

Asset Analysis

SK Research center

2021/05/27

2021년 하반기 자산시장 전망

Long BIGS, with Inflation

자산전략: 이호석 CFA, 3773-9956

R.A. 이재윤, 한승한



SK securities

SK ASSET Analysis



Strategist

이효석, CFA

hslee@sks.co.kr

02-3773-9956

Long BIGS, with Inflation

2021/05/27

작년 5월에 처음으로 제시했던 Short CASH 전략을 제외. 이는 투자 환경이 과거에 비해서 불확실성이 높아지면서 현금 보유의 필요성이 높아졌다고 판단하기 때문. 다만, 현금을 보유해야 하는 이유는 중장기적으로 이어질 자산 가격 상승 사이클에서 지속적으로 포지션을 유지하기 위함이라는 것을 강조함. Long BIGS(대형주 + Battery, Internet, Green, Semiconductor)는 불확실한 투자환경과 기후 변화 과정에서 주도력을 잃지 않을 것으로 예상되어 유지하였으며, 하반기에 진행될 테이퍼링에 대한 시나리오에 따라서 인플레이션을 대하는 전략을 With Inflation / Short Inflation / Without Inflation으로 구분하여 제시함

● 자산 가격 상승의 크기는 정하는 것은 디플레이션의 크기. 그 과정에서 우리가 함께할 대상은 인플레이션

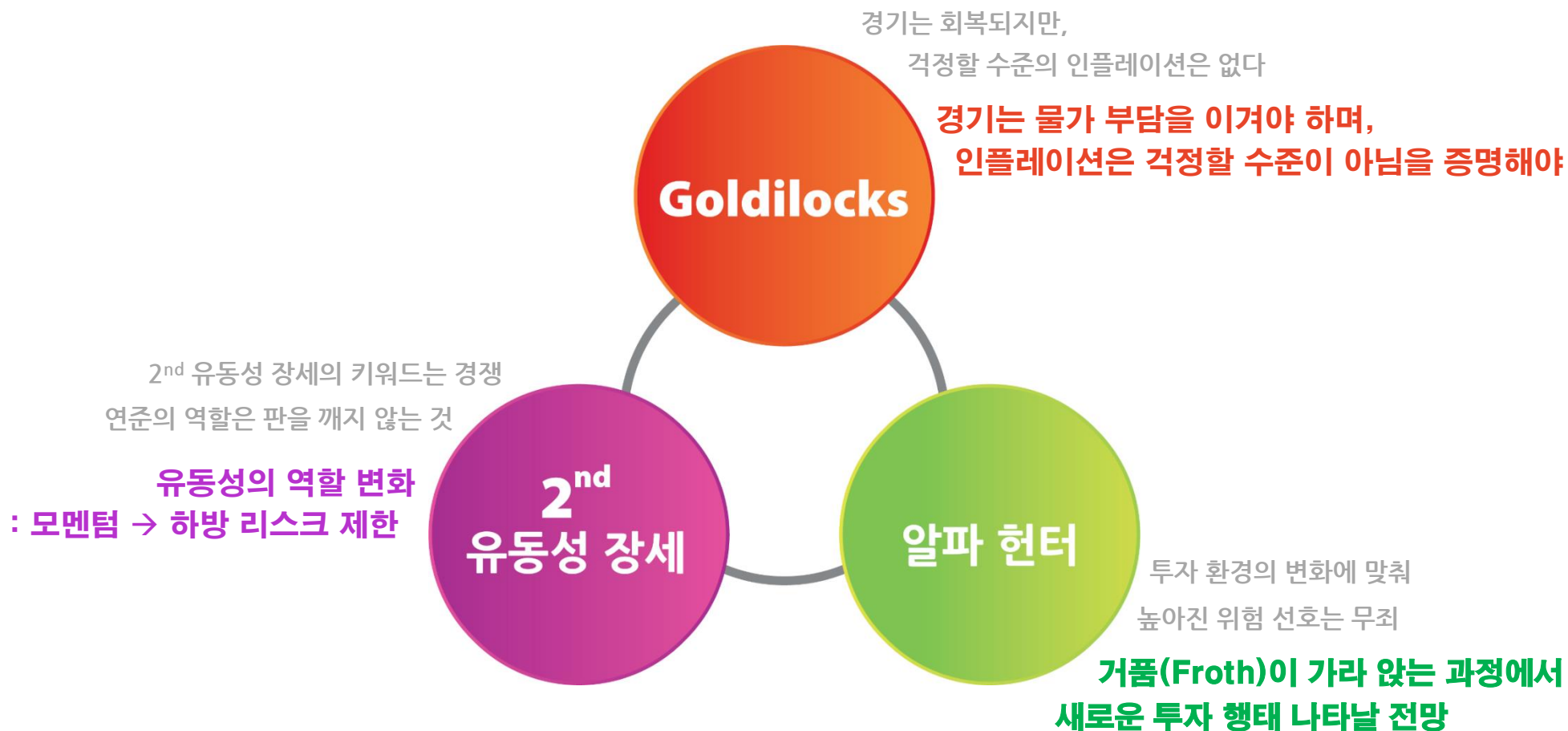
금융위기 이후, 당연하게 받아들여지고 있는 불편한 진실은 “경제가 안 좋아야 주가가 오른다”는 것. 한번쯤 진지한 고민이 필요한 시점. 이 불편한 진실이 지속되는 것은 옳은가? 언제까지 지속될 수 있는 것인가? 지금은 노이즈(글로벌 공급망 이슈) 때문에 ‘통제되지 않을 지도 모르는 인플레이션’이 걱정인 상황이지만, 연준의 정책은 인플레이션이 올 때까지 지속될 것. 인플레이션 없이 통화량을 공급하려면, 디플레이션 압력도 같이 커줘야 한다는 것이 포인트. 이유는 자산 가격 상승은 디플레이션의 더 이상 커지지 못할 때 끝나기 때문. 테이퍼링 시나리오에 따라 인플레이션을 대하는 방법이 결정될 전망.

● 유동성은 모멘텀이 아니라, 하방을 막아주는 역할로 변화. 시장의 생각을 연준이 앞서가긴 어려워

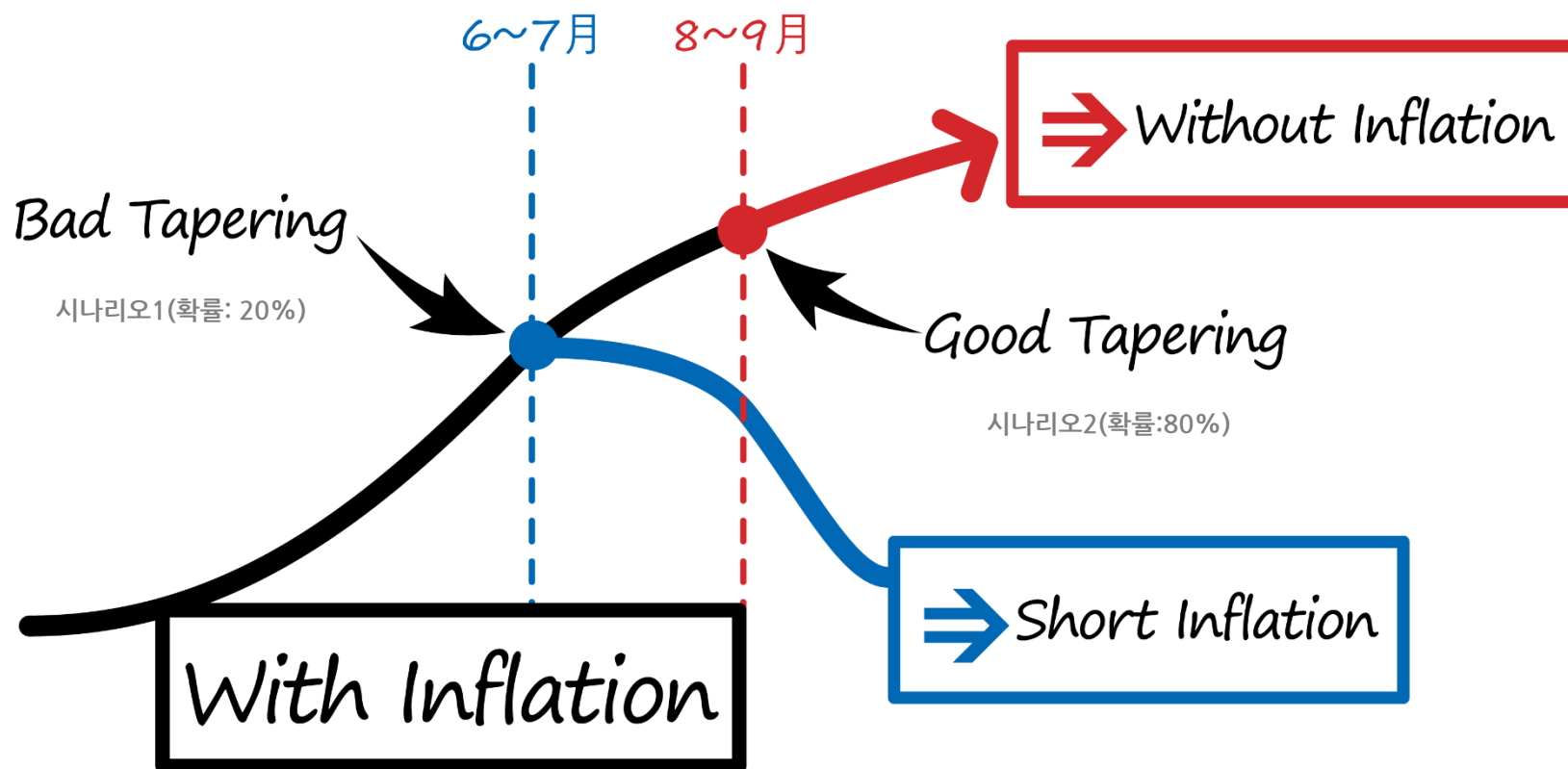
중장기 자산 전략을 수립하기 위해서는 유동성의 역할을 판단하는 것이 중요. 가장 빠른 시나리오를 감안하더라도 테이퍼링 종료는 내년까지는 어려울 전망. 다만, 유동성은 그동안 자산 가격을 상승시키는 모멘텀의 역할을 했다면, 이제는 하방을 매우 단단하게 막아주는 역할을 할 것. 이는 Short 전략을 추천하지 못하는 이유가 됨. 연준의 정책은 시장의 생각보다 앞서가기 어려운 구조로 대 전환됨. TIPS에서 연준의 보유 비중이 작년 10%에서 현재 25%까지 증가했다는 것이 결정적인 근거.

