시하는 아마존



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 S&P500 구성종목 YTD 수익률 2위 GEV 포함한 전력 인프라 기업들의 아웃퍼폼



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 전력 인프라 초과 수요와 전력 가격 상승

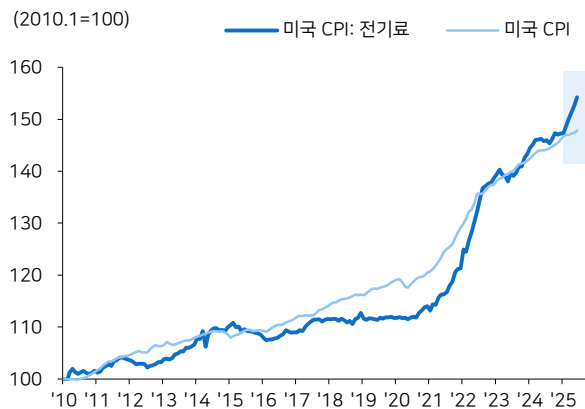
### 전력 가격 상승

전력 인프라 쇼티지는 가격에서 두드러지게 나타난다. CPI를 구성하는 품목 바스켓 중에 전기료가 포함된다. 2.5%의 비중으로 물가지수를 구성 중인데, 전기료 지수가 연초 이후 가파르게 상승 중이다. 2025년 1월 이후 CPI의 월평균 상승률은 0.2%다. 그런데 동일 기간 전기료의 월평균 상승률은 0.8%, 지난 6월에는 전월 대비 1%나 상승했고, 전년대비해서는 5.8% 상승했다. 한편 데이터센터가 밀집한 미국 동부 전력망 운영기구인 PJM이 지난 7월 실시한 2026/2027 전력 발전 용량 경매에서 평균용량 가격이 전년대비 22% 상승한 329달러/MWd로 결정됐다.

### 타이트한 전력 장비 주문/출하, 계속 증가하는 미국 변압기 수입

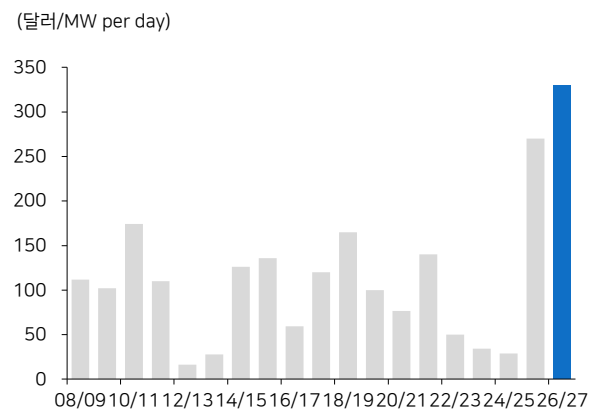
전력 장비의 수급을 가늠해볼 수 있는 주문/출하 비중은 계속 우상향 중이다. 전기 장비와 터빈의 미처리 주문/출하 비중은 2020년 코로나에 따른 공급망 제약으로 급등한 이후 안정되던 해당 수치는, 최근들어 다시 오르고 있다. 여기에 2023년부터 급등했던 전력용 변압기 수입의 전년대비 증감률은 아직도 상승 중이다.

그림4 미국 CPI와 CPI 내 전기료



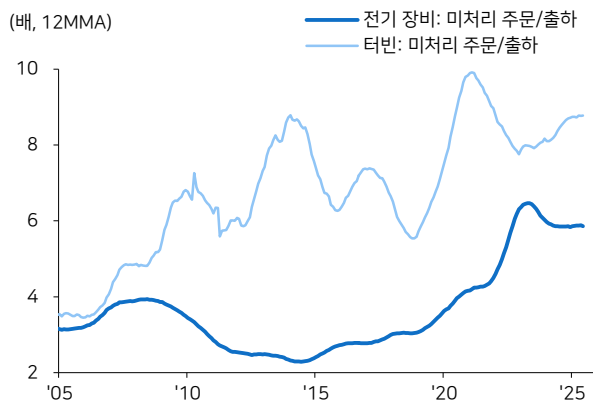
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림5 PJM 전력발전 용량 경매 가격 추가 상승



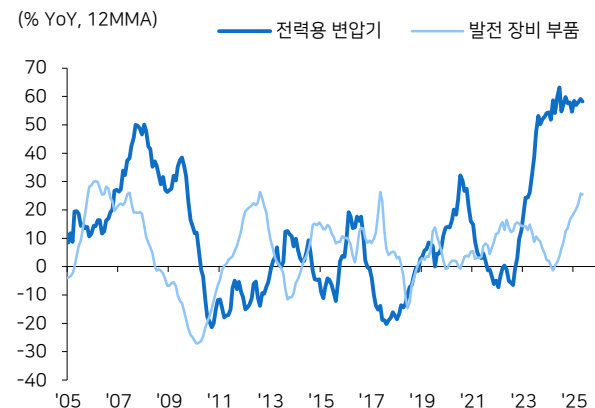
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림6 전기 장비, 터빈 미처리 주문/출하 상승 중



