2020-11-10

SK securities

Long BIGS
Short CASH

자산전략. 이효석 CFA, 3773-9956
경제. 안영진, 3773-8478
주식전략·시황. 한대훈, 3773-8515

SK
ASSET
Analysis

SK securities

Strategist
이효석, CFA
hslee@sks.co.kr
02-3773-9956

Economist
안영진
Youngjin.an@sks.co.kr
02-3773-8478

주식전략/시황
한대훈
handaehoon@sks.co.kr
02-3773-8515

Long BIGS, Short Cash

2020-11

SK증권에서는 2020년 "Long NEW, Short OLD" 전략을 제시한 바 있다. 그리고 하반기 전망(Nifty15)을 통해 주식에 대한 선호도를 높인다는 의미로 Short OLD를 Short Cash(Buy something)으로 수정하였다. 그리고 2021년 전망에서는 NEW와 OLD의 경계를 의미했던 Long NEW 전략을 Long BIGS로 수정하여 제시한다. BIGS는 대형주를 선호한다는 의미와 Battery, Internet, Green, Semiconductor를 요약한 단어이며, 투자전략을 관통하는 아이디어는 '성장과 정책'이다. 또한 경제전망을 포함한 연준 및 각국 정부의 부양책의 경로를 예상하고, Short Cash 전략을 수정해야 될 시점에 대해 고민했다.

● 이력현상(Hysteresis)과 경기 회복 - 3가지 키워드: '기저효과', '순환적 회복' 그리고 '이력현상의 극복'

글로벌 경제는 코로나의 등장과 함께 10% 위축된 후 그 충격의 60~70%가 회복됐다. 우리는 그 형태가 V자에서 완만한 나이키형이 될 순 있겠지만 2021년에도 이 회복세를 이어갈 것으로 본다. 기저효과에 더한 순환적인 경기 회복이다. 그러나 이번 자료에서 가장 강조하고 싶은 점은 이력현상을 극복하기 위한 정책 과제다. 코로나와 공존하는 이상 이력현상은 불가피하다. 그렇다면 그것을 극복하기 위해 정책적 지원(유동성)은 계속되어야만 할 것이다.

● 긍정적 전망의 세가지 이유 - 1)Goldilocks, 2) 2nd 유동성 장세, 3)알파헌터

경기가 회복되고, 기업의 실적도 개선될 전망이나 걱정할 수준의 인플레이션이 확인될 가능성은 제한적일 것으로 판단하는 이유는 디플레이션 압력이 우리의 생각보다 크기 때문이다. 2021년의 유동성 장세의 성격은 속도가 아니라, 경쟁이 될 전망이며, 주식투자에 있어 핵심은 연준이 당분간 판을 깨는 일은 없을 것이라는 점이다. 주식시장에 우호적인 환경이 이어지는 가운데, 바뀐 투자환경에서 투자자들의 높아진 위험 선호는 주식이 상승할 수 있는 새로운 논리가 된다.

● 업종 및 스타일 전략 - BIGS(Battery, Internet, Green, Semiconductor)가 유망

내년 코스피 당기순이익은 133.1조원까지 증가할 것으로 전망된다. 예년과 같은 이익추정치 하향조정을 감안해도, 최악의 시나리오는 117조원이다. 이 수치도 올해보다 +27.6%의 이익증가 효과다. 주주환원 친화정책으로 인한 배당확대 기대감과 바이든 당선으로 다자무역 복원 시도도 국내증시에는 긍정적이다. 정책 기대감도 높다. 특히, 국내의 디지털뉴딜과 그린뉴딜 정책이 추진되는 가운데 바이든의 당선으로 그린(Green) 업종 기대감이 높다. 결국 BIGS(Battery, Internet, Green, Semiconductor)로 명명한 배터리, 인터넷/게임, 그린, 반도체 업종의 매력이 높다.

Contents

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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다..
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

01

경제 전망

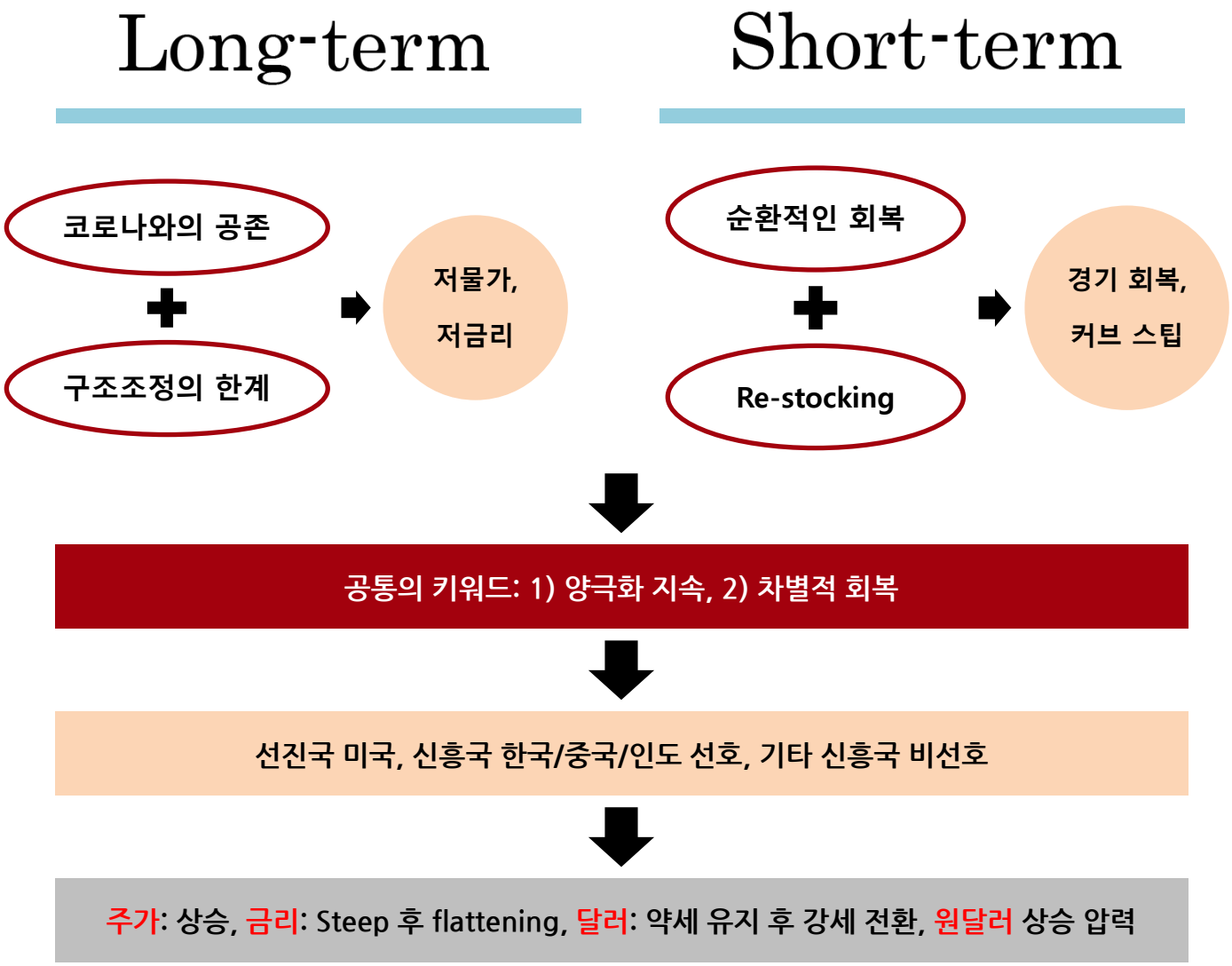
: 이력현상을 극복하는 방법과 경기 회복

SK 증권

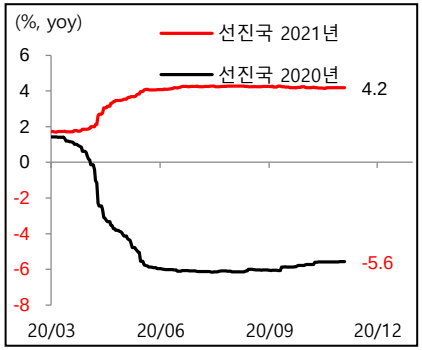
우리 전망의 전제: 2H20 vs. 2021년

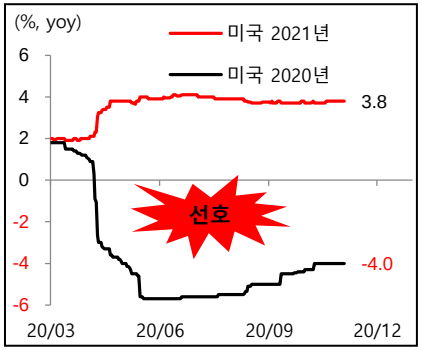
	QUESTION 2Q20•	ANSWER 2H20•	ANSWER 2021•
1	경제활동의 완전한 정상화는 코로나의 종식이 선행?	경기 부양/시장 안정책은 개별적 효과는 낼 수 있어도 코로나가 종식되지 않는 이상 근본적인 해결책이 될 수는 없음	백신 개발의 스케쥴 확인(올해 연말). 2021년 중 백신 개발 및 공급 기대는 높지만, 2021년에도 코로나와의 공존은 불가피할 것
2	Supply Shock와 Demand Shock이 동시에 발생 : 침체의 깊이/넓이, 회복의 시기는?	2Q20 쇼크 후 최악의 침체 → 2H20 불확실한 회복. 각 정부는 가계/기업 구제책을 가동시킬 것이며, 수요 회복은 천천히, 완만한 형태로 이루어질 것	2020년 침체의 깊이는 깊었고, 매우 뾰족한 형태였음. 쇼크의 2/3는 빠른 속도로 만회한 가운데 나머지 1/3과 그 이상에 대해서는 이력현상(Hysteresis)을 극복하는 것이 과제
3	Before Corona와 After Corona의 차이 : 회복의 경로	Corona 전/후 공통적으로 경제 내 양극화 심화, 산업 내 헤게모니 이동(New Economy). 차이점은 속도. After Corona의 'Un-tact'와 'On-line', 즉 소비 패턴의 변화는 가속화. 회복은 역설적으로 침체에서 더 타격이 컸던 소비에서 시작될 것. 그 과정에서 고가/고비용의 High-end 소비에 주목	"순환적 경기 회복+기저효과 = 2021년 글로벌 경기" Re-stocking 사이클 하에서는 글로벌 밸류 체인에서 공급망을 담당하는 국가군에 더 주목. 양극화와 차별화는 2021년에도 작동하는 키워드. 반도체/경기민감 소비재 등에 투자/출하 증가 기대

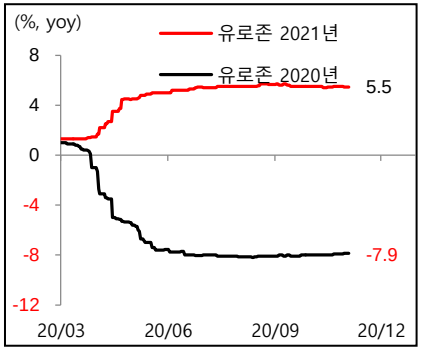
2021년 Overview: 이력 현상(Long-term)과 경기 회복(Short-term)

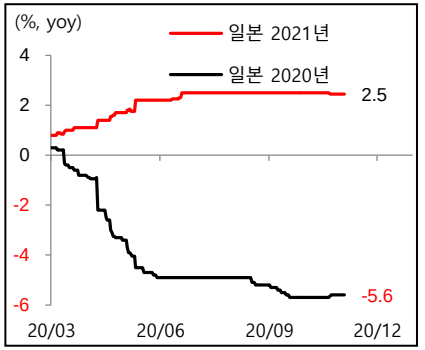


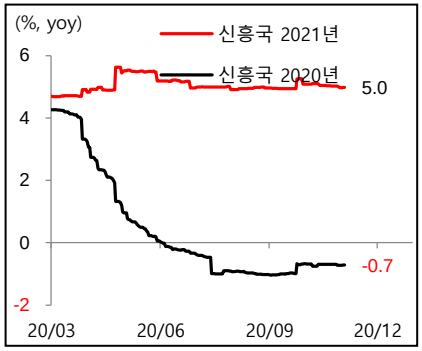
2021년 세계 경제는 공통적으로 기저효과+순환적 회복 예상(not Cycle)

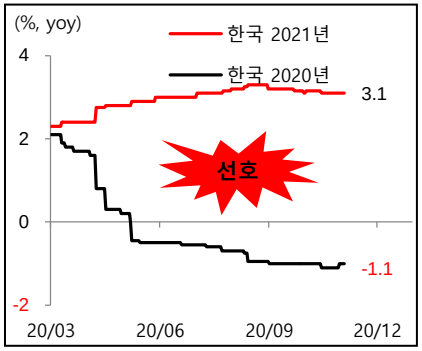


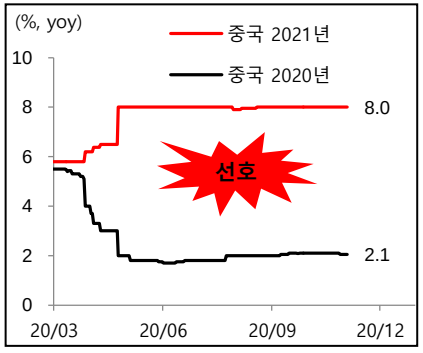


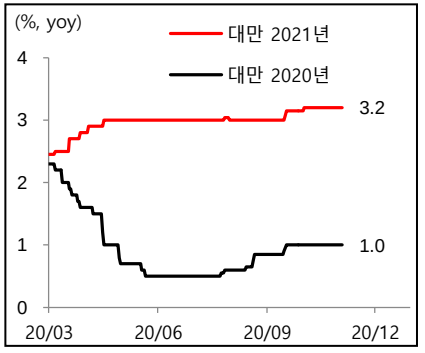


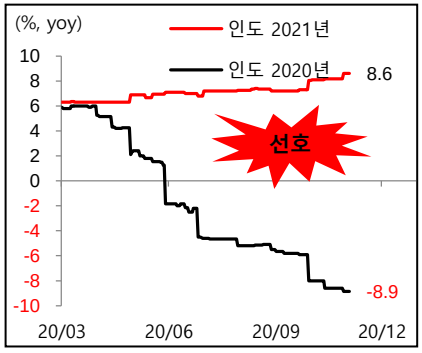


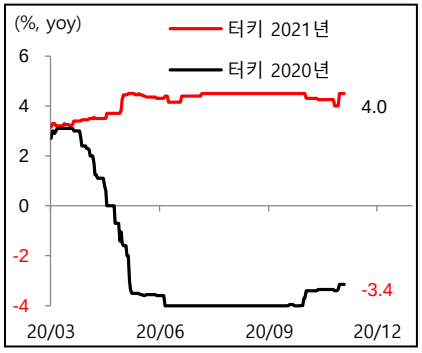


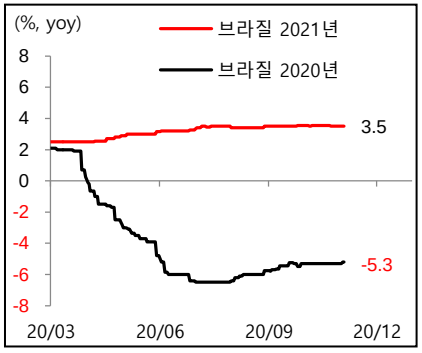


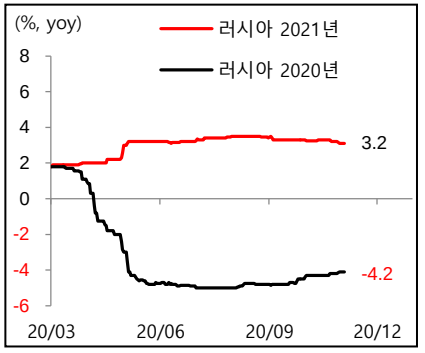








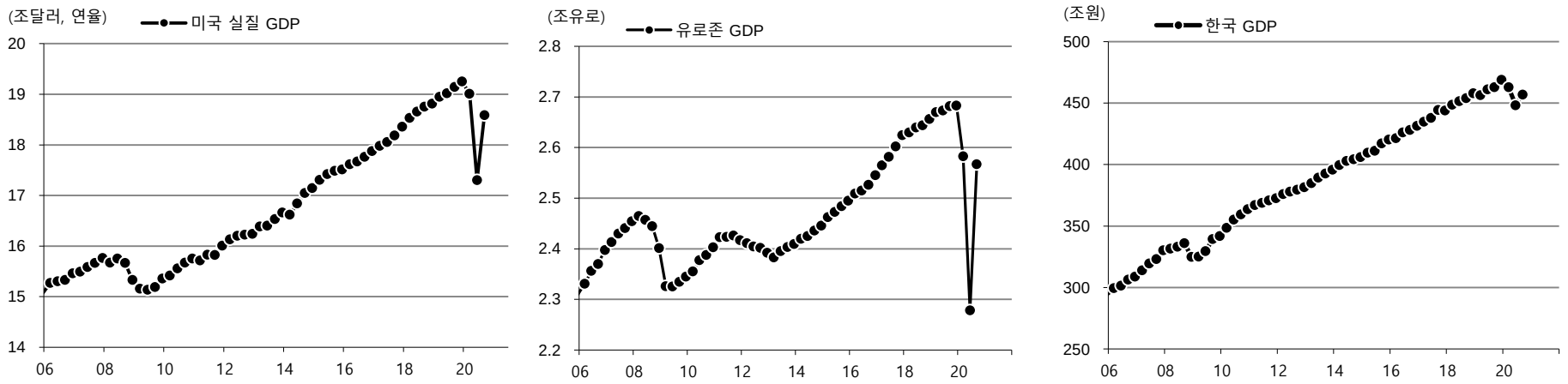




세상이 변화하는 속도만큼 분석의 주기는 짧아져야 한다

- **코로나의 출현으로 전대미문의 글로벌 경기 쇼크 경험**
- 2020년 연간 경제 성장률(f): 미국 -4.3%, 유로존 -8.3%, 일본 -5.3%, 중국 1.9%, 한국 -1.2% 등
- **하지만 유례없는 경기 부양책과 시장 안정책이 투입되어 회복도 빠르게 진행**
- 미국: 기준금리 1.5%p 인하, QE와 Main Street 지원 프로그램 포함해 3조 달러 Fed 자산 증액, 재난지원금 포함한 4차 경기 부양책 실행
- 유럽: ECB QE 실행, EU 집행위는 공동으로 조달해 개별국에 지원하는 EU 회생 기금 형성 결의(2021년부터 사용)
- 한국: BOK는 기준금리 인하와 증시안정기금/채권안정기금 가동, 기재부는 재난지원금 포함 3차에 걸친 긴급 추경 투입
- **'08년 글로벌 금융위기 여파에서 벗어나는데 1년 이상 걸렸다면, 2020년 코로나 충격은 1개 분기에 집중된 후 V자 회복 경로에 놓임. 2021년에도 회복세는 예상되나 짧은 주기로 봐야 할 것**

모든 사이클의 주기는 짧아지고 있다: 2008년 금융위기발 쇼크가 1년 이상 갔다면, 2020년 코로나발 충격은 1개 분기에 집중된 후 V자 회복



자료: 미국 경제분석국, Eurostat, 한국은행, SK증권

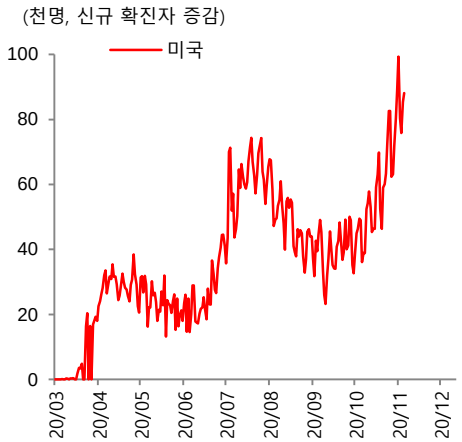
전망과 분석은 코로나의 소멸 여부에서 시작: 예정된 백신 스케쥴 vs. 신중한 태도

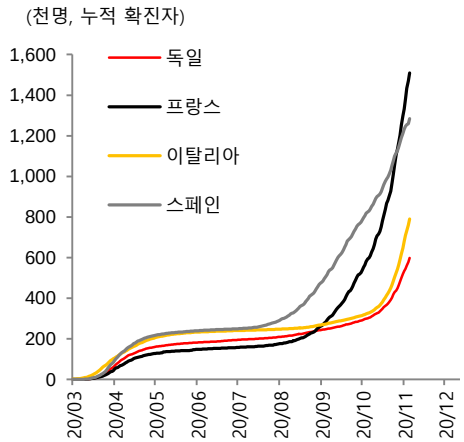
- **세계 경제가 이전 추세선을 회복하기 위한 선결 조건은 코로나의 소멸 여부**
- **현재 글로벌 제약사들의 백신 개발은 11월 중순부터 임상 3상 결과 발표를 앞둔 단계 → 허가 당국의 긴급 승인 必**
- **예정된 스케쥴은 내년 초 생산 공정에 들어가 순차적으로 보급되는 시나리오. 다만 임상 결과에 기술적 결함 문제로 인해 Time-line이 밀려왔던 점을 감안하면 과도한 낙관은 지양하는 것이 바람직**

- 파우치 美 전염병연구소(NIAID) 소장, "12월 중으로 안전하고 효과적인 백신이 있는지 여부를 알 수 있을 것"(11/2)
- 하지만 해당 발언 이전까지 "코로나 백신 대량 접종은 내년 말에나 가능할 것"이라며 시장 기대 대비 신중한 태도를 견지

예정된 코로나 백신 스케쥴, 과도한 낙관은 지양

	Moderna	BioNTech/ Pfizer	AstraZeneca/ Oxford	J&J	Novavax
개발단계	임상 3상	임상 3상	임상 3상	임상 3상	임상 3상
임상결과 발표시기	11월 중	11월 중	12월 중	12월 중	'21년 1분기
공급계약 체결국가	미국(1억 dose), 중동, 일본 등	미국(1억 dose), 일본(1.2억 dose), EU(2억 dose)	미국(3억 dose) EU(4억 dose)	미국(10억 dose), EU(4억 dose)	미국(1억 dose), 호주(4천만 dose)
유럽/미국 긴급 승인 신청 시기	11월~12월 중	11월~12월 중	연내	12월 중	'21년 1분기 예상
사전 승인 검토	북미, 영국	북미, EU, 영국	북미, EU, 영국	북미, 남미	-
목표 상용화 시기	내년 초	내년 초	내년 1월	내년 1월	-
예상 생산 CAPA	21년 말까지 10억 dose	'21년 말까지 13억 dose	연간 20억 dose	21년 말까지 10억 dose	연간 20억 dose



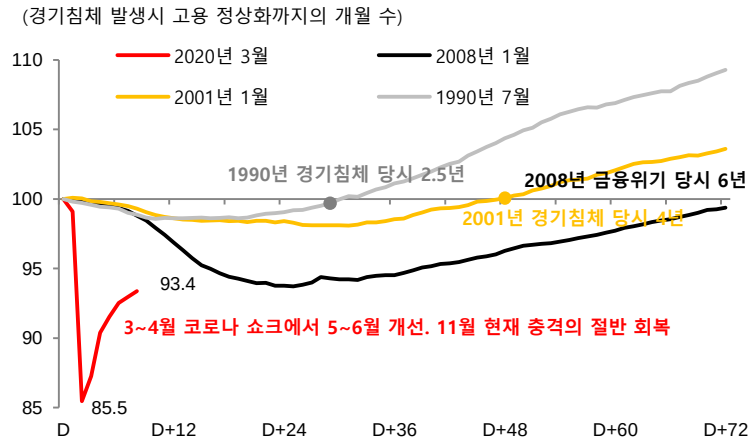


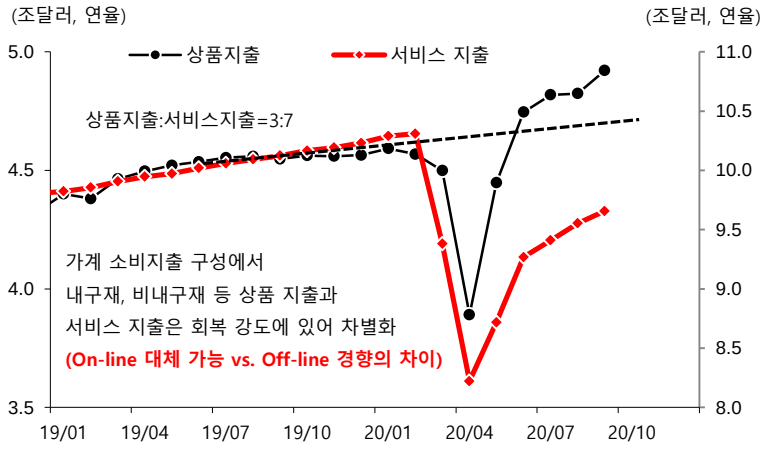
자료: 언론보도 종합, SK증권

이력현상(Hysteresis)과 정책적 지원 지속의 필요성

- **이력현상이란?**
- 물리적 정의: 한 물리적 상태가 그것이 겪어 온 상태의 변화 과정에 의존하는 현상. 즉, 충격의 잔상이 오랫동안 남아 정상화되지 못하는 것
- 경제적 정의: 경제적 충격 이후에 경제가 회복되더라도 이전 추세로 회복되지 못하는 현상. 즉, 침체 후 낮은 성장 상태가 유지
- **대공황에 버금가는 경제적 충격을 겪은 후 빠르게 회복된다고 해서 즉시 이전 추세선을 향해 간다고 보기 어려움**
- 경제적 해석에 국한하면 기업들이 업무 자동화나 설비 조정, 재고 대응을 통해 충격 이전의 시스템으로의 회귀를 원치 않을 수 있음
- 게다가 코로나와의 공존은 오프라인 소비가 통제되고 소비의 패턴에 변화를 가져왔기 때문에 2021년에도 소비의 차별적 회복을 예상
- **2021년 코로나 환경 아래 세계 경제는 회복이 되는 것과 별개로 이력현상을 극복하는 것이 과제가 될 전망. 이는 곧 정책적 지원이 지속되어야 하는 당위성을 가짐**

고용시장과 소비시장에서 나타날 수 있는 이력현상. 이를 극복하는 것이 2021년 세계 경제와 각국 정책 당국의 과제



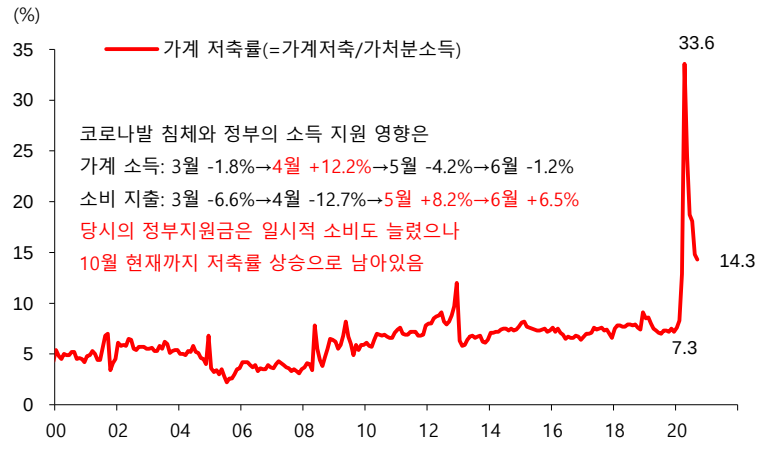


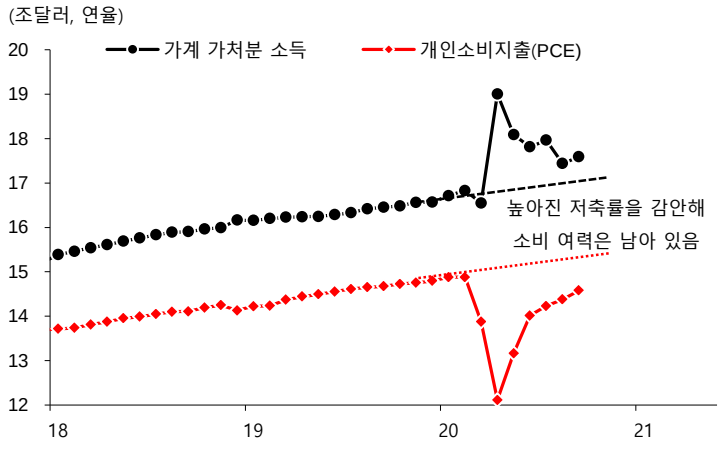
자료: 미국 노동부, 미국 경제분석국, SK증권

정책적 지원의 의미와 특징(1): 총수요의 회복을 대신함

- **(재정)정책적 지원의 3가지 형태: 1) 가계 구매력 보전/현금 지원, 2) 기업 유동성 지원, 3) 공공 근로 사업**
  - 미국은 이전 소득을 포함해 상품 소비가 코로나 이전 수준을 상회. 한국도 재난지원금의 소비유발 효과 큼
  - 실업 급여 정부 지급으로 고용 안전망 일부 유지. Main Street 대출 프로그램과 각종 산업 안정 기금을 조성해 기업들의 유동성 경색 방어
- **앞서 살펴본 이력현상의 개념을 감안할 때, 경제가 정상화되기 전까지는 총수요 회복을 위한 재정 활용 필요**
  - IMF의 권고, 미국 5차 경기 부양책 합의 과정, EU Recovery fund 집행, 한국 550조원 규모의 2021년 예산안
- **단순히 소비 여력을 확보해 주고 일시적인 공공 근로 사업에 그칠 것이 아니라 인플레이션 기대를 유발(★)시키는 포괄적인 정책 지원이 이어져야 함. 인플레이션 기대야 말로 현재 소비와 투자를 늘리기 위한 필요 조건이기 때문**
  - 과도하게 높아져 있는 저축률을 낮추고 보유한 소비 여력을 소비 지출하게 하는 배경을 조성