● KOSPI Target price 3,500pt 유지, 중장기 전망에서 고려해야 할 키워드로 ‘좌초자산’을 제시

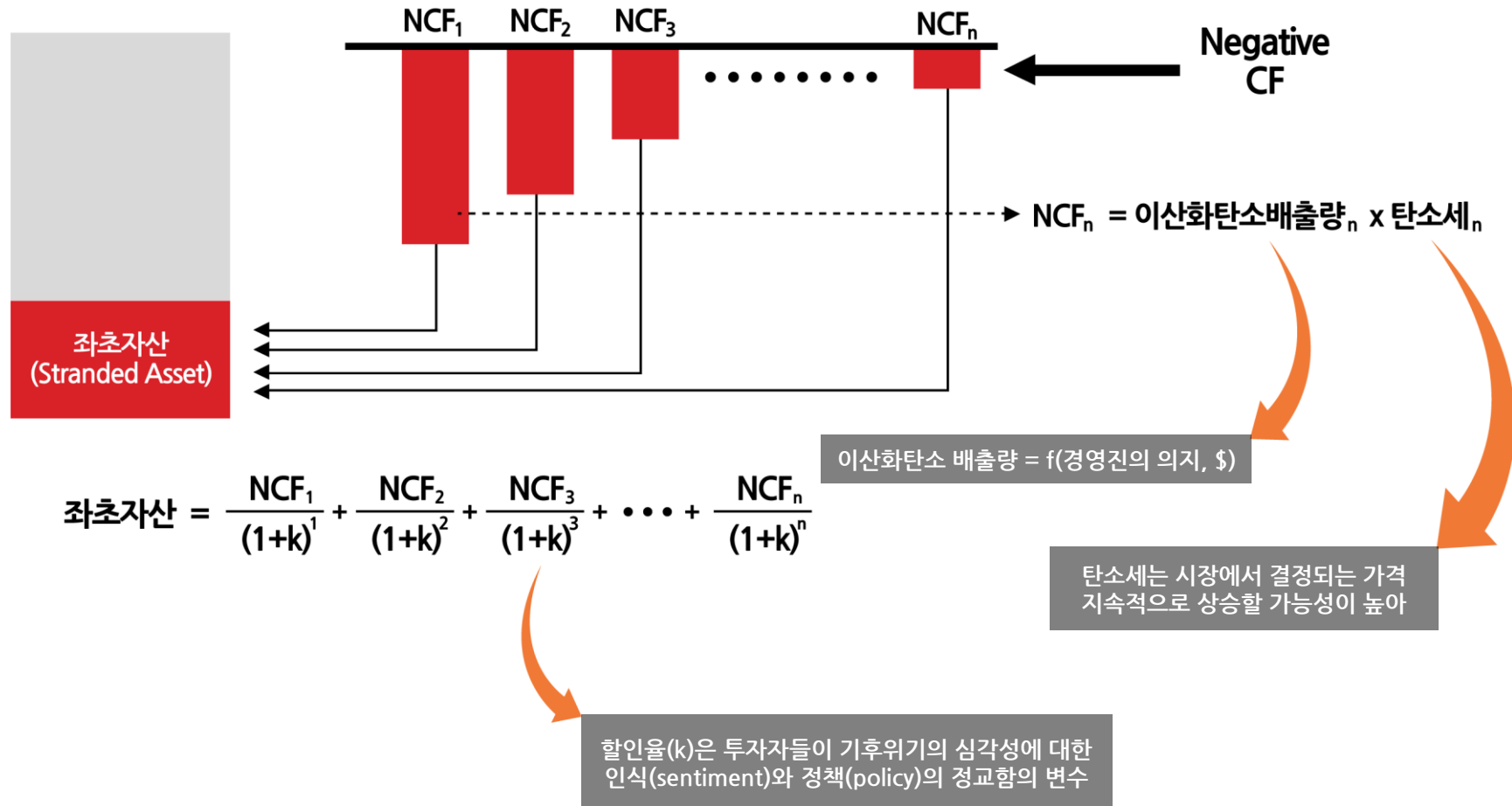
올해 KOSPI의 실적 추정치는 이례적으로 빠르게 상향조정 되고 있음. 과거에 연중 상향 조정되었던 2010년과 2017년과 비교해보면, 업종의 분포나 이익의 질(quality)이라는 관점에서 압도적 우위를 확인할 수 있음. 실적의 방향성이 반대로 갈 가능성이 매우 낮다는 것을 의미. SK증권이 실시한 설문조사(응답자 : 2,237명)에 따르면, 최근 불확실성 확대에도 불구하고, 투자자들의 주식에 대한 선호도는 큰 변화가 없는 것으로 확인됨. 이러한 부분을 감안하며, KOSPI의 Target price는 3,500pt로 유지하며, 중장기적으로 긍정적인 시각을 유지함. 또한 중장기 전략을 수립하기 위해서 ESG를 고려해야 하는데, 그 과정에서 반드시 정량화해야 하는 문제를 생각해봐야 하며, 그 기준을 ‘좌초자산(stranded asset)’으로 제함.



Noise Inflation



Without inflation = with “Sustainability” thinking “Stranded asset”



● Long BIGS (대형주 + Battery, Internet, Green, Semiconductor)

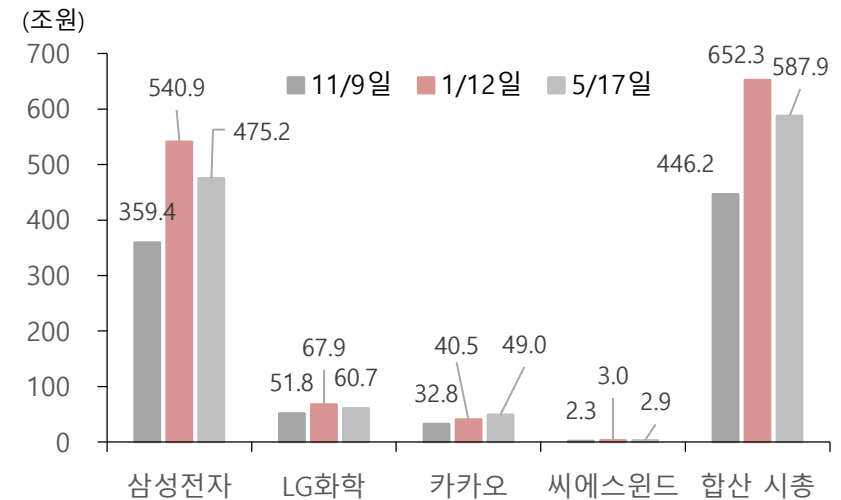
- 연간 전망을 했을 당시에 비해서 대표 종목의 시가총액은 +31.7% 상승. 하지만, 1/12일 고점 대비로는 오히려 -9.8% 하락하면서 부진한 흐름을 보였음. 1월 이후, 전략 수정이 필요했으나, 적절한 대응을 하지 못했다는 점은 오점으로 남아
- 원인 분석 : 1)가장 먼저 투자자들의 위험 성향이 피크아웃 했다는 점, 2)백신 접종 속도 및 경기 회복 속도가 예상보다 빨라지면서 골디락스(Goldilocks)에 대한 의구심이 커지는 상황, 또한 3)유동성의 역할에 대한 고민도 시작되고 있음
- 이제 BIGS는 대형주 상징하며, 불확실한 환경과 기후 위기 극복 과정에서 살아남을 수 있는 가능성이 높다는 것을 의미

BIGS 주요 종목의 주가 수익률 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

1/12일 전후, BIGS 대표 종목들의 시가총액 변화

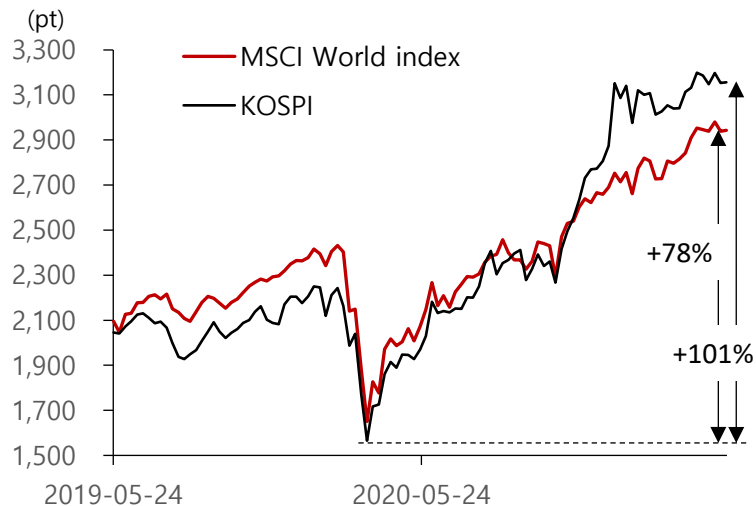


자료 : Bloomberg, SK증권

● “Short CASH”는 화폐가치 하락에 따른 기회비용을 줄이기 위한 노력을 상징

- SK증권은 2020년 5월 이후, 지속적으로 Short CASH 전략을 제시해 왔음
- 2021년 하반기 전망에서는 화폐가치의 하락에 따른 자산 가격 상승은 충분히 반영되었다고 판단하여 해당 전략을 삭제
- 예상치 못한 물가 상승을 이겨내는 경기 회복과 걱정하지 않아도 될 인플레이션이 확인되는 과정이 필요
- 유동성의 역할은 모멘텀이 아닌 하방 리스크를 제한하는 것으로 바뀔 가능성이 커
- 테이퍼링 시나리오에 따라서 **With inflation/Without inflation/Short inflation** 으로 수정하여 제시할 계획