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 품목별 수입: 변압기 수입증가를 고공행진 중



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

### 데이터센터로 인한 전력 부족 문제는 유럽도 마찬가지

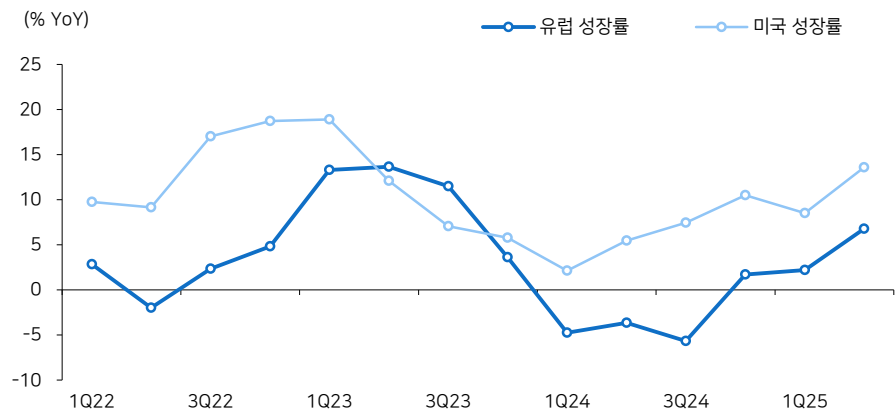
강한 유럽 전력 인프라 기업 추가  
퍼포먼스

데이터센터 건설 계획에 따른 전력 계통 부족 문제는 유럽도 마찬가지다. 7월 STOXX600을 구성하는 전력 장비 업종의 수익률은 12.9%로 동기간 다른 업종을 가장 아웃퍼폼했다. 물론 당장의 주된 배경은 미국 수요다. 2024년 이후 유럽 전력 인프라 기업들의 미국향 매출액 성장률은 꾸준히 우상향 중이다. 그런데 2024년 4분기 이후부터는 유럽도 턴어라운드 중이다. 작년 3분기까지 역성장하던 유럽향 매출액 성장률은 4분기부터 (+) 전환해 올해 2분기에도 상승 중이다.

유럽 AI Action 플랜도  
데이터센터 3배 늘릴 것을 계획

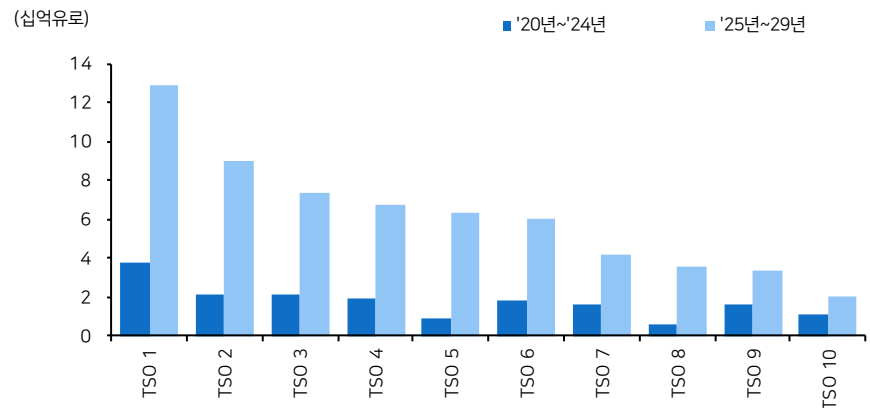
유럽에서도 확인되는 데이터센터의 전력망 연결 대기 기간은 짧게는 2년, 길게는 7년까지 걸린다. 데이터센터가 당장 필요해서 2년에 걸쳐 건설을 해도, 가동하기 위해 추가적으로 기다려야 하는 시간이 최대 5년인 셈이다. 그래서 유럽 TSO (Transmission System Operator, 전력 계통 운영자)들은 2025년 이후 5년간 투자 금액을 이전 대비 3배로 늘릴 것을 계획 했다. 이 역시 데이터센터 때문인데, 지난 4월 발표된 EU AI Continent Action Plan에서 5-7년 내 데이터센터 용량의 3배 확대 계획을 발표했다.

그림8 주요 유럽 전력 인프라 기업의 지역별 매출 성장률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 유럽 TSO(전력, 가스 계통 운영자)들의 연평균 투자 지출 계획



자료: BCG, 메리츠증권 리서치센터

## 중기 원자력+단기 가스 터빈. 가스 터빈 포화 = 전력 쇼티지 여전

AI 경쟁에 발목을 잡는  
전력 인프라 부족

이전에는 미국 중심으로 데이터센터가 지어졌고, 유럽 전력 인프라까지 끌어들여 와서 미국 내 전력 계통 투자를 할 수 있었지만, 이제는 그렇지 않다. AI 기업들은 군비 경쟁에서 이기기 위해 존각을 다룬다. 고성능의 AI 서비스를 제공하지 못하면 도태된다. 그런데 전력 인프라가 부족해서 데이터센터를 빠르게 늘리지 못한다.

