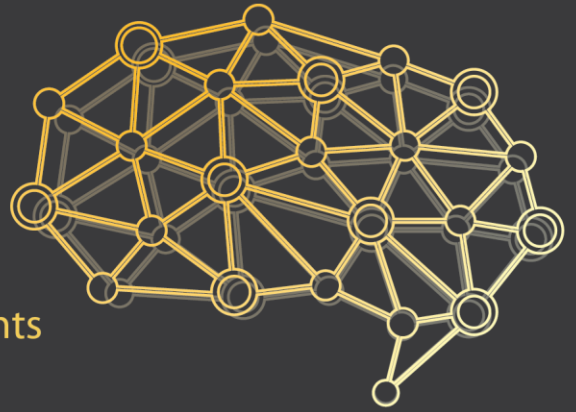


# WISE



Weekly economic Indicators & Schedule of Events

SK증권 이효석, CFA / 3773-9956 hslee@sk.co.kr

## 끝나지 않은 유동성 장세

국내 시장에서 가치주 중심의 상승이 두드러졌던 한 주였다. 코로나 19라는 어려운 환경에서 차별화된 어닝 체력을 보여준 KB 금융, POSCO, 삼성전자 등 국내 업종 대표 기업을 중심으로 주가 상승이 이어질 전망이다. 유동성 장세에서 실적장세로 넘어갈 준비를 하는 동안 IMF, ECB, FRB는 또 한번 유동성 공급을 늘릴 가능성을 시사하고 있다.

- SK의 매크로 중장기 전망 : 저금리, 저유가

- SK 투자 전략 : Short Cash(주식 비중 확대), Long NEW(무형자산, 성장, 삼성전자), Think Real Option

## 지난주 시장 점검: 국내 시장에서 두드러지게 나타난 가치주(은행, 철강) 아웃퍼폼, 원달러 환율

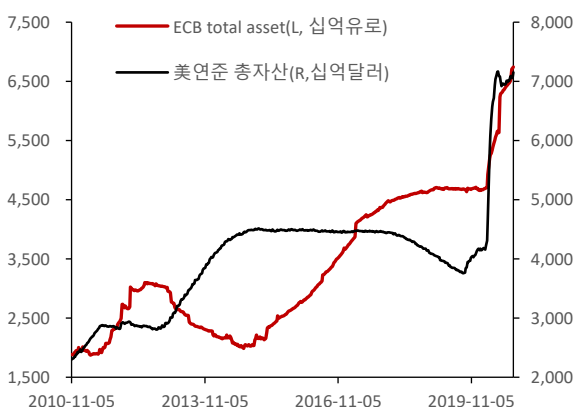
지난주 국내 시장에서는 가치주의 상승이 두드러졌다. 바이든 당선 가능성이 부각되면서 재정정책과 경기 회복에 대한 기대감이 반영되면서 금리가 상승했다. 게다가 코로나 19로 어려운 환경에서도 KB 금융, POSCO 등 국내 업종 대표 기업의 실적이 양호하게 발표되면서 밸류에이션의 정상화 과정이 진행되고 있는 것으로 판단된다. 차별화된 어닝 체력을 보여준 기업(삼성전자, LG 화학, KB 금융, POSCO)을 중심으로 주가 상승이 지속될 전망이다. 최근 시장의 흐름은 희소성 감소에 따른 풀림의 완화라고 판단된다. 코로나 19의 영향이 컸던 구간에서 성장하는 업종/종목이 없다 보니, 풀림 현상이 생겼는데, 이에 대한 반작용이 바이든 트레이드라는 이름을 빌려 진행되고 있다는 것이다. 핵심은 밸류에이션이었다. 현재 시점에서 필요한 고민은 “너무 싼 주식이 적당히 싼 주식이 된 이후에, 비싼 주식이 될 수 있는지 여부”일 것이다. 핵심은 역시 성장에 있다. 성장은 크게 1)외부 요인(경기)에 의한 것과 2)구조적/자생적인 것으로 나누어 볼 수 있는데, 외부 요인에 의한 성장은 예측하기 쉽지 않기 때문에 역발상 투자 또는 정교한 예측에 기반한 투자가 필요하다. 2021년, 2분기 기저효과가 지나면, 기다리는 것은 코로나 19 이전에 있었던 저성장(low growth)이라는 점을 기억할 필요가 있다. 반면, 구조적이고, 자생적인 성장이 있는 주식으로 성과를 내기 위해서는 정교한 예측이나, 역발상 투자보다는 트렌드를 확인하고, 끝까지 포지션을 유지하는 것이 필요하다. SK 증권이 판단하는 구조적이고, 자생적 성장은 전기차로 대표되는 에너지 패러다임 변화와 무형경제로 대표되는 플랫폼 비즈니스이다. 전주에는 원화 강세가 주목 받았는데, 지난 9월, 1,180 원 대비 4% 절상되었다. 다른 신흥국 통화 (터키 -8%, 러시아 -4% 약세)에 비해 뚜렷한 강세다. 문제는 그래도 외국인 투자자들의 국내 주식 매수는 아직 확인되지 않고 있다는 점이지만, 국내 기업과 정부의 펀더멘탈을 확인하면서 외국인 매수는 시간을 두고 진행될 가능성이 크다. 또한 원화 강세에 따른 수출주 실적 우려가 있지만, 반도체의 경우, 환율이 실적에 미치는 영향보다 업황의 개선 여부가 더 중요한데, 그런 의미에서 AMD 실적(木)에 주목할 필요가 있다.