모든 것의 가격이 올랐으며, 투자자들의 생각도 바뀌었다



자료 : Bloomberg, SK증권

마이너스 금리로 거래되는 채권이 줄어들고 있다는 것은 유동성의 역할 변화 시사

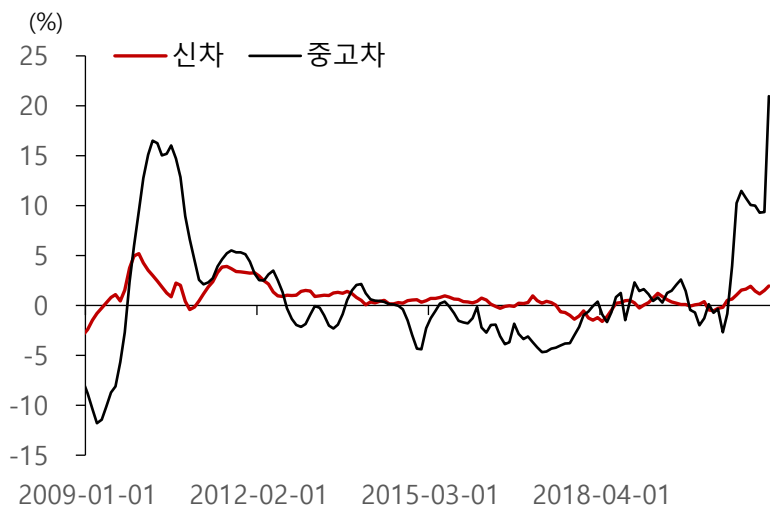


자료 : Bloomberg, SK증권

● 사실상 테이퍼링에 대한 논의는 시작되었지만, 구체적인 계획이 나오는 시점이 중요

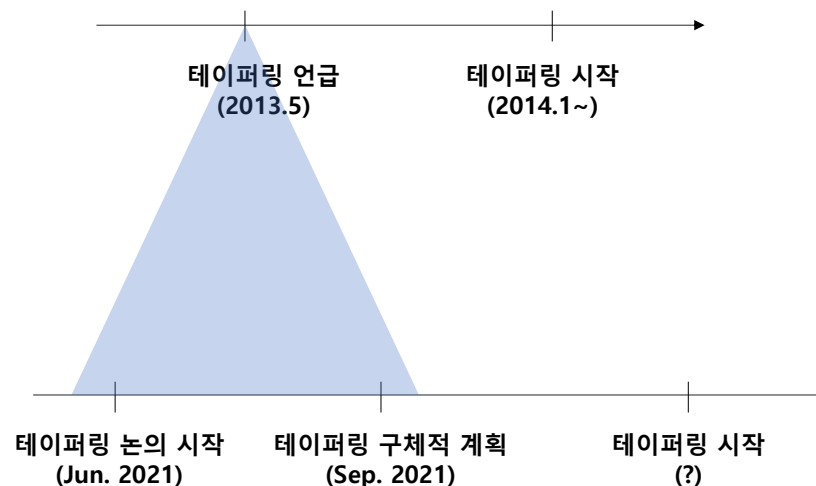
- 현재 확인되고 있는 인플레이션이 지속 가능하지 않고, 일시적(transitory)이라는 점에 대한 이견은 많지 않은 상황
- 다만, 현재 시점에서 가장 문제가 되는 것은 글로벌 밸류체인 교란에 따른 **“통제 불가능할 수도 있는 인플레이션”**
- 따라서 테이퍼링 논의는 상품 가격 진정 여부와 기저효과 소멸 이후, 인플레이션의 궤적, 그리고 경기 회복 속도에 따라서 결정될 전망. 2013년 당시에 비해서 테이퍼링에 따른 충격을 최소화하기 위한 여러가지 장치들이 있다는 점 감안할 필요
- **다만, 테이퍼링에 대한 구체적인 계획이 발표되는 시점을 전후로 시장의 색깔(Color)이 바뀔 가능성에 대비해야**

차량용 반도체 쇼트지의 나비효과 : 중고차 가격 상승



자료 : Bloomberg, SK증권

이전 보다 더 세밀하게 준비하고 있는 테이퍼링은 총 3단계로 구성되어 있음



자료 : SK증권



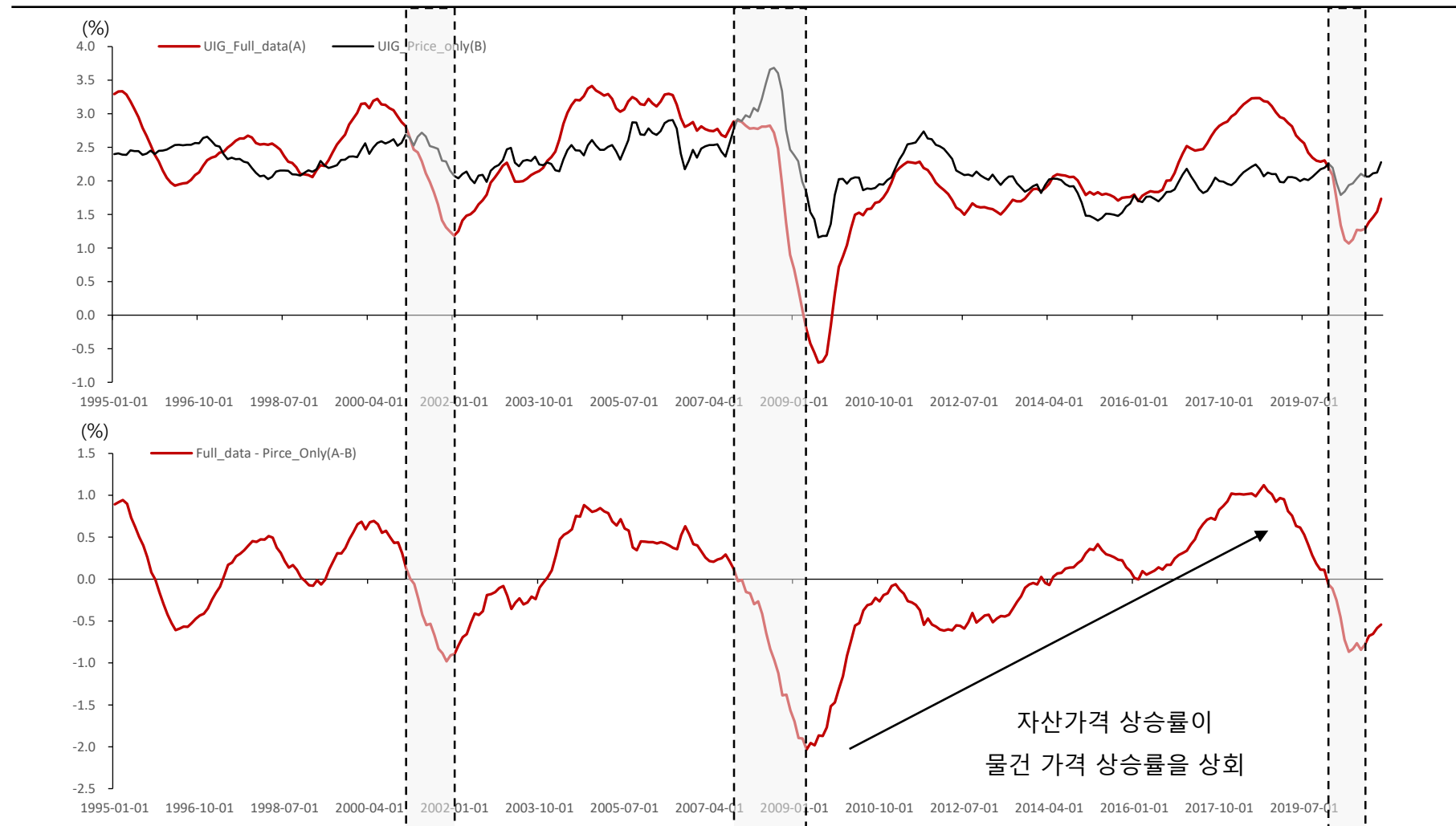
Long BIGS, with Inflation

Chapter 01

자산 가격 상승의 크기는
디플레이션이 정한다

자산가격 상승은 질병(disease)이며, 질병의 근본 원인은 디플레이션

자산가격의 상승속도(A-B)가 물건가격의 상승속도(B)를 상회하는 구간이 당분간 지속될 전망

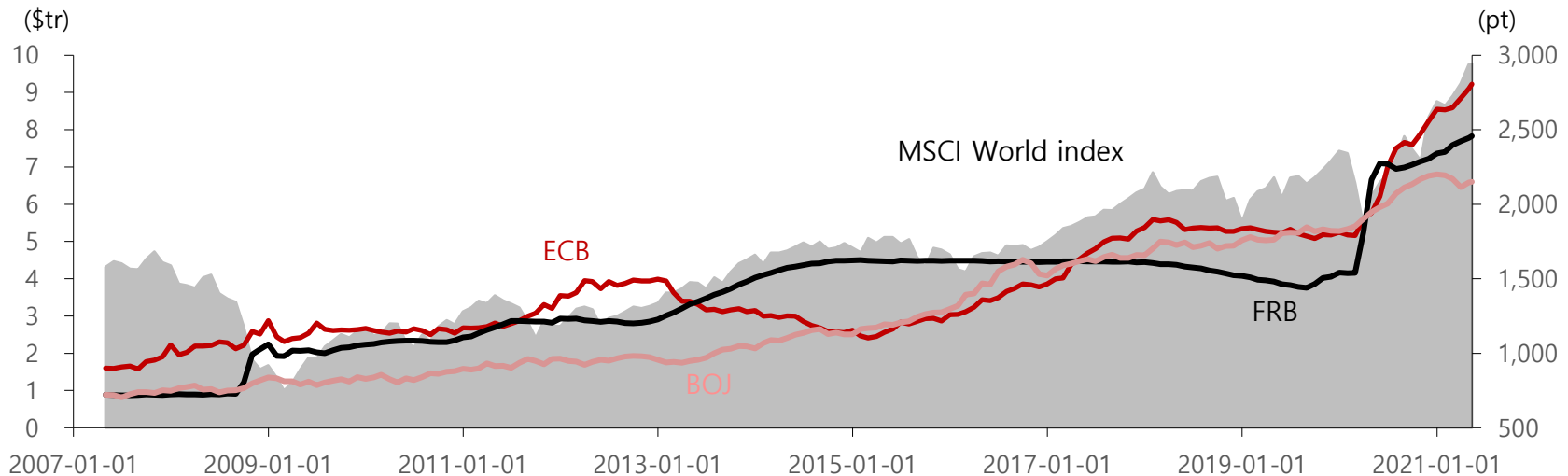


자료 : NY Fed, SK증권

경제지표가 안 좋아야 주가가 오르는 것은 당연한 것인가?