코로나와 공존하는 가운데 이력현상이 나타나는 것을 억제하는 역할이 필요. 1) 소득 지원을 통한 소비 여력 확보, 2) 인플레이션 기대의 조장





자료: 미국 경제분석국, SK증권

정책적 지원의 의미와 특징(2): 구조조정은 지연, 구조적 인플레이션 제약

- **정책적 지원은 Main Street의 총수요의 증가를, Wall Street의 금융 안전망 확보를 돕는다는 점이 긍정적**
- **하지만 경제 전체의 빛(총수요의 회복) 이면에는 그림자(구조조정의 지연)도 존재**
- **BIS(국제결제은행)의 분석에 따르면, 글로벌 경제는 Zombie로 불리는 한계 기업의 비중이 꾸준히 증가. 게다가 코로나 위기 극복을 위한 정책 지원은 역설적으로 한계 기업/산업에 집중된 바 있음(∵고용 시장의 안정을 위해)**

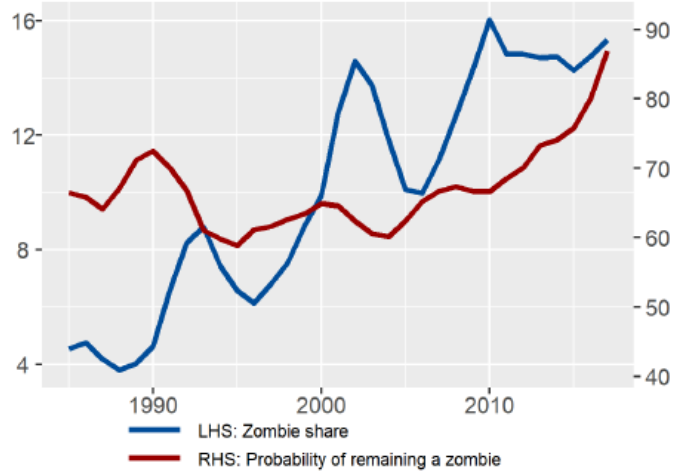
- Ex) 한국 제조업의 설비 가동률은 지속적인 하락세. 이는 곧 생산활동이 효율적이지 않다는 걸 의미. 코로나 산업 안정 기금 조성

- **고용 안정이라는 순기능 이면에 자원의 비효율적 배분이 Deflation gap을 유발**

- 과잉 설비와 과잉 재고 등에 의해 글로벌 저물가/저성장 트렌드가 만들어짐

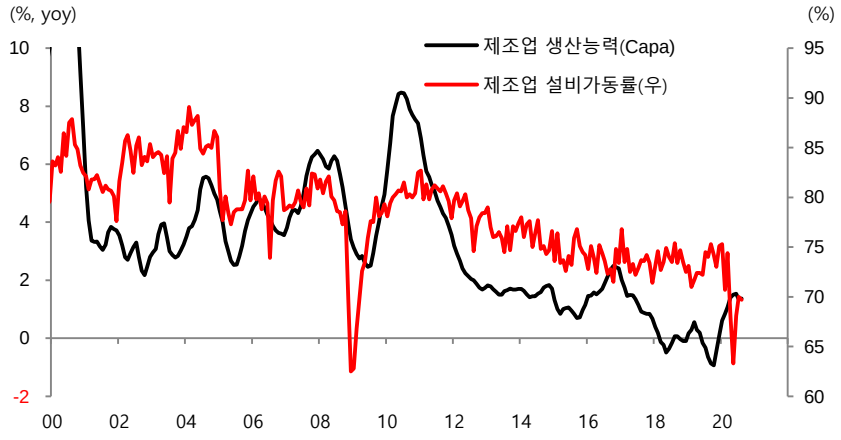
- **<u>2021년, 순환적인 총수요의 회복을 위한 정책적 지원은 구조조정을 지연시키고 인플레이션을 제약한다는 한계</u>**

글로벌 좀비기업(한계 기업)은 저물가, 저성장을 유발하는 요인



주: 좀비기업은 이자보상배율이 1보다 작거나 토빈q가 중간값 이하인 기업
자료: BIS, SK증권

가동률이 지속적으로 하락하는 것은 그만큼 설비가 효율적이지 않다는 의미



자료: 통계청, SK증권

정책적 지원의 수단: 2nd 유동성 환경(Fed)

- **Fed는 2021년에도 유동성 공급 스케쥴을 이어나갈 것**
- **11월 현재 Fed 총자산 7.15조 달러 → 월 $1,200억 자산 매입 지속 시 2021년 연말 9조 달러 도달 가능**
- **그 이상이 되기 위한 수단은 '대출 프로그램 연장' & '자산 매입 규모 α 확대'**
- **그 밖에도 Operation Twist로 기간물별 금리 구조 변화, YCC 도입으로 장기채 매입 비중 확대**

Fed의 통화정책 가용 수단 점검: 2020년 2월 $4조 → 11월 현재 $7조 → 2021년 말 최소 9조 달러+α

분야	유동성 확대 조치	규모	기한	현재	전망
공개시장조작/ QE	(전통적) 금리 정책	기준금리 0~0.25%	최소 2022년	제로 유지	유지
	(비전통적) 양적완화	총 7,000억 달러에서 무제한으로 확대	무기한	**월간 매입 중 국채 $800억+MBS $400억**	지속+α → 내년 연말 최소 $9조
금융시장 지원기능 (단기 유동성)	프라이머리 딜러 신용창구(PDCF)	기준없음	2020년 12월		기한 연장
	MMF 유동성 지원창구(MMLF)	최대 5,000억달러	2020년 12월	4월 최대 538억 달러 후 감소	기한 연장
	기업어음 유동성 지원 창구(CPFF)	기준없음	2021년 3월	7월 최대 128억 달러 후 감소	기한 연장
	스왑 금리 인하 및 라인 확대				
	레포 운영(Repo Purchase) 확대	최대 1.5조달러		**시장 안정으로 사실상 중단**	가변적
가계/소비자 지원	근로자보호프로그램(PPPLF)	6,590억 달러	2020년 12월	현재 615억 달러	기한 연장 (안전판)
	메인스트리트 대출프로그램(MSBLP)	최대 6,000억달러	2020년 12월	현재 415억 달러	
자본시장 /기업 지원 (회사채 매입)	프라이머리 마켓 기업신용기구(PMCCF)	최대 5,000억달러	2020년 12월	현재 456억 달러	
	세컨더리 마켓 기업신용기구(SMCCF)	최대 2,500억달러	2020년 12월		
	기간 자산담보부증권 대출기구(TALF)	최대 1,000억달러	2020년 12월	현재 120억 달러	
지방정부 지원	지방정부 대출지원(MLF)	최대 5,000억달러	2020년 12월	현재 166억 달러	

장기 자산 매입

단기 대출 프로그램들 (예외적 연준법 제 13조 적용) → 사실상 재정정책

지난 3월 발표한 2.2조 달러 패키지의 주요 내용들

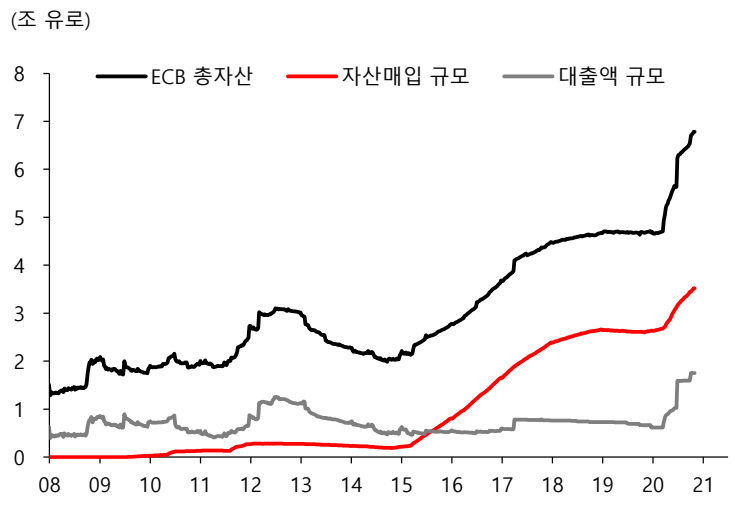
기존 목표치에 미달

자료: SK증권

정책적 지원의 수단: 2nd 유동성 환경(ECB)

- **코로나에 대한 ECB의 대응: 월 평균 300억 유로 규모 자산 매입(APP) 및 총 7,500억 유로 규모의 PEPP 개시**
  - ECB는 2020년 3월 중 월간 200억 유로씩 가동하던 자산매입 프로그램(APP)에 월간 100억 유로를 더해 연간 총 3,600억 유로 규모로 매입
  - 그와 별개로 총 7,500억 유로의 팬데믹 긴급 자산매입 프로그램(PEPP)도 가동해 10월 말 현재까지 6,200억 유로(월평균 900억 유로) 매입
- **자산매입과 함께 TLTRO III 대출 프로그램도 실행하는 가운데 대출 조건 완화 및 신규/추가 프로그램 도입을 검토**
  - ECB는 3월 이미 시행 중이던 목표물장기대출프로그램(TLTRO-III)의 조건(금리/한도/담보조건)을 완화. 또한 제도 한계 보완을 위해 4월 신규 LTRO 프로그램 팬데믹 장기대출프로그램(PELTRO)을 도입. 프로그램 만료 기한인 내년 중순까지 연속성 있게 진행될 전망
- **11월 ECB 회의에서는 12월 회의 때 2021년 자산 매입(APP) 규모의 확대, 또는 PEPP 프로그램의 추가 조치 등을 시사해 2nd 유동성 환경을 시사**

ECB, 올해 자산매입 및 대출액 규모가 급증한데 이어 2021년에도 연장



자료: SK증권

자산매입 및 대출 프로그램은 내년까지 연속성 있게 진행될 것으로 보임

분야	유동성 확대조치		규모	기한	현재	전망
통화정책	(전통적) 금리 정책		기준금리 0%	무기한	제로 유지	유지
	(비전통적) 양적완화	자산매입 프로그램 (APP)	총 3,600억 유로	2020년 12월	월 300억 유로 매입 중	기한 연장 및 규모 확대
		팬데믹 긴급매입 프로그램 (PEPP)	총 1.35조 유로	2021년 6월	10월 말 기준 총 6,200억 유로 집행. (월 900억 유로)	매입 스케줄 지속
금융시장 유동성 공급	팬데믹 장기대출 프로그램 (PELTRO)			2021년 9월		지속
	목표물 장기대출 프로그램 (TLTRO Ⅲ)		최대 1.5조 유로	2021년 6월		완화된 조건 유지

자료: ECB, SK증권

정책적 지원의 수단: 2nd 유동성 환경(EU 회생 기금)

- **2021년부터 EU 회생 기금(Recovery fund) 가동 → ECB의 자산 매입+대출 프로그램과 별개로 재정 지출성 자금들**

- EU 경제회복기금(Recovery Fund)는 총 7,500억 유로(상환이 불필요한 보조금 형태 3,900억 유로, 상환해야 할 대출금 형태 3,600억 유로) 규모로 조성
- 7,500억 유로 가운데 70%를 2021년과 2022년에 나누어 투입할 예정
- '21년~'24년 중 채권 발행을 통해 기금을 마련할 예정이며, 발행채권의 우량 신용등급 유지를 위해 회원국에 요구할 수 있는 재원 상한을 일시적으로 인상(GNI 대비 1.2%→2.0%)
- 대출금은 EU 예산 및 신규 세입(디지털세 등) 확보로 '28~'58년 중 상환 예정

EU Recovery fund, 코로나 이후 경제회복, 기후 대응 및 인프라투자에 초점

구분	프로그램 명	규모(십억유로)
경제회복, 투자, R&D	Recovery and Resiliencee Facility(코로나 회복기금)	672.5
	대출금	360
	보조금	312.5
	React EU(회원국 경제 복구 지원)	47.5
	Horizon EU(보건 및 기후 연구 지원)	5
	Invest EU(민간 투자 지원)	2.1
	Rural Development(지역 개발 프로그램)	7.5
	Just Transition Fund(기후 대응)	10
위기대비 및 국제 협력	Resc EU(재난사태에 대한 대응 강화)	1.9
	External Action(국제협력 강화)	3.5
총액	회복기금 총계	750
	보조금	390

자료: EU 집행위, SK증권

EU recovery fund 보조금: 독일·프랑스는 순지출, 남부유럽은 순유입

국가	총 보조금		총 기여액	보조금 순 수령액	
	십억유로	%of GDP	십억유로	십억유로	%of GDP
독일	28.8	0.8	130.8	-102.0	
프랑스	38.8	1.6	85.7	-46.9	
이탈리아	81.8	4.6	56.4	25.4	1.4
스페인	77.3	6.2	42.7	34.6	2.8
폴란드	37.7	7.1	21.3	16.4	3.1
포르투갈	15.5	7.3	6.8	8.7	4.1
그리스	22.5	10.6	4.7	17.8	8.4
헝가리	8.1	4.3	5.5	2.6	1.4

많이 내고 적게 받음

적게 내고 많이 받음

이 배정 규모의 70%를 2021~2022년 동안 집행

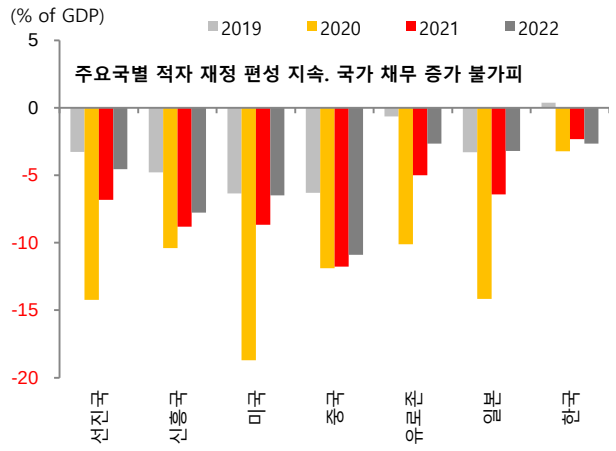
자료: EU 집행위, SK증권

정책적 지원의 효과: 저물가와 저금리

- **IMF의 세계 경제 전망에 따르면, 2021년 주요국들의 재정수지는 더욱 적자로 편성**
- **[저물가] 순환적 회복+유동성 공급의 지속+확장 재정은 인플레이션 기대를 유발하는 마중물. 하지만 고질적인 문제로 지적되는 '구조조정 지연'이 예상되는 상황이라면 re-stocking 이후, 비즈니스 사이클이 연장되는데 한계를 보일 것. 즉, 실물 부문의 인플레이션은 제한적일 전망**
- **[저금리] 재정 재원마련(국채 발행, 공급)과 순환적 경기 회복을 동반하는 인플레이션 기대(수요)는 장기물 중심의 금리 상승 압력을 높임. 하지만 각국 정부의 정책 여력을 이자 상환 부담으로 가늠해 본다면 금리 상승을 통제할 수 밖에 없음. 즉, 발행 물량을 중앙은행이나 시장이 소화할 수 있는 여건을 동시에 마련할 것 → QE/YCC/O.T 수단**

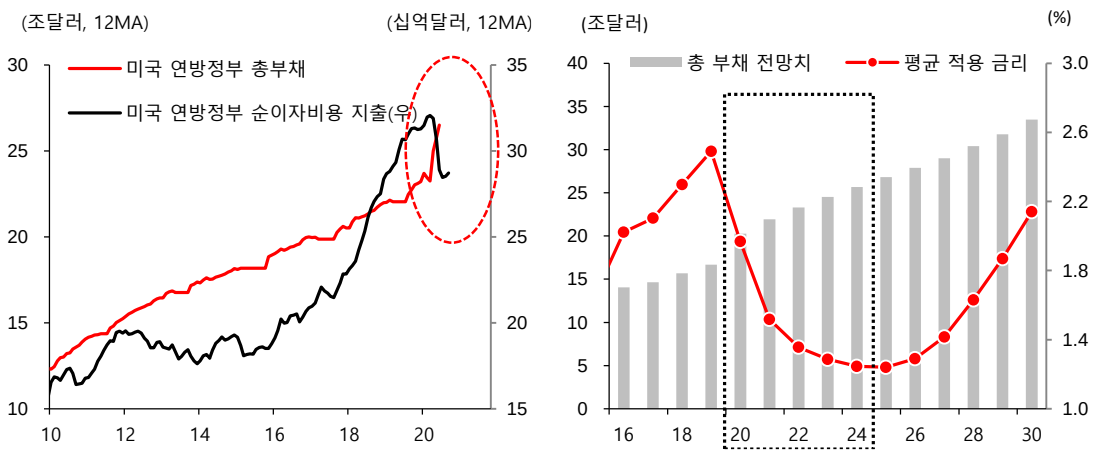
- Fed: 재정정책과 통화정책의 패키지, ECB: 재정정책을 지원하는 통화정책 가동
- 美 의회 예산국(CBO)의 전망('20.9월)에 따르면, 중장기 예산 스케쥴은 향후 2025년까지 평균 금리를 낮게 적용 받는 시나리오로 가정

주요국 재정수지 전망: 내년에도 확장 재정 편성 불가피



자료: IMF, SK증권

정부부채가 늘어도 총 이자 상환 부담이 감소한 것은 바로 "저금리" 때문 → CBO의 전망에도 준용

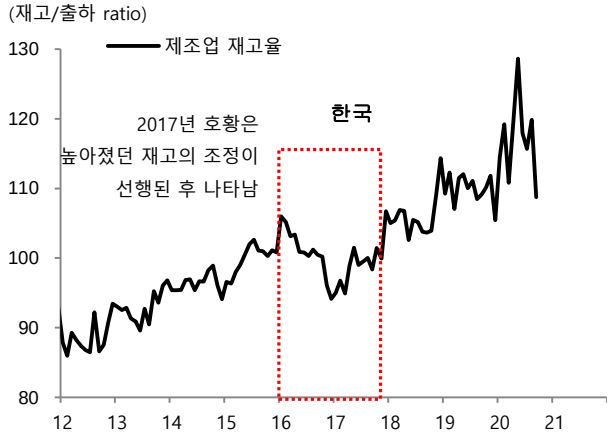


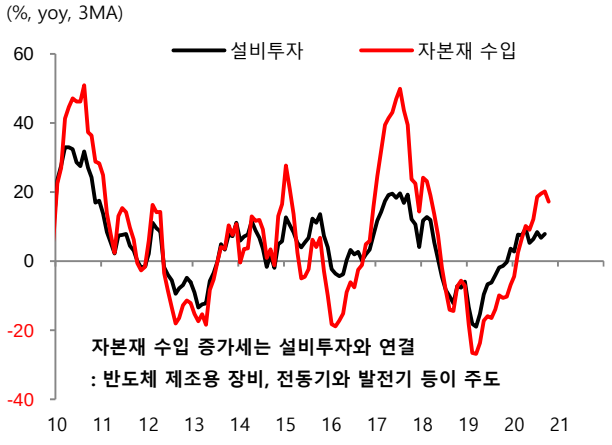
자료: 미국 의회예산국(CBO, 지난 9월 발표한 전망치 인용) , SK증권

순환적인 회복과 Re-stocking

- **코로나 이후의 공장 가동 중단과 이연된 수요의 Pent-up: 글로벌 밸류 체인(GVC) 내에서 재고 조정이 이루어짐 → 짧게 나마 Re-stocking 을 기대할 수 있는 구간**
- 1) 코로나 쇼크 극복 과정에서 상품/내구재 중심의 회복이 나타났고, 2) 2Q 중 공장 가동률을 낮추면서 상품 재고를 낮췄기 때문
- 특히 한국처럼 글로벌 밸류 체인의 공급 기능을 담당하는 국가가 상대적으로 수혜를 받음
- **한국과 미국의 재고율 하락. 한국의 Case를 보면 지난 2016년 회복기 동안 이루어진 재고조정 이후 2017년 호황 사이클과 오버랩**
- **Un-tact와 관련한 산업이 코로나의 수혜를 받고 있는 가운데 반도체 부문의 투자가 늘고 있는 것 역시 한국의 설비투자로 귀결 → 코로나 수혜+반도체 산업 내 구조조정**

韓/美 제조업 재고율의 하락→코로나 국면에서 재고조정의 흔적. 글로벌 밸류 체인 내에서 Re-stocking 사이클 가능(특히 한국은 반도체 부문을 중심으로 한 설비투자 증가)



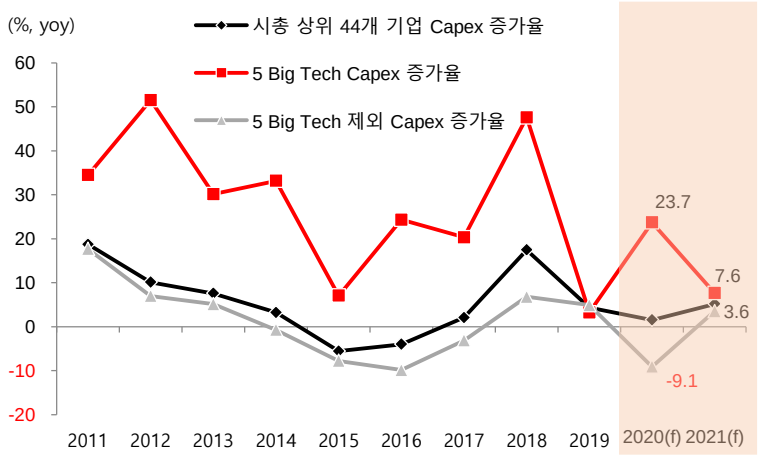


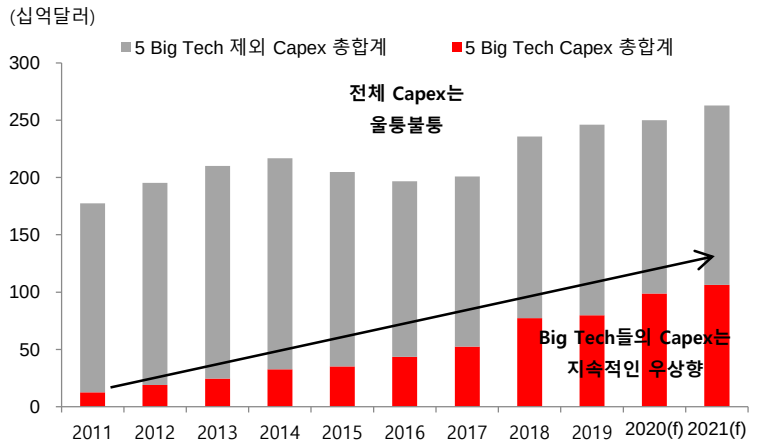
자료: 통계청, Bloomberg, SK증권

미국의 소비에 더해 기업들의 2021년 투자 계획은 기저효과+순환적 회복을 반영

- **코로나 국면에서 정책적 지원은 대체로 소비 부양으로 이어지기 쉬우나 Re-stocking을 위한 투자도 기대**
- S&P500에 상장된 기업 가운데 시총 상위 50여개 기업들은 올해 매우 부진했던 투자 지출 계획은 내년에 소폭이나마 늘리기로 계획
- **대형 기업들의 투자 지출(Capex) 계획은 Big Tech와 Non-Big Tech로 뚜렷하게 구분이 되는 것도 특징적**
- **Big Tech 기업들의 코로나 특수와 달리 Non-Tech 기업들(전통 산업 포함) 이연된 소비를 충당하고 공장 가동을 위한 투자 지출을 늘려 기저효과와 순환적 경기 회복을 대비할 것으로 전망됨**

미국의 주요 기업들의 재무제표 상에 나타나는 Capex 계획은 2020년 9.1% 감소할 것으로 전망되는 것과 대비되어 3.6% 증가 예상



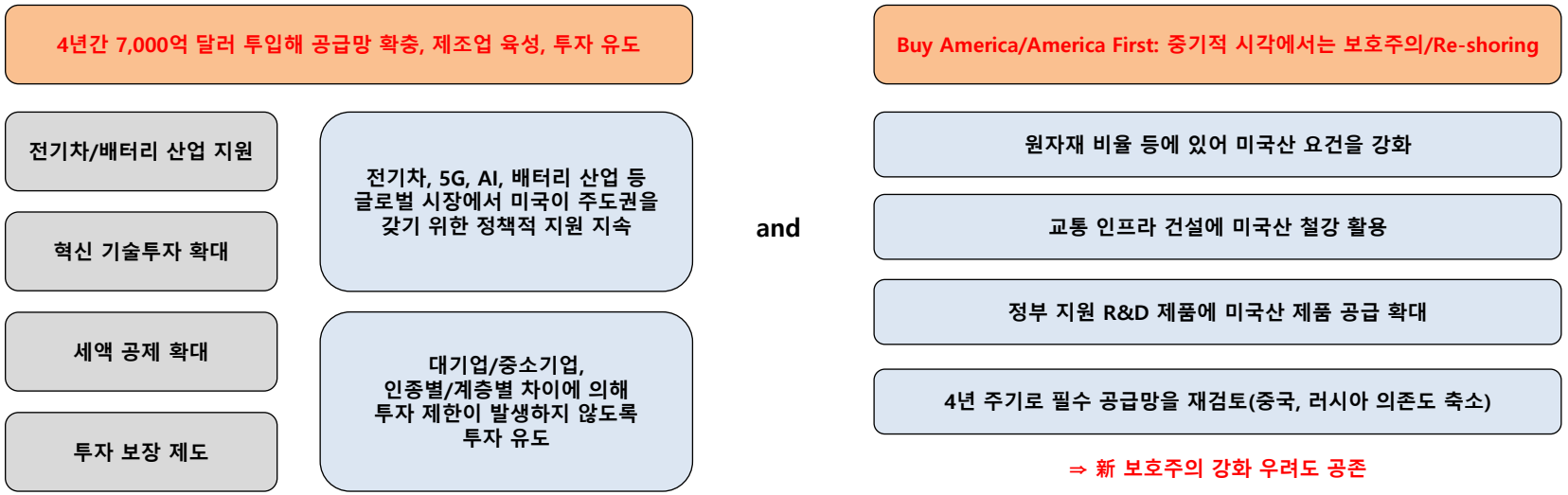


주: 5 Big Tech 기업은 Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Facebook 등
자료: Bloomberg, SK증권

바이든 행정부의 공급망 확충과 제조업 부흥 → “Build Back Better”

- **공급망 확충/제조업 부흥의 2가지 key: 1) 연방정부가 4년간 7,000억 달러 투입, 2) 공급망 재구축: Buy America**
  - 연방정부 7,000억 달러 예산
  - 국방물자생산법(Defence Production Act)을 활용해 필수 제품은 미국 내 생산을 보장하고, 조달법을 활용해 연방 정부 필수 제품을 구매
  - 4년 주기로 필수 공급망을 검토 → 동맹국간 협력을 통해 무역 다변화를 하는 동시에 중국/러시아로부터의 필수제품 의존도 축소 방침
- **공급망 확충과 제조업 부흥 계획 등은 중기 관점에서는 파이 나눠먹기가 될 수 있지만, 단기에는 설비 공급 수혜 가능**
- **다만, 이러한 계획은 순환적인 경기 회복을 뒷받침하는 동시에 바이든 정부의 ‘보호주의→다자주의’에 대해 긍정적으로만 볼 수도 없는 상황(ex. 미국산 인정 범위 강화, 자국 산업 보호 및 수출확대를 위한 통상 압력 강화)**

바이든 행정부의 제조업 부흥 공약: 투자 확대와 세액 공제 확대, 전기차/배터리 산업 지원 등 긍정적 평가 이면에 미국 우선주의는 경계 必

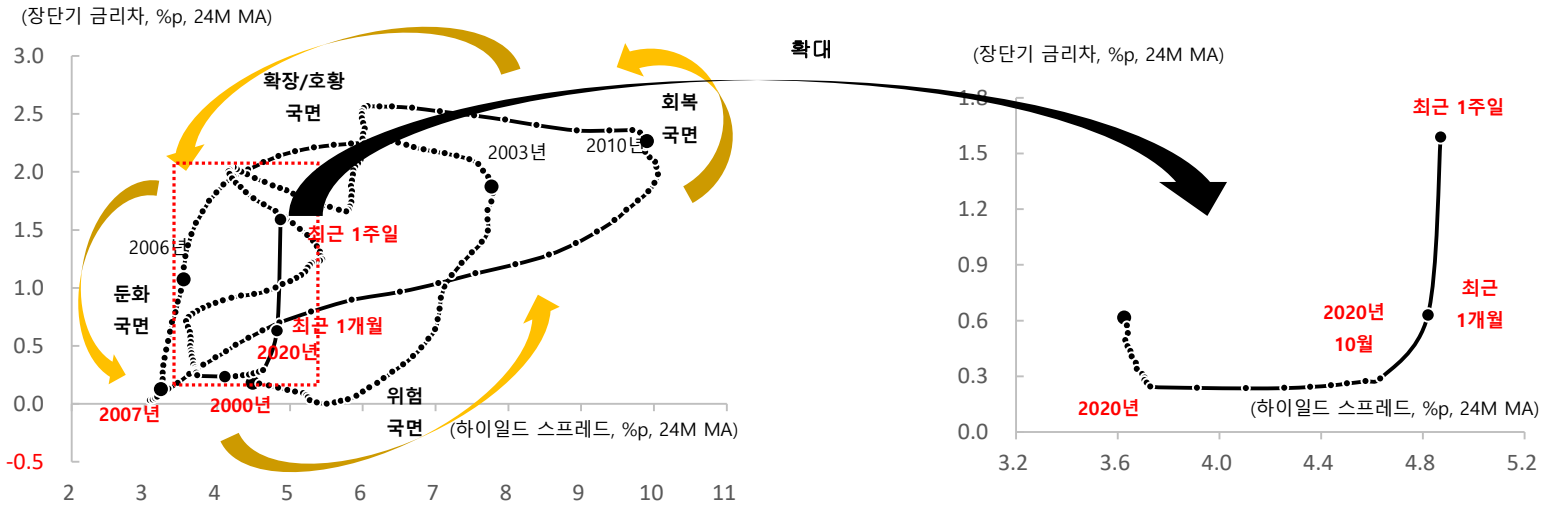


자료: 조바이든 캠페인 공식 홈페이지(jobiden.com), SK증권

순환적 회복의 스타일과 금리 커브 Steep의 힘

- **코로나의 존재와 통상적이지 않은 정책적 지원이 계속 필요하다는데 동의한다면 2021년의 글로벌 경기는 '사이클'보다 '순환적' 회복의 관점으로 보는 것이 타당 → 즉, 비즈니스 사이클의 장기 지속성은 결여된다고 봄**
- **순환적인 회복 국면에서 금리 커브는 Steep이 될 가능성이 높아 보임**
- 현재진행형이라는 점을 감안하면 추가 상승폭은 크지 않을 수 있으나 단기 금리가 고정된 상태에서 장기물 금리의 up-side 유효
- **또한 확장적인 재정정책과 인플레이션 기대를 필요로 하는 통화정책이 맞물려 국지적인 커브 Steep을 예상**
- **직관적으로 보기 위해 아래 장단기 금리&회사채 금리 스프레드 순환도를 보면 현재 예상 가능한 경로 → 장기채 약세(장단기 스프레드 확대)와 회사채 강세(회사채 스프레드 축소)**