## 이번 주 전략 : 유동성 장세는 아직 끝나지 않았다, 얼마 남지 않은 美대선을 앞두고 고려해야 할 몇가지

(유동성 펄리가 끝난 것이 아니라면?) SK 증권은 하반기 전망(Nifty15)를 통해서 “통화량 증가 = 화폐가치 하락(short cash)”를 강조했다. 올해 하반기 투자자들의 생각과 행동에 가장 크게 영향을 준 것은 연준의 자산이 증가하는 속도를 보여준 그림이었을 것이다. 지난 100 여년의 시간동안 늘어난 만큼의 연준의 자산 규모가 코로나 19 때문에 딱 2~3 주만에 늘어나버렸다는 것을 보여주는 그래프는 너무 강렬한 인상을 주었다. 때문에 투자자들은 직관적으로 “화폐가치 하락 으로부터 내 자산을 지켜야겠다.”는 생각을 했을 것이다. 최근 일부에서 앞으로 유동성 장세에서 실적 장세로 넘어가는 흐름이 나타날 수 있다는 의견이 있다. 그런데 기업의 실적이 개선되고 있고, 경기에 대한 기대감이 커지고 있지만, 놀랍게도 유동성 장세가 지속될 가능성은 오히려 점점 더 커지고 있다.

이는 단순히 미국과 유럽에서 코로나 19 신규 확진자가 늘었기 때문이 아니다. 주요 기관(ex. FRB, IMF, ECB)에서 나오는 주장은 코로나 19 이전의 세상에서는 상상하기 어려울 정도로 듣기 어려운 내용이다. 그 내용을 확인해보면, 유동성 장세가 아직 끝나지 않았다는 것을 알 수 있다. 우선, 연준에서 금융안정국 부국장인 Michael T. Kiley 는 최근 연구논문 (Pandemic Recession Dynamics : The role of monetary policy in shifting a U-shaped recession to a V-shaped rebound, Aug 31, 2020)에서 연준의 자산 매입 규모가 GDP 의 30% 수준인 \$6.5 조 까지는 확대될 필요가 있다고 주장했다. 올해 증가한 연준의 자산(\$3 조)을 제외하면, 앞으로도 \$3.5 조까지는 충분히 버퍼가 있다는 것으로 해석된다. 다른 부문의 주장이 아니라, 금융안정국 부국장이라는 점을 기억하자. 또한 IMF 에서는 재정정책 점검 보고서(Fiscal monitor, 2020)을 통해서 코로나 19 때문에 급증한 국가 부채를 축소시키기 위해서 세금을 인상하거나, 재정지출을 삭감하는 등의 재정긴축을 사용할 필요가 없다며, 더 강력한 재정정책을 쓸 것을 촉구했다. 재정정책 사용 따른 비용을 걱정하는 것보다 재정정책을 사용하지 않았기 때문에 생길 수 있는 기회비용이 더 크다는 설명도 덧붙였다.