- 2008년 금융위기 이후, 너무나도 당연하게 받아들여지고 있는 불편한 진실 : 경제가 안 좋아야 주가가 오른다
 - 2008년 금융위기 이후, 투자자들 사이에서 공식처럼 자연스럽게 받아들여지고 있는 불편한 진실은 “경제가 안 좋으면, 부양책을 계속 쓸 수 밖에 없기 때문에 주가가 오른다는 것” 그런데, 이러한 현상은 과연 옳은 것인가?에 대한 질문이 필요
 - 유동성의 크기가 지수를 설명할 수 있는 모든 것은 아니어도 상당히 많은 부분을 설명할 수 있다는 것을 의미
 - 이 질문은 자산가격이 상승하는 것을 좋은 것이 아니라, 질병(disease)으로 바라보면 좀 더 명확하게 대답할 수 있음
 - 양적완화를 포함한 부양책 때문에 양극화는 심화되었음. 그렇다면, 양적완화는 해서는 안되는 것이었나?

너무 쉽게 “경제가 안 좋아야 주가가 오른다”는 불편한 진실을 이야기하지만, 이는 유동성이 지수를 설명할 수 있는 모든 것은 아니어도 상당히 많은 부분을 설명할 수 있다는 것을 의미



누가 5명은 놀아야 한다고 결정한 것인가?

● 잠재성장률과 NAIRU를 통해서 얻을 수 있는 힌트

- 잠재성장률은 ‘인플레이션을 유발하지 않는 범위에서 도달할 수 있는 가장 높은 성장률’을 의미
- NAIRU(Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) 는 인플레이션을 유발하지 않는 선에서 도달 할 수 있는 가장 낮은 실업률을 의미. 즉, 실제 실업률이 NAIRU 보다 더 낮아질 경우, 인플레이션이 나타날 수 있다는 것을 의미
- 2008년 금융위기 이후, 저금리/유동성 환경이 지속될 수 있었던 이유는 역설적으로 아직 나타나지 않은 인플레이션 때문이며, 인플레이션 없이 저금리/유동성을 지속적으로 공급해줄 수 있었던 이유는 **“디플레이션 압력”이 컸기 때문**

잠재성장률 vs. 실질성장률, NAIRU vs. 실업률



자료 : 인터넷, SK증권

현재 상황은 실제로 얼음(Noise)이 떨어지면서 물이 넘칠 수도 있다는 우려가 생기는 구간



자료 : 인터넷, SK증권

실질중립금리(R-star)를 잘못 추정했다면, 누구 책임인가?

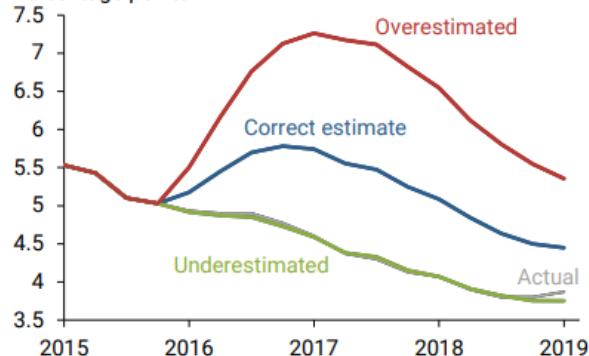
● The Asymmetric Costs of Misperceiving R-star, FRB, Andrea Ajello 외 3(Jan. 2021)

실질 중립금리를 지나치게 높게 추정했을 때의 경제적 비용이 반대의 경우에 비해서 훨씬 더 큰 것으로 확인

작년 8월 FOMC의 AIT 도입은 R-star를 잘못 추정했을 때 생길 수 있는 경제적 비용을 낮추기 위한 방안으로 이해할 수 있음

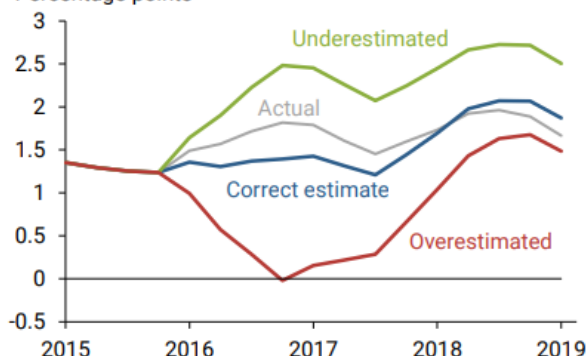
A. Unemployment

Percentage points



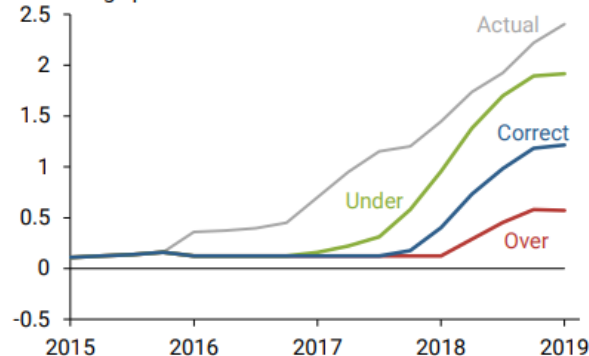
B. Inflation

Percentage points



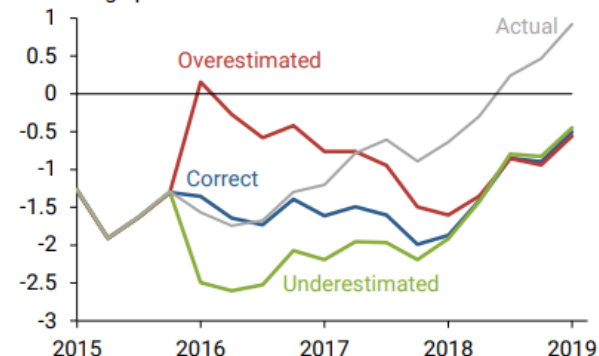
C. Federal funds rate

Percentage points



D. Real federal funds rate

Percentage points



* 조사기간 : 2016~19년
(美통화정책 정상화 구간)

* **실질중립금리(r^*)**를 부정확하게 추정(misperception)했을 경우에 생기는 효과 관찰

* r^* 를 2% 높게 추정한 경우, 제대로 추정한 경우에 비해서 실업률은 최대 1.7% 높아지는 것으로 나왔지만, 반대로 2% 낮게 추정한 경우에는 1.2%p 낮아지는 것으로 확인

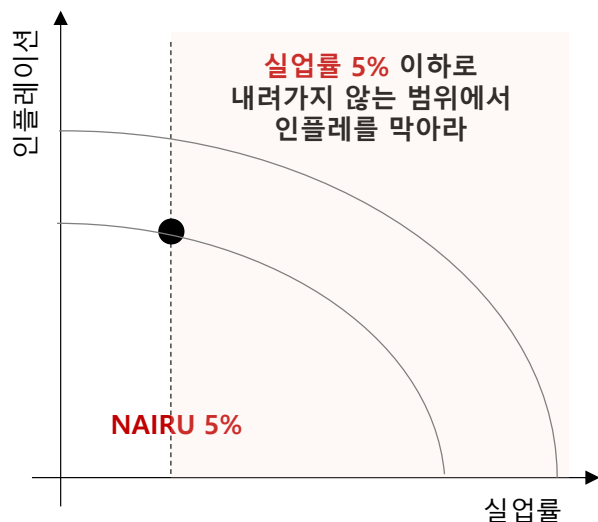
* 높게 추정한 경우, 기회비용이 더 큰 것으로 확인됨

* **AIT 도입의 의미를 재확인**

● 사실상 테이퍼링에 대한 논의는 시작되었지만, 구체적인 계획이 나오는 시점이 중요

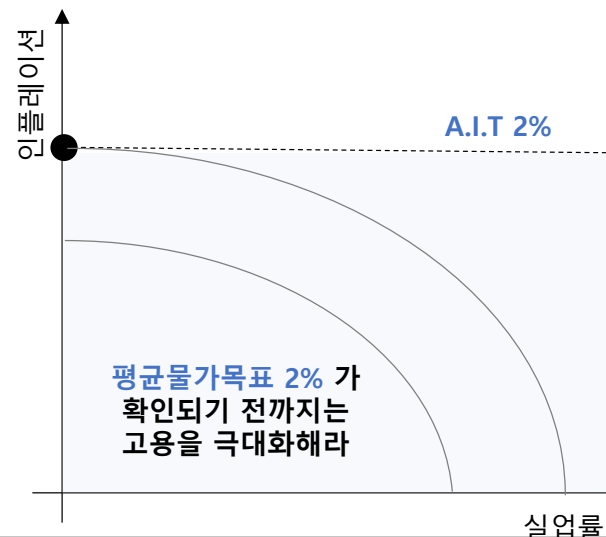
- 현재 확인되고 있는 인플레이션이 지속 가능하지 않고, 일시적(transitory)이라는 점에 대한 이견은 많지 않은 상황
- 다만, 현재 시점에서 가장 문제가 되는 것은 글로벌 밸류체인 교란에 따른 **“통제 불가능할 수도 있는 인플레이션”**
- 따라서 테이퍼링 논의는 상품 가격 진정 여부와 기저효과 소멸 이후, 인플레이션의 궤적, 그리고 경기 회복 속도에 따라서 결정될 전망. 2013년 당시에 비해서 테이퍼링에 따른 충격을 최소화하기 위한 여러가지 장치들이 있다는 점 감안할 필요
- **다만, 테이퍼링에 대한 구체적인 계획이 발표되는 시점을 전후로 시장의 색깔(Color)이 바뀔 가능성에 대비해야**

차량용 반도체 쇼트지의 나비효과 : 중고차 가격 상승



자료 : Bloomberg, SK증권

이전 보다 더 세밀하게 준비하고 있는 테이퍼링은 총 3단계로 구성되어 있음

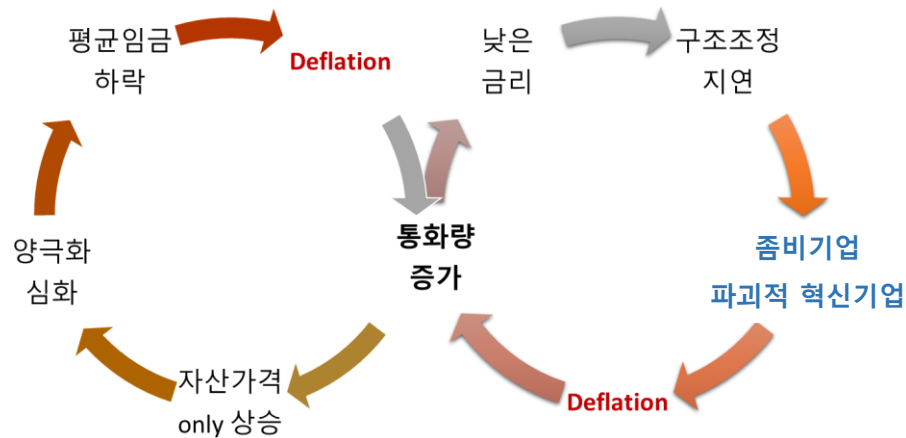


자료 : Bloomberg, SK증권

● 디플레이션을 막기 위한 정책이 오히려 디플레이션을 만드는 악순환으로 이어짐

- zombie 기업이 디플레이션 압력이라는 점은 여러 차례 강조한 바 있으며, zombie 기업은 Covid-19 이후, 크게 증가
- 반대로 유니콘 or 파괴적 혁신 기업 역시 강력한 디플레이션 압력이며, 이들이 만드는 디플레 압력도 더 커지고 있음
- 쿠팡 사례를 보면서 투자의 관점에서 생각해야 할 포인트는 고평가 자체가 아님. 오히려 1)이들의 존재할 수 있는 이유가 디플레를 막기 위한 조치(저금리, 유동성)라는 점, 2)이들 혁신 기업의 목표는 이익을 내는 것이 아닌, 가격 파괴를 통한 시장 점유율 확대라는 점, 3)아마존 키즈, 쿠팡 키즈 처럼 앞으로도 지속적으로 매크로에 더 큰 영향을 줄 것이라는 점임.