장단기 스프레드 & 회사채 스프레드 순환도: 큰 사이클 상에서의 위치와 순환적인 경기 회복을 감안할 때 장단기 금리차의 확대 구간



자료: Bloomberg, SK증권

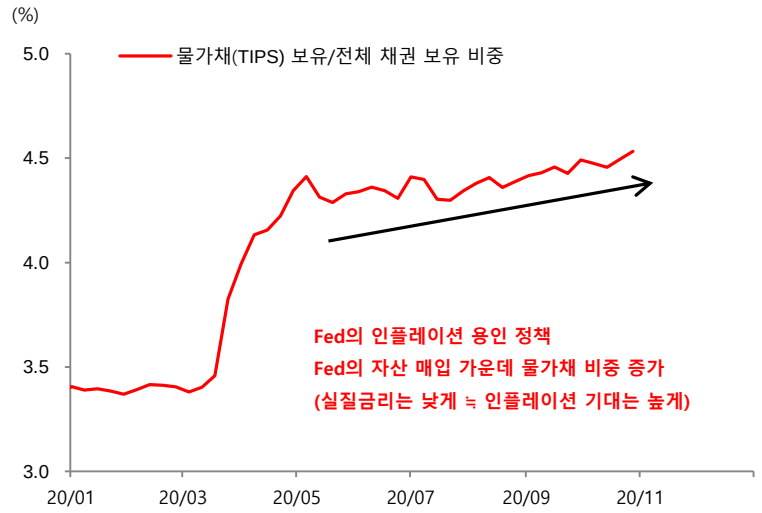
[어.장.관리] 어차피 단기금리는 묶이고, 장기금리의 관리가 중요

- **2021년 금리 전망의 기본은 정책금리와 단기금리는 묶이고, 장기금리가 움직인다고 보는 것임**
- **한국과 미국의 장단기 스프레드 추이를 살펴보면 한국에 비해 미국의 확대 여력이 더 커 보임**
- **흥미로운 현상 중 하나는 Fed가 물가채 보유 비중을 늘려간다는 점. 이는 Fed의 인플레이션 용인 정책에 부합하는 정책 행보이며, 결과적으로 '실질금리는 낮게, 인플레이션 기대는 높게' 가져가려는 의도를 엿볼 수 있음**

한-미 양국의 장단기 금리차 up-side potential: 미국 > 한국

자료: Bloomberg, SK증권

Fed의 물가채 보유 비중 증가: '실질금리는 낮게, 인플레이션 기대는 높게'



자료: Fed, SK증권

02

달러화 전망

: 약세 컨센서스 쏠림에 대한 경계

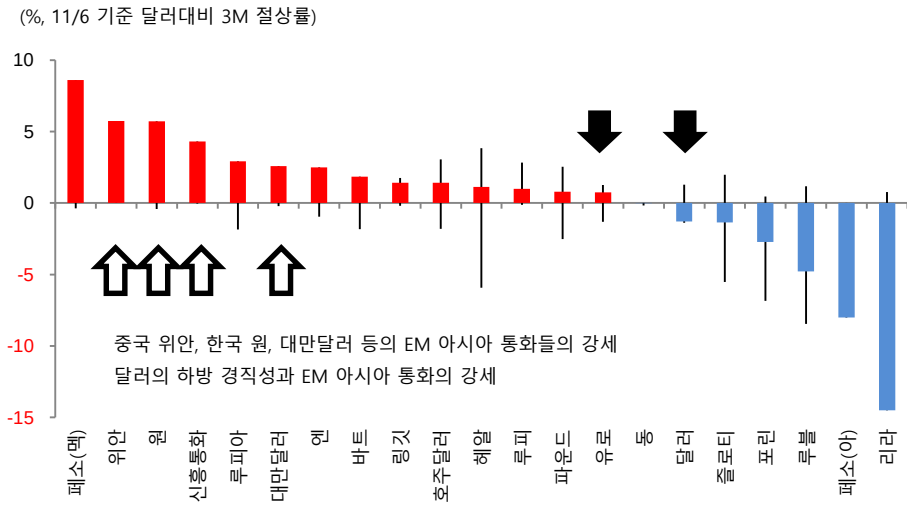
SK 증권

Short-term ADXY 강세, Long-term DXY 강세 압력

- **앞서 살펴본 바와 같이 순환적인 글로벌 경기 회복을 예상한다면 ADXY(아시아통화인덱스)의 강세 정당화 → re-stocking 국면에서는 GVC 공급망 포지셔닝을 하고 있는 중국, 한국 등 아시아 공업국들이 상대적 유리**
- **다만 후술하는 바와 같이 DXY(달러인덱스)에 대한 우리의 전망이 강세 우위라면 ADXY의 강세 지속도 제한적**
- **최근 3개월 달러화가 정체되는 과정에서 글로벌 외환시장에서 벌어지는 일은 '신흥국 내 차별화'**

- 중국 위안화, 한국의 원화, 대만달러 등의 달러대비 강세가 두드러진 반면 터키 리라화, 러시아 루블, 브라질 헤알화 등은 불안 극심
- 이는 1) 달러화 부채 규모, 2) 코로나 방역, 3) 경기 회복의 수혜, 4) 제조업 부가가치의 비중 등의 차이에서 기인한다고 판단됨

달러화는 정체, 아시아 신흥국 통화는 강세 → 달러화 반등 가능성

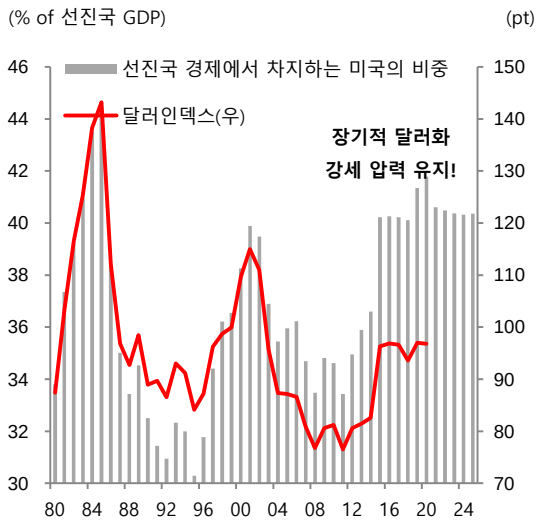


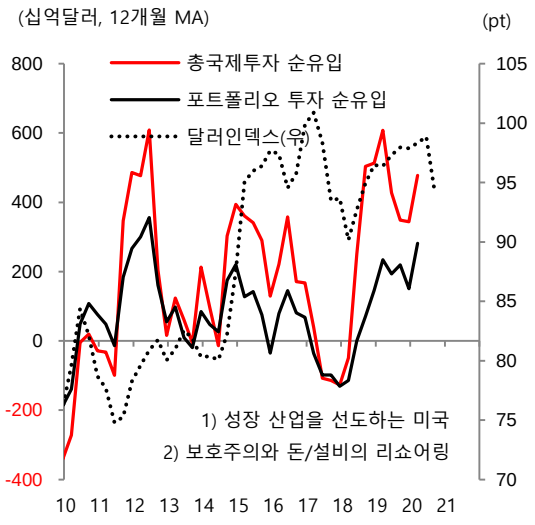
주: ADXY는 중국 45%, 한국 13%, 홍콩 11%, 인도 8% 등의 비중으로 조합
자료: Bloomberg, SK증권

달러 대전환의 시대인가? 장기적 달러화는 아직 강세 사이클 위에 놓여 있다!

- **달러의 가치는 기축 통화와 미국 경제의 영향력에 관한 문제, 그리고 "돈은 어디로 향할까?" 에 대한 대답**
- 산업 구조 재편에서의 Big Tech 기업들, 코로나에 의한 소비 행태 변화 가속 → "新산업과 경제의 헤게모니는 미국에 있다"
- 블록화(Localization)와 보호주의 트렌드는 Post Corona라고 해서, 또는 바이든의 집권이라고 해서 달라지지 않을 것
- IMF의 전망에 따르면, 2010년대 이후 선진국 내 미국 경제의 비중이 확대
- **금융위기 이후 글로벌 불균형(Imbalance)이 완화되는 과정에서 미국 내 총국제투자(IIP) 순유입 지속 (≒달러화가 미국 내로 유입되든지, 미국 밖으로 나가는 달러화가 제한되든지)**

달러화는 대전환을 맞이하는가? 그래도 아직은 달러화의 힘이 유효하다고 생각한다!



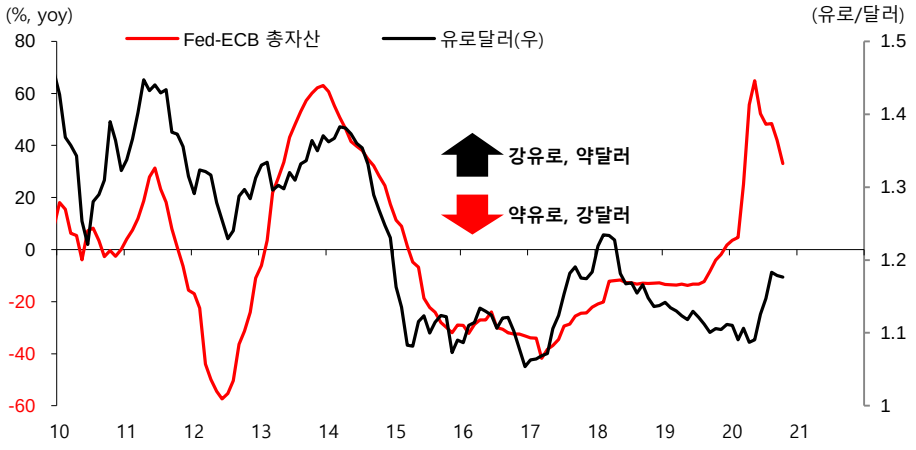


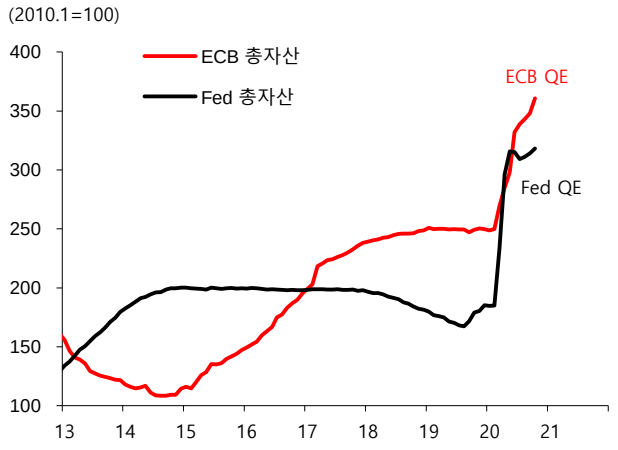
자료: IMF, Bloomberg, SK증권

환율 전망의 핵심은 “상대성”이고, 그 요인은 “유동성의 공급과 수요”다 - 공급편

- **달러화 약세 컨센서스의 2가지 주요 근거: 1) 미국의 적자 재정 심화로 돈이 더 풀린다, 2) Fed는 멈출 수가 없다**
- 위 근거가 맞으려면 숨어 있는 전제가 있음 → “다른 나라 통화 공급은 일정”
- **그런데 현 시점에서 유럽은 3가지 문제에 직면: 1) 수개월째 디플레이션, 2) 유로 강세 부담 누적, 3) 코로나 재창궐**
- ECB는 12월에 추가 부양 조치를 확약하는 동시에 재정정책을 지원하는 통화정책을 가동할 것임을 시사(ex. QE 확대)
- **(상대성 전제) 유동성의 공급 측면에서 나타날 변화: ECB의 공급 모멘텀>Fed의 공급 모멘텀**

유동성의 공급: Fed와 미국은 돈을 많이 풀겠지만, 그 모멘텀은 이제 ECB와 유럽에 더 있을 것





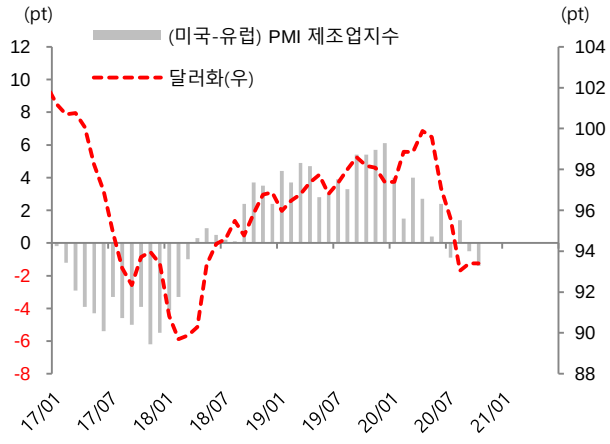
자료: Fed, ECB, SK증권

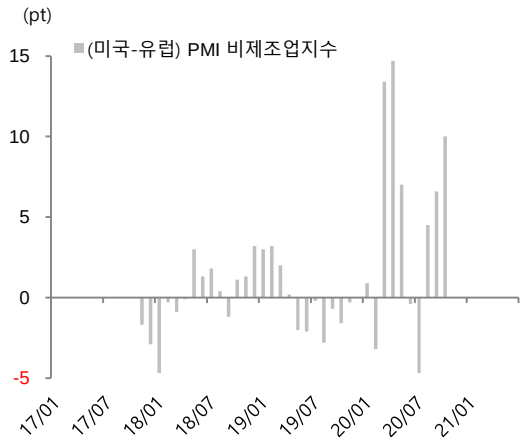
환율 전망의 핵심은 “상대성”이고, 그 요인은 “유동성의 공급과 수요”다 - 수요편

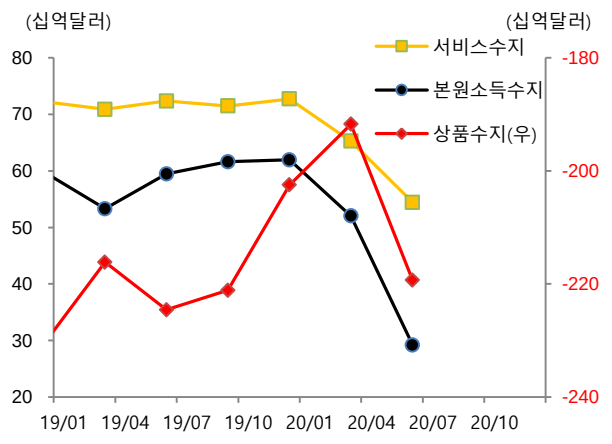
- **달러화 약세 컨센서스의 2가지 주요 근거: 1) 2021년 EU 회생 기금 투입 → 유럽 경제 부활, 2) 미국 경기의 둔화**
- **EU 회생 기금이 집행되면 취약국들의 부양 재원 조달과 금융 안전망을 친다는 점이 긍정적. 하지만 경기를 살리는데 충분할 것이라 보진 않음**
- **미국의 경우 성장 모멘텀은 2020년 하반기와 비교하면 둔화가 불가피해도 순환적 회복을 예상. 하지만 코로나라는 특수 상황에서 집계되는 경상수지를 보면 2020년 달러화의 순유입 감소가 2021년에 심화된다고 보지 않음**

- 2H20 차별적 회복 과정에서 수입 증가로 상품수지 적자폭이 확대됐고, 국가간 이동 제약에 의해 여행수지 등 서비스수지 흑자폭이 급감
- 1H21 코로나가 조건부이긴 하지만 적어도 국경 및 경제활동 통제는 완화될 것으로 전망돼 달러화의 미국 내 순유입 감소가 지속/심화된다고 보지 않음 → 수급 상 달러 약세 억제

유동성의 수요: 1) 돈의 쓰임은 유럽보다 미국에서 더 활발할 가능성이 높아 보임, 2) 경상수지에서 달러화의 흐름은 최소 하방 경직





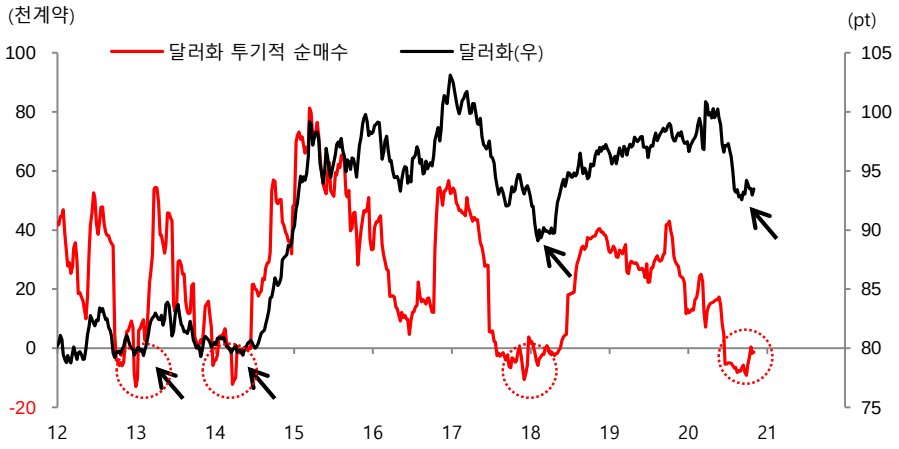


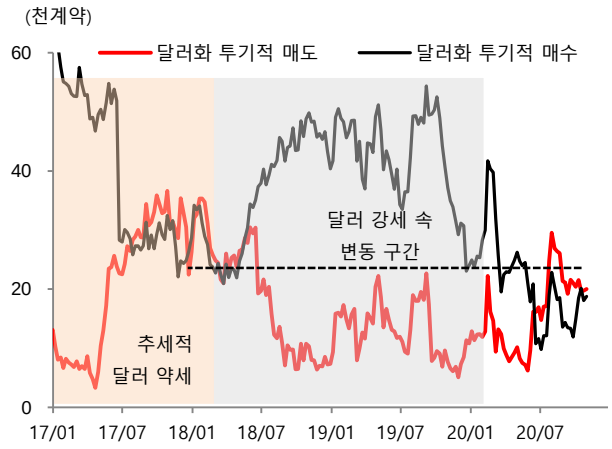
자료: Bloomberg, SK증권

현재 선물환 시장의 달러화 포지션은 하방 경직성을 시사

- **펀더멘탈 분석 이외에 선물환 시장에서 보여지는 투기적 포지션으로도 달러화의 반등 가능성을 암시**
- 2012년 이후 4번째 맞는 달러 과매도 국면 → 과거 사례의 반복일까 or 이번엔 다를까?
- **이번에도 다르지 않을 것이라 생각하는 이유**
- 차별적인 회복 과정에서 '미국>유럽' 구도 재개 → 유로화 과매수의 지속성은 떨어질 것
- 코로나 종식에 시간이 더 필요할지라도 이미 바닥은 확인 → 국가간 사람/자본의 이동 재개 → 미국 내 순유입되는 달러화 증가

2012년 이후 네번째 맞는 예외적인 달러 과매도 상황 → 달러화의 하방경직성 예상



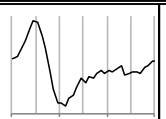
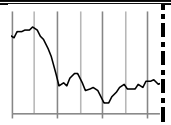
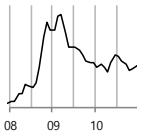
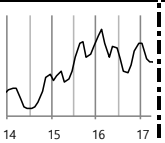
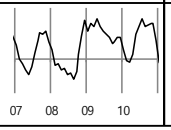
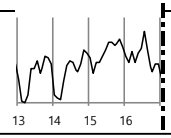


자료: CFTC, SK증권

지금의 원화 강세는 풍부한 외화 수급에 의한 현상

- **2008년 금융위기, 2014년 유가 폭락 이후의 사례: 경상수지 개선으로 외화 공급 풍부 → 원화 강세 → 반등하며 정상화**
- 위기 국면의 3단계: 1) 위기 단계, 2) 위기로 부터의 회복 단계, 3) 정상화로 가는 회복 단계
- 유가 급락+환율 급등은 회복기 때 급격한 원화 강세를 보였고, 정상 수준으로 가는 과정에서 원달러환율은 다시 반등
- 달러화에 의한 방향성 뿐만 아니라 국내 경상적 외화 수급에 의해서도 환율 결정에 영향

경제 충격+유가 하락+환율 상승은 경상수지를 대폭 개선시켜 외화 공급을 풍부하게 함(원화 강세 심화) → 하지만 그 효과는 지속적일 수가 없다

		글로벌 금융위기(A) : 수요 충격(Demand shock)						유가 급락기(B) : 공급 충격(Supply shock)						현재(A+B) : 수요+공급 충격				
		위기		회복1	회복2		추이	충격			회복1	회복2	추이	충격1	충격2	회복1		'21년 (f)
		'08H2	'09H1	'09H2	'10H1	'10H2		'14H2	'15H1	'15H2	'16H1	'16H2		'20Q1	'20Q2	'20Q3	'20Q4(f)	
유가	유가 ($/bbl)	88.4	51.4	72.2	78.4	80.7		85.2	53.3	44.3	39.5	47.1		46.2	27.8	40.9	41.0	46.0
	고점	133.5	69.7	78.2	84.6	89.2		102.4	59.8	50.9	48.9	52.2		57.5	38.3	42.4		
	저점	42.0	39.3	64.3	74.1	75.6		59.3	47.3	37.3	30.6	44.8		30.5	16.7	39.6		
환율	달러 (평균, pt)	79.9	84.1	77.2	82.0	80.4		84.9	95.5	97.0	96.0	97.8		98.4	98.9	94.0	93.4	90.4
	원달러환율 (평균)	1,188	1,351	1,204	1,155	1,157		1,052	1,098	1,164	1,182	1,139		1,194	1,221	1,188	1,130	1,150
	고점	1,401	1,453	1,262	1,215	1,205		1,103	1,113	1,186	1,217	1,183		1,220	1,230	1,199		
	저점	1,018	1,258	1,163	1,116	1,122		1,019	1,086	1,145	1,147	1,107		1,167	1,208	1,178		
경기	성장률 (미국, % 연률)	-5.3	-8.8	3.4	5.7	5.9		9.0	6.5	3.2	3.3	4.1		-5.0	-31.4	29.9	4.0	3.8
	성장률 (한국, %)	-0.6	-0.9	4.1	3.3	2.7		1.0	1.3	2.0	1.2	1.4		-1.3	-3.2	1.8	1.5	5.2
경상거래	경상수지 (억달러)	90	205	126	100	179		464	497	554	535	445		133	58			
	무역수지 (억달러)	-64	194	211	175	236		273	462	440	481	412		86	24	168		

자료: SK증권

글로벌 경제 및 환율 전망 테이블

국내 경기지표		단위	2020년			2021년				
			3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간
경기	실질GDP 성장률(yoy)	%	-1.3	-1.5	**-1.0**	0.5	4.7	3.2	3.0	**2.9**
	(민간소비)(yoy)	%	-4.5	-4.1	**-4.3**	3.4	2.7	3.5	2.8	**3.1**
	(설비투자)(yoy)	%	9.1	3.9	**6.0**	0.7	4.7	3.8	3.2	**4.0**
대외거래	수출증가율(통관,yoy)	%	-3.2	0.0	**-6.4**	5.0	8.0	6.0	5.0	**6.3**
	수입증가율(통관,yoy)	%	-8.9	-5.0	**-8.0**	2.0	10.0	6.0	5.0	**5.6**
	무역수지(통관, 억달러)	U$D	168	168	**444**	128	26	176	177	**507**
	경상수지(억달러)	U$D	200	180	**576**	180	80	140	120	**520**
소비자물가 상승률		%	0.6	1.0	**0.7**	0.8	1.3	1.1	1.2	**1.1**

해외 경기지표		단위	2020년			2021년				
			3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간
미국	GDP성장률(qoq,연율)	%	33.1	3.8	**-4.5**	3.7	3.5	3.3	3.2	**3.7**
	소비자물가상승률(yoy)	%	1.2	1.2	**1.1**	1.4	2.6	2.0	2.0	**1.9**
일본	GDP 성장률(qoq, 연율)	%	16.6	4.6	**-5.6**	3.0	2.0	3.0	1.0	**2.5**
	소비자물가상승률(yoy)	%	0.2	-0.5	**0.0**	-0.4	0.2	0.3	0.5	**0.2**
유로	GDP 성장률(qoq)	%	12.7	1.9	**-7.7**	1.0	1.0	0.9	0.7	**5.2**
	소비자물가상승률(yoy)	%	0.0	-0.1	**0.4**	0.3	0.9	1.1	1.3	**1.0**
중국	GDP 성장률(yoy)	%	4.9	6.0	**2.1**	18.0	8.0	6.0	5.0	**8.0**
	소비자물가상승률(yoy)	%	2.3	1.3	**2.7**	1.7	2.3	2.2	2.2	**2.2**

금융지표	단위	2020년			2021년				
		3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간
원/달러	원/달러	1,188	1,125	1,180	1,100	1,130	1,150	1,150	**1,133**
달러/유로	달러/유로	1.17	1.18	1.14	1.20	1.18	1.17	1.17	**1.18**
엔/달러	엔/달러	106.00	104.5	107.0	106.0	107.0	108.0	108.0	**107.3**
위안/달러	위안/달러	6.92	6.65	6.90	6.60	6.70	6.75	6.75	**6.70**
국제유가 WTI(평균)	$/배럴	40.0	38.0	38.6	45.0	45.0	40.0	40.0	**42.5**