[그림1] 유지되고 있는 ECB의 증가속도, 다시 시작된 연준의 자산



자료: Bloomberg, SK 증권

[그림2] 유로화 환율 vs. 연준과 ECB의 자산 비율

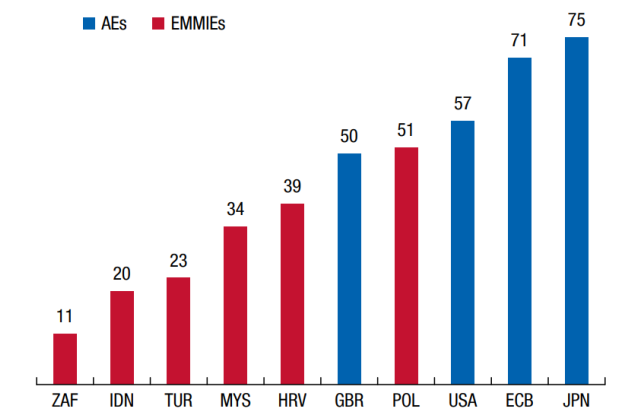


자료: Bloomberg, SK 증권

이처럼 재정 건정성을 강조해왔던 IMF 의 최신판 보고서의 내용은 이전엔 상상하기도 어려운 것이었다. 마지막으로 ECB 역시 논문(Does a big bazooka matter? Central bank balance-sheet policies and exchange rates)을 통해서 연준의 자산 증가 속도와 환율의 관계를 분석했다. 쉽게 말하면, 코로나 19 이후로 급격하게 증가한 연준의 자산을 ECB 가 따라 가지 못했기 때문에 유로화가 지나칠 정도로 강세를 보였다는 것이다. 환율을 결정하는 논리와 이유는 수도 없이 많을 텐데, 자산규모를 통해서 설명하려는 시도를 했다는 것은 다분히 의도(추가적으로 자산을 늘릴 준비가 되어 있다)를 갖고 있는 것을 알 수 있다. 이번주 목요일에는 ECB 회의가 예정되어 있는데, 당장 추가적인 부양책이 나올 가능성은 크지 않지만, 당위성에 대한 설명은 충분히 반복하여 강조할 가능성이 크다.

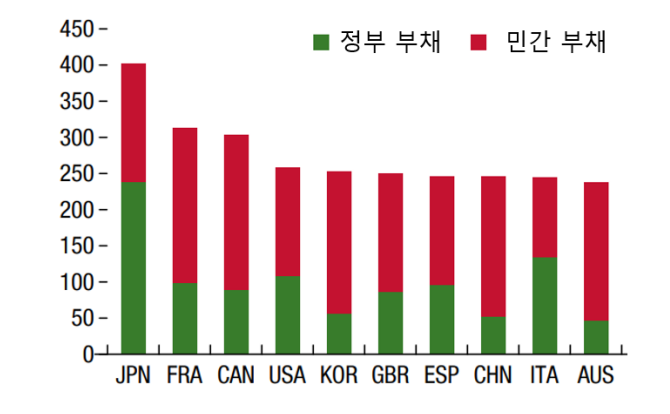
일반적으로 재정정책을 사용할 때는 이자율이 상승하면서 민간소비와 투자활동이 위축될 수 있다는 의미의 구축효과를 걱정해야 한다. 구축효과가 생기는 이유 중 핵심은 ‘금리 상승’이다. 한편, 올해 늘어난 정부 부채 중에서 중앙은행이 매입한 비중은 日BOJ 75%, ECB 71%, 美연준은 57% 수준이다[그림 3]. 이들 국가의 금리가 상승하지 않았음은 물론이다. 대선 결과와 관계없이 현재 논의되고 있는 대규모 부양책은 통과될 가능성이 높다. 이를 감안하면, 최근 연고점 수준까지 증가한 연준의 자산은 더욱 증가할 것이다. 이는 유동성 장세가 아직 끝나지 않았음을 시사한다.