디플레이션의 악순환



자료 : SK증권

쿠팡과 로블록스가 알려주는 사실은 앞으로도 “디플레이션 압력”은 더 커진다는 것



쿠팡의 가격 파괴

로블록스 - 가상현실



자료 : SK증권

● 유니콘과 좀비기업의 차이점과 공통점

- 유니콘은 무형자산(NEW)에 기반한 비즈니스를 하는 반면, 좀비기업은 유형자산(OLD)에 기반한 사업을 영위
- 무형자산은 담보로 인정되지 않기 때문에 은행대출이 불가하며, 따라서 유니콘 기업은 대부분 IPO 또는 Equity 를 통해 조달하기 때문에 성장을 추구할 수밖에 없지만, 좀비기업의 경우, 대부분 대출로 자금을 조달 받기 때문에 안정을 추구
- 유니콘은 성장을 통해서 이익을 희생하고, 좀비기업은 안정을 추구하기 위해서 성장을 포기. 돈을 벌지 않는다는 공통점
- 부도가 나지 않고, 오히려 저금리와 유동성의 힘으로 지속적으로 영향력을 확대하면서 디플레이션을 유발

	유니콘(파괴적 혁신기업)	좀비기업
차이점	NEW(무형자산)	OLD(유형자산)
	자본(Equity)으로 자금을 조달해야 함	이미 대출(Loan)로 자금을 조달한 상황
	이익보다는 성장하는 모습을 보여줘야 함	성장보다는 안정을 추구할 수밖에 없음
공통점	돈(\$)을 벌지 못한다 or 않는다	
	죽지 않는다, 유동성과 저금리를 기반으로 지속적으로 확대되며, 영향력을 키운다	
	좋은 디플레이션(소비자 가격 안정)과 나쁜 디플레이션(기존 사업자 위협)을 동시에 유발한다	

● 서머스의 변심, 인플레를 심각하게 걱정하다

- 서머스는 재정정책의 필요성을 강하게 이야기해왔던 대표적인 인물. 하지만, 지난 2/5일, "물가 급등 리스크"를 경고.
- 파월 연준의장과 옐런 재무장관이 물가 리스크를 무시하고, 계속 부양책을 쓴다는 말을 하는 것 자체가 물가 불안 요인

● 올리비아 블랑샤르 IMF 前수석 이코노미스트 역시 재정정책의 중요성을 강조했던 인물

- 블랑샤르는 마이너스 GDP Gap이 완전히 축소될 때까지 부양책을 지속해야 된다는 점을 강조
- 하지만, 최근 그는 PIIE와의 인터뷰를 통해서 바이든 정부의 부양책이 가져올 인플레이션을 우려

재정정책의 필요성을 가장 강력하게 피력했던 서머스



자료 : 인터넷, SK증권

올리비아 블랑샤르 - 마이너스 GDP gap을 채우기전까지 부양책을 계속 해야된다



자료 : 인터넷, SK증권

● 주장의 핵심은 마이너스 GDP Gap을 커버할 수 있을 정도의 부양 규모와 필립스 커브 부활

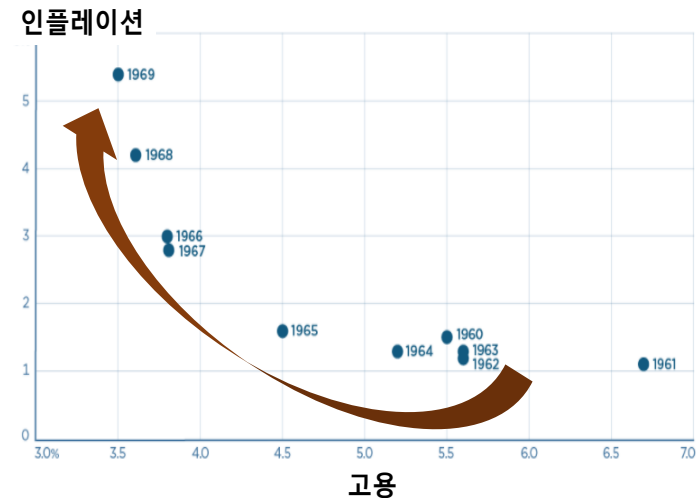
- 美잠재성장률 1.7%과 작년 미국의 GDP 2.5% 감소를 감안한 마이너스 GDP Gap은 약 4.2% 수준(약 0.9조 달러)
- 작년 12월에 통화간 0.9조달러의 프로그램에 1.9조달러가 추가될 경우, 충분히 커버 될 수 있는 수준이라는 것
- 필립스 커브(1960~67년)를 통해 美정부가 추진한 부양책 때문에 인플레이션이 6%까지 갑자기 상승했던 사례 소개
→ 고용이 인플레이션에 미치는 영향이 제한적일 것이라는 시장의 전망에 반대함
- 참고로 파월의장은 최근 기자회견에서 고용과 인플레의 관계는 이미 오래전에 사라졌다고 이 논리를 일축한 바 있음

바이든 정부의 프로그램 1.9조달러로 예상되는 총수요

	프로그램 지출액 (\$bn)	승수	예상 수요 증가 효과 (\$bn)
개인Rebate	520	0.8	416
실업보험	320	1.5	480
보건의료	160	1.5	240
공공투자	325	1.5	487
지역 원조	520	1.1	572
총합	1,845		2,196

자료 : PIIE, Olivier Blanchard, SK증권

필립스 커브의 추억(1960년대)



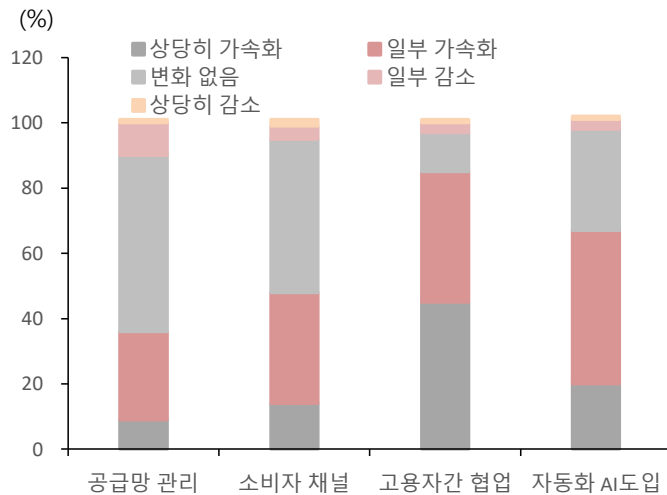
자료 : PIIE, Olivier Blanchard, SK증권

그러나 문제는 고용, 유효한 수요가 지속되기 어렵다는 점

● 코로나19가 만든 고용회복의 마찰적 요인(McKinsey)

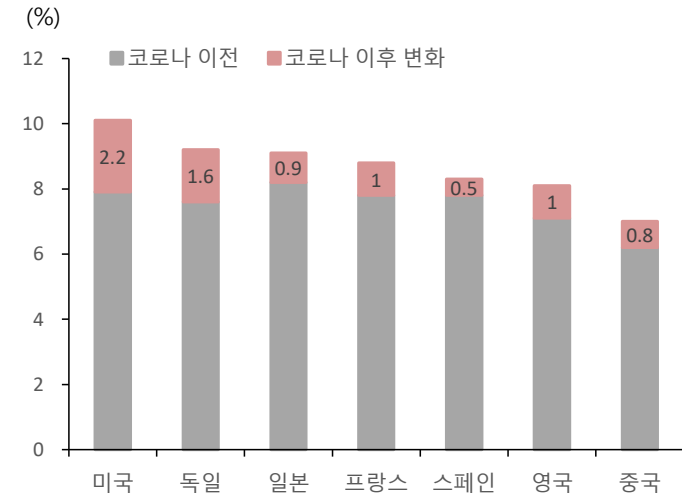
- McKinsey의 미국의 CEO 800명을 대상으로 진행한 설문조사에 따르면, 코로나19 이후, 경영진들 사이에서 사람이 할 수 있는 일의 상당 부분을 자동화와 AI를 통해서 해결할 수 있다는 인식이 크게 확산되고 있다는 것을 알 수 있음
- 또한 향후 일자리가 줄어들 것 같은 섹터와 늘어날 것 같은 섹터가 뚜렷하게 구분된다는 사실도 알 수 있음
- 결과적으로 2030년까지 새로운 일자리를 찾아야 되는 사람이 8개 국가에서 1억 명에 육박할 전망
- 호텔에서 일자리를 잃은 분이 코딩을 배워야 하는 상황에 비유 가능. 이 과정에서 구직 포기자가 늘어나는 것도 문제