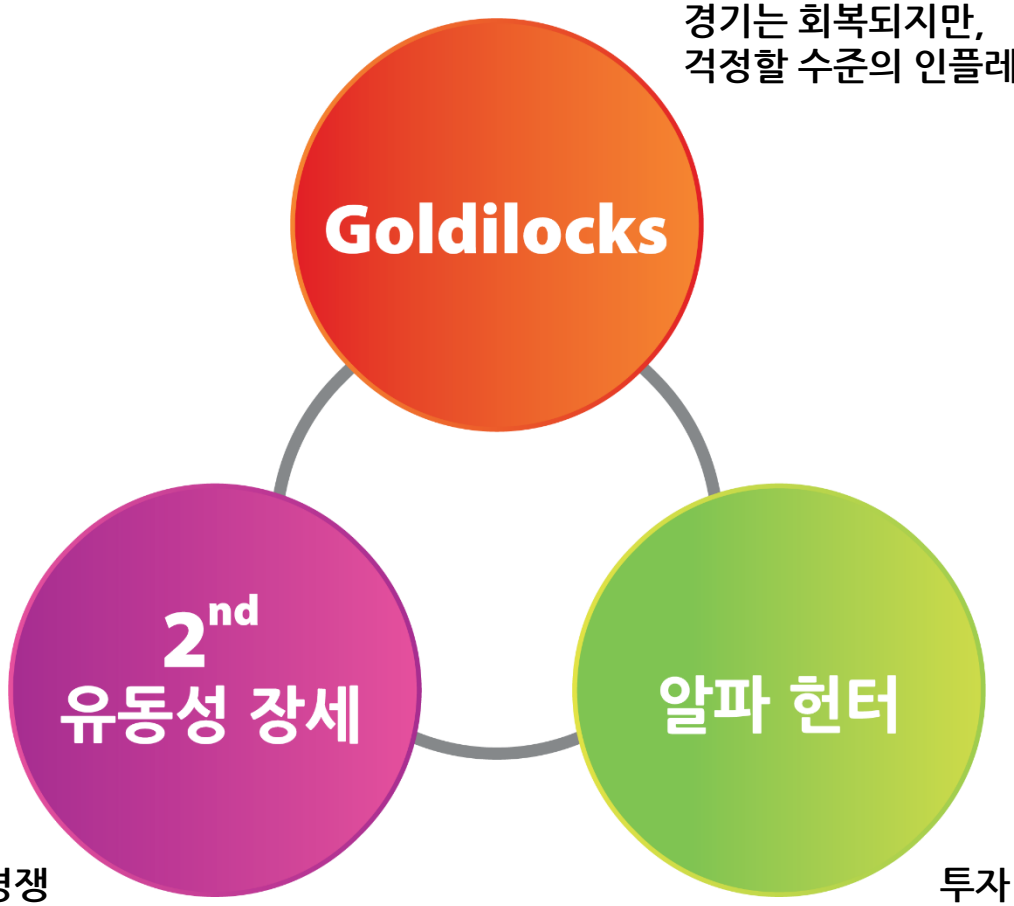
03

주식시장 전망
: 긍정적 전망의 세가지 이유

SK 증권

핵심 아이디어 - Goldilocks, 2nd 유동성 Wave, 알파 헌터

경기는 회복되지만,
걱정할 수준의 인플레이션은 없다



2nd 유동성 장세의 키워드는 경쟁
연준의 역할은 판을 깨지 않는 것

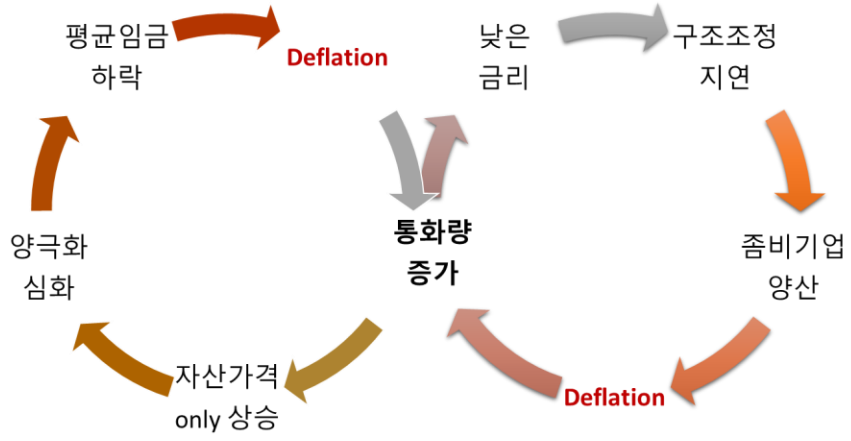
투자 환경의 변화에 맞춰
높아진 위험 선호는 무죄

(1) Goldilocks - 디플레이션의 악순환

▪ **디플레이션 악순환의 굴레에서 벗어날 수 있을까?**

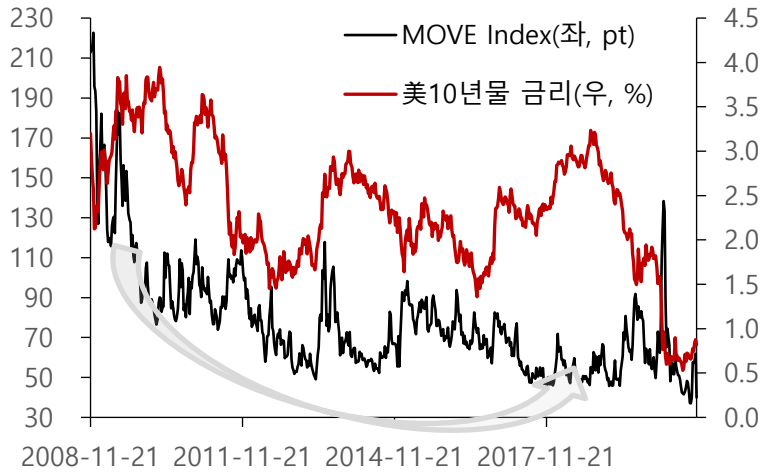
- 내년 경제전망에서 가장 중요한 고려사항은 **2020년 2분기의 기저효과**와 **Re-stocking 수요 증가**에 따른 **순환적 회복**이지만, **투자의 관점에서는 연준의 통화정책이 긴축으로 선회할 정도의 경기 회복이 나타날 지 여부**임.
- 디플레이션을 막기 위해서 '08년 금융위기 이후, 양적완화 정책이 시행되고 있으나, 이는 1)구조조정 지연에 따른 좀비 기업 양산이라는 방식으로 디플레이션을 강화 시키고 있으며, 2)자산 가격만 상승하는 현상이 나타나면서 양극화 심화라는 방식으로 다시 디플레이션에 빠지게 하는 일종의 **"디플레이션 악순환"** 의 문제에 빠짐.
- 디플레이션 압력이 크다는 사실이 중요한 이유는 **"금리의 추세 상승에 따른 조정 가능성이 낮다"**는 주장의 핵심 근거이기 때문

디플레이션의 악순환



자료: SK증권

美10년 만기 채권 금리 뿐 아니라, 금리 변동성도 함께 낮아짐

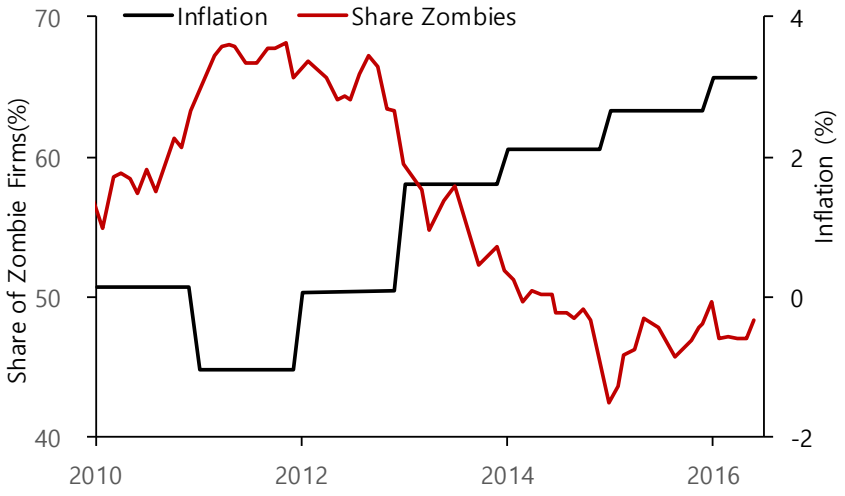


자료: Bloomberg, SK증권

▪ Zombie Economy

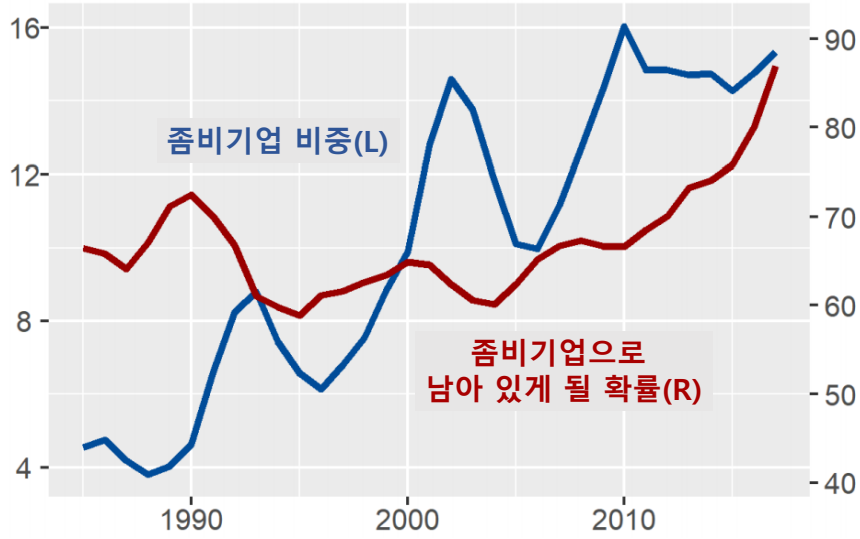
- 좀비 기업은 1) 이자부담 능력(ex. 이자보상비율)인 낮고, 부채비율이 높아 사업을 영위하기 어려움에도 불구하고, 2)낮은 이자율로 신용을 조달한 기업을 의미함. 유럽의 좀비 기업이 실제 인플레이션에 미치는 영향에 대한 분석 결과에 의하면, **2012년부터 진행된 완화적인 통화정책의 영향으로 유로 지역내 좀비 기업의 비중이 늘어난 반면, 인플레이션율은 낮아짐**
- BIS의 최근 논문 (Corporate zombies : Anatomy and life cycle, Sep 2020)에서는 언론에서 "Zombie"가 언급된 횟수가 2015년에 비해서 3배 이상 증가하였다는 것을 언급하면서 좀비기업에 대한 시장의 관심은 커지고 있다는 점에 주목. 14개 선진국 기업을 대상으로 조상한 결과에 따르면**, 1980년에 4%에 불과하던 좀비기업의 비중은 최근 17%까지 크게 증가**하였음. 안타깝게도 한번 좀비기업이 되면, 좀비기업에서 벗어날 수 있는 가능성 역시 기존에 40% 수준에서 20%로 하락했다는 점도 중요한 포인트

유럽의 좀비기업 비중 및 인플레이션 추이



자료: Zombie credit and (Dis-) inflation : evidence from Europe (Oct ,2019), SK증권

늘어나는 좀비기업의 비중, 회복될 가능성은 더 낮아지는 상황

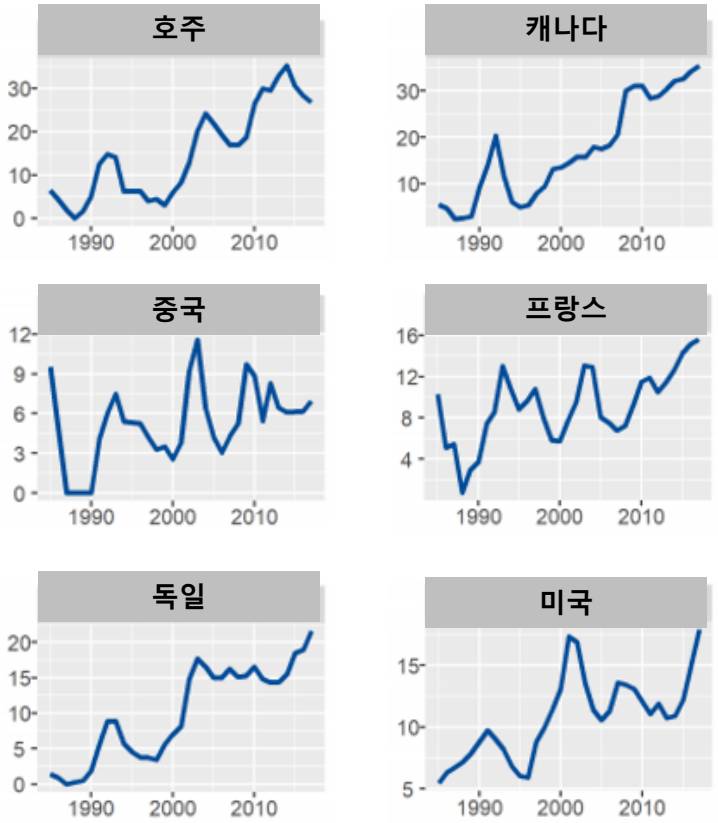


자료: Corporate zombies : Anatomy and life cycle, Sep 2020, SK증권

※ (참고) 좀비 기업의 국가별 산업별 비중

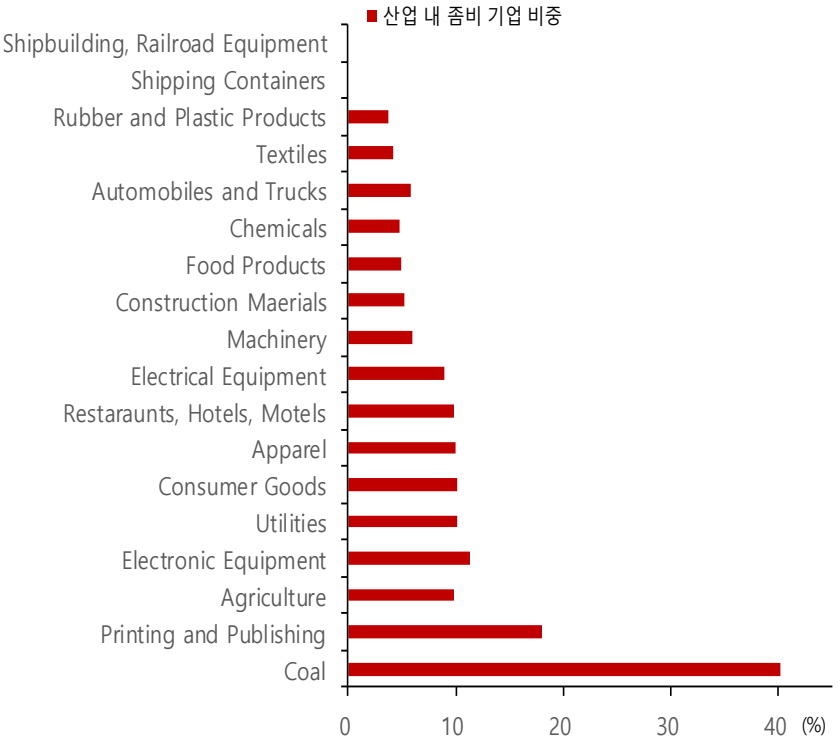
- 좀비기업 기준 : EBIT/이자비용(ICR)이 2년 연속 1이하 + 동종 산업 내 기준, 해당 기업의 Tobin's q가 중간 값보다 낮은 기업

주요 국가별 좀비기기업의 비중



자료: Corporate zombies : Anatomy and life cycle, Sep 2020, SK증권

늘어나는 좀비기업의 비중, 회복될 가능성은 더 낮아지는 상황



자료: Corporate zombies : Anatomy and life cycle, Sep 2020, SK증권

(1) Goldilocks - 연준은 언제 멈출까?

▪ 난 멈추지 않아, 내가 끝났다고 이야기할 때까지

- 잭슨홀 미팅에서 평균물가목표제(AIT)를 도입하는 시점에 발표된 논문(Considerations regarding inflation range, Aug 2020)에서 솔직함의 중요성을 강조(Clear communication). 즉, 현재 인플레이션 상황에 대한 연준의 생각과 판단을 공개하자는 의미인데, 인플레이션의 범위를 세가지로 분류해야 될 필요성을 언급. ***1)Uncertainty, 2)Operational, 3)Indifference***
- 이 구분에 따르면 AIT를 도입한 이후, 2)운영가능(operational) 구간에 있는 것으로 해석할 수 있음. 이 논문에서 굳이 포함하지 않아도 될 것 같은 무관심의 영역(Indifference)을 포함한 이유는 이러한 상황이라는 것을 연준이 인정하기 전까지 디플레이션과 싸우는 것을 멈추지 않겠다는 강력한 의지를 시장에 알려주기 위한 것일 수 있음

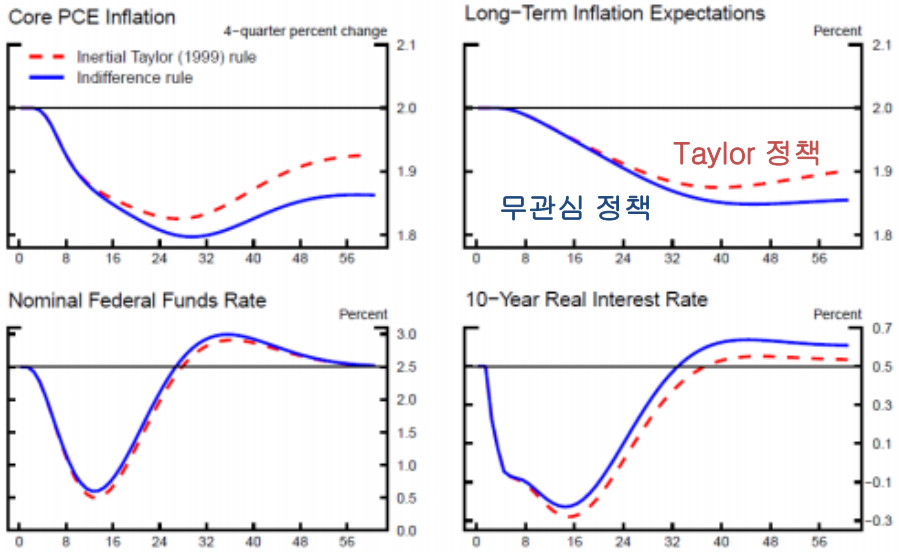
▪ 연준 통화정책의 목표는 "좀 더 오래, 좀 더 낮게 (Lower for longer)"

인플레이션 영역 (Inflation range)

구 분	의 미
불확실성 (Uncertainty)	적절한 정책이 있더라도 경제 상황에 따라 인플레이션의 변동성이 있을 수 밖에 없는 구간 (AIT 도입 이전 대부분의 선진국)
운영 가능 (Operational)	인플레이션이 상당기간 낮은 수준에 있었다가 일시적으로 오버 슈팅할 수 있지만, 그렇더라도 용인할 수 있다는 의미(AIT)
무관심 영역 (Indifference)	인플레이션이 목표치를 이탈하더라도 정책적으로 대응하지 않겠다는 것을 의미. **이 영역으로 들어오기 전까지 멈추지 않아**

자료: Considerations regarding inflation range, Aug 2020, SK증권

무관심 정책을 사용했을 때 부작용



자료:, Considerations regarding inflation range, Aug 2020, SK증권

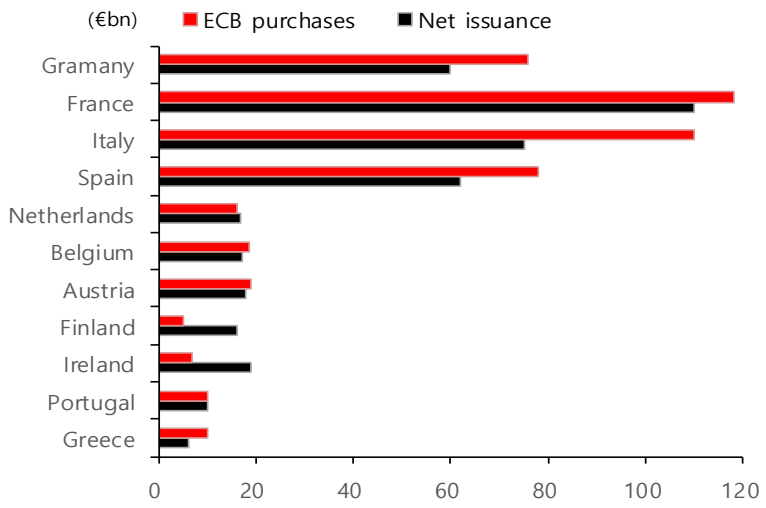
(2) 2nd 유동성 장세 - 키워드는 "속도"에서 "경쟁 " 으로

- **향후 유동성 장세를 이끄는 키워드는 속도에서 경쟁으로 바뀔 전망**
  - 상반기 연준을 중심으로 진행된 유동성 공급은 **속도**가 이슈가 되었지만, 향후 진행될 유동성 공급의 키워드는 **경쟁**이 될 전망.
  - 11월에 있었던 ECB 회의에 대한 시장의 평가는 **"경기 평가는 놀랄 만큼 비관적"**이었고, **"추가 부양에 대해서는 대단히 분명한 신호를 보여주었다"**는 평가. 이토록 비관적이면서 과감한 정책을 사용할 수 있었던 결정을 내일 수 있었던 이유는 1)코로나19 사망자가 유럽을 중심으로 빠르게 증가하고 있고, 2)디플레이션을 걱정해야 할 정도로 좋지 않은 경제 상황이 이어지는데, 3) 유로화의 강세가 부담스러운 상황이 이어지고 있기 때문.
- **ECB의 자산 매입 계획이 주요국 채권 발행규모의 100% 이상이라는 것은 "구축효과 없는 재정정책"을 의미**

유로화 환율과 ECB 자산 대비 연준자산 비율

자료: Bloomberg, SK증권

ECB의 자산 매입 계획 vs. 주요국 채권 발행 계획



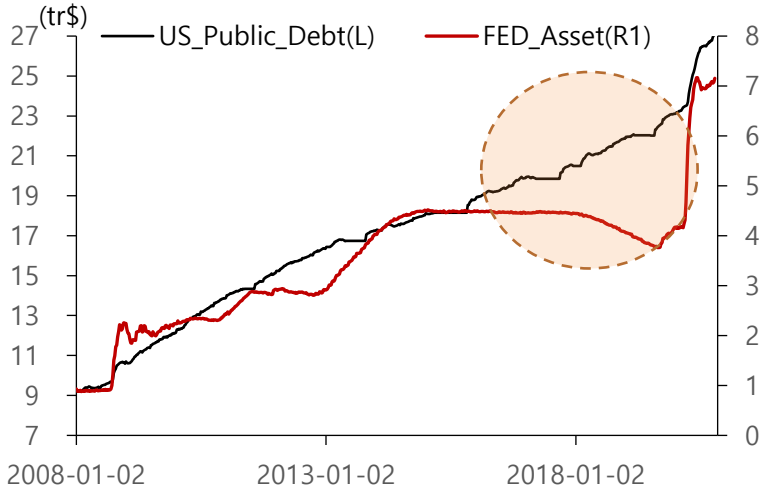
자료: Citi, FT, SK증권

(2) 2nd 유동성 장세 - 연준의 자산은 다시 한번 증가할 전망

▪ 연준의 자산 증가를 전망하는 두가지 이유

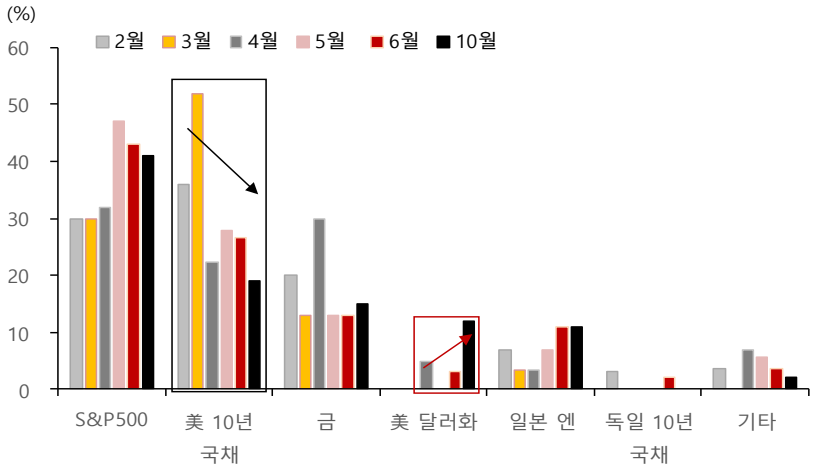
- 美국채 잔존액과 연준의 자산의 증가추세를 보면, 연준의 자산 증가가 중단된 2015년 이후에는 美국채에 대한 민간의 수요가 그만큼 높았다는 것을 알 수 있음. 하지만, 2019년 9월 이후, 그 갭은 급격하게 줄어드는 모습을 보임.
- 9월 FOMC 회의와 함께 공개된 美연준 금융안정국 부국장인 Michael T. Kiley는 (Pandemic Recession Dynamics : The role of monetary policy in shifting a U-shaped recession to a V-shaped rebound, Aug 31, 2020)에서 연준의 자산 매입 규모가 GDP 의 30% 수준인 $6.5조 까지는 확대될 필요가 있다고 주장. 이는 향후 $3.5 조까지 추가로 자산이 늘어날 수 있다는 점을 시사
- 반면, 최근 가장 효과적인 risk-off 헤지 수단을 조사한 설문 조사 결과를 보면, 코로나19 이후, 美국채를 뽑은 비율은 50% 수준에서 20% 이하로 크게 낮아졌다는 것을 알 수 있음. 이는 **<u>美국채에 대한 민간 수요가 예전보다 낮을 수 있다는 것을 의미</u>**

연준의 총자산 vs. 美정부 부채 규모



자료: Bloomberg, SK증권

헤지 수단으로 美국채 선호도 낮아지는 추세



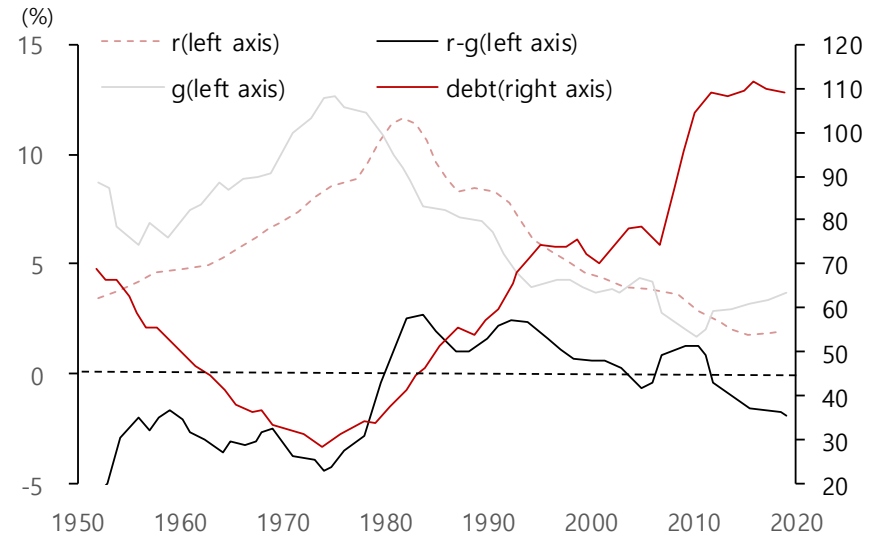
자료: BoAML, 국제금융센터, SK증권

(2) 2nd 유동성 장세 - IMF 의 변신 뒤에 있는 명확한 기준(마이너스 R-G)

▪ IMF의 변신 뒤에 있는 명확한 기준

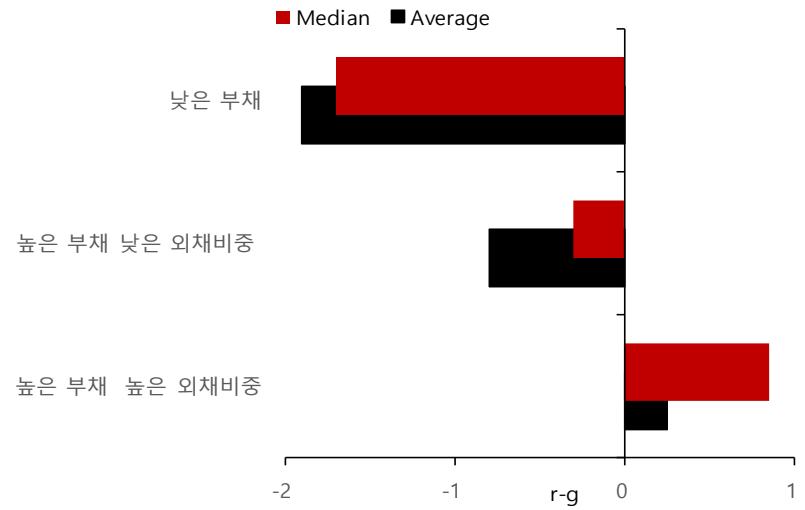
- 글로벌 글로벌 금융위기 당시 강력한 재정긴축을 권고했던 IMF는 지난 10월, Fiscal Monitor에서 주요 선진국은 코로나19 대응 과정에서 급증한 국가 부채를 축소시키기 위해 세금 인상이나 재정지출 삭감 등의 긴축재정을 사용할 필요가 없다고 주장.
- 이러한 주장의 이론적 배경은 IMF에서 7월에 발표한 논문(Public debt and r-g at risk, July 2020)에서 확인할 수 있음
- 코로나19 이후, 급격하게 증가한 "GDP 대비 정부부채"에 대한 관심이 증가하고 있음. 글로벌 주요국에서 재정정책을 활용하는 과정에서 이 비율은 추가적으로 상승할 가능성이 높은데, IMF에서 제시한 기준은 분자(부채) 증가 속도(r)가 분모(GDP) 증가 속도(g)보다 낮은 상황을 유지할 수 있어야 한다는 것. 즉, R-G를 마이너스 상황으로 유지할 수 있는 국가인지 여부가 중요
- 정부부채 비율, 특히 외채 부담이 높은 국가일 수록 "미아너스 R-G" 상황이 유지될 수 없다는 점을 지적

17개 선진국의 성장률(g) 과 금리(r), GDP 대비 부채규모 추이



자료: IMF(Public-Debt-and-r-g-at-Risk), SK증권

부채규모 및 외화부채 비중에 따른 R-G 분포



자료: IMF(Public-Debt-and-r-g-at-Risk), SK증권

▪ 바뀐 투자환경을 이해하는 법

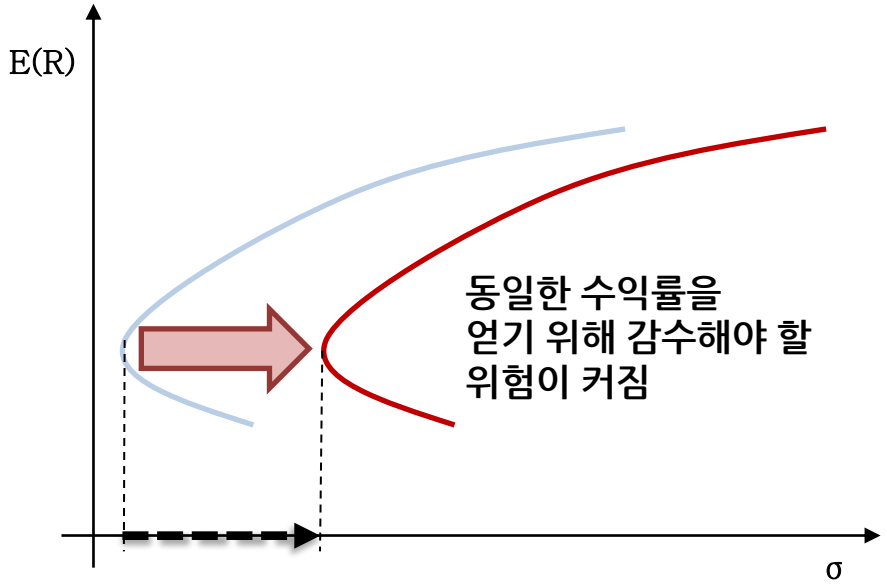
- 효율적 투자선(Efficient frontier)은 동일한 위험을 가진 상품 중 가장 기대수익률이 높은 투자안들을 잇는 곡선. 다른 표현으로 같은 기대수익률을 가진 상품 중 가장 위험이 낮은 상품을 의미. 코로나19 이후, ELS/DLS/사모펀드 상품을 통해서 일정 수익률을 추구할 때 감수해야 되는 위험이 실제보다 높다는 사실을 인지하게 됨. 효율적 투자선은 코로나19 이후, 오른쪽으로 이동
- 무차별곡선은 투자자의 효용이라는 관점에서 위험 선호도를 반영했을 때 무차별한 점들의 집합을 의미. 저금리가 장기간 지속될 것이라는 전망, 혹은 통화량 급증에 따른 화폐가치 하락을 방어하기 위한 숏캐쉬의 필요성 등으로 위험 선호도는 높아진 상황
- 바뀐 투자환경에서는 효율적투자선과 무차별곡선이 만나는 점(최적의 투자처) 역시 이동할 수 밖에 없는데 과거 중위험 중수익 상품의 선호도가 높았던 것에 비해서 최근에는 고위험 고수익 상품이 높아짐. 이는 사회 현상이며, **내년에도 지속될 전망**