[그림 3] 되고 있는 ECB의 증가속도, 다시 시작된 연준의 자산



자료: IMF, SK 증권

[그림 4] 국가별 GDP 대비 부채비율



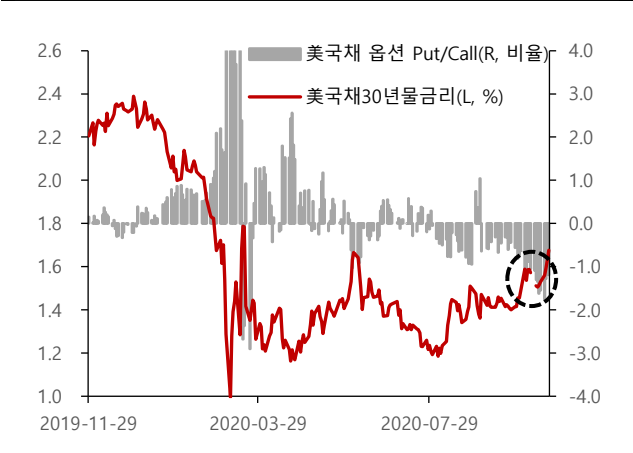
자료: IMF, SK 증권

美대선이 일주일 앞으로 다가왔다. 그동안 시장에서는 블루웨이브가 현실화될 가능성을 고려하며, 바이든 트레이드에 대한 관심이 커졌던 것이 사실이다. 마지막 토론까지 끝났지만, 여전히 바이든의 우세가 점쳐지고 있는 상황이기 때문에 바이든이 당선될 가능성이 크다. 다만, 몇 가지 질문들을 통해서 혹시 있을 수 있는 리스크를 점검해볼 필요가 있다. 마치 큰 시험을 앞두고, 새로운 것을 공부하는 것보다는 준비했던 것들을 복습하는 것이 유리한 전략인 것처럼 말이다.

첫째, 바이든이 당선된다면, 금리가 추가로 상승할까? 최근 장기물 금리의 상승 배경엔 바이든 당선에 대한 기대가 있다. 하지만, 관련 포지션을 점검해볼 필요는 있다. 美장기물(30년물) 시장에서 콜옵션과 풋옵션의 비율을 통해서 확인해보면, 9월 이후, 30년물 금리 상승에 베팅하는 수요는 코로나 이후, 가장 높은 수준까지 증가했다[그림 5]. 포지션만으로 금리를 예측하는 것은 큰 의미를 갖긴 어렵지만, 큰 규모의 베팅이 반작용을 일으킬 수 있는 가능성도 고려할 필요는 있다.