데이터센터 전력원으로 장기 원자력, 단기 가스터빈이 거론되어 옴

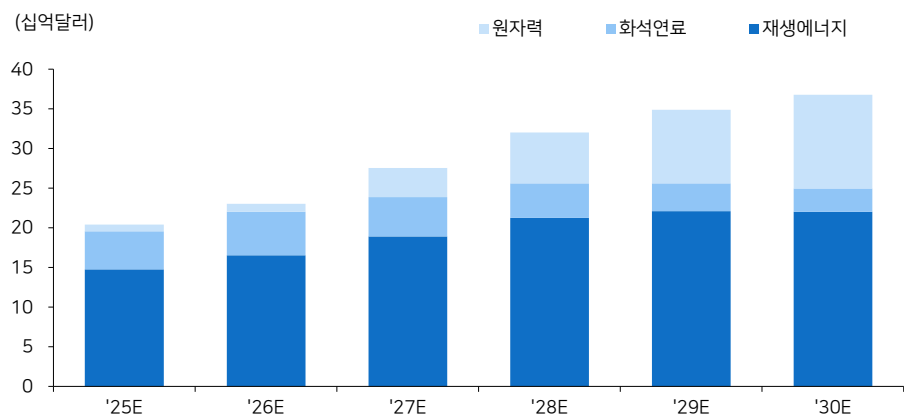
전력 인프라의 추가 인도 시점이 너무 느려지고 있다. 이제는 시장이 받아들이는 데이터센터용 전력원 컨센서스는, 장기에는 원자력, 단기에는 가스터빈 발전이다. SMR도 아주 빨라야 2028년, 대형 원전은 건설 기간을 고려할 때 지금부터 건설이 시작되어도 전력 계통에 연결이 되려면 10년이 걸린다. 그래서 통상적으로 3년 안에 조달 받을 수 있는 가스터빈 발전이 단기 전력원으로 거론되어 왔다.

수요 급증으로 가스 터빈 발전  
인도 기간도 5-7년

그런데 단기 전력원으로 거론되던 가스 발전도 이제는 오래 기다려야 한다. 향후 수년 간 생산 캐파가 가득 찬 듯 하다. 전 세계에서 발전용 가스 터빈을 제조할 수 있는 기업이 4곳이 있다. GE버노바, 지멘스, 미쓰비시 중공업, 두산에너빌리티다. 그런데 8월 6일에 2Q25 실적을 발표한 미쓰비시 중공업이 이번 분기에 6기의 가스 터빈을 수주했는데, 이게 2028년에서 2030년 사이에 인도될 예정이라고 발표했다. 지금 주문에 '성공'해도 5년이 걸린다는 뜻이다.

GE버노바의 경우에도 6B 시리즈는 계약 체결 후 10개월, 9E 시리즈는 심플사이클 운영까지 최단 6개월에 시연된다고 조사되는데, 로이터에 따르면 현재는 AI 데이터센터 등 수요 급증으로 대형 가스터빈은 5~7년 이상을 대기해야 한다.

그림10 데이터센터용 신규 전력 발전 투자금액 전망: 단기에는 화석 에너지>원자력



자료: IEA(2025), 메리츠증권 리서치센터

## 단기 전력 쇼티지에 따라 전력 발전기 산업 수혜 관측

발전기를 통한 데이터센터  
전력 공급 시도 관측

데이터센터향 전력 쇼티지로 발전기 산업 수혜가 관측된다. 발전기는 발전소보다는 작은 개념으로, 통상 1MW 이하의 규모로 가정이나 산업에서 전력 계통에 연결이 되지 못할 경우를 대비하는 백업(Standby) 전원으로 수요가 되던 제품이다.

전력 발전기 관련 상장 기업

전력 발전기가 '엔진'과 유사한 구조를 지니고 있어서 엔진 기업들이 이 비즈니스를 영위하는 경우가 많다. 일반적으로 알려져 있는 산업재 기업 중에는 캐터필러, 미쓰비시중공업, 롤스로이스가 이 제품을 제조하고 있고, 커민스 같은 기업도 세계적인 엔진 기업으로 알려져 있는데, 발전기도 제조한다. 제네락 홀딩스는 발전기 퓨어 플레이어로 가정용 소형 발전기 미국 점유율 1위 기업이다. 발전기는 엔진이 기반이다 보니 디젤 또는 가스를 발전원으로 활용한다.

상대적으로 아직 짧은 인도 기간

데이터센터용으로 구상된 발전기의 용량은 2.5~3MW 규모다. 하이퍼스케일러가 100MW 이상을 의미한다고 할 때, 이론적으로 40개의 발전기를 병렬 연결하면 전력 조달이 가능하다. 개당 크기가 컨테이너 1~2개 사이즈이고, 현재 주문 후 인도까지 기간이 16~20주(커민스), 완전 패키지(발전기+연료탱크 등)로 인도할 때 50~60주(제네락)이 소요되어 포화상태인 가스터빈 발전소보다 빠르다.

표1 글로벌 산업용 전력 발전기 관련 상장기업

| 기업명     | 티커   | 시가총액<br>(십억달러) | 12MF PER<br>(배) | 1개월 수익률<br>(%) | YTD 수익률<br>(%) |
|---------|------|----------------|-----------------|----------------|----------------|
| 제네락 홀딩스 | GRNC | 11.6           | 23.5            | 29.5           | 27.2           |
| 커민스     | CMI  | 51.4           | 16.3            | 12.5           | 8.2            |
| 캐터필러    | CAT  | 204.2          | 21.6            | 9.5            | 21.2           |
| 미쓰비시중공업 | 7011 | 90.0           | 15.6            | 2.8            | 17.4           |
| 롤스로이스   | RR   | 122.0          | 39.2            | 11.5           | 90.3           |

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 제네락의 데이터센터용 디젤 발전기 SDMD2500