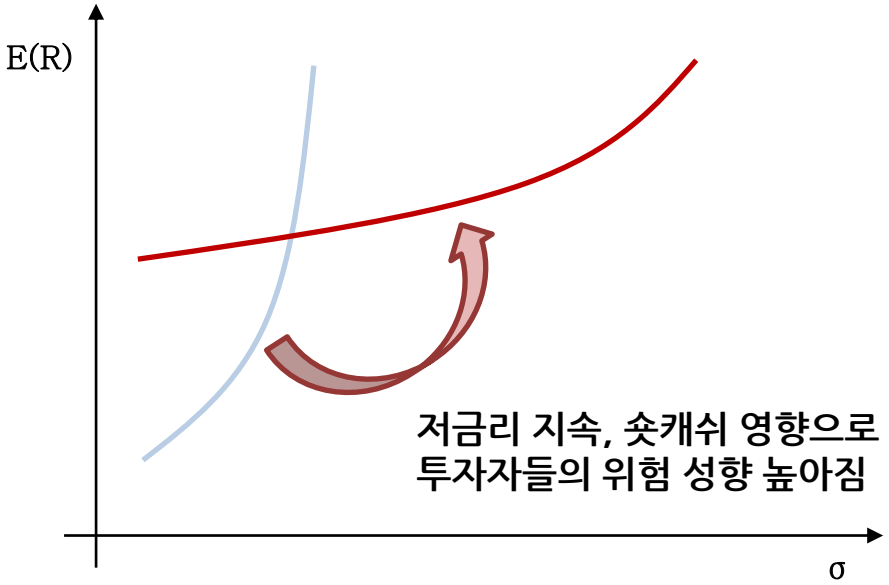
투자환경와 투자성향이 바뀌면서 최적의 투자처 역시 바뀌었다

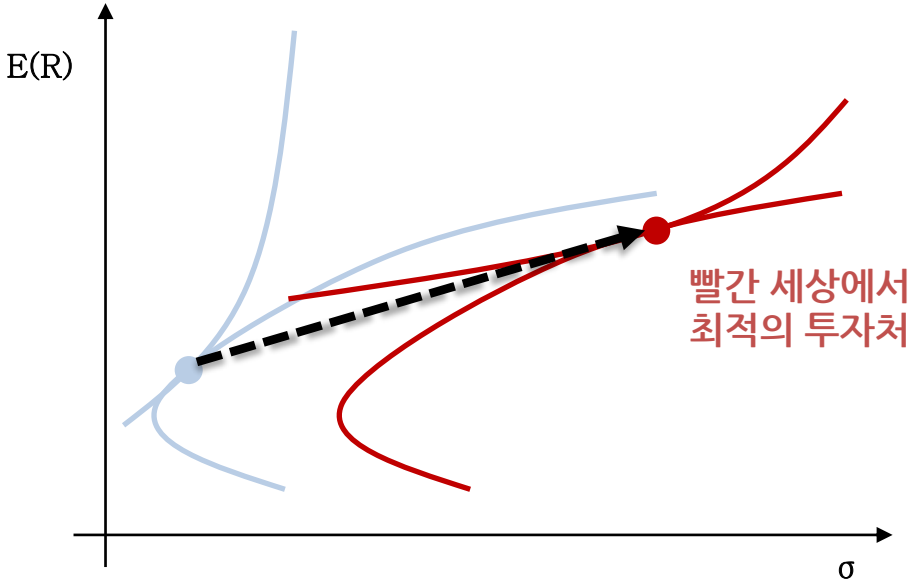
	용어 정의	파란 세상 (코로나 19 이전)	빨간 세상 (코로나 19 이후)
효율적 투자선 (Efficient Frontier)	현존하는 모든 투자자산을 포트폴리오로 투자했을 때 기대수익률 및 위험 관점에서 가장 좋은 투자처를 잇는 곡선	왼쪽	오른쪽으로 이동
무차별 곡선 (Indifference curve)	투자자의 효용이라는 관점에서 위험 선호도를 반영하였을 때 무차별한 점들의 집합	위험 회피 (일드 헌터)	위험 선호 (알파 헌터)
최적의 투자처 (Global minimum variance)	무차별 곡선과 효율적 투자선이 만나는 점 현재 존재하는 투자 자산중에 투자자들의 위험 선호도를 반영한 최적의 투자처	**중위험 중수익**	**고위험 고수익** **+ 무위험 자산**

자료: SK증권

(3) 알파 헌터 - 최적의 투자처의 변화







(3) 알파 헌터 - 투자 성향 분석 설문 조사

▪ (설문 조사) 대한민국 주식투자자들의 투자 성향 분석

- 참여 대상 : 현재 운영 중인 텔레그램 채널(http://t.me/managyst)의 7,800명의 구독자 대상으로 조사하였으며, 응답자는 940명
- 연령대 : 30대가 42.7%으로 가장 많고, 40대(31.5%)와 20대와 50대가 13% 수준
- 응답자의 투자 기간 : 10년 이상(27.4%)이 가장 많았지만, 1~3년(22.4%), 5~10년(18.2%), 3~5년(16.3%) 모두 비슷한 수준
- 직업 : 개인투자자 74.2%, 기관투자자 17.1% 전업 투자자 5.9% 순으로 개인투자자의 비중이 많았음

대한민국 주식투자자의 투자성향 분석 설문조사

자료: SK증권

주요 질문지

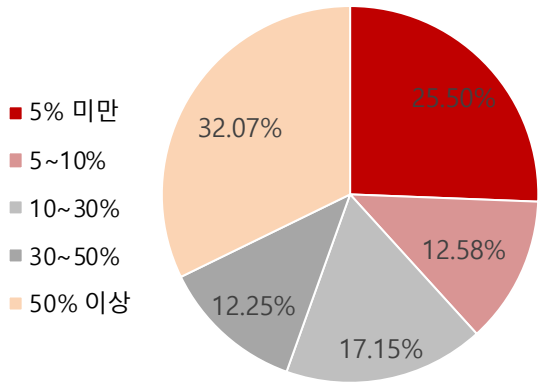
1. 현재 당신의 총자산 중 주식의 비중은?
2. 연초(코로나19 이전), 당신의 주식 비중은?
3. 내년(2021년), 당신은 주식의 비중을 늘릴 계획인가요?
3-1. 주식의 비중을 늘릴 계획이라면, 가장 큰 이유는 무엇인가?
3-2. 주식 비중을 줄일 계획이라면, 가장 큰 이유는 무엇인가?
4. 현재 은행의 1년 만기 정기예금 금리는 0.8%입니다. 0.8%보다 최소한 얼마나 더 높은 수익률이 보장되어야 주식에 주자하시겠습니까?(ERP)
4-1. 당신은 지난 7월 "대한민국 투자자들의 주식선호도" 조사에 참여하였습니까?
4-2. 참여하였다면, 당시에 비해 요구하는 수익률은 어떻게 변하였나?
5. 주식투자를 주저하게 만드는 리스크 요인은 무엇인가?

자료: SK증권

(3) 알파 헌터 - 투자 성향 분석 설문 조사

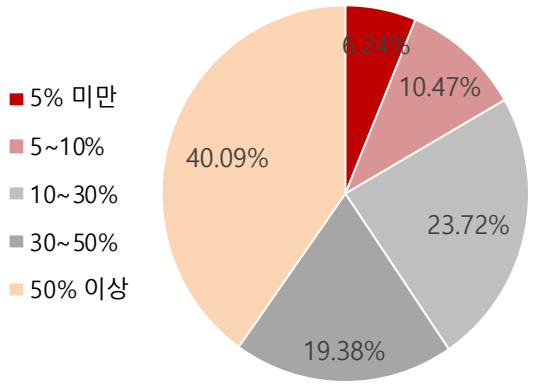
- **응답자 총자산 중 주식 투자 비중은 연초 29% 에서 현재 37.5% 까지 증가, 내년에 추가로 10% 확대할 계획**
  - 연초 주식 비중 : 평균 29.2% (50% 이상 32.1%, 5%미만 25.5%, 10~30%미만 17.6%)
  - 현재 주식 비중 : 평균 37.5% (50% 이상 40.1%, 10~30%미만 23.7%, 30%~50%미만 19.4%)
  - **2021년 주식 비중 확대 계획 : 평균 10.1% 확대할 계획 (비중 확대 50.6%, 비중 유지가 33%, 비중축소 계획은 5.9%에 불과**
- **주식투자 투자 비중을 늘릴 계획을 갖는 응답자의 63%가 저금리를 원인으로 뽑았음**
  - 주식 투자 이유 : 저금리(63.1%), 부동산 등 다른 자산의 가격 상승(16.9%) 기타 37% 순

연초(코로나 19이전) 주식 비중



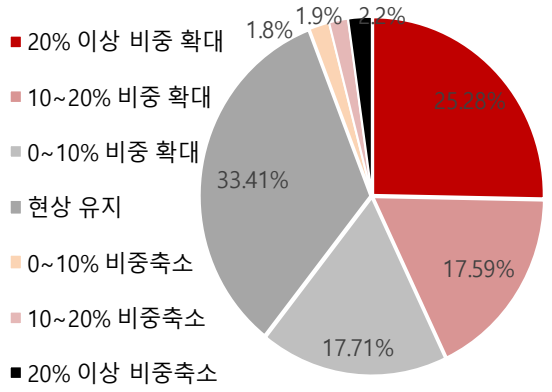
자료: SK증권

현재 총 자산 대비 주식의 비중



자료: SK증권

내년 주식 비중 변화 계획



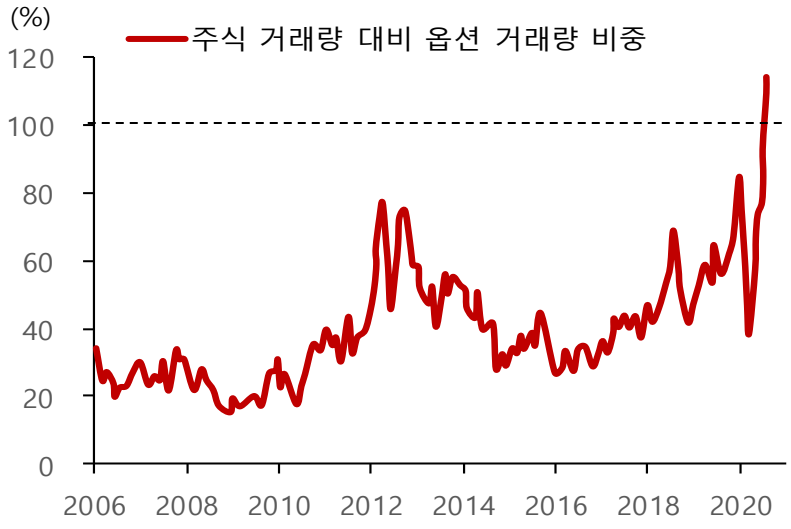
자료: SK증권

(3) 알파 헌터 - 옵션 투자가 늘어나는 이유

▪ 개별주식 옵션의 거래량이 주식의 거래량을 처음으로 넘어섬

- 한 계약 단위로 거래되는 옵션의 비중이 '18년 2% 수준에서 최근 8% 이상으로 크게 증가(개인의 옵션 거래 증가를 반영)
- 주식으로 돈을 벌 수 있는 방법은 **'방향성'** 에 있지만, 옵션으로 돈을 버는 방법은 **'변동성'**에 있다는 점에 주목할 필요
- 옵션의 거래량… 증가에 따라 꼬리가 몸통을 흔드는 현상이 일상이 되어버린 상황으로 2021년에도 손정의 회장이 아니더라도 옵션을 거래하는 투자자들은 늘어날 수 밖에 없다는 판단
- Risk off 에 대비할 수 있는 마땅한 헤지 수단이 없다는 이유 역시 옵션 거래량이 늘어날 수 있는 이유가 됨

개별 주식 거래량 보다 옵션의 거래량의 비중이 더 큰 상황



자료: Goldman Sach, OptionMetrics, SK증권

일일 평균 옵션 거래량은 2020년 급증세를 나타냄

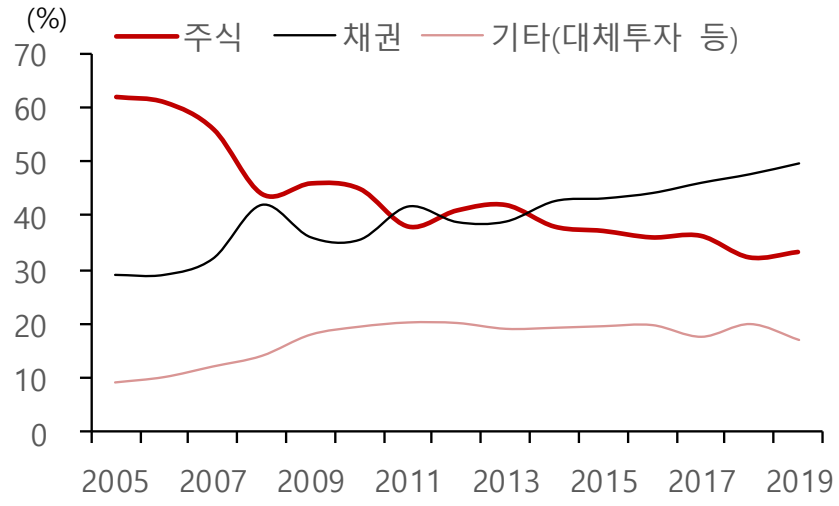
자료: Goldman Sach, OptionMetrics, , SK증권

(3) 알파 헌터 - 美100대 기업 연기금, 컨벡서티의 역습

- **美연기금들은 장기적으로 고령화 등의 이유로 채권 비중을 확대하고, 주식 비중을 축소해 왔음**
  - 100대 기업연금의 채권 비중은 2005년 30% 수준에서 2019년말 기준 49%까지 확대되었음
  - 반면, 주식의 비중은 2005년 60% 수준에서 2019년말 30% 초반 까지 하락
- **美연기금의 운용상의 어려움은 가중되고 있음**
  - 전세계적으로 마이너스 금리에 거래되는 채권이 $17조 수준에 육박하는 상황으로 운용상의 어려움이 가중되고 있음
  - 이러한 가운데 금리가 하락하면서 연금적립률*까지 하락하는 모습

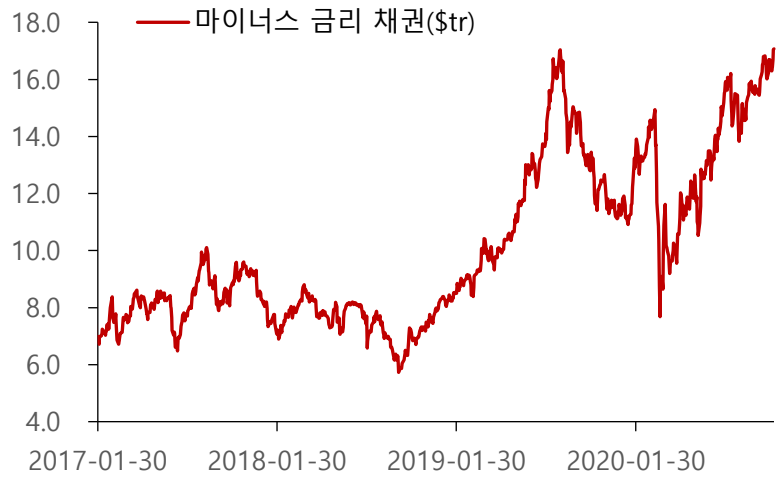
** 연금적립률(funded ratio) : 연금자산/예측급여채무*

美100대 기업 연기금 자산배분 추이



자료: Milliman, 국제금융센터, SK증권

마이너스 금리로 거래되는 채권은 지속적으로 상승



자료 : bloomberg, SK증권

(3) 알파헌터 - 美연기금의 선택, Higher return though high risk

▪ **문제는 저금리가 심화되면서 연금의 적립률(funded ratio)이 크게 하락하고 있다는 점**

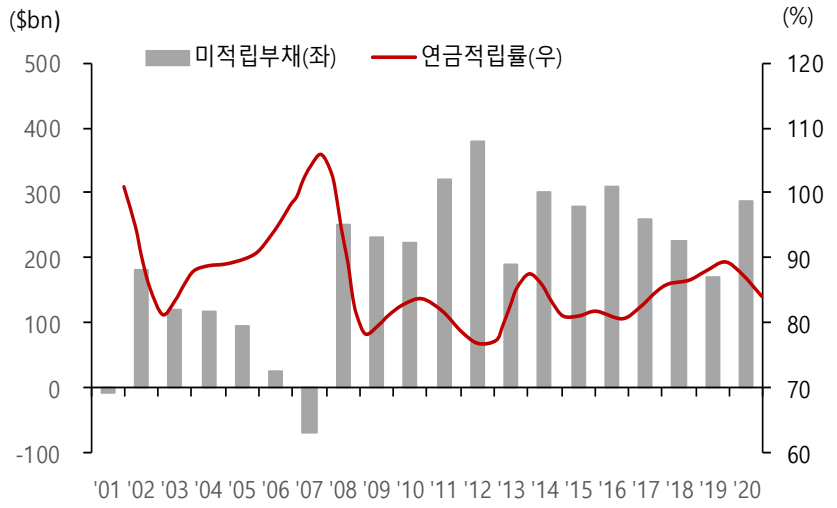
- 일반적으로 연금의 경우, 자산의 듀레이션에 비해서 부채의 듀레이션이 길기 때문에 금리 하락시 적립률이 하락. 美100대 기업연금의 연금 적립률은 89.8% 수준에서 84.5% 수준으로 하락하였으며, 미적립부채 규모는 '19년말 $1800억 수준에서 올해 9월말 기준으로 $3000억 수준까지 크게 증가. 이 경우, Convexity(볼록성) 효과는 역습으로 다가오게 됨.

- **주요 연기금의 경우, 운용자산의 듀레이션을 늘려야 하는 상황인 것으로 추정됨**

▪ **美연기금들은 상반기중 주식과 뮤추얼펀드를 대규모로 순매입하고, 국채와 MBS는 순매도**

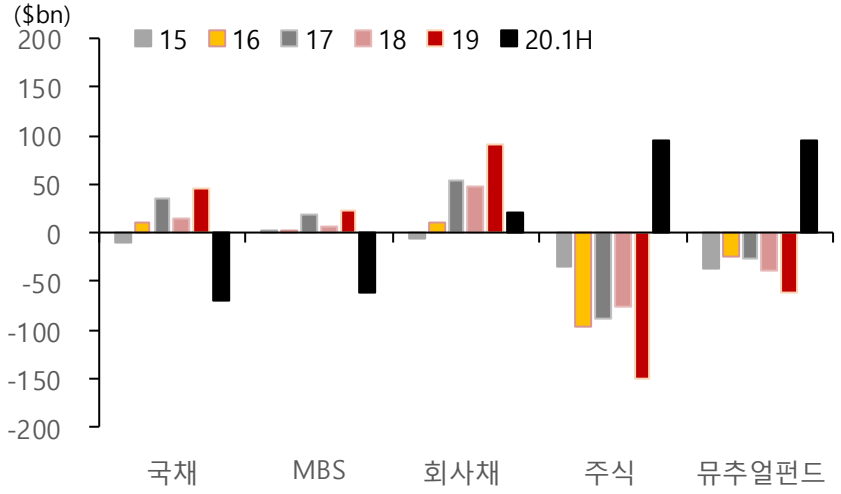
- 이는 저금리가 심화되면서 1)연금 적립률이 하락하고, 2)마이너스 금리 채권이 늘어나면서 채권을 보유할 때 생기는 효용이 작기 때문에 나타나는 어쩔 수 없는 선택으로 판단되며, 2021년에도 이러한 현상은 지속될 가능성이 클 전망

美 100대 기업 연금 적립률 장기추이



자료: Milliman, 국제금융센터, SK증권

美100대 기업 자산배분 추이



자료: Milliman, 국제금융센터, SK증권

▪ Implied Equity Duration을 통해 얻는 투자 아이디어

- SK증권은 "보이지 않는 세상에서 투자하는 법(2)"를 통해서 Equity duration 개념을 소개한 바 있음.
- 美기업연금의 사례처럼 **운용 자산의 듀레이션을 늘려야 하는 수요**의 관점에서 Equity duration에 대한 관심 커질 수 있음.
- Implied equity duration의 두 가지 의미 : **1)투자원금을 회수하는 데까지 걸리는 시간, 2)금리(할인율)에 대한 민감도**

1) 현재 주가에 내재되어 있는 듀레이션이 길다는 것은 투자 원금을 회수하는데 긴 시간을 기다려줄 수 있다는 것을 의미하며, 정부의 정책과 같이 확실한 지원책이 있는 경우, 듀레이션이 길 수 있다는 것을 의미. **Buy Policy(정책 관련주, Green)**

2) 듀레이션이 긴 주식일 수록 금리에 대한 민감도가 큰 이유는 향후 기업의 cash flow가 현재보다 미래에 가깝기 때문에 나타나는 현상. 따라서 Long duration equity는 **Buy growth(성장주)를 의미**

Implied equity duration의 개념 및 투자 아이디어

$$D = \frac{\sum_{t=1}^{T} t \times \frac{CF_t}{(1+r)^t}}{P}$$

→ 투자금 회수에 걸리는 시간

$$\frac{\Delta P}{P} \approx -\frac{D}{1+r}\Delta r = -(Modified\ Duration) \times \Delta r$$

→ 금리(할인율) 변화에 대한 민감도

자료: SK증권

Implied Equity Duration 높은 기업(예시)

종목	Implied ED	CoE	g*	Beta**
엔씨소프트	47.74	6.5%	22.2%	0.94
셀트리온	34.80	4.5%	19.6%	0.60
하이트진로	34.17	11.4%	5.3%	1.74
한미약품	30.52	10.9%	2.8%	1.66
넷마블	29.19	9.2%	11.2%	1.37
GS리테일	29.12	3.9%	4.6%	0.51
삼성SDI	28.84	7.3%	4.6%	1.06
제일기획	28.00	5.2%	6.5%	0.71
SK하이닉스	26.93	4.5%	5.8%	0.61
카카오	26.21	5.8%	10.6%	0.81
NAVER	25.92	7.5%	14.9%	1.10

자료: Quantiwise, SK증권 ,
*성장률이 잠재성장률(2.5%)보다 낮은 경우 제외, **베타가 0.4 이하인 경우 제외

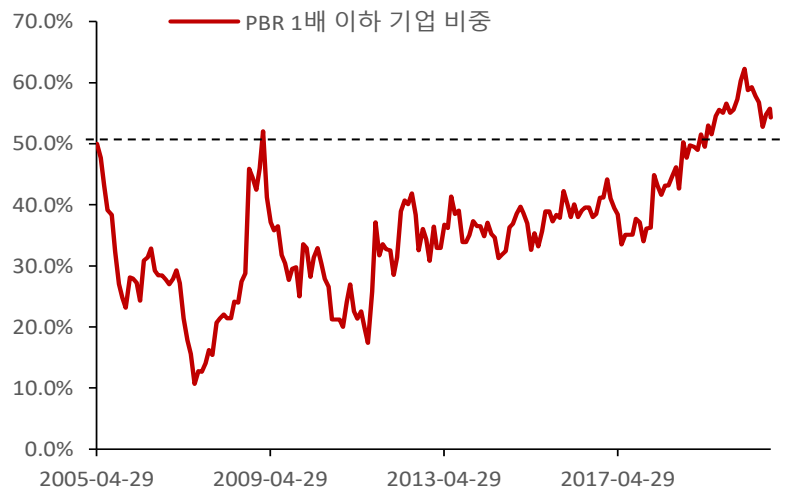
(4) 주식시장 전망 - PBR 1배의 의미

▪ **저평가 자체가 중요하지 않은 이유는 역설적으로 저평가 기업이 많아졌기 때문**

- 일반적으로 가치주는 상대적으로 PBR이나 PER이 낮은 회사를 지칭하지만, 과거와 다른 몇 가지 사실에 주목
- 첫째, 현재 그 회사의 PBR이나 PER이 낮다는 것은 Valuation(가치)이 아닌 Price(가격)에 기반함
- 둘째, 싼 주식이라고 할 수 있는 低PBR은 이제 더 이상 귀하지 않다. 과거에 비해 싼 주식(PBR <1)의 비중이 너무 커짐

  ※ KOSPI200 기업 중 PBR이 1배 미만인 기업 비중: '07년 7월 10.6% 수준에 현재 55.8% 으로 무려 5배나 증가
- 이런 현상은 미국에서 더 뚜렷하게 확인되는데, 애플(30.9배), 아마존(20.1배)과 같은 예외 기업을 제외하더라도 기업/산업별 PBR의 편차는 극명하게 진행되고 있다는 것을 알 수 있음. → **<u>어떤 가치주(싼 주식)을 사야 되느냐의 문제로 귀결</u>**

KOSPI200 기업중 PBR 1배 이하 기업의 비중



자료: Quantiwise SK증권

S&P500 기업의 PBR 현황

자료:finviz.com, SK증권

(4) 주식시장 전망 - PBR 1배의 의미

▪ 어떤 주식의 PBR이 1배 이하라면?

- 해당 기업의 CoE(자기자본비용)이 ROE(자기자본 수익률)보다 높다는 것을 의미하며, 이는 이러한 상황이 장기간 지속될 경우, 기업의 가치가 계속해서 하락할 가능성이 높다는 것을 의미함. 반대로 PBR 1배 이하의 기업이 다시 1배 이상으로 회복된다는 것 역시 매우 어렵다는 것을 의미하며, 실제로 몇 개 기업을 제외하면, PBR이 다시 1배 이상으로 상승할 가능성은 매우 제한적

CJ대한통운

자료: SK증권

DB하이텍

자료: SK증권

쌍용양회

자료: SK증권

팬오션

자료: SK증권

롯데정밀화학

자료: SK증권

OCI

자료: SK증권

(4) 주식시장 전망 - KOSPI 2,400pt 가 의미하는 것

▪ **KOSPI의 PBR은 다시 1배를 넘어설 수 있을까? Yes!**

- 11/9일 종가 기준 KOSPI 지수는 2,447pt를 기록하며, 2018년 5월 이후 신고가를 기록
- KOSPI 지수 2,447pt 는 trailing PBR 1배 수준인데, 이는 그동안 KOSPI의 PBR은 1배 이하였다는 것을 의미. 앞서 PBR이 1배 이상으로 다시 상승하는 기업의 케이스가 많지 않다는 점을 감안하면, KOSPI의 PBR 1배 안착은 사건으로 기록될 만 함
- 적정 PBR을 계산하는 산식은 ROE와 CoE의 함수. KOSPI의 ROE는 2019년 5% 수준에서 개선될 가능성이 높다고 판단됨.
- COE 는 1)KOSPI 변동성이 낮아지고 있고, 2)주주의 권익이 상승하고 있으며, 3)안정적 CDS 등을 감안하면, 낮아지는 추세

성장의 가치를 의미하는 PVGO 가 양수일 때 적정 PBR > 1

$$PBR = 1 + \frac{(ROE - CoE)}{(CoE - g)} = \frac{(ROE - g)}{(CoE - g)}$$

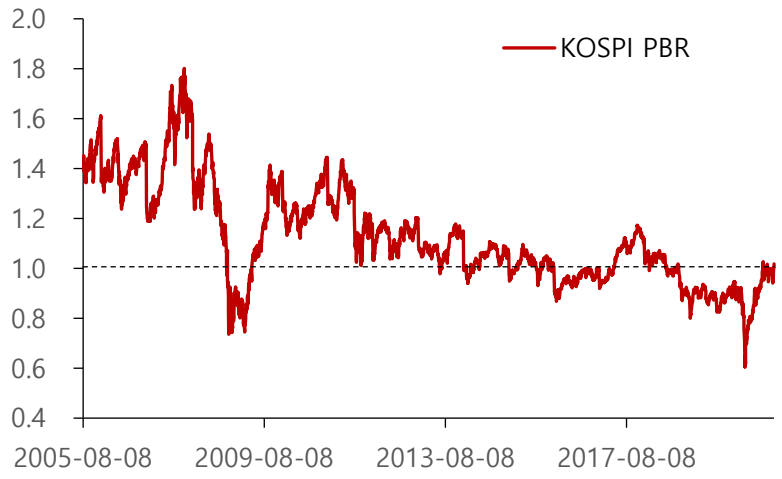
PVGO(Present Value of Growth Opportunity)

성장가치의 현재가치를 의미.