코로나19 이후, 디지털과 자동화에 대한 경영진의 인식 변화



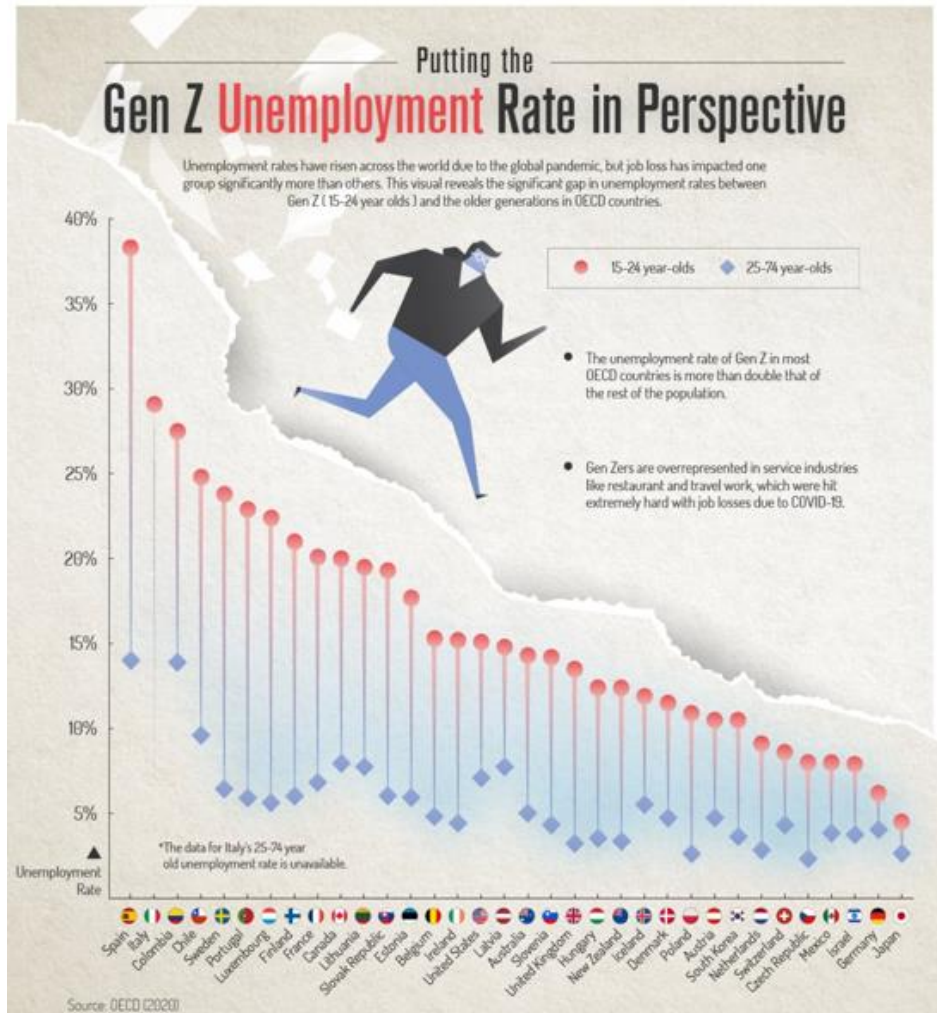
자료 : McKinsey, SK증권

2030년까지 새로운 일자리를 찾아야 하는 노동자 비중



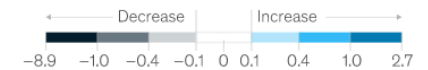
자료 : McKinsey, SK증권

Gen Z의 고용 상황은 심각한 수준, 고용 회복의 마찰요인이 있는 이유



The mix of occupations may shift by 2030 in the post-COVID-19 scenario.

Estimated change in share of total employment, post-COVID-19 scenario, 2018 to 2030,¹ percentage points



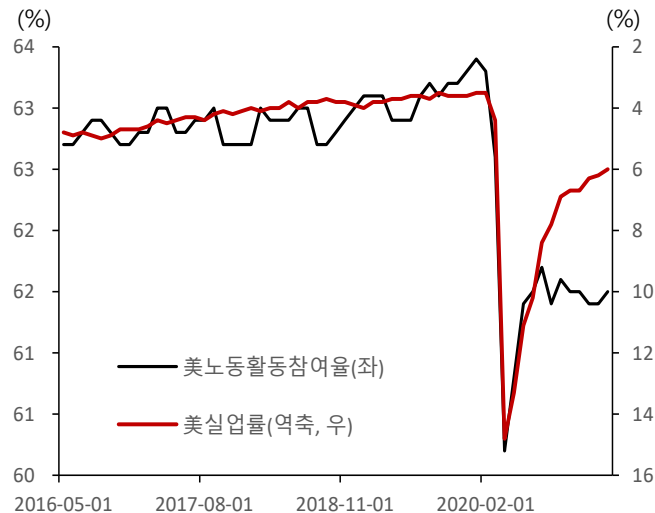
Occupational category	United States	Spain	United Kingdom	France	Germany	Japan	China	India
Health aides, techs, care workers	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue
STEM professionals	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue
Health professionals	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue
Managers	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue
Business/legal professionals	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue
Creatives and arts management	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue
Transportation services	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue
Educator and workforce training	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue
Property maintenance	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue
Community services	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue
Builders	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue
Mechanical installation and repair	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue
Customer service and sales	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue
Food services	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue
Agriculture	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue
Production and warehousing	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue
Office support	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue	Dark Blue

출처 : McKinsey, SK증권 / 국가별로 일자리가 늘어나고 줄어드는 섹터가 뚜렷한 차이를 보임
 푸른색일 수록 일자리가 늘어나는 업종을 의미하며, 검정색은 일자리가 줄어드는 업종
 일자리가 늘어나는 대표적인 업종은 헬스케어, 기술, 크리에이터 등
 반면, 일자리가 줄어드는 섹터는 고객 서비스나 판매 조직, 음식 서비스, 오피스 직군 등임

● 긴축의 시장에 대한 논란은 여전히 지속되고 있어

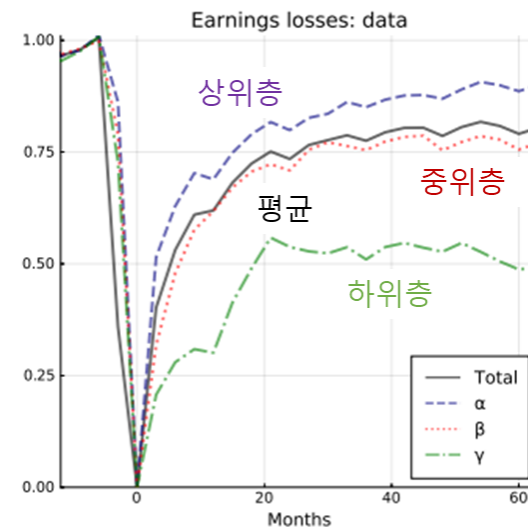
- 이번 주, 美비농업 고용은 100만명 가까운 증가 예상. 뿐만 아니라, 실업률도 5.7% 수준까지 하락할 전망
- 관건은 여전히 작년 6월 수준에서 추가적인 회복이 확인되지 않는 노동활동 참가율(Labor force participation rate)
- 파월은 이례적으로 연준 부근의 노숙자 숙소를 언젠가 방문하겠다고 언급. 이는 버냉키 의장이 2009년 양적완화에 대한 반대가 극심하게 진행되던 때에 본인의 고향인 딜런에 방문했던 것에 비유 가능
- 현재 미국에는 빈곤선 아래에서 사는 빈곤층이 무려 4,000만명이라는 점 등 미국의 심각한 양극화 상황을 알리기 위함

노동시장 참여율 vs. 실업률(역축)



자료 : Bloomberg, SK증권

금융위기 유형에 따라 확연하게 다른 임금 수준의 회복 속도



자료 : Bloomberg, SK증권

저축율은 얼마나 하락할 수 있을까?

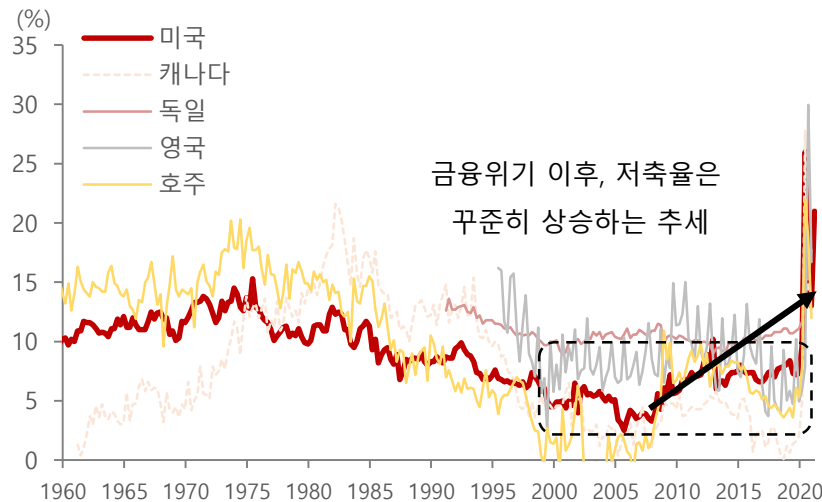
● 전세계적으로 높아진 저축 수준, 코로나19 이후 폭발적인 보복소비로 이어질 수 있음

- 코로나 19이후, 전세계적으로 저축률이 크게 높아진 상황 (※美저축률 : 코로나 이전 10% vs. 최근 20%까지 상승)
- 이러한 상황은 코로나19가 종식된 이후, 폭발적인 보복 소비의 근거로 활용.

● 다만, 저축율은 이전 수준으로 돌아가기 보다는 높은 수준을 당분간 유지할 가능성

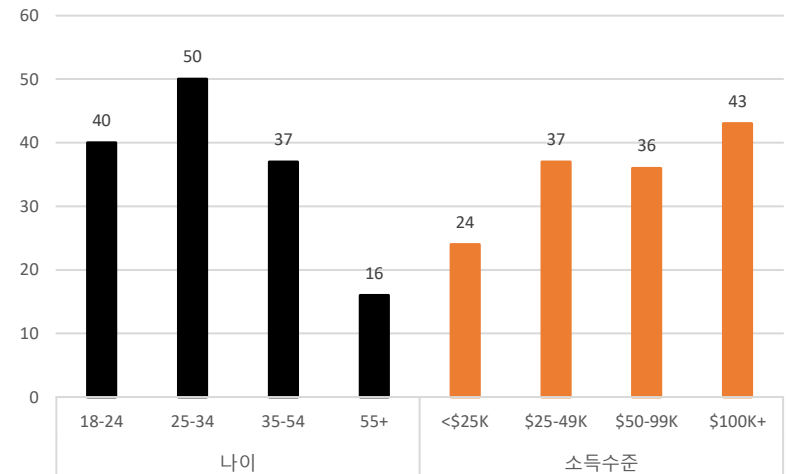
- 美리테일 투자자들은 부양책으로 지원 받은 돈의 30% 이상 주식에 투자할 계획(자산가격 vs. 물건가격)
- 사회 불안에 따라 부모가 자녀를 위해서 저축을 늘리려는 시도 (*Dynastic precautionary savings, Corina Boar, Jan 2020*)

미국의 저축률이 이전 수준까지 낮아질 수 있을까?