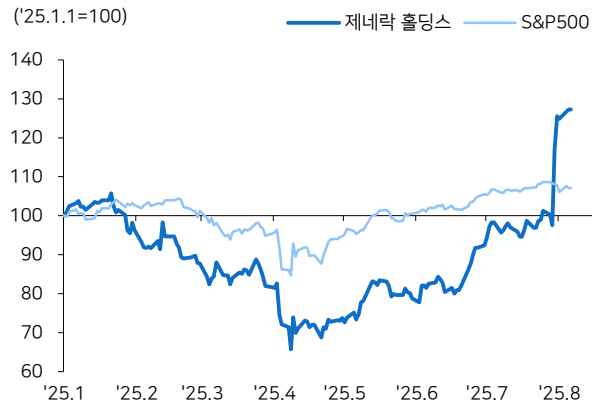
자료: Generac

그림12 커민스의 데이터센터용 가스 발전기 HSK78G



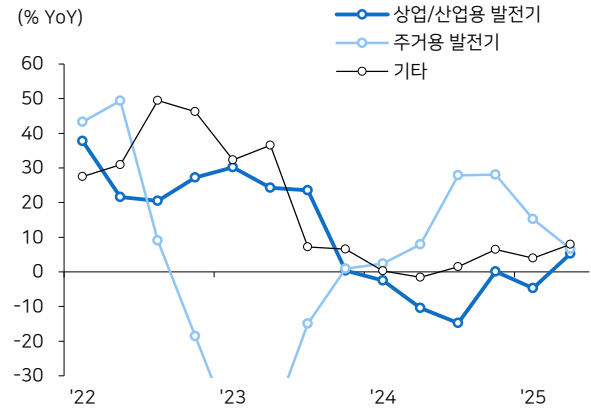
자료: Cummins

그림13 연초 이후 제네락 홀딩스 주가



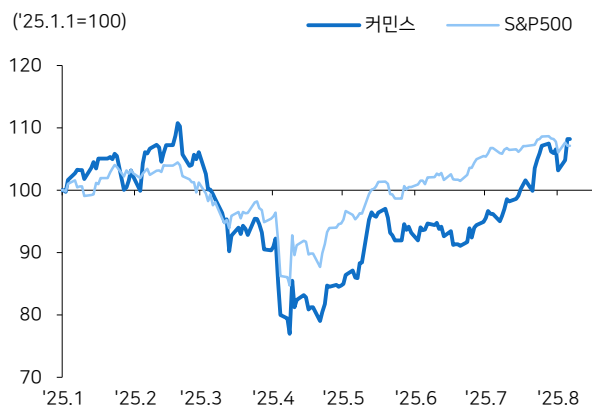
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 제네락 홀딩스 부문별 매출 성장률



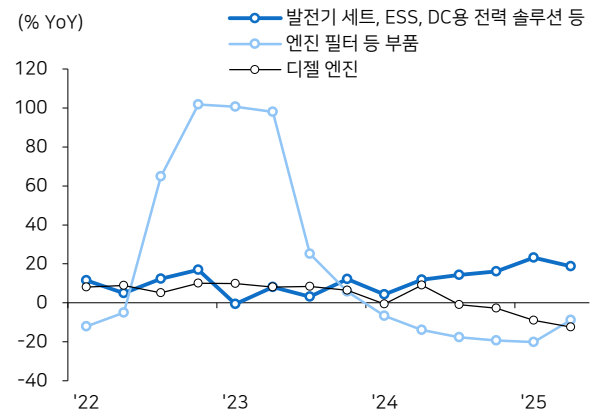
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 연초 이후 커민스 주가 추이



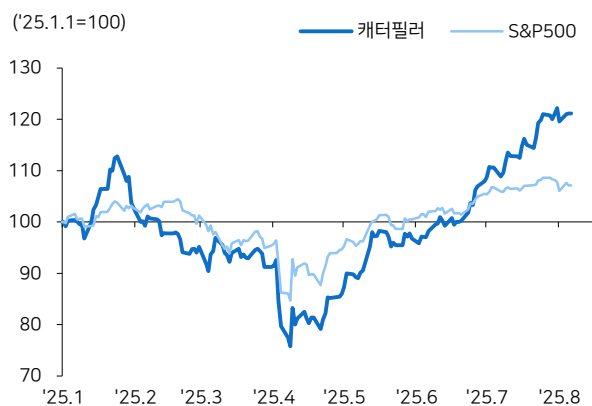
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 커민스 부문별 매출 성장률



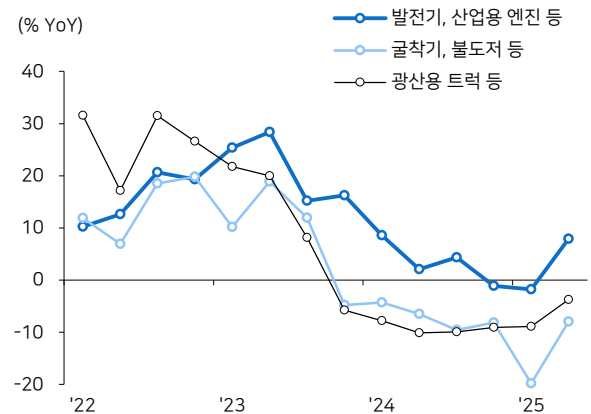
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 연초 이후 캐터필러 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 캐터필러 부문별 매출 성장률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 관련 기업 2Q25 실적발표에서 긍정적 산업 전망 확인

2Q25 실적시즌 관련 기업 중 실적 발표 이후 주가가 급등하는 기업이 나오기도 하고, 실적 발표 내용도 고무적이다. 제네락은 7/30 실적발표 이후 주가가 20% 급등했다. 데이터센터를 겨냥한 MW급 발전기 출시, 강력한 시장 반응, 발전기 수요의 극적 성장세 전망 등을 언급했다. 하이퍼스케일러가 발전기에 대한 가장 큰 수요를 유발하고 있으며, 1.5억 달러 이상의 확정 수주잔고를 확보했다는 것이다.