ROE가 CoE를 넘어서는 순간부터 양의 값을 갖는다

자료: SK증권

KOSPI의 PBR, 재차 1배를 넘어서기 위한 도전 시작



자료: Bloomberg, SK증권

(4) 주식시장 전망 - KOSPI에 적용되는 금리 산출 방법

▪ **Cost of Equity(자기자본 비용)은 무위험금리와 Equity Risk Premium(담벼락)의 합으로 구성**

$$CoE(Cost\ of\ Equity) = R_f + ERP(Eqiuty\ Risk\ Premiums)$$

- 조달의 관점에서 부채(Liability)의 비용은 조달비용인 금리이지만, 자본(Equity)의 비용은 쉽게 계산되기 어려운 기회비용의 개념
- 적정한 ERP 값을 산출하는 것이 밸류에이션의 핵심. SK증권은 다음과 같이 미국의 ERP를 활용하는 방법과 서베이 방식을 사용

$$ERP_{Korea} = ERP_{US}(\frac{\sigma_{Korea}}{\sigma_{US}}) + County\ Risk\ Premium, \quad County\ Risk\ Premium = CDS \times \frac{\sigma_{Equity}}{\sigma_{Bond}}$$

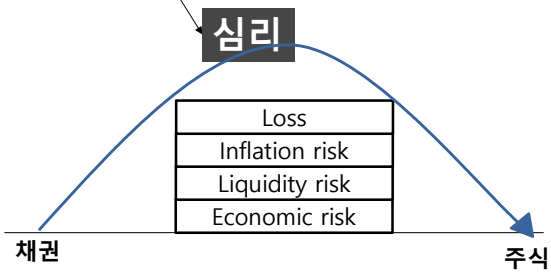
부채에 적용되는 비용은 금리(r), 자본에 적용되는 비용은?

Asset	Liability
	Equity

자료: Bloomberg, SK증권

CoE(자기자본 비용)의 구성은 금리(R_f)와 심리(ERP)

$$CoE(Cost\ of\ Equity) = R_f + ERP(Eqiuty\ Risk\ Premiums)$$



자료: SK증권

(4) 주식시장 전망 - KOSPI target price 2,900pt

▪ 2021년 KOSPI의 target을 2,900pt로 제시

- ROE는 현재 컨세서스(133조원)를 기준으로 실적 개선폭이 가장 큰 것으로 반영되어 있는 3대 업종(반도체,자동차,에너지) 애널리스트 추정치의 최하단을 반영하여 산출한 117조원을 기준으로 **7.4%** 을 기본 시나리오로 가정하였음
- CoE는 6.82% 로 무위험수익률(국고채 3년물 금리) 0.9%와 **ERP 5.92%**를 반영하였음
- ERP 값은 1)다모다란 교수의 신흥국 ERP 계산 식과 2)Survey 방식으로 계산한 값의 평균값으로 계산함

  1) 가정 : 미국의 ERP 5.02%, 상대변동성 0.91, 한국의 CDS 프리미엄 0.25%

  2) 설문조사 방식으로 계산한 ERP는 7.0% 수준으로 조사됨

KOSPI 목표치 추정 로직

R_f	0.90%	*국고채 3년물 금리(최근 3개월)*
ERP	5.92%	*2가지 방법의 평균값*
CoE	6.82%	
g	2.50%	*OECD가 제시한 한국의 중장기 잠재성장률*
BPS	2,535	*KOSPI의 Book value*

ROE	6.74%	7.08%	7.42%	7.92%	8.43%
순이익	106.4	111.7	117.0	125.0	133.0
적정PBR	0.98	1.06	1.14	1.26	1.37
KOSPI 목표치	2,492	2,689	2,886	3,184	3,482

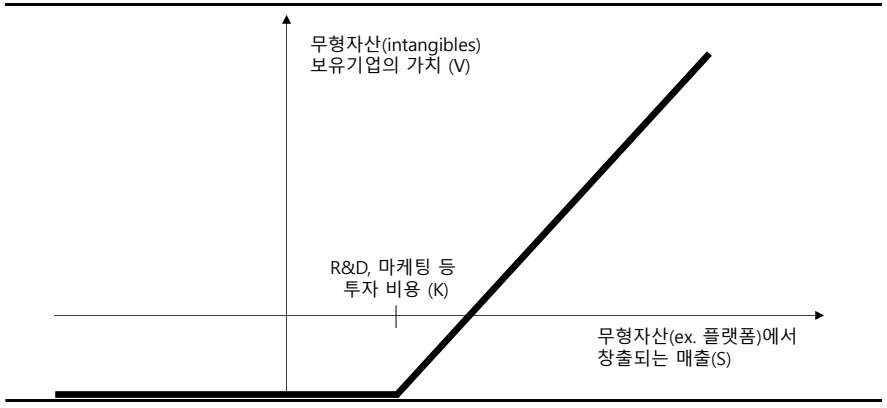
자료: SK증권

4) 주식시장 전망 - Explainable? Or Not --- Real option

▪ 美대선을 전후로 나타난 이상 현상

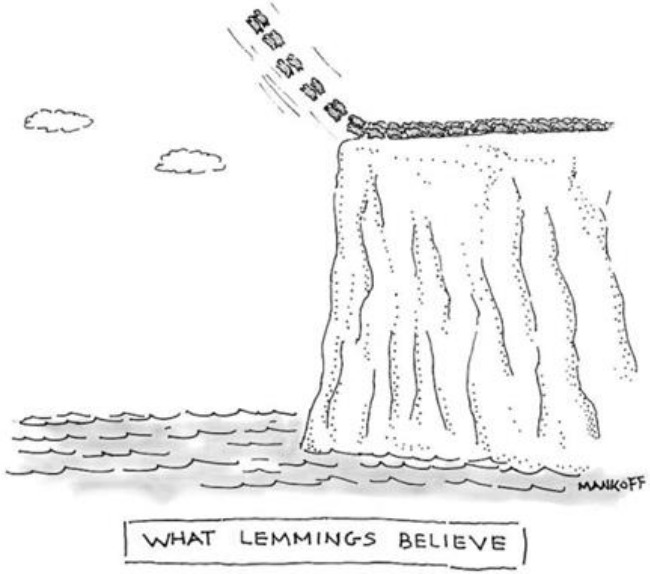
- 당초 법인세 인상을 공약으로 내세운 바이든의 당선은 주식시장에는 악재로 작용할 것이라는 분석이 지배적이었으나, 어느 순간 바이든의 당선이나 블루웨이브가 되는 경우에도 주가가 상승할 수 있다는 의견이 나오기 시작함. 이후, 트럼프 당선 가능성이 높아져도 주가가 상승하고, 최악의 시나리오라고 하던 '바이든 당선 + 공화당의 상원 다수당 확보' 시나리오에도 주가는 상승
- 이는 주가 상승을 언론의 내러티브로 억지로 설명하려는 과정에서 나오는 이상 현상이라고 판단됨.
- 2021년 주식시장의 주요 화두중 하나는 **"설명가능 여부(Explainable)"**가 될 가능성이 높다는 판단. 올해의 주가 상승은 ERP의 하향 조정 등의 방법으로 설명이 가능했지만, 점점 새로운 설명 방법(Real option)이 필요하게 될 수도 있다는 판단
- **<u>리얼옵션(Real option) 방법을 통해서 산출해야 하는 업종은 1)제약바이오, 게임, 엔터 업종, 2)무형자산, 3)부도 직전 기업 등</u>**

리얼옵션 밸류에이션(eg. 무형자산)



자료: SK증권

리얼옵션의 현실(Fact)와 환상(Fancy)



자료:, fineartamerica, SK증권

04

업종 및 스타일 전략
: BIGS에 주목하라

SK 증권

실적과 정책이 받쳐줄 2021년

Earnings

실적+배당 기대감

- 21년 실적개선 기대
- 주주환원정책으로 배당확대

반도체: 삼성전자
자동차: 현대차
인터넷/게임: 네이버, 카카오

Policy

정책 기대감

- 한국형 뉴딜추진
- 바이든 당선으로 신재생에너지 수혜

배터리: LG화학
바이오: 삼성바이오로직스
인터넷/게임: 네이버, 카카오

Satellite

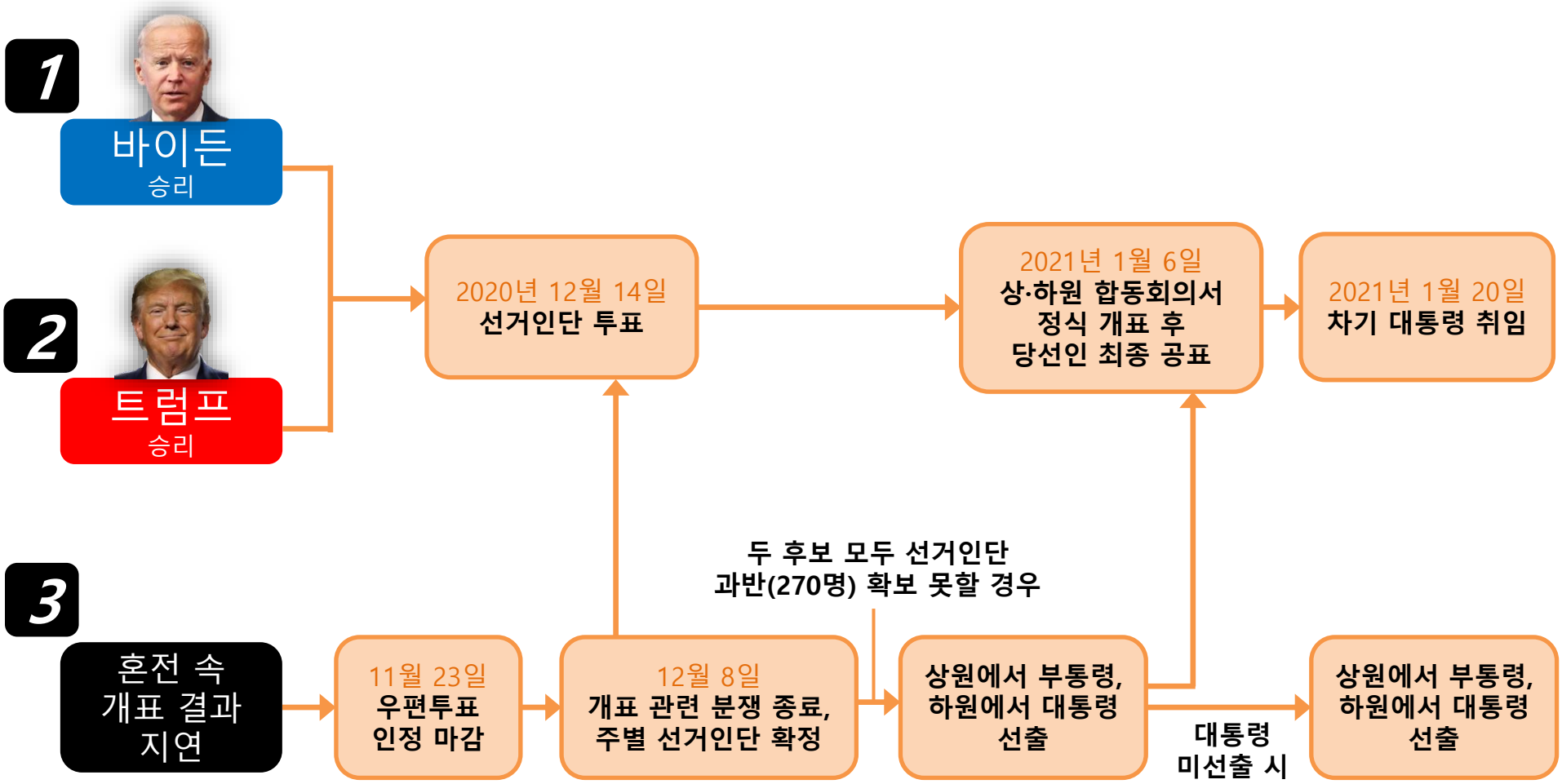
트레이딩 관점

- 이미 주가는 바닥수준
- 코로나19 진정시 실적개선 기대

건설/건자재 업종
운송(항공운송) 업종

실적과 정책적 뒷받침은 국내증시의 매력을 높일 것

향후 미국 대선 개표 시나리오: 아직 불안감이 완전히 해소된 것은 아니지만…



당선이 유력한 바이든

중국 견제 (다자외교) | **자유무역** | **연준 독립**

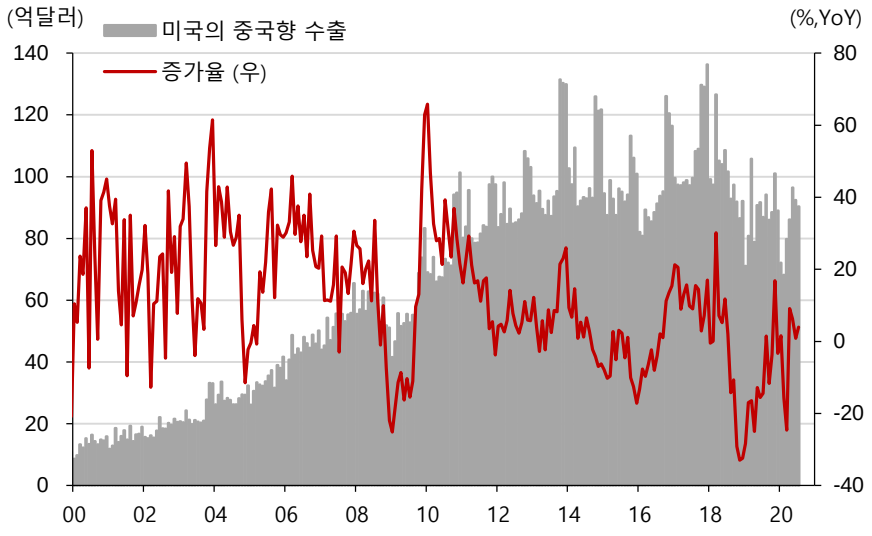
법인세 인상 | **오바마케어 부활** | **청정에너지 투자**

- 중국과는 다자외교를 통한 패권경쟁을 이어갈 것으로 전망
- 법인세 인상은 시장에 부담요인으로 작용할 수 있음
- 반독점법은 테크 및 플랫폼 기업에 부담
- 신재생에너지에 2조달러 투자 약속: 신재생에너지 투자 유리
- 오바마케어 부활로 헬스케어 업종도 긍정적
- 국내: 반도체 등 수출주, 전기차배터리

중국과의 싸움은 계속된다

- **고립주의를 탈피하고, 다자무역 복원을 선언한 바이든**
  - 바이든 후보는 트럼프의 고립주의가 실패였다고 주장
  - 바이든 역시 트럼프와 마찬가지로 미국산 제품 구매 등 자국 중심의 통상정책 펼칠 것으로 예상되지만, 보호무역주의의 기조는 트럼프 행정부보다 강도가 약해질 것
  - 트럼프 행정부의 미국과 중국의 1:1 구도가 아닌, 동맹국들과 함께 중국의 불공정한 무역관행을 타파하고 다자무역질서를 회복할 것으로 전망
  - 과거 오바마 정부 때 중국을 견제하기 위해 체결했던 TPP 재가입 및 확대 가능성 높음

미국의 중국향 수출 여전히 부진



자료 : REFINITIV, SK증권

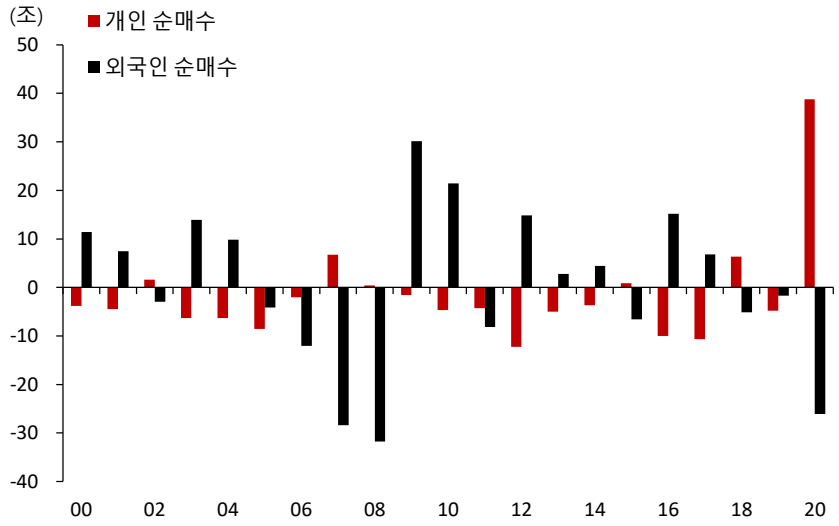
특히, 미국의 농산물 수출 역시 부진

자료 : REFINITIV, SK증권

집 나간 외국인이 돌아온다

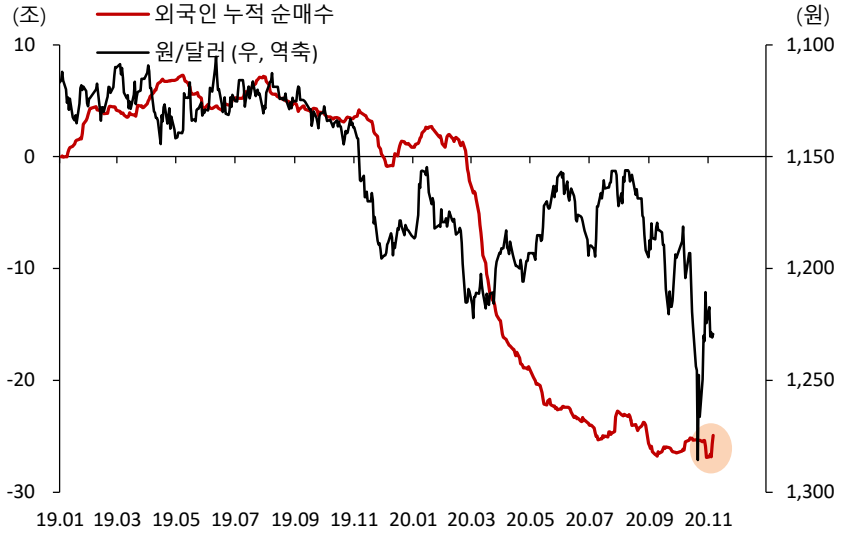
- **외국인이 돌아오기 유리한 환경**
  - 보호무역주의 강화와 스마트 개미의 등장으로 국내증시는 올해 외국인 자금의 유출이 컸음(11/6 기준으로 26조원 순유출)
  - 다자무역의 회복은 수출주 비중이 높은 국내기업에는 유리한 조건
  - 보호무역주의 강화 + 개인투자의 주식시장 유입 등으로 외국인 자금의 영향력은 예년보다 낮아졌지만, 다자무역의 회복은 국내 수출주에는 유리한 환경
  - 또한 대선에 대한 불확실성이 사라졌다는 점에서 외국인 자금 유입 가능성 높아졌다는 점도 긍정적

연도별 개인 및 외국인 누적 순매수 규모 추이



자료 : Quantiwise, SK증권 /주: 2020년은 11/6 기준

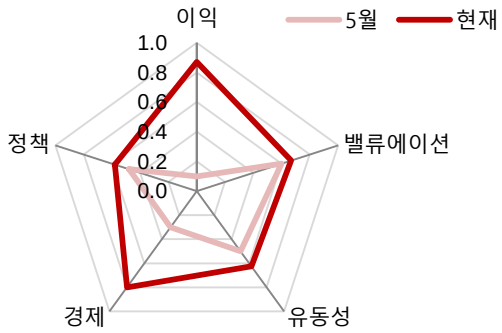
원화강세에도 돌아오지 않던 외국인 자금이 조금씩 유입되기 시작했다



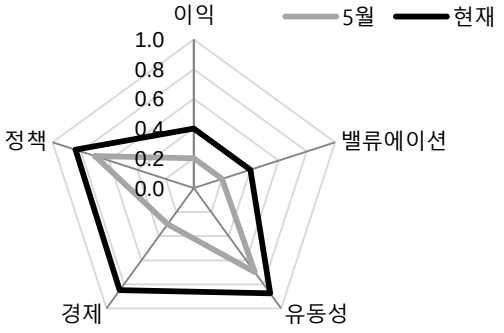
자료 : REFINITIV, Quantiwise, SK증권

왜 국내증시는 매력적인가

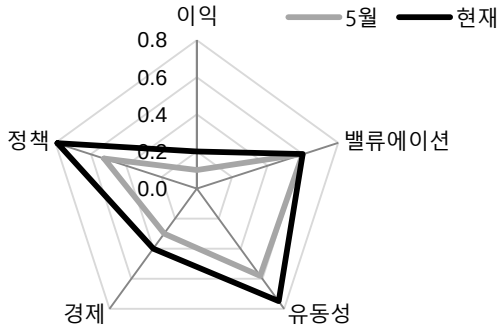
당사 모델로 추정해 본 팩터별 매력도 (한국)



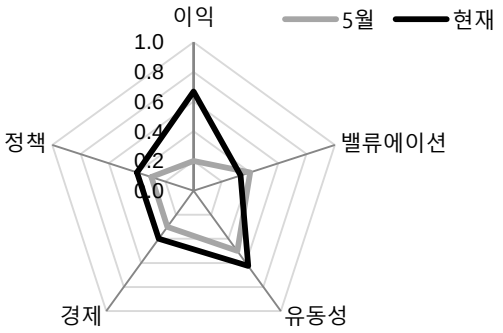
당사 모델로 추정해 본 팩터별 매력도 (중국)



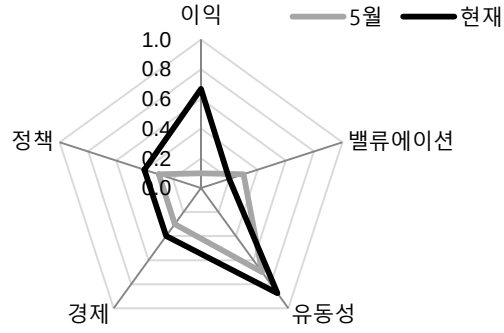
당사 모델로 추정해 본 팩터별 매력도 (일본)



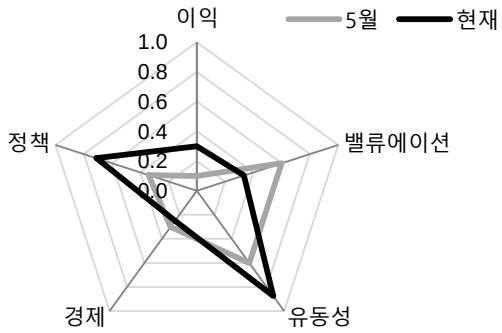
당사 모델로 추정해 본 팩터별 매력도 (대만)



당사 모델로 추정해 본 팩터별 매력도 (인도)



당사 모델로 추정해 본 팩터별 매력도 (인니)



자료 : REFINITIV, Bloomberg, SK증권

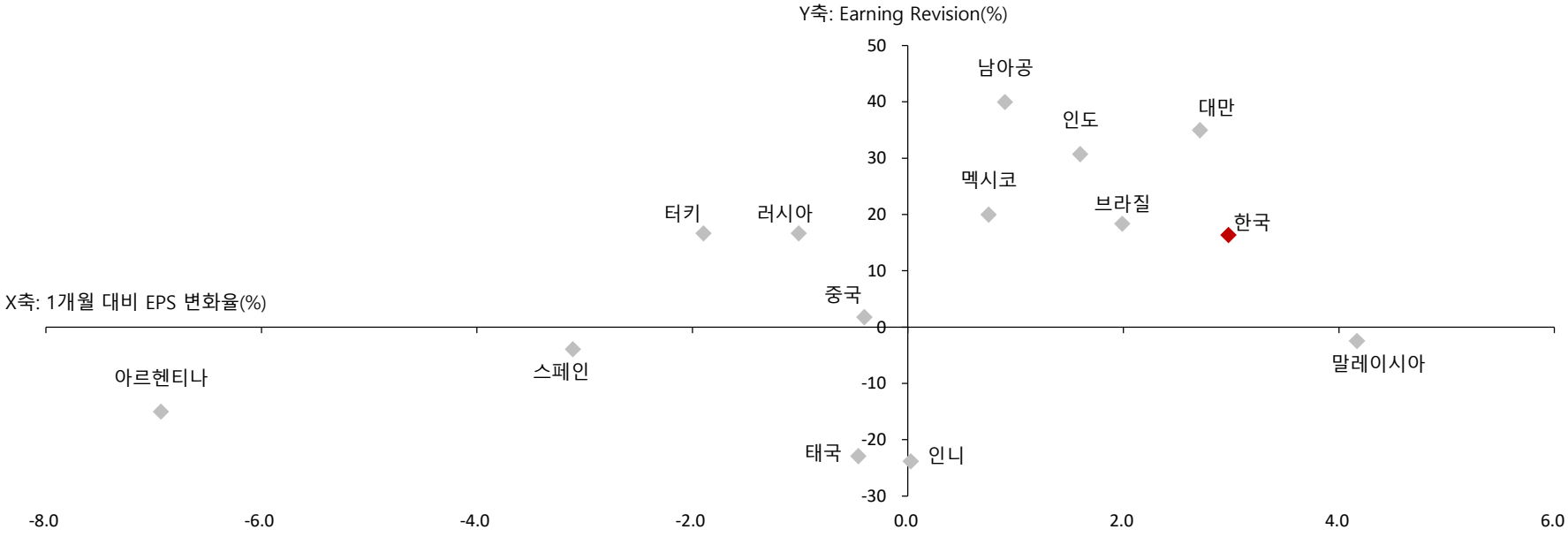
주: 이익(EPS, ER Revision), 밸류에이션, 정책(CDS), 경제(OECD경기선행지수, PMI 등), 유동성(금리) 등으로 각 국가별로 스코어링 후 계산

왜 국내증시는 매력적인가

- **주요 아시아 국가 혹은 신흥국 중 매력이 높은 이유는? 실적**

- 주요국 중에서 코로나19에 대한 대처를 상대적으로 잘한 우리나라는 주요국 가운데 경제회복 속도가 빠른 국가 중 하나
- 경제회복에 대한 기대감은 국내기업의 실적을 높일 수 있는 요인
- 특히, 국내증시가 주요 아시아 혹은 신흥국 중에서 매력이 높은 이유는 실적
- 따라서 주요 신흥국 가운데 매력도가 높은 우리나라는 불확실성 해소(미국 대선 등)되는 국면에서 주목을 받을 수 있음

주요 신흥국의 이익 매력도 점검



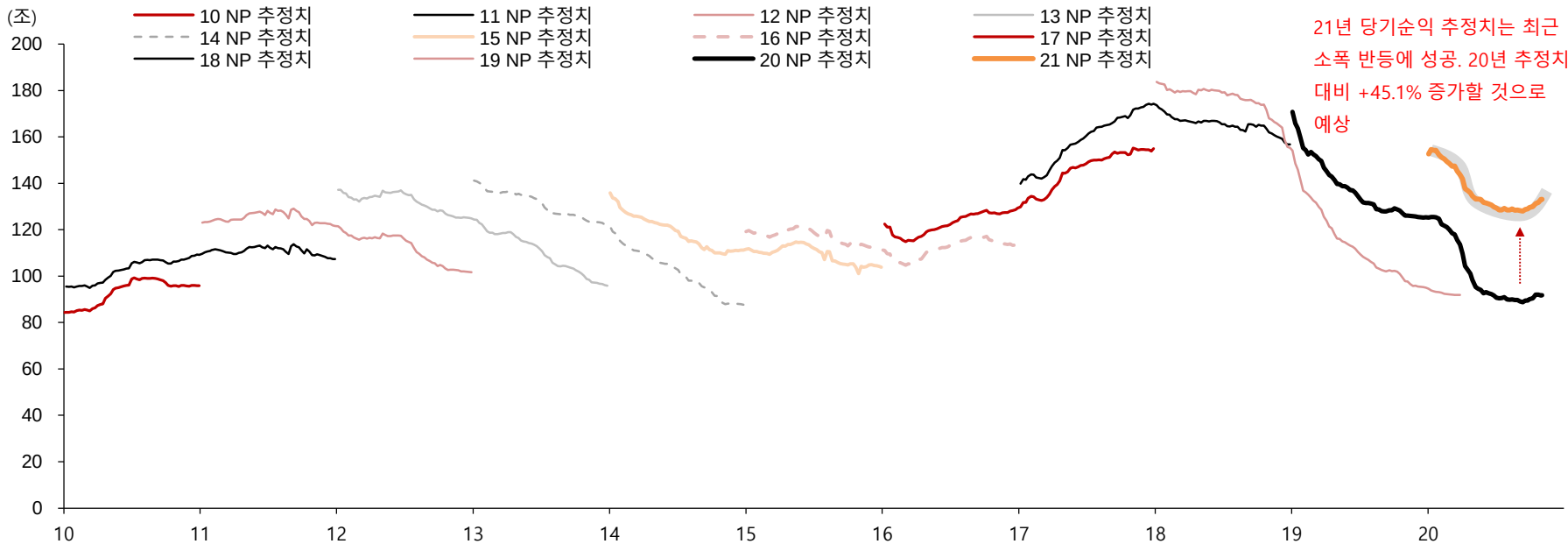
자료: REFINITIV, SK증권

왜 국내증시는 매력적인가

- **실적 개선이 기대되는 국내증시**

- 2020년 코스피의 당기순이익 추정치는 91.7조원 수준까지 하락. 내년에는 133.1조원까지 증가할 것으로 컨센서스 형성
- 더구나 지난 10월을 기점으로 당기순이익 추정치는 반등
- 일반적으로 15~20% 정도 당기순이익 추정치 하향조정되기는 하지만, 최악의 상황을 고려했을 때(실적개선 주요업종의 이익 컨센서스 최악을 기록했을 때), 내년 코스피 당기순이익은 117조. 따라서 실적 개선 기대감은 높은 상황.
- 2017년에는 이익추정치가 129.7조→154.9조로 오히려 +19.4% 증가. 다음장에서 이유를 한번 살펴보면,