자료 : Bloomberg, SK증권

미국 리테일 투자자들이 부양책으로 받은 돈 중에서 주식에 투자하려고 하는 비중

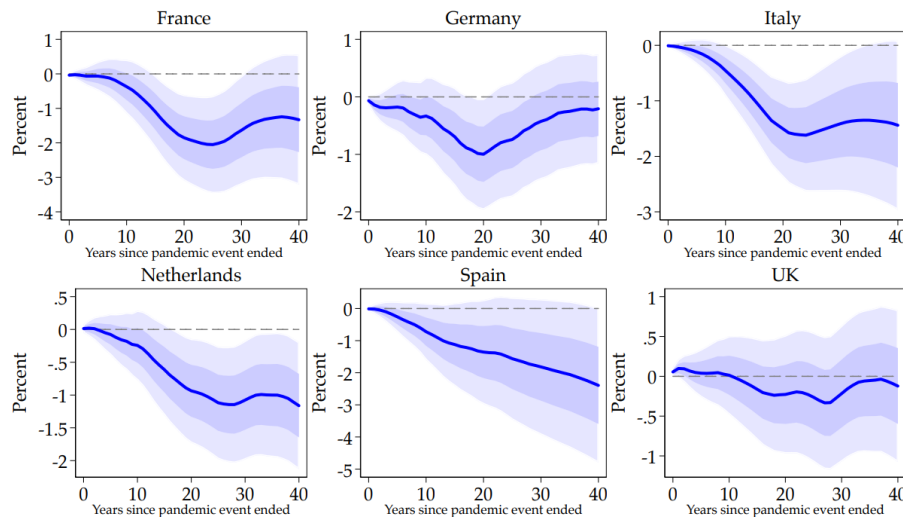


자료 : dbDIG Survey, SK증권 재인용

● 거시 경제 여파가 최대 40년 동안 지속되면서 실질 수익률을 크게 훼손한다는 연구 결과

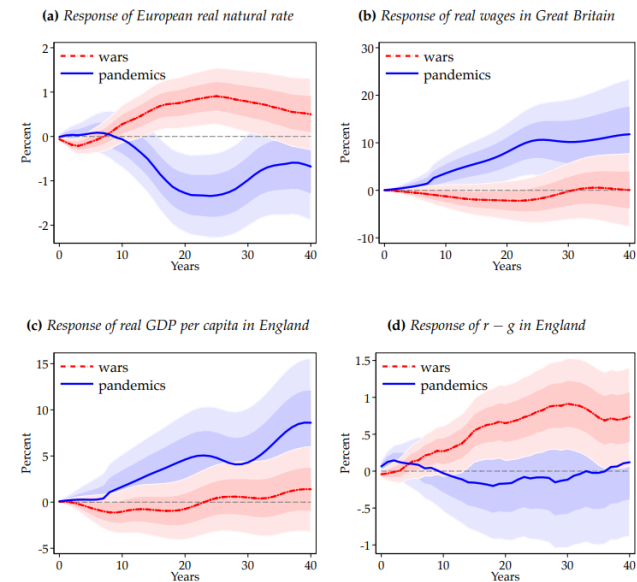
- 14세기 흑사병 사례부터 최근 사례까지 방대한 데이터를 분석하여 판데믹이 자본의 실질 수익률에 주는 영향을 분석
- 전쟁의 경우, 자본(capital)이 파괴되기 때문에 이후, 실질 수익률이 상승하는 경향이 있지만, 판데믹은 자본의 파괴는 제한적인 가운데 예방적 저축(precautionary savings)을 늘리게 하는 경향이 강했다는 점
- *Longer-Run Economic Consequences of Pandemics, òscar Jordà 외 2, June 2020*

판데믹 이후, 국가별 실질 수익률 변화



자료 : FRB, SK증권

판데믹 vs. 전쟁 (실질 수익률, 실질임금, GDP, R-G)



자료 : FRB, SK증권



Long BIGS, with Inflation

Chapter 02

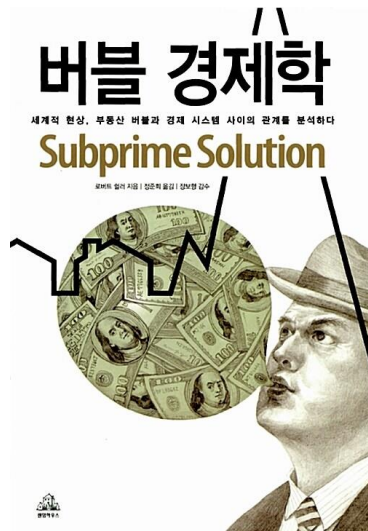
연준이 시장의 우려보다
앞서 갈 수 있을까?

가라 앉을 거품(Froth) vs. 터질 수 있는 버블(Bubble)

- 아직은 거품(Froth) 수준일 가능성이 높은 상황,

- 4월 FOMC 회의 이후, 파월은 기자회견에서 주식시장에서 일부 거품(froth)이 있는 것 같다는 언급
- 맥주나 카푸치노에 있는 거품을 의미하는 거품(Froth)는 터질 수 있는 상황을 의미하는 버블(Bubble)과는 다른 표현
- 로버트 실러 교수는 그의 책 '버블 경제학'에서 2007년 당시 주택 버블에 대한 그린스펀의 발언을 소개 “우리가 직면하고 있는 것은 버블(Bubble)이 아니라, 거품(Froth)이다. 거품(Froth)은 美경제 전체의 건강을 위협할 정도로 커질 수 없다”
- 당시에 정책을 결정해야 하는 입장에서 “정책을 바꿔야 할 만큼 실체가 있는 버블”인지 여부를 판단하기 어려웠음을 상징

버블 경제학



자료 : 인터넷, SK증권

가라 앉을 거품(Froth) vs. 터져버릴 수 있는 버블(Bubble)



거품(Froth)

Vs.



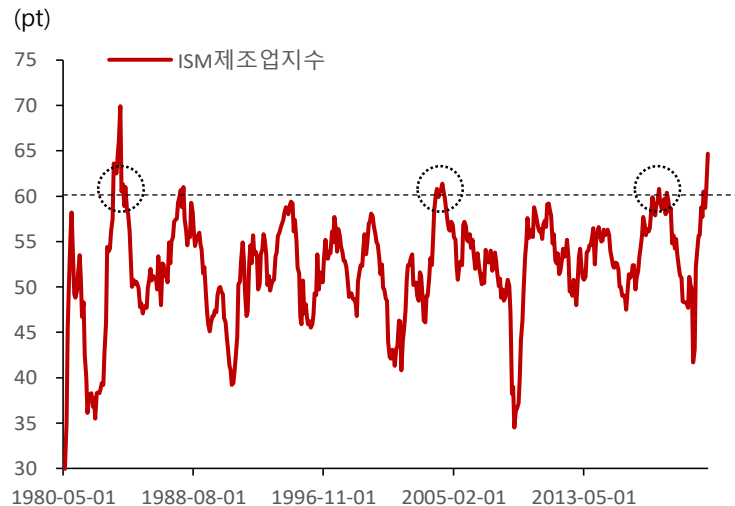
버블(Bubble)

자료 : 인터넷, SK증권

● 단기적으로는 보수적인 접근이 필요

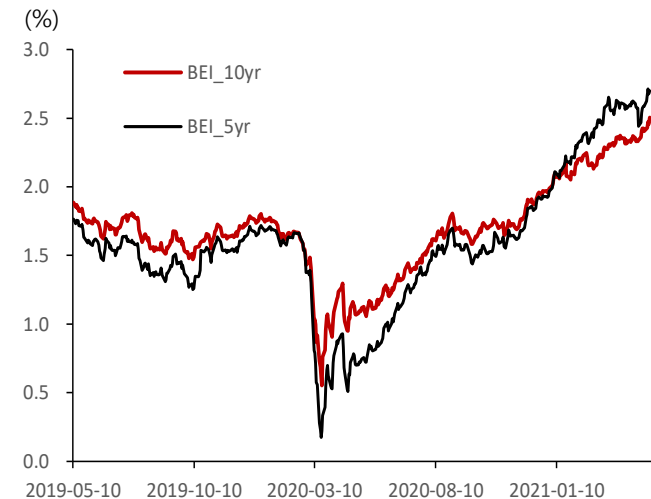
- 1980년 이후, 40년 동안 ISM제조업지수가 60을 넘은 경우는 최근을 포함하여 4차례에 불과
- ISM제조업지수가 60을 넘기 어려운 이유는 **“가장 이기기 어려운 상대는 과거의 나”**이기 때문
- 이는 경기 전망이 추가적으로 개선되기 어려운 상황을 의미하며, 주요한 Short의 논리로 활용될 수 있음
- 5월초 美고용지표 발표 이후, 오히려 인플레이션에 대한 기대를 나타내는 BEI는 오히려 더 상승
- 구리 가격을 포함한 커머더티 가격도 증가, 이러한 인플레 우려를 막을 수 있는 뾰족한 방법이 없다는 것이 문제