커민스도 8/5 실적발표 이후 주가가 3.2% 상승했는데 마찬가지로 데이터센터 수요가 강해 본업인 엔진 산업이 부진했음에도 복비 발전 장비 매출이 전년대비 25% 성장하는 등 데이터센터향으로 강한 기대감이 형성되며 주가는 오히려 상승했다. 이 외 캐터필러나 롤스로이스도 데이터센터용 발전기 수요에 대한 긍정적 코멘트가 이어졌다.

이미 앞서간 전력 인프라 산업을 놓친 투자자라면, 상대적 후발 주자인 발전기 산업에 관심을 가져보는 것도 전력 인프라 분야에서 기회가 될 수 있을 듯 하다.

표2 주요기업 2Q25 실적 컨콜 전력 발전기 관련 내용 정리

| 기업명     | 매출 서프라이즈 (%) | EPS 서프라이즈 (%) | 주요 실적발표 코멘트                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|---------|--------------|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 제네락 홀딩스 | 3.4          | 24.6          | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 대형 MW 발전기 정식 출시. 초기 시장진입 반응 강력, 글로벌 수주잔고 1.5억 달러 상회</li> <li>- 올해 하반기부터 글로벌 출하 시작, 대다수 물량은 2026년 인도 예정</li> <li>- AI 가속화를 주도하는 하이퍼스케일러의 막대한 전력수요</li> <li>- 백업 발전기 수요가 장기적으로 '극적인 성장세(dramatic rate)'를 보일 것으로 예상</li> <li>- 기존 공급 제약으로 인해 짧은 리드타임을 제공하는 사업자에게 우호적인 시장</li> </ul> <p>Q: 데이터센터 시장 진입 후 성과? 언제부터 수익기여 본격화? 기존 경쟁사들의 리드타임은?<br/> A: 올해 하반기부터 글로벌 출하, 연말 미국 소량 출하. 2026년 약 5,000대 부족 예상. 현재 1.5억 달러 이상 확정 수주잔고. 2026년 수요 현재 캐파로 대응 가능. 2027년 이후 캐파 확보 위한 투자 검토 중<br/> Q: 글로벌 수주잔고 및 주요 고객군 비중? 추가 캐파 확대 방안 및 투자규모?<br/> A: 하이퍼스케일러의 전력 수요가 가장 큰 수요를 유발. 일부 고객은 2029년까지 논의 중. 글로벌 생산 능력은 현재 약 5억 달러 규모. 기존 Oshkosh 공장은 대형 메가와트 제품 전용(데이터센터 전용)으로 전환. 신규 공장 구축 및 가동 12개월 내외 6,500만~7,000억 달러 CapEx 검토 중<br/> Q: 데이터센터용 발전기가 C&amp;I(산업용, 상업용) 제품군 마진에 미치는 영향은?<br/> A: 데이터센터용 발전기 매출충이익률이 높아 전통 C&amp;I 제품과 유사한 수준. 운영 레버리지 감안시 EBITDA 마진에는 오히려 긍정적인 것으로 예상</p> |
| 커민스     | 2.2          | 24.4          | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 데이터센터 수요가 지속 강세를 보이며 복비 발전 장비 매출이 전년동기대비 25% 성장</li> <li>- Power Systems 부문 수주잔고는 약 2년치</li> </ul> <p>Q: Power Systems 부문 마진이 예상보다 훨씬 높았는데, 지속 가능한지, 일회성 요인이 있는지?<br/> A: 몇 년 전부터 운영 효율화 추진, 전력 시장 수요 증가와 맞물려 큰 개선<br/> Q: 데이터센터 시장 60억 달러 규모 중 당사는 23% 점유율, 14억 달러 매출이라고 설명한바 있음. 2026년 시장이 90억, 매출이 20억 달러가 될 것으로 보았는데, 현재 수요 및 시장 점유율 동향은?<br/> A: Centum 시리즈 등 주요 제품 데이터센터에 인기가 높고, Distribution 사업 시너지 높음. 2026년 초 연결 예정인 용량 확충으로 매출 목표 20억 달러 달성이 가능하다고 봄. 수요에 대한 낙관 기조도 동일</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 캐터필러    | 1.6          | -3.4          | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Power Generation 부문 매출 전년대비 28% 성장. Energy &amp; Transportation 부문에서 전력 발전 관련 매출이 전년동기대비 28% 성장. 주로 데이터센터용 디젤 엔진 수요 확대에 기인</li> </ul> <p>Q: 최근 확장된 발전기 생산능력을 2026~2027년 및 그 이후 데이터센터향 주문에 활용하고 있는지?<br/> A: 주요 데이터센터 고객들과 2026년~2027년까지 내다보며 장기 플랜 주문 받는 중. 증설된 공장 용량에 아직 여유가 있으나 필요시 해당 설비를 신속히 가동할 수 있도록 준비 중</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| 롤스로이스   | 2.9          | 79.5          | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Power Systems 세그먼트 매출 성장 전망을 기존 15~17%에서 20%로 상향</li> <li>- 데이터센터용 백업 발전기 수요가 매우 강력(very strong). 데이터센터 주문이 85% 증가</li> <li>- 전력 발전기(backup generators) 영업 이익 및 마진이 2022년 대비 11배 증가</li> </ul> <p>Q: Power Systems에서 데이터센터가 가장 높은 마진 비중이자 가장 빠르게 성장, 중기 목표 범위 내 고마진 목표는 자동 달성이 아닌지?<br/> A: Power Systems는 이미 가장 수익성 높은 사업 중 하나. 현재까지 발표된 개선에 기반, 올해 가이던스 상향. 고효율 모델 믹스 전환, 가격 최적화, 불륨 효과(레버리지)를 통해 마진 및 수익성 지속 개선</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |

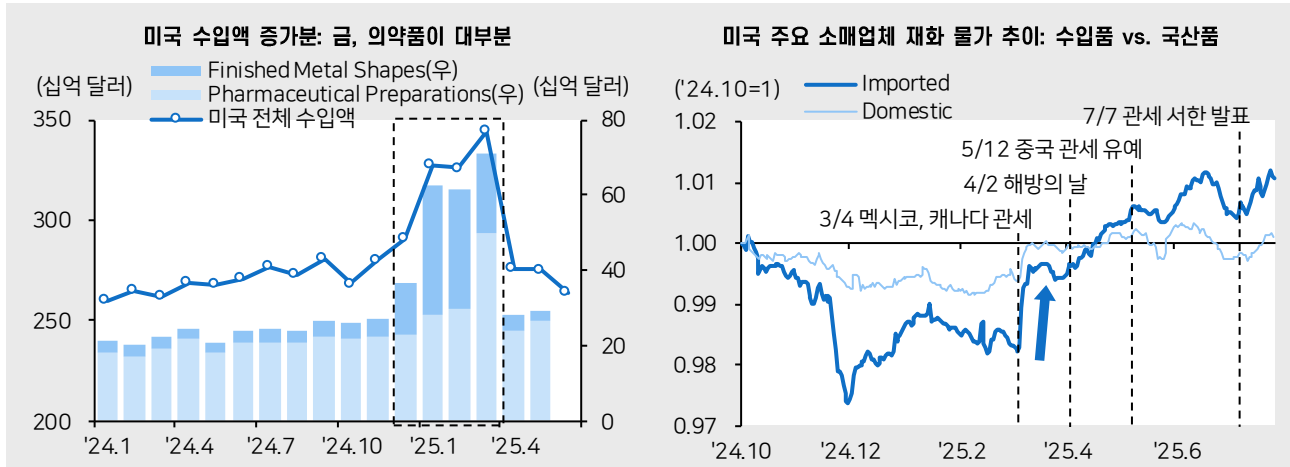
주: 미쓰비시 중공업은 2Q25 실적발표에서 발전기 관련 코멘트는 따로 없었음

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 오늘의 차트

박민서 연구원

## 프론트로딩 있는 줄 알았는데?



자료: U.S. Census Bureau, Harvard Business School, 메리츠증권 리서치센터

관세발 인플레이션 반영 지연은  
프론트로딩 덕분이다?

일각에서는 트럼프 행정부의 관세 부과에도 인플레이션에 미치는 영향이 불분명했던 이유로 기업들의 선제적인 재고 확보 움직임, 즉 프론트로딩(Front-Loading)을 제시하고 있다. 관세 부과 전 가격으로 미리 수입했던 물량을 판매하고 있기에 인플레이션이 크게 나타나지 않았다는 것이다. 그러나 미국 수입 데이터를 살펴보면 관세가 부과된 품목의 프론트로딩은 거의 없었다.

No,  
수입 급증은 금, 의약품에 집중

미국 수입액은 트럼프 당선 시점부터 4월 2일 해방의 날 전까지 급격하게 증가했다. 그러나 이는 관세가 부과되지 않은 금, 의약품에 집중되었다. '24.11월부터 '25.3월까지 전체 수입 증가분 641.9억 달러 중 금과 의약품 수입 증가분이 439.6억 달러로 약 70%를 차지했다. 즉 기존에 수입 의존도가 높았던 의류, 가구, 가전 등의 품목은 관세 리스크가 컸음에도 불구하고 선제적인 수입수요가 강하지 않았다는 것이다.

사실 인플레이션은 실재했다

따라서 관세 부과에 따른 인플레이션은 3-4월부터 실재했다고 보는 것이 타당하다. 관세 부과 전 확보해놓은 재고가 아닌, 관세가 부과된 상품을 판매했기 때문이다. 실제로 하버드 경영대학원의 자료에 따르면, 미국 주요 소매업체가 판매하는 수입품 가격은 3월부터 급등했고, 4월 이후 국산품 가격과 격차를 확대하고 있다.

향후 재화 물가의 상방 압력은  
연준의 고민거리가 될 것

현재 시장에서는 연내 금리인하 횟수를 2회 이상(8월 6일 기준 2.29회)으로 기대하고 있다. 관세의 인플레이션 영향이 크지 않거나 일시적이라는 것이 그 근거 중 하나이다. 그러나 8월 7일 이후 새로운 상호관세의 적용으로 향후 재화 인플레이션이 더욱 뚜렷해진다면 연준 인하가 제약될 수 있다. 따라서 현재 시장이 기대하는 수준에 비해 연준이 덜 완화적일 가능성도 고려할 필요가 있다는 판단이다.

## 칼럼의 재해석

황흥진 연구원

## 중국 커머스 플랫폼 배달 경쟁 재점화 (SCMP)

중국 커머스 플랫폼들의 배달 경쟁이 재차 심화 중이다. 보조금을 앞세운 즉시배송 경쟁은 트래픽을 폭발시켰고, 플랫폼들은 이를 기반으로 퀵커머스 시장을 본격화하고 있다. 중국 플랫폼들의 적극적인 퀵커머스 시장 진출은 기존 시장의 성장 한계 인식에서 비롯된 전략적 선택이다. 전통 이커머스 시장 모두 이미 성숙 단계에 접어들며 고성장 구간을 벗어났고, 플랫폼 기업들은 새로운 수요를 창출할 수 있는 영역으로 눈을 돌리고 있다.