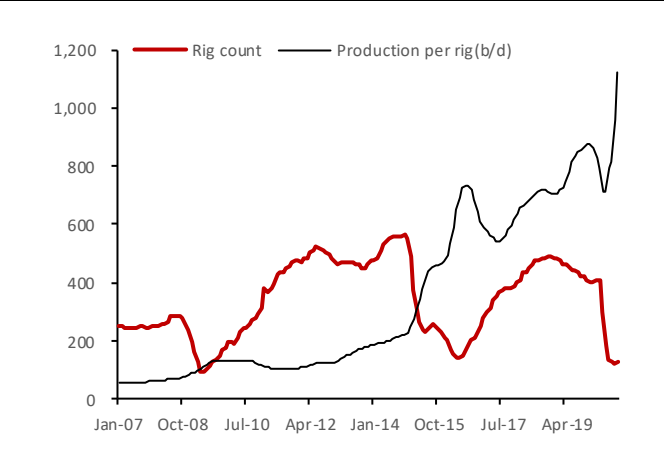
둘째, 바이든이 당선되면, 유가는 어떻게 될까? 유가를 예측하는 것만큼 어려운 일도 없다. 올해 유가는 이미 마이너스 \$40 까지 급락한 경험이 있기 때문에 대부분의 투자자들이 내년 2 분기에는 현재 수준의 유가가 유지만 되더라도 기저 효과가 생길 것이라고 기대한다. 그런데, 바이든의 과감한 신재생에너지 투자 계획이 유가의 장기 수요 전망에 영향을 줄 가능성도 고민해 봐야 한다. 유가의 상승 논리 중 하나는 미국에서 투자가 늘어나지 않기 때문에 공급이 늘지 않을 것인데, 최근 EIA 자료를 통해서 확인해보면, 원유시추공수(rig count)가 늘어나지 않는데도 불구하고, Rig 당 생산량이 급증하면서 생산량 감소가 크지 않다는 것을 알 수 있다. 게다가 미국의 원유시추공수는 최근 5 주 연속 상승하고 있다.

[그림 5]美장기 채권에 들어온 숏(short) 베팅



자료: Bloomberg, SK 증권

[그림 6] 감소하는 Rig count vs. 증가하는 생산성(Permian 지역)



자료: EIA, SK 증권

## [Weekly Economic Indicators & Events]

Economic indicators & Events		Spot comment	
10/26 月	중국 19 기 5 중 전회		14 차 5 개년 계획과 2035 년까지의 장기경제개발 원칙(쌍순환)
	美 9 월 신규주택매매		낮은 모기지 금리 영향으로 주택시장은 여전히 양호한 흐름을 이어가
	獨 10 월 IFO 기업환경지수		코로나 2 차 확산, 부분 통제 영향 확인할 필요
	실적 : 국내(현대차/기아차, 삼성전기, 서울반도체), 해외(NXP, SAP, 비온드미트)		
10/27 火	韓 3 분기 GDP		수출, 소비 회복 영향으로 개선되었을 가능성
	美 9 월 내구재 주문		내구재 주문은 4 개월 연속 개선중. 개선폭은 둔화되고 있음
	美 10 월 CB 소비자신뢰지수		4 월 이후 최고치를 달성했는데, 코로나 재확산 영향 확인 필요
	실적 : 국내(삼성 SDI, 삼성물산, 신한지주, 삼성에스디에스), 해외(화이자, 3M, 캐터필라, 마이크로소프트, AMD)		
10/28 水	日 BOJ 금융정책회의(~29 일)		3 차 추경안에 대한 정책 공조 방안 확인.
	실적 : 국내(아모레퍼시픽, S-oil, OCI), 해외(보잉, 비자, 길리어드사이언스, UPS)		
10/29 木	ECB 10 월 통화정책회의		자산매입 규모 증액을 위한 준비 완료. 시점의 문제만 남아 있어
	美 3 분기 GDP		전분기 대비로는 30% 이상 성장, 관심은 4 분기와 내년
	10 월 메모리 반도체 계약 가격 발표		
	실적 : 국내(NAVER, 삼성전자, 이노션), 해외(애플, 아마존, 알파벳, 페이스북, 스타벅스)		
10/30 金	韓 9 월 산업활동 동향		전월, 코로나 재확산/장마 영향으로 부진. 수출 개선 감안하면, 개선
	美 9 월 PCE 물가지수		정상화가 진행되고 있는 미인플레이션, 문제는 미국 이외의 지역
	유로존/ 독일 3Q GDP		분데스뱅크 주간 경제활동 지수에 따르면, 獨 GDP 는 양호할 전망
	유로존 10 월 CPI		2 개월 연속 마이너스 물가, 지속되는 디플레이 압력이 ECB 최대 고민
	실적 : 국내(SK 이노베이션, 한국조선해양), 해외(엑슨모빌, 쉘브론)		
	위험자산 선호 이벤트		중립 이벤트
			안전자산 선호 이벤트

### Compliance Notice

- 작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.