연도별 당기순이익 추청치 추이

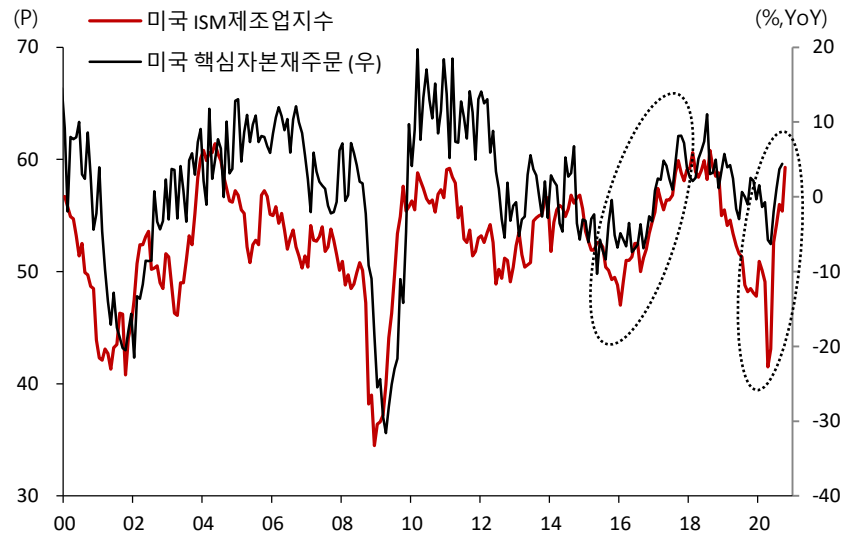


자료: Quantiwise, SK증권

2017년에 이익추정치가 하향조정 안됐던 이유

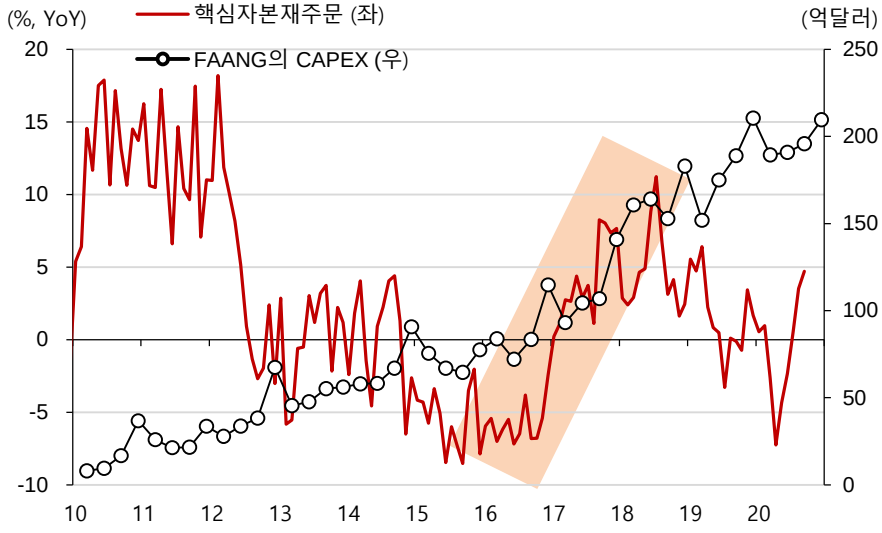
- **2016년을 복기해보면...**
  - 2016년 하반기부터 미국 핵심자본재주문 반등하기 시작. 이로 인해 제조업 활성화 나타남
  - 당시 FAANG으로 대표되던 미국 IT기업들의 설비투자 활성화가 핵심자본재주문 반등을 견인
  - 코로나19 국면에서 소비부양의 정책적 지원이 대부분이겠지만, Re-stocking을 위한 투자도 기대
  - 코로나19 확산으로 잠시 주춤했던 미국 기업들의 투자 지출계획이 소폭 증가할 것으로 기대되는 가운데, 특히 빅테크 기업들의 설비투자는 저금리 환경의 조성으로 다시 활성화될 전망
  - 코로나19가 변수지만, 결국 내년 코스피의 당기순이익 추정치의 가파른 하락은 없을 것

미국 제조업 지표 가파르게 반등



자료 : FRED, REFINITIV, SK증권

2017년 투자증가를 유발했었던 테크 기업의 설비투자 증가

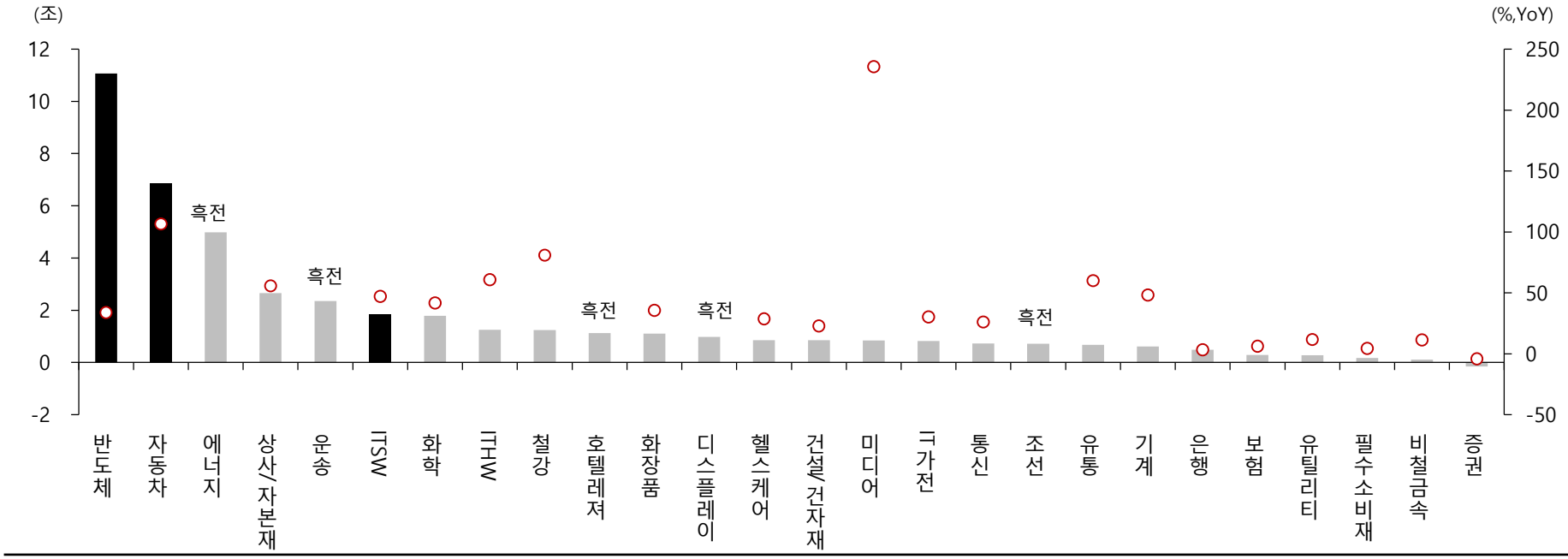


자료 : FRED, Bloomberg, SK증권

반도체, 자동차, ITSW(인터넷,게임) 업종을 좋게 보는 이유

- **반도체와 자동차 업종이 실적 개선을 견인할 전망**
- 내년 코스피 기업의 실적개선은 반도체와 자동차 업종이 견인할 것으로 예상
- 반도체 업종의 올해 당기순이익 예상치는 32.7조원. 내년에는 올해보다 33.9% 증가한 43.7조원으로 예상
- 자동차 업종 역시 실적 개선 기대. 내년 당기순이익 추정치는 13.3조원으로 예상. 이는 올해보다 6,862억원 증가하는 수준
- ITSW 업종 역시 올해보다 47.1% 증가한 5,791억원의 당기순이익 예상

올해대비 업종별 2021년 당기순이익 증액(좌)과 증가율(우) 비교

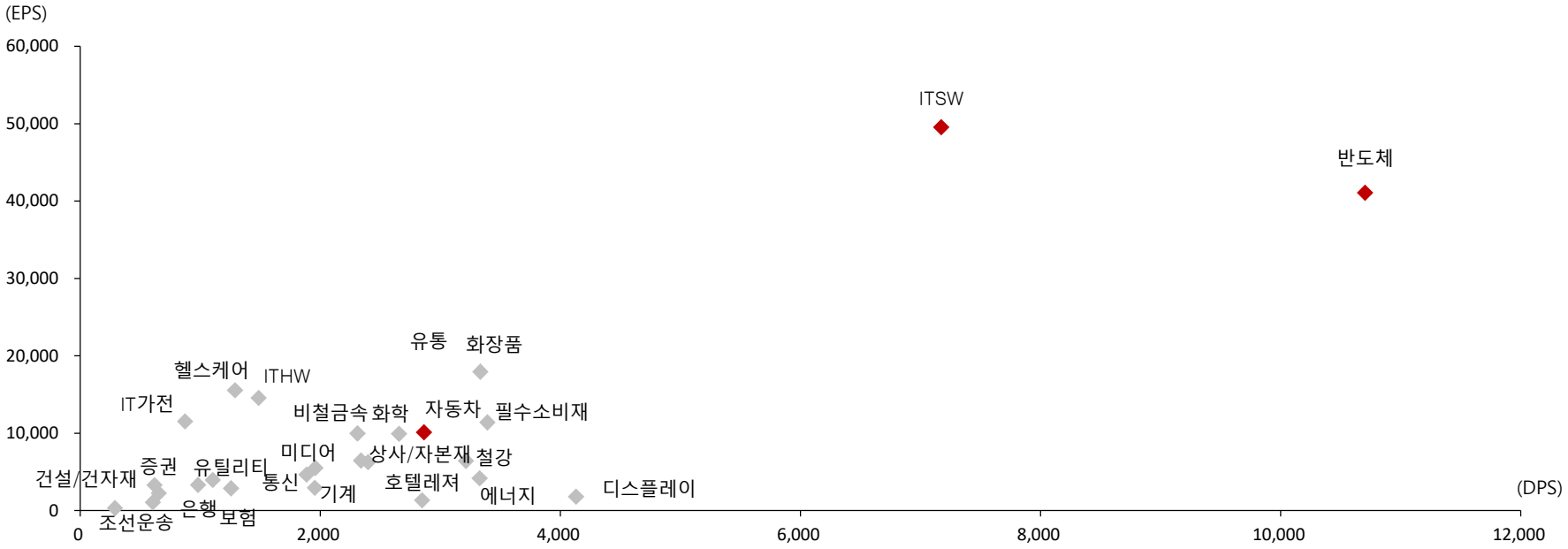


자료: Quantiwise, SK증권

반도체, 자동차, ITSW(인터넷,게임) 업종을 좋게 보는 이유

- **실적 + 배당 기대감이 높은 업종**
- 주주환원 친화정책 역시 강화될 것으로 기대
- 상속세 재원을 마련하기 위한 배당확대 정책이 기대된다는 점도 긍정적
- 이를 감안하면, 반도체, ITSW 업종은 실적 + 배당 매력을 갖춘 업종
- 자동차 업종 역시 올해보다 예상 DPS는 2,344원에서 2,655원으로 증가할 것으로 전망

실적과 배당으로 살펴 본 업종별 매력



자료: Quantiwise, SK증권

과거 코스피 시가총액 순위 변화: 2위그룹의 수익률은 좋았다

1990년말 이후 10년간 코스피 시가총액 순위 변화

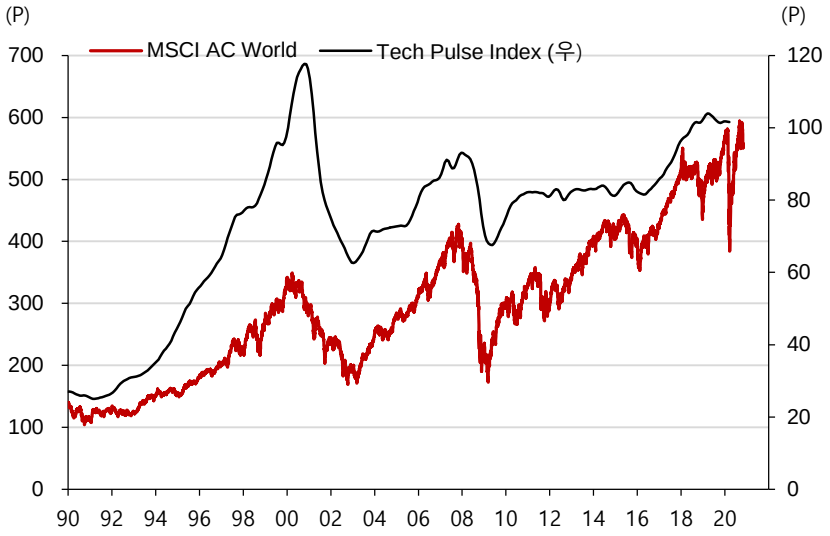
순위	1990년 말 기업명	1990년 말 시총 (십억원)	2000년 말 기업명	2000년 말 시총 (십억원)	2000년 말 수익률 (%,10년)	2010년 말 기업명	2010년 말 시총 (십억원)	2010년 말 수익률 (%,10년)	현재 기업명	현재 시총 (십억원)	현재 수익률 (%,10년)
1	한국전력	9,855.0	삼성전자	23,895.9	932.7	삼성전자	139,787.1	500.6	삼성전자	349,232.3	283.4
2	POSCO	2,102.0	SK텔레콤	22,555.6	9,653.3	POSCO	42,460.0	536.6	SK하이닉스	60,569.8	262.5
3	한일은행	1,636.8	KT	20,917.4	133.0	현대차	38,218.0	1,333.9	NAVER	49,032.6	674.6
4	한국스탠다드차타드은행	1,599.0	한국전력	15,106.4	60.2	한국조선해양	33,668.0	2,294.6	삼성바이오로직스	48,498.9	409.0
5	신한은행	1,586.0	POSCO	7,380.8	285.7	현대모비스	27,694.3	5,607.1	LG화학	45,885.0	68.2
6	하나은행	1,560.0	국민은행	4,464.2	80.5	LG화학	25,912.0	2951.8	현대차	36,644.1	-7.5
7	우리은행	1,560.0	KT&G	3,628.9	-48.4	신한지주	25,085.2	385.6	셀트리온	36,515.8	913.4
8	삼성전자	1,205.4	기아차	3,192.1	-95.0	KB금융	23,181.1	30.6	카카오	31,725.1	332.6
9	신한은행	1,161.0	한국주택은행	3,130.1	123.9	삼성생명	20,500.0	-10.1	삼성SDI	31,597.3	199.3
10	대우	1,095.2	현대차	2,772.0	0.9	기아차	20,117.3	612.7	LG생활건강	23,505.4	252.5

자료: Quantiwise, SK증권 / 주: 10년전 주가 부재한 경우, 상장일 이후 주가수익률

반도체 업종에 주목하는 이유

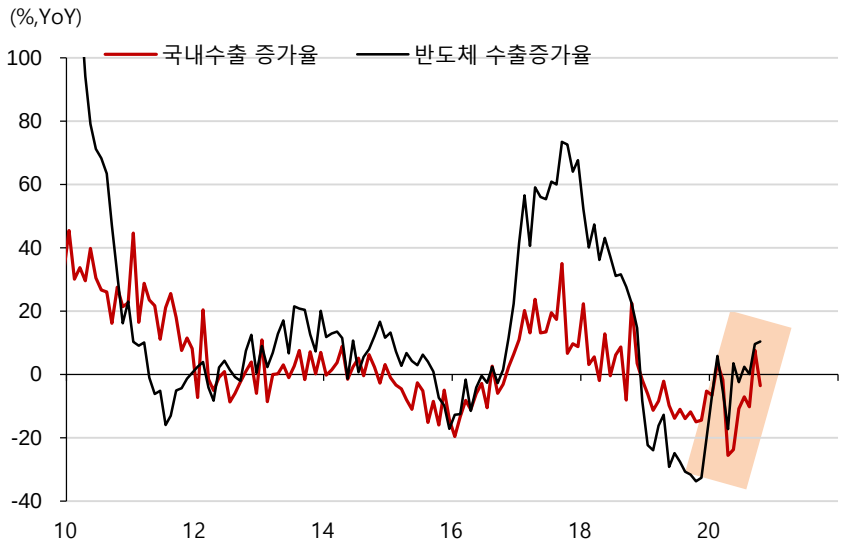
- **국내 반도체는 기회가 찾아왔다**
  - 미국 대선 결과와 관계없이 미국과 중국의 패권경쟁은 향후에도 계속될 것
  - 국내 반도체 업종은 반사이익 기대. 당사는 미국과 중국의 패권경쟁이 격화될수록 국내 반도체 업종의 수혜를 예상
  - 실제로 국내수출이 반등하는 가운데 반도체 부문 수출이 국내 수출 개선을 견인. 당기순이익 추정치 역시 증가세를 보이고 있음
  - IT Tech Pulse 지수: IT제품에 대한 투자, 고용, 산업생산 및 출하를 나타내는 지수
  - IT Tech Pulse 지수의 상승은 계속되고 있음

증시의 설명력이 높아진 Tech Pulse 지수



자료 : REFINITIV, SK증권

반도체의 수출증가로 국내수출은 개선 조짐을 보이고 있음



자료 : REFINITIV, SK증권

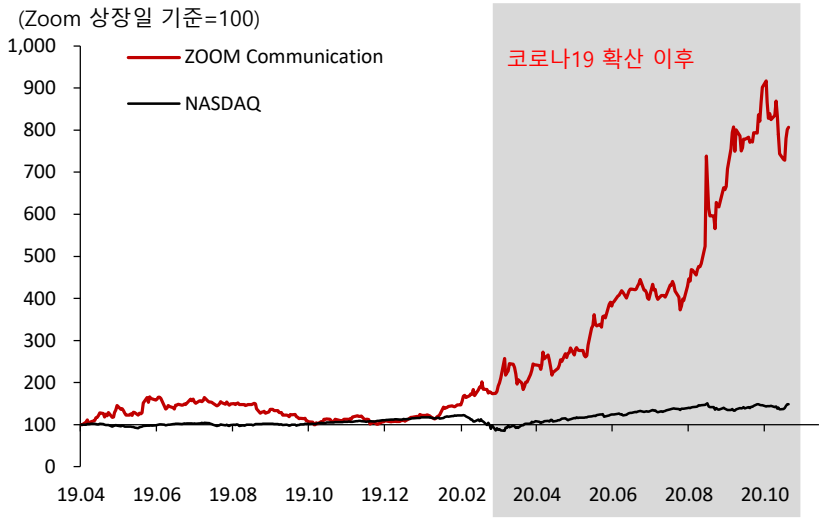
ITSW(인터넷, 게임)에 주목하는 이유: 트렌드는 쉽게 바뀌지 않는다

- **언택트로의 움직임을 가속화시킨 코로나19**
  - MAGA 혹은 FAANG로 대표되는 플랫폼 기업들이 글로벌 주식시장을 지난 몇년간 이끌었음
  - 플랫폼의 시대가 되면서 ITSW 기업들의 주가는 대부분 업종의 주가를 아웃퍼폼
  - 코로나19가 확산되면서 이는 가속화. 전세계 코로나19 확진자는 5,000만명에 육박
  - 반독점법에 대한 이슈가 걸림돌이지만, 속도를 늦출 뿐 방향을 바꿀 순 없다는 판단

플랫폼 기업의 시대가 도래했다

자료 : REFINITIV, SK증권

코로나19의 확산으로 ZOOM의 주가 크게 상승: 언택트 경제 성장

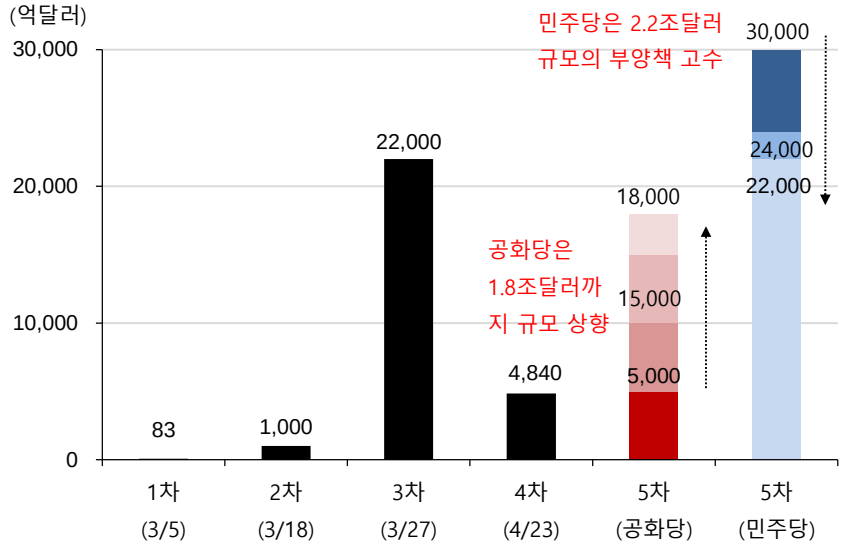


자료 : REFINITIV, SK증권

자동차 업종에 주목하는 이유

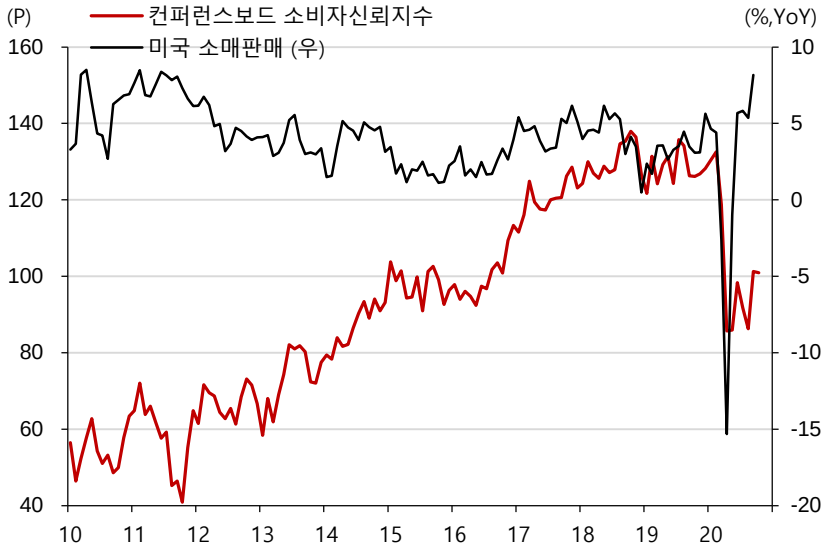
- **코로나19 확산으로 각국의 경기부양책은 필수과제**
  - 미국 대선 최종결과 발표는 아직 정확히 알 수 없지만, 결과발표 이후 최우선 과제 중 하나는 경기부양책 통과
  - 지원금 지급 증가와 연말소비 시즌으로 인해 소비심리 개선 나타날 것
  - 경쟁력 보유한 신차출시 이후 해외판매 증가는 향후 실적개선으로 이어질 것으로 기대
  - 현대차와 기아차 모두 해외공장 출하대수 증가가 나타나고 있음

대선 이후 경기부양책은 최우선 과제 중 하나



자료 : 미국 재무부, SK증권

대선 이후 경기부양책 통과가 이뤄진다면, 소비심리 개선으로 이어질 것



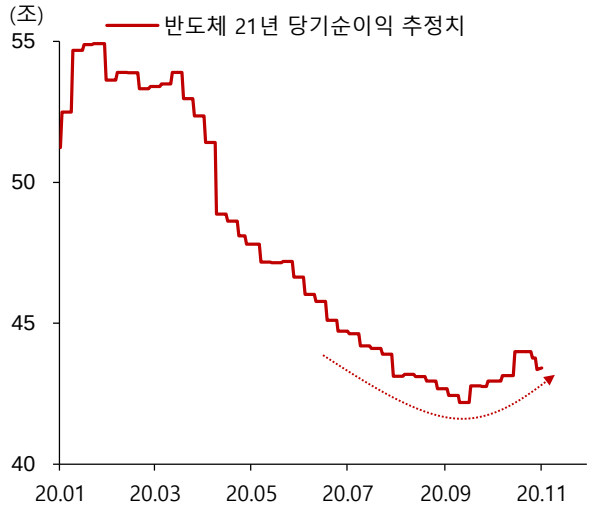
자료 : REFINITIV, SK증권

2위 그룹의 치열한 승부

▪ **결국은 실적이다**

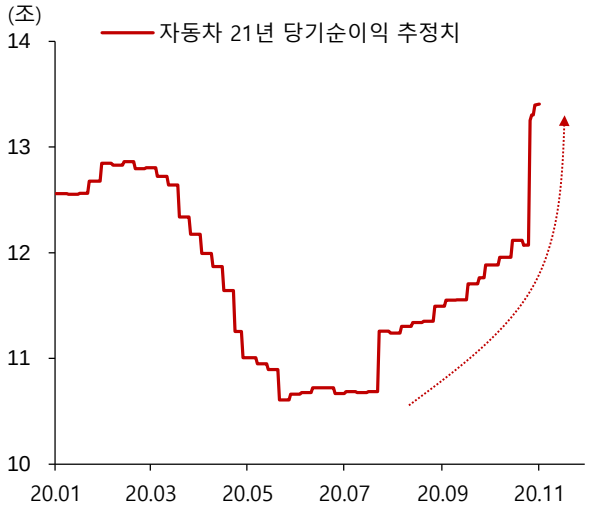
- SK증권은 반도체, 자동차, ITSW(인터넷, 게임)에 대한 긍정적인 시각 제시
- 무역환경 개선이 기대되는 가운데 미중갈등의 반사이익과 슈퍼사이클 기대감이 높은 반도체, 신차경쟁력에 대한 기대감과 소비심리 개선의 수혜가 예상되는 자동차, 주도주로써의 입지를 재확인 할 ITSW는 2021년에 주목해야 할 업종
- 이를 반영해 세 업종 모두 2021년 당기순이익 추정치는 증가세

반도체 업종의 당기순이익 추정치 변화



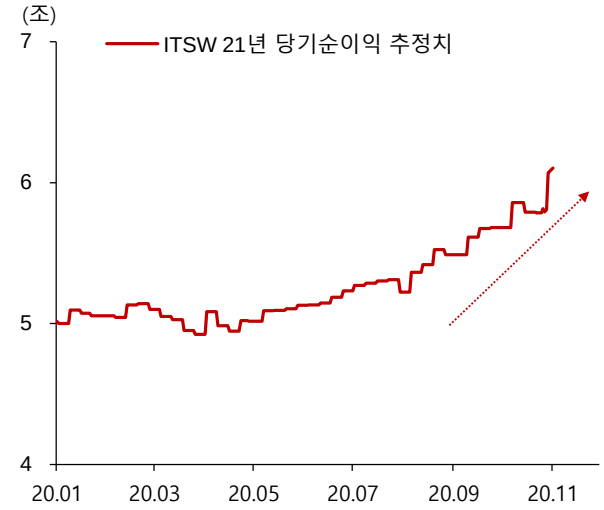
자료 : Quantiwise, SK증권

자동차 업종의 당기순이익 추정치 변화



자료 : Quantiwise, SK증권

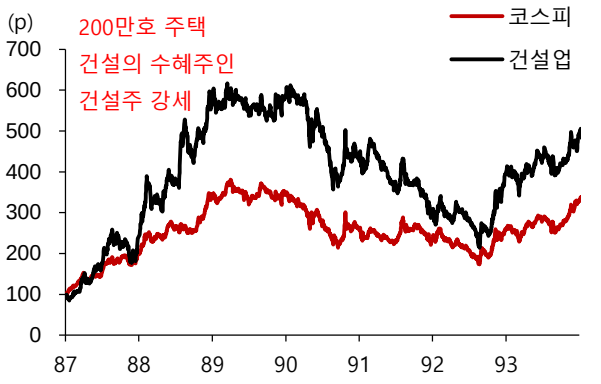
ITSW 업종의 당기순이익 추정치 변화



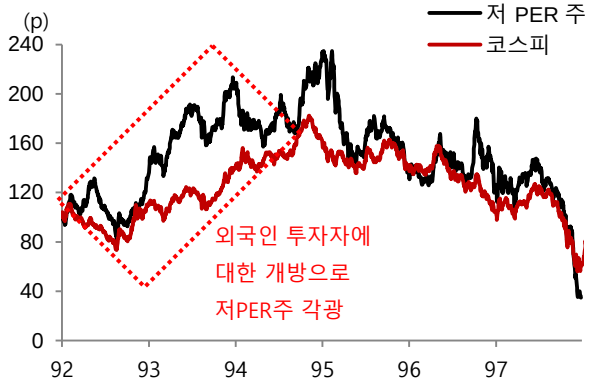
자료 : Quantiwise, SK증권

정책에 맞서지 마라


신도시 선진 住居문화 앞당긴다
每日經濟新聞
不動産특집
가구당 1주택 실현가능할 듯
理財 아닌 使用개념 정립이 과제
정부·업계·국민 共同노력때 가능


(p)
200만호 주택
건설의 수혜주인
건설주 강세
코스피
건설업
700
600
500
400
300
200
100
0
87
88
89
90
91
92
93


外國人 株式 매입 활기
開放첫날 1,000억 주문
PER낮은 종목
이달중 3천70억


(p)
저 PER 주
코스피
240
200
160
120
80
40
0
외국인 투자자에
대한 개방으로
저PER주 각광
92
93
94
95
96
97


새천년
벤처인과의 만남


(p)
코스피
코스닥
250
200
150
100
50
0
집권 초기(99년)
중소기업 및 벤처 활성화
방안 발표이후 코스닥
주가 양호
97
98
99
00
01
02
03


(p)
코스피
코스닥 건설업종
200
180
160
140
120
100
80
60
40
4대강 사업의
수혜주라고 할 수
있는 중소형 건설주
강세
07
08
09
10
11
12


(p)
창조경제의 수혜가
예상되었던 IT중소형주가
강세를 보임
코스피
IT 중소형주
130
120
110
100
90
80
12
13
14
15
16
17