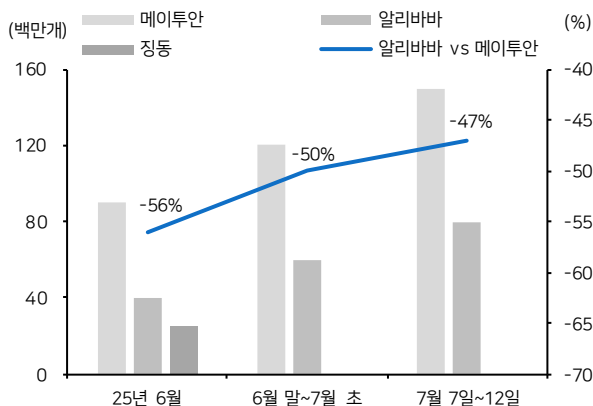
이러한 흐름은 이커머스 시장이 성숙기에 접어든 한국에서도 유사하게 나타나고 있다. 배달의민족은 도심 물류망과 상품 구색을 확대하며 B마트 사업의 흑자 전환에 성공했고, 이를 기점으로 쿠팡과 네이버 등도 다시 퀵커머스 시장에 진입하고 있다. 퀵커머스는 여전히 수익화가 쉽지 않은 구조지만, 반복 사용을 통한 고객 록인 효과와 플랫폼 충성도 강화 측면에서 전략적 가치가 재조명되고 있다. 향후 각기 다른 전략이 만들어낼 시장 구조 변화는 유통 시장 진화 방향을 가늠할 수 있는 중요한 관전 포인트가 될 것이다.

## 중국 커머스 플랫폼 배달 경쟁 재점화

중국 최대 온라인 판촉 행사 '618 쇼핑 축제'에 메이투안이 처음으로 참여하면서 커머스 플랫폼 간 배달 경쟁이 본격화되었다. 기존에도 하루 이내 배송 서비스는 존재했지만, 올해 주요 플랫폼들이 즉시 배송 경쟁에 나서며 배송 시간을 '분 단위'로 단축하고, 가전, 디지털, 의류 등 서비스 카테고리를 확장했다. 그 결과 행사 기간 퀵커머스 서비스 매출은 296억 위안(YoY +18.7%)을 기록했다.

618 쇼핑 축제를 기점으로 확대된 퀵커머스 시장은, 행사 종료 이후에도 플랫폼 간 점유율 경쟁으로 이어졌다. 7월 2일, 알리바바는 500억 위안, 7월 8일 징둥은 100억 위안 보조금 지급 계획을 발표했다. 메이투안 역시 프로모션을 공격적으로 확대하였고, 7월 7일~12일, 메이투안 일일 배달 건수는 1억 5천만 건, 알리바바는 8천만 건으로 사상 최고치를 돌파했다. 하지만 주문량 증가에도 불구하고, 플랫폼 기업들의 주가는 수익성 우려와 함께 부진한 모습이다.

그림1 일일 음식 + 즉시 배송 주문 수 비교:  
알리바바 JD, 메이투안 추격 중



주: Gap(%) = (알리바바 주문 수 - 메이투안 주문 수) / (메이투안 주문 수) \* 100  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 항생지수 대비 커머스 플랫폼 기업 상대수익률



주: 2024년 8월 1일 기준 해당 종목 수익률 - 항생 지수 수익률  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

중국 플랫폼들의 적극적인 퀵커머스 시장 진출은 기존 시장의 성장 한계 인식에서 비롯된 전략적 선택이다. 전통 이커머스 시장 모두 이미 성숙 단계에 접어들며 고성장 구간을 벗어났고, 플랫폼 기업들은 새로운 수요를 창출할 수 있는 영역으로 눈을 돌리고 있다.

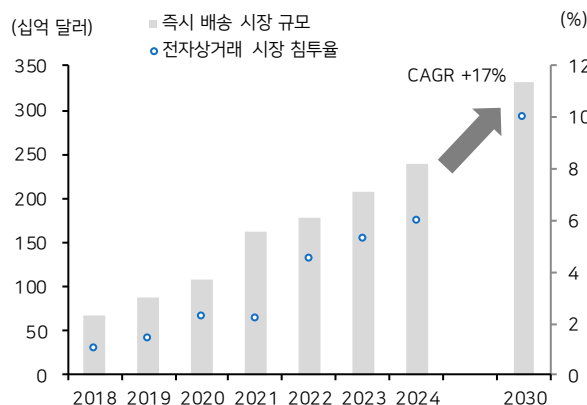
퀵커머스 사업은 온라인 주문 30분~1시간 안에 식료품, 의약품, 문구류, 가전제품 등을 집까지 배송해주는 초고속 서비스다. 전통 이커머스 대비 배송 속도와 운영 모델 측면에서 우위를 점하고 있으며, 특히 반복 구매를 이끄는 식료품(43%)과 생필품(17%)이 핵심 상품군으로 자리 잡고 있다.

중국상무부 산하 연구소에서는 중국 퀵커머스 시장이 '24년 1,070억 달러에서 '30년 2,752억 달러 규모로 CAGR +17% 성장할 것으로 전망한다. 특히, 식품 카테고리의 낮은 온라인 침투율은 퀵커머스의 성장 여지를 뒷받침한다. 현재 중국 전체 이커머스 침투율이 47%인 데 비해, 식료품 카테고리의 온라인 침투율이 15% 수준에 불과하여, 다른 품목 보다 빠르게 성장할 것으로 예상된다.

이는 신선식품 유통이 여전히 전통 소매점이나 할인점 등 오프라인 매장을 통해 이루어지고 있기 때문이다. 그러나 퀵커머스는 도심형 물류센터를 운영해 고객과 거리를 최소화하고 즉각적인 배송을 목표로 한다. 따라서 물류 인프라와 신선식품에 대한 소비자 신뢰 제고 등을 고려할 때, 식품 중심의 퀵커머스 침투율은 향후 빠르게 확대될 가능성이 높다.

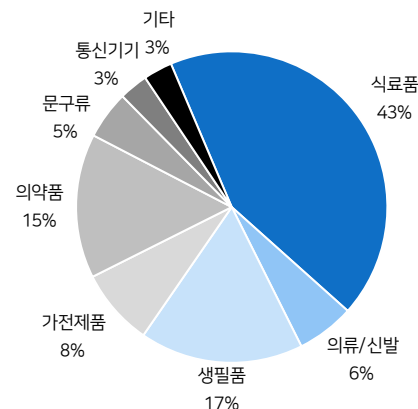
중국 퀵커머스 시장의 잠재 고객군도 이미 충분히 형성되어 있다. 23년 6월 기준 온라인 배달 서비스 이용자는 5억 3,500만 명으로, 전체 인터넷 이용자의 49% 수준에 달한다. 중국 외식 시장에서 배달이 차지하는 비중도 22.6%로, 이미 퀵커머스형 소비 경험이 생활 속에 깊숙이 자리 잡고 있다.

그림3 중국 즉시 배송 시장 규모 추이 및 전망



자료: CAITEC, 메리츠증권 리서치센터

그림4 2023년 중국 즉시 배송 시장 품목별 비중



자료: J.P.Morgan estimates, 메리츠증권 리서치센터

이커머스 시장이 성숙기에 접어든 한국 역시 예외는 아니다. 코로나 이후 주목을 받았던 퀵커머스는 초기 수익성 한계로 한동안 정체를 겪었지만, 최근 주요 플랫폼들이 전략적으로 시장에 재진입하고 있다. 작년 배달의민족 B마트가 연간 EBITDA 기준 흑자 전환을 달성하며 퀵커머스 사업의 수익성을 검증한 것이다. 2019년 퀵커머스 시장에 진출한 배달의민족은 MFC(마이크로폴필먼트센터)를 70여개로 확장하고, 상품군도 1만개 이상으로 늘리면서 작년 B마트 거래액 1조원을 달성하였다. 최근에는 홈플러스 익스프레스, 이마트 점포와 제휴해 오프라인 인프라를 활용한 배송 지역 확장에도 나서고 있다.

쿠팡도 2년전 신선식품 중심의 도심형 퀵커머스 '쿠팡이츠 마트'를 시작했으나, 직매입 재고를 기반으로 한 운영 부담과 수익성 한계로 해당 서비스는 축소되었다. 현재는 개인사업자 기반 오픈마켓 모델을 도입했는데, 이는 입점된 소상공인 매장 재고를 활용해 쿠팡이 배송을 대행하는 구조다. 이를 통해 운영 효율을 높이고, 반경 4km 내 1시간 이내 배송이라는 속도 경쟁력은 유지하면서도 재고 부담과 물류비를 최소화하는 전략이다.

네이버는 GS더프레시, 현대백화점 식품관 등 오프라인 매장과 연계한 제휴를 통한 재고와 배송을 외부에 맡기는 중개형 모델을 기반으로 퀵커머스를 확대하고 있다. 방대한 검색 트래픽을 통한 주문 전환율 확보가 강점이나, 물류를 직접 운영하지 않기 때문에 풀필먼트 통제력과 시간 단축 면에서 한계가 있다.

플랫폼별로 퀵커머스 시장에 접근하는 방식은 다르지만, 모두 이 시장에 주목하고 있다는 점은 분명하다. 수익성 제약에도 불구하고, 퀵커머스는 고객 경험을 고도화하고 충성도를 끌어올릴 수 있는 전략적 수단으로 재해석되고 있다. 아직 각 전략의 성과는 초기 단계이지만, 중장기적으로는 유통 시장의 진화 방향을 가늠할 수 있는 주요 관전 포인트가 될 것이다.

표1 국내 커머스 플랫폼 퀵커머스 현황

| 플랫폼        | 배송 시간                             | 배달료               | 특징                                                  |
|------------|-----------------------------------|-------------------|-----------------------------------------------------|
| 배달의민족 B마트  | 20~30분                            | 3,000원(4만원 이상 무료) | 도심형 PPC(MFC) 기반, 신선식품 중심 약 1만 SKU, 서울·수도권 및 지방 확대 중 |
| 쿠팡이츠 마트/쇼핑 | 쿠팡이츠 마트는 10~15분, 쇼핑은 4km 내 1시간 이내 | 와우 멤버십 회원 무료 배달   | 마트는 자체 MFC 기반, 쇼핑은 동네 매장 연결 방식으로 빠른 확장 중            |
| 네이버 지금배달   | 주변 1.5km 내 1시간 이내                 | 2,800원~3,000원     | CU·SSM·마트 등 다중 제휴형 오픈마켓 방식, 현재 전국 3,000여 점포 참여      |

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

원문: China's top market regulator summons Alibaba, Meituan, JD.com over delivery price war (SCMP)