- **한국형 뉴딜을 제시한 정부**
  - 정부는 디지털뉴딜과 그린뉴딜을 축으로 하는 한국형 뉴딜 계획을 발표
  - 디지털뉴딜: 비대면산업을 육성하고, SOC 및 인프라를 디지털화하겠다는 의지를 보여줌
  - 그린뉴딜: 저탄소 및 분산형 에너지를 확산을 강조. 급기야 문재인 대통령은 현대차 울산공장을 방문했고, 이 자리에서 차세대 전기차 플랫폼 최초 공개
  - 정부는 2021년까지 5.1조원, 2023년까지 31.3조원의 투자를 한다는 방침
  - 특히, 2023년까지 디지털뉴딜 분야에는 13.4조원, 그린뉴딜 분야에는 12.9조원의 예산 투입 방침

한국형 뉴딜정책 본격 추진

자료 : 뉴시스(정부발표 재인용), SK증권

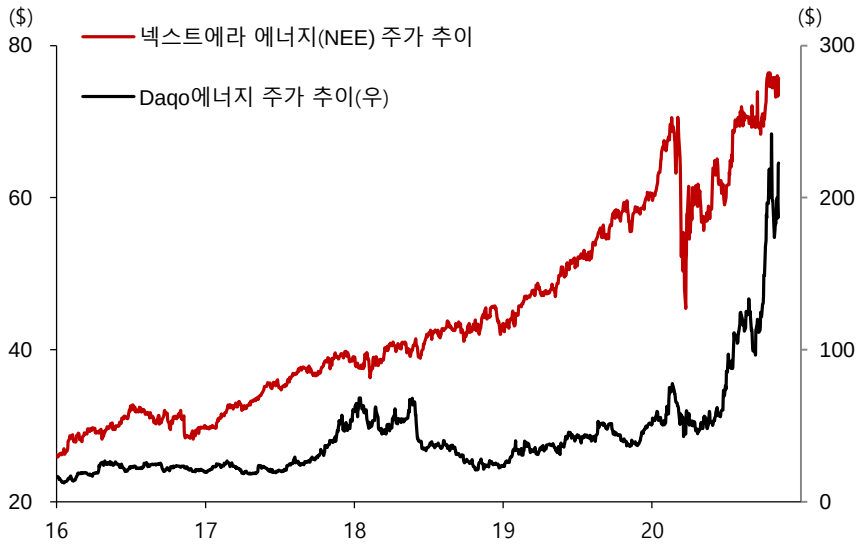
- **바이든의 당선은 그린뉴딜에 대한 관심을 더욱 고조시킬 것**
  - 당선이 유력한 바이든 후보는 기후변화에 관심이 많음. 기후위기 국면을 인식하고, 파리기후협약 재가입을 시사
  - 부임 후 4년간 청정에너지 인프라 투자에 2조달러의 투자계획 발표
  - 2035년까지 전력부문 탄소배출 감소를 선언했고, 재생에너지 사용 확대를 주장
  - 교통분야에서도 탄소배출차량에 대한 규제 시사. 탄소배출 제로 차량을 공공교통시설로 대체
  - 공공 전기차 충전소 설치와 전기/수소차 확대 등으로 공기오염 저감 노력 지속할 것임을 시사

바이든 후보가 발표한 청정 인프라 투자계획 주요 내용

주요내용
4년간 청정 에너지 인프라 구축에 2조달러 투입
100만개의 새로운 일자리 창출
이산화탄소 배출량 최소화한 고효율 주거단지 150만개 건설
기존빌딩 400만개와 주거시설 200만개 업그레이드
정부 이동수단 전기차로 변경
자동차 업계에 친환경 자동차 생산 인센티브 제공
주택 소유자에 친환경 가구 도입 지원
자친환경 차로 변경시 인센티브 제공
2035년까지 전력분야의 이산화탄소 배출량 0 달성
태양광 패널 및 풍력발전용 터빈 각각 500만개, 6만개 설치

자료 : 바이든 홈페이지, SK증권

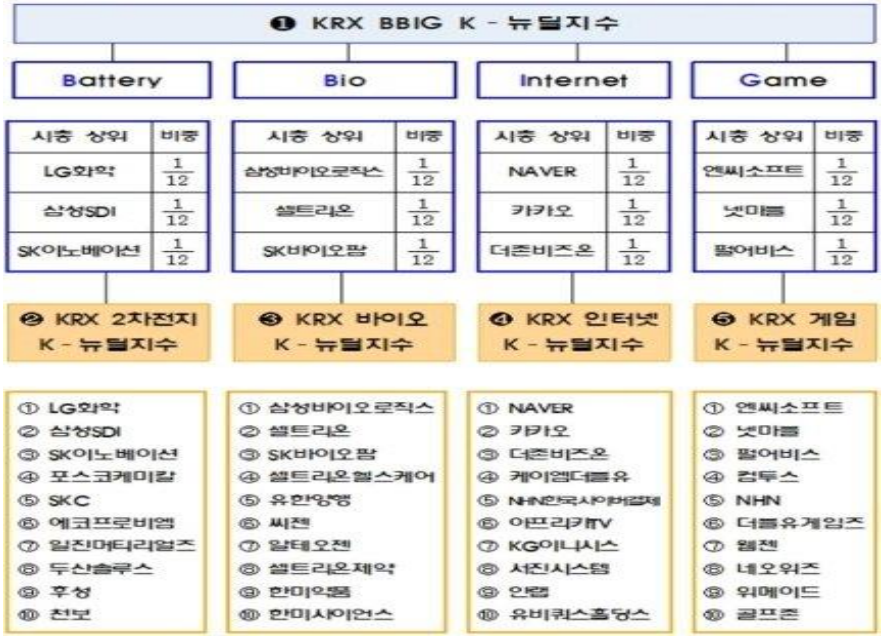
주요 신재생에너지 업체의 주가 흐름



자료 : REFINITIV, SK증권

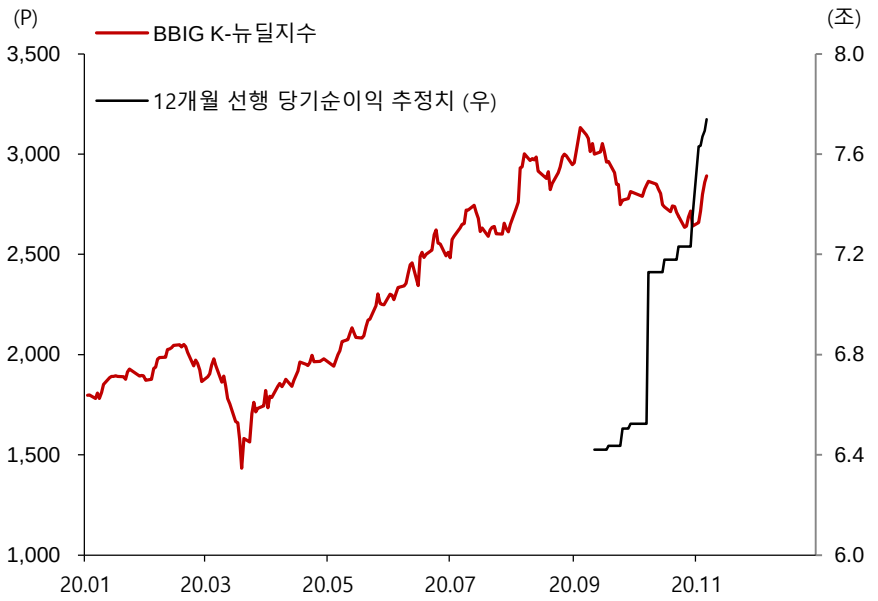
- **BBIG의 실적도 기대된다**
  - BBIG K-뉴딜지수에 포함된 기업들의 실적개선도 기대
  - 국내외 정책 기대감으로 수혜가 기대되는 LG화학을 비롯한 배터리, 오바마케어의 부활 가능성과 코로나19 백신을 필두로 한 신약 개발 기대감이 높은 바이오 업종, 그리고 인터넷 및 게임업종에 대한 긍정적인 시각 유지

BBIG 지수 발표



자료 : 한국거래소, SK증권

반도체 업종 12개월 선행 당기순익 예상치 추이

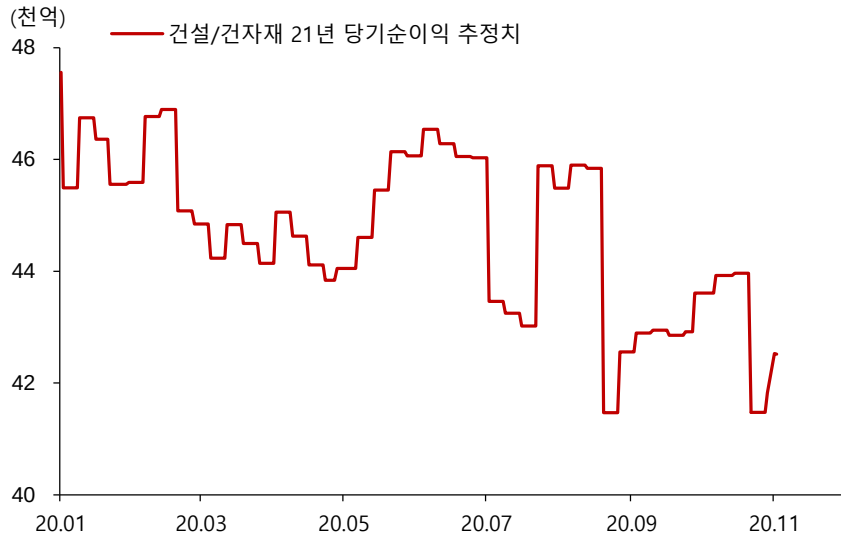


자료 : Quantiwise, SK증권

더 나빠질게 있을까?

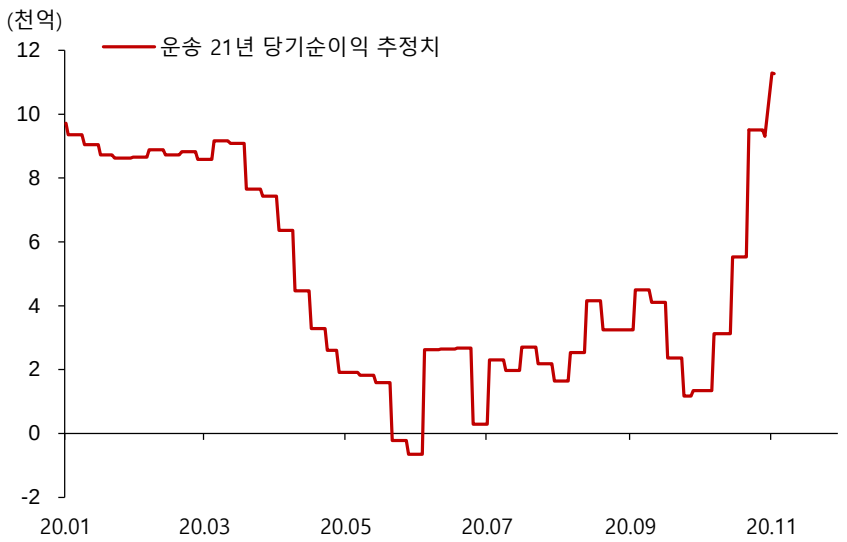
- **트레이딩 관점에서 생각해 볼 수 있는 아이디어**
  - 코로나19의 확산으로 실물경기가 악화되면서 주가가 큰 폭으로 하락했던 업종 중에 실적 반등이 예상되는 업종이 해당
  - 더 이상 주가가 빠지기 어려운 상황에서, 코로나19 확산의 진정 및 백신개발 등으로 인해 경기회복 기대감으로 실적증가의 기대감이 높은 건설, 운송(항공운송)이 트레이딩 관점에서 접근해 볼 아이디어
  - 건설업종은 수주 이연에 대한 기대감이 높고, 운송은 M&A 가능성이 높아 주가측면에서는 긍정적일 것

건설/건자재 업종 12개월 선행 당기순익 예상치 추이



자료 : Quantiwise, SK증권

운송 업종 12개월 선행 당기순익 예상치 추이



자료 : Quantiwise, SK증권

SK증권이 제시하는 2021년 투자 유망 종목

코스피

종목명	시가총액 (조)	P/E	P/B	EPS	당기순이익 (십억원)				투자포인트
					'18	'19	'20F	'21F	
삼성전자	358.8	11.9	1.4	4,117	44,344.9	21738.9	27962.5	35343.5	반도체 업황 개선기대담과 함께 주주환원정책 기대
삼성바이오로직스	51.4	147.9	11.2	3,337	224.1	202.9	220.8	352.1	오바마케어 부활 기대, 장기수요 증가로 신규수주 지속될 것
LG화학	50.8	27.6	2.8	20,067	1519.3	376.1	1570.9	2262.7	국내외 정책 기대감으로 인한 배터리 수요 증가 예상
NAVER	49.4	36.0	5.6	3,876	627.9	396.8	637.0	1515.4	데이터 뉴딜의 기대감과 함께 언택트 경제 활성화 전망
현대차	36.4	9.6	0.6	8,294	1645.0	3185.7	2296.9	5695.7	신차 경쟁력과 함께 소비심리 개선 효과 기대
카카오	32.7	55.7	4.1	5,368	15.9	-341.9	470.2	631.2	데이터 뉴딜의 기대감과 함께 언택트 경제 활성화 전망

코스닥

	종목명	시가총액 (십억원)	당기순이익 (십억원)				투자포인트
			'18	'19	'20F	'21F	
디지털 뉴딜	쏠리드	517.2	11.2	5.4	9	22	국내 5G 커버리지 확대를 위한 중계기 및 인빌딩 중계기 등 핵심 장비 사업 영위
	대아티아이	416.2	6.3	2.3			우리나라 스마트 의료/원격 의료 솔루션 대표 기업
	비트컴퓨터	154.6	-0.2	7.1			한국판 뉴딜 정책에서 핵심 융합 사업으로 거론되는 SOC의 디지털화
그린 뉴딜	이엔드디	252.7	-1.0	6.2	17.3	21.0	차량용 미세먼지 저감 장치 사업 영위, 관련 예산 편성 및 집행과 함께 매출 성장 중
	비나텍	243.3	2.5	4.4	7.4		탄소를 다루는 원천기술을 토대로 차량용 연료전지(PEMFC)핵심 부품인 MEA 기술 보유
	이엠코리아	241.3	-2.7	-16.0			국내 수소충전소 구축 reference 최고 수준, 특히 수전해 방식의 On-Site 충전소 구축 기술은 독보적

2021년 이벤트

※해외선거및국제행사를제외한모든시간은한국시간기준

SK Asset Strategy

1월

3~5	전미경제학회 연례회의
11~14	CES (미국)
20	제 46대 대통령 취임식
20~21	BOJ 통화정책회의
21	ECB 통화정책회의
28	FOMC
28	美 4Q GDP (속보치)
월중	한국은행 통화정책회의
월중	북한 조선노동당 8차 대회
월중	韓/中 4Q GDP (잠정치)

2월

4	BOE 통화정책회의
9	MSCI 분기리뷰
25	美 4Q GDP (잠정치)
월중	한국은행 통화정책회의
월중	FTSE 반기리뷰

3월

11	ECB 통화정책회의
17	네덜란드 총선거
18	FOMC, BOE 통화정책회의
18~19	BOJ 통화정책회의
25	美 4Q GDP (확정치)
25~26	EU 정상회의
31	한국 공매도 금지 기한
3~4월중	보아오 포럼 (중국)
월중	중국 정협 및 전인대
월중	韓 4Q GDP (확정치)

4월

7	한국 재보궐선거
22	ECB 통화정책회의
26~27	BOJ 통화정책회의
27	제50회 NABE 컨퍼런스
29	FOMC
29	美 1Q GDP (속보치)
4~5월중	ASEAN 정상회담(브루나이)
월중	IMF 세계경제전망
월중	美 재무부 환율보고서
월중	韓/中 4Q GDP (잠정치)

5월

6	BOE 통화정책회의
6	영국 지방선거
11	MSCI 반기리뷰
18~21	다보스 포럼
27	美 1Q GDP (잠정치)
5~6월중	이란 대통령선거
월중	한국은행 통화정책회의

6월

10	ECB 통화정책회의
17	FOMC
17~18	BOJ 통화정책회의
24	BOE 통화정책회의
24	美 1Q GDP (확정치)
24~25	EU 정상회의
28~7/1	MWC (스페인)
30	ECB의 PEPP 기한
월중	애플 WWDC (미국)
월중	韓 1Q GDP (확정치)
월중	FTSE분기리뷰, KS200정기변경

7월

1	중국 공산당 창당 100주년
15~16	BOJ 통화정책회의
18	김정은 '원수' 칭호 9주년
22	ECB 통화정책회의
23~8/8	하계 올림픽 (일본)
29	FOMC
29	美 2Q GDP (속보치)
월중	美 재무부 환율보고서
월중	한국은행 통화정책회의
월중	韓/中 4Q GDP (잠정치)

8월

5	BOE 통화정책회의
11	MSCI 분기리뷰
20~29	뉴욕 국제 오토쇼 (미국)
24~9/5	하계 패럴림픽 (일본)
26	美 2Q GDP (잠정치)
월중	중국 베이다이허 회의
월중	한국은행 통화정책회의

9월

3~7	IFA (독일)
5	홍콩 총선거
9	ECB 통화정책회의
19	러시아 총선거
21~22	BOJ 통화정책회의
23	FOMC, BOE 통화정책회의
30	美 2Q GDP (확정치)
월중	韓 2Q GDP (확정치)
월중	FTSE 반기리뷰

10월

1~3/31	World Expo (두바이)
14~15	EU 정상회의
22	일본 총선거
27~28	BOJ 통화정책회의
28	ECB 통화정책회의
28	美 3Q GDP (속보치)
10~11월중	ASEAN 정상회담 (브루나이)
월중	중국 19기 6중전회
월중	IMF 세계경제전망
월중	한국은행 통화정책회의
월중	韓/中 4Q GDP (잠정치)

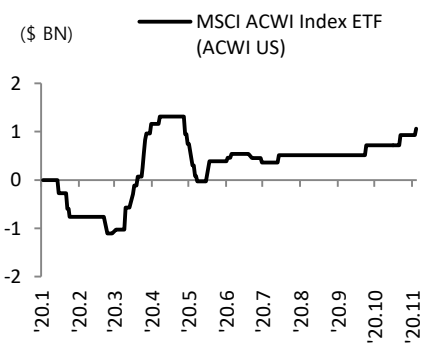
11월

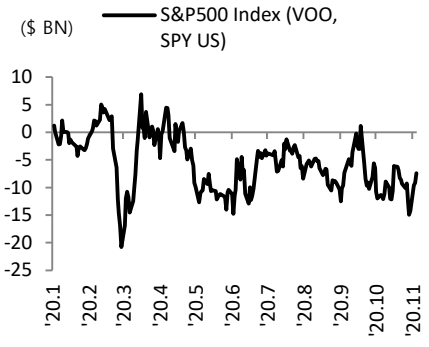
1~12	UN 기후변화 당사국 총회
2	뉴저지,버지니아 주지사 선거
2	시장 선거
4	FOMC, BOE 통화정책회의
11	MSCI 반기리뷰
11	중국 광군제
24	美 3Q GDP (잠정치)
26	미국 블랙 프라이데이
월중	APEC 정상회담 (뉴질랜드)
월중	한국은행 통화정책회의

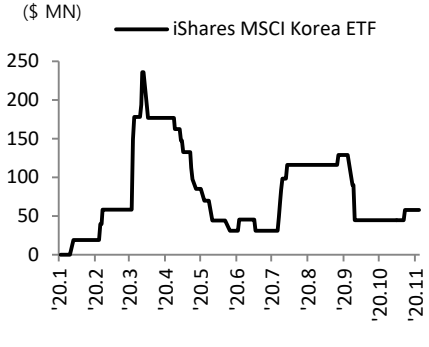
12월

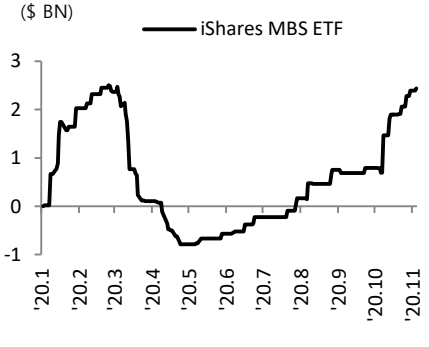
16	FOMC, ECB, BOE 통화정책회의
16~17	BOJ 통화정책회의
16~17	EU 정상회의
19	칠레 대통령 선거
22	美 3Q GDP (확정치)
월중	韓 3Q GDP (확정치)
월중	FTSE분기리뷰, KS200정기변경

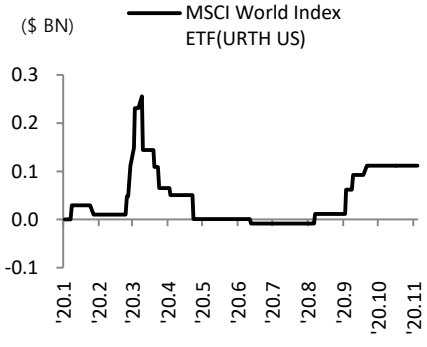
Appendix. 글로벌 ETF 자금 유입 (feat. 미국 대선)

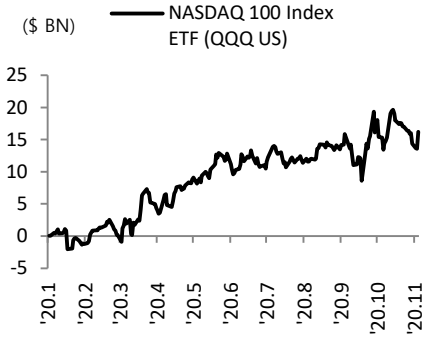


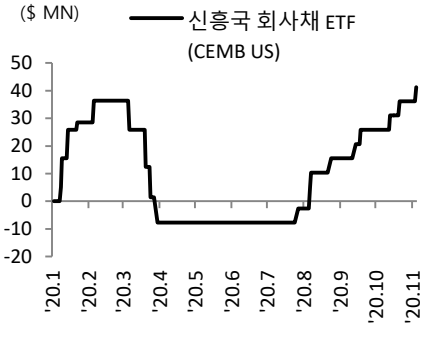


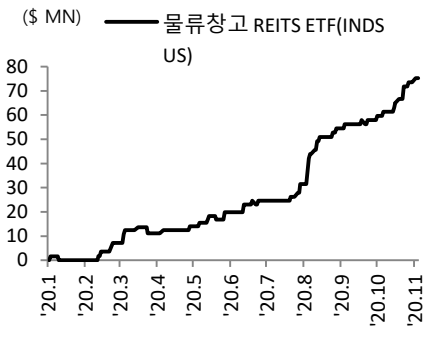


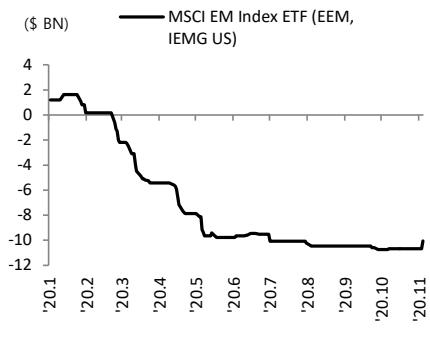


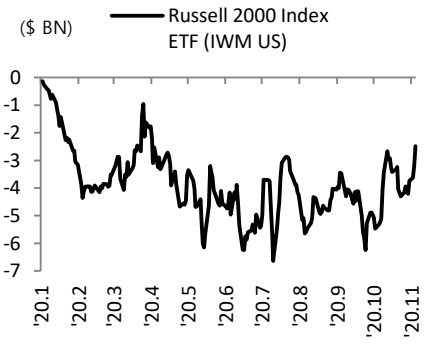


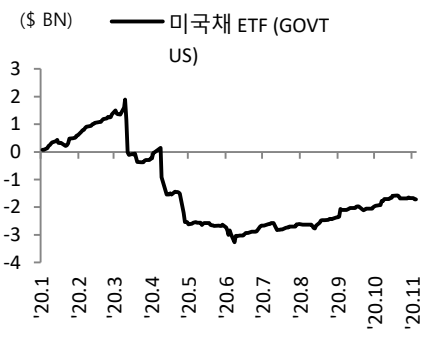


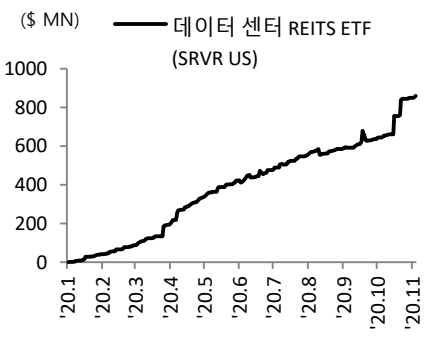






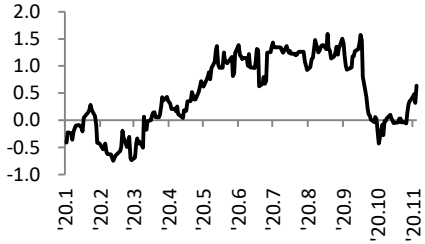




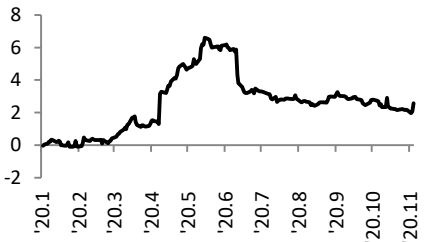


Appendix. 미국 섹터 ETF 별 자금 유입 (feat. 미국 대선)

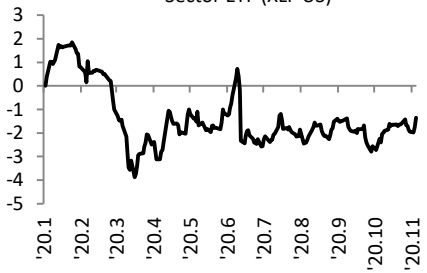
($ BN) S&P500 Technology Sector ETF (XLK US)



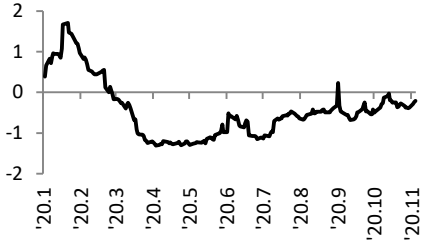
($ BN) S&P500 HealthCare Sector ETF (XLV US)



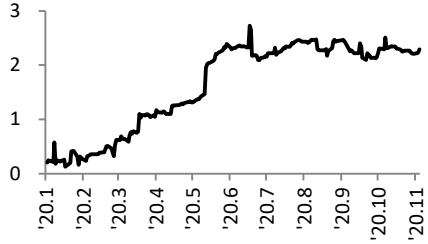
($ BN) S&P 500 Financial Sector ETF (XLF US)



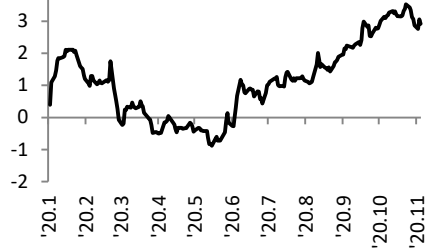
($ BN) S&P500 Consumer Discretionary ETF(XLY US)



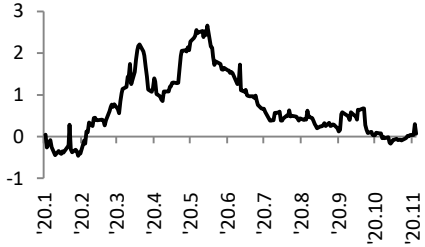
($ BN) S&P500 Communication Service ETF (XLC US)



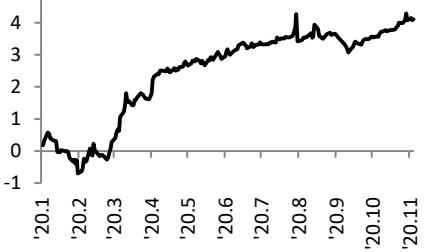
($ BN) S&P500 Industrial ETF (XLI US)



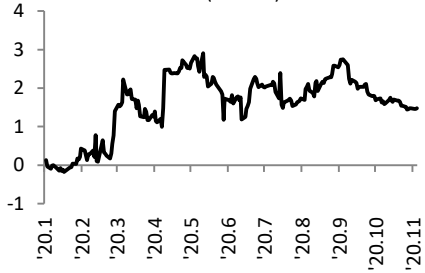
($ BN) S&P 500 Consumer Staples Sector ETF(XLP US)



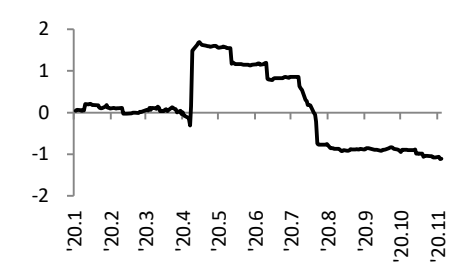
($ BN) S&P 500 Energy Sector ETF(XLE US)



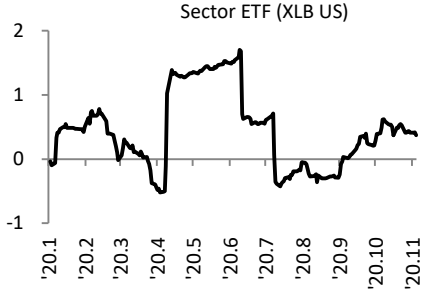
($ BN) S&P 500 Utility Sector ETF (XLU US)



($ BN) S&P500 Real Estate Sector ETF (XLRE US)



($ BN) S&P 500 Material Sector ETF (XLB US)



($ MN) S&P500 Semiconductor Sectoor ETF(XSD US)