ISM제조업지수가 60을 넘는 경우는 과거 40년 동안 4차례에 불과



자료 : Bloomberg, SK증권

최근 인플레이션에 대한 우려는 지속적으로 높아지고 있는 상황

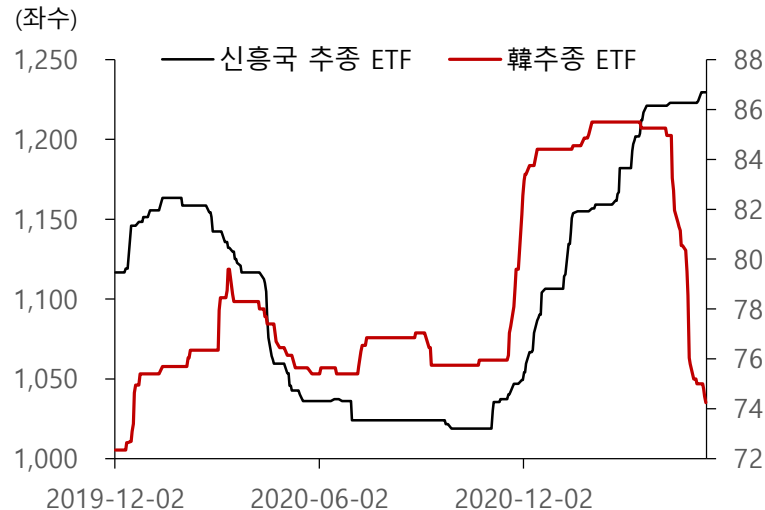


자료 : Bloomberg, SK증권

● 4월말 이후, 매우 빠른 속도로 유출되고 있는 외국인 자금의 의미

- 작년 11월에 매우 빠른 속도로 유입되었던 韓KOSPI 추종 ETF 설정액이 빠르게 감소하고 있다는 점은 불활실성
- 하지만, 신흥국의 경기모멘텀도 현재는 양호한 상황이며, 신흥국 자금 흐름은 차별화된 움직임을 보이고 있음
- 외국은 자금 유출의 원인은 크게 세가지로 추정 : 1)경기 피크아웃 우려(ISM제조업지수와 韓수출 지표의 상관관계는 매우 높은 상황), 2)통제 불가능한 인플레이션 위협(Value chain 이슈로 생길 수 있는 노이즈), 3)내구재에서 서비스로의 소비의 축이 움직이면서 나타날 수 있는 IT 제품에 대한 수요 둔화 가능성

한국을 추종하는 ETF에서만 유독 자금 유출이 심화되는 상황



자료 : Bloomberg, SK증권

최근 신흥국의 경기 모멘텀도 양호한 상황이 유지되고 있음

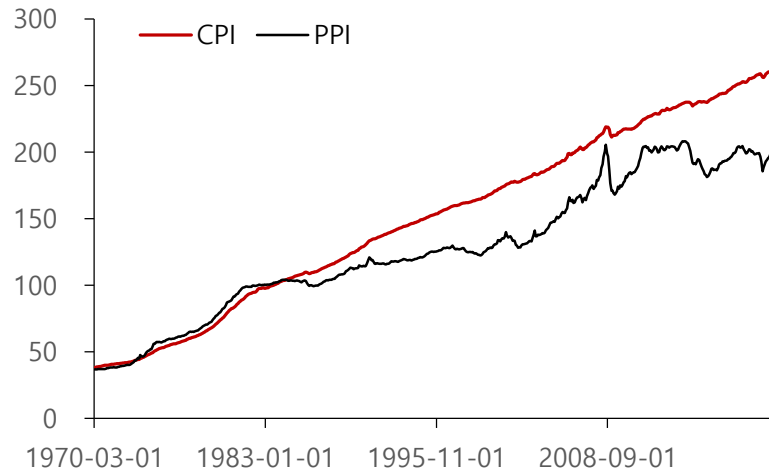


자료 : Bloomberg, SK증권

● 긍정적 시나리오의 가정은 하반기, 글로벌 경기가 인플레이션 압력을 이겨낼 수 있는 지 여부

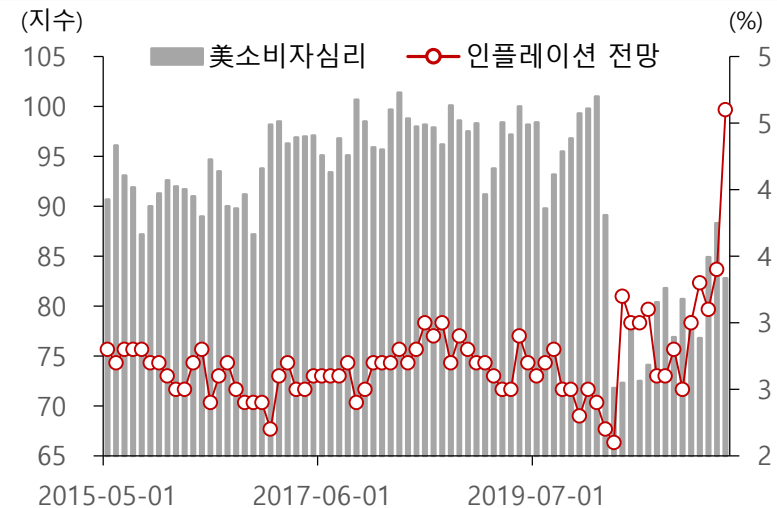
- 짜장면집에서 밀가루의 가격이 상승하고, 양파의 조달 기간이 길어지는 것은 가격 상승 압박 요인이나, 실제 경쟁 강도 및 전방 산업의 수요에 따라서 가격을 전가할 수 있을 지 여부는 미지수 → 기업의 가격 전가 능력이 중요한 이유
- 최근 발표되는 소비자 심리지수 둔화에는 지나칠 수 있는 인플레이션에 대한 우려가 반영되어 있음
- 특히, 차량용 반도체 포함 **밸류체인**의 문제에 따른 **인플레이션 리스크 해소 여부**를 체크하는 것은 매우 중요한 포인트

PPI에서 CPI로 가는 길이 험난한 이유



자료 : Bloomberg, SK증권

소비자 심리에서 확인되는 인플레이션에 대한 부담



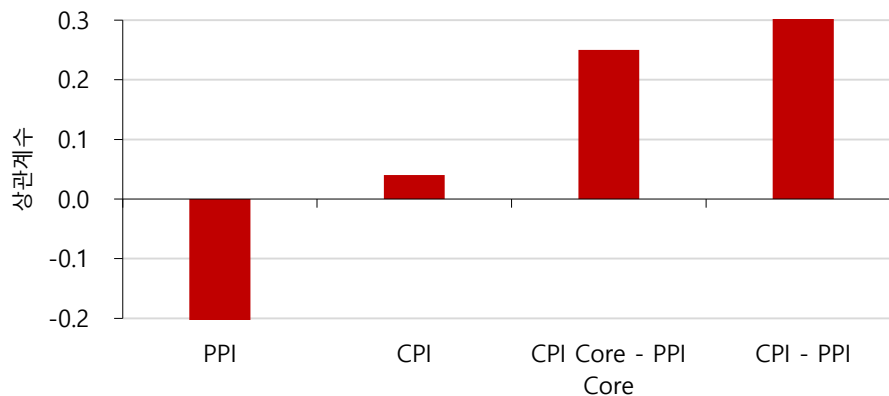
자료 : Bloomberg, SK증권

영업이익을 결정하는 것은 CPI가 아니라, CPI와 PPI의 차이

● 인플레이션 지표들에 대한 이익 추정치

- S&P 500 이익 추정치는 생산자와 소비자 물가 인플레이션 사이의 차이가 벌어질수록 더 민감하게 반응
- 코로나 이전의 10년 동안, 향후 12개월 S&P 영업이익 추정치는 일반적으로 소비자 물가와 같은 움직임을 보였지만, 생산자와 소비자 물가 인플레이션 사이의 스프레드에 보다 큰 양의 상관계수를 보임
- S&P 500 이익 추정치의 확대는 계속 상승할 것이며 향후 12개월 후 최고치를 찍을 것으로 예상됨

인플레이션 지표와 S&P 영업이익 추정치의 상관계수 (2010-2019)



자료 : Bloomberg, SK증권

섹터 수익률 vs. (CPI-PPI) 상관관계

섹터	CPI - PPI
제약, 바이오, 헬스케어	0.57
상업&전문 서비스	0.56
운송	0.55
캐피탈	0.35
자동차&부품	0.33
기술장비	0.32
유틸리티	0.31
소프트웨어&서비스	0.29
미디어&엔터	0.27
가정&개인 용품	0.23
통신 서비스	0.17
고객 서비스	0.16
리테일	0.11
음식, 음료, 담배	-0.01
부동산	-0.09
식품&필수품 소매	-0.36
내구소비재	-0.36
반도체&장비	-0.4
헬스케어 기기&서비스	-0.46
에너지	-0.56
소재	-0.63

자료 : Bloomberg, SK증권

● 긴축의 시장에 대한 논란은 여전히 지속되고 있어

- 캐플란 달러스 연준의장은 이미 작년 8월 잭슨홀 미팅에서 도입된 A.I.T 도 반대
- 당시 과도한 위험자산 선호현상이 나타날 수 있다는 것이 반대의 이유였지만, 결국 통과되었음
- 이는 연준 내부에서도 현재 진행되고 있는 과열현상을 이해하고 있다는 것을 의미
- 최근 다시 테이퍼링의 필요성을 역설하는 모습을 보였으나, 올해 투표권이 없다는 점 주목
- 연준의원들의 종합적인 의견이 시장의 생각보다 앞서 나갈 가능성은 크지 않아

캐플란 달러스 연은 총재 "테이퍼링을 예정보다 빨리할 필요가 있다"



자료 : SK증권

파월, "테이퍼링을 논의하는 것도 논의하지 않았다"

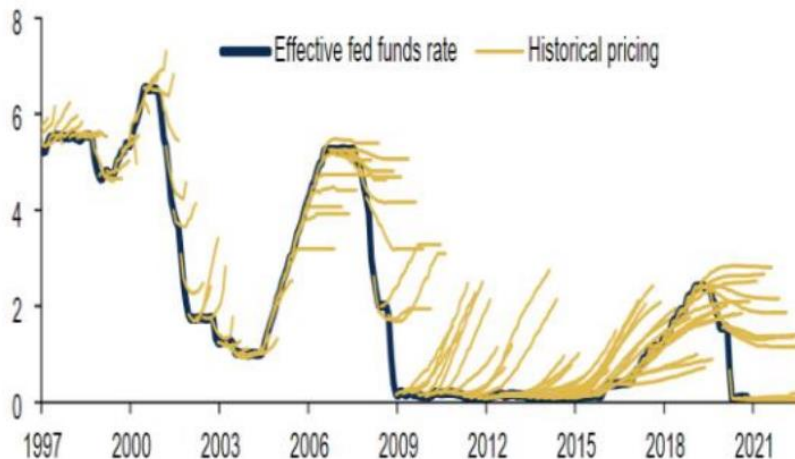


자료 : SK증권

연준은 언제쯤 정상화를 시도할 수 있을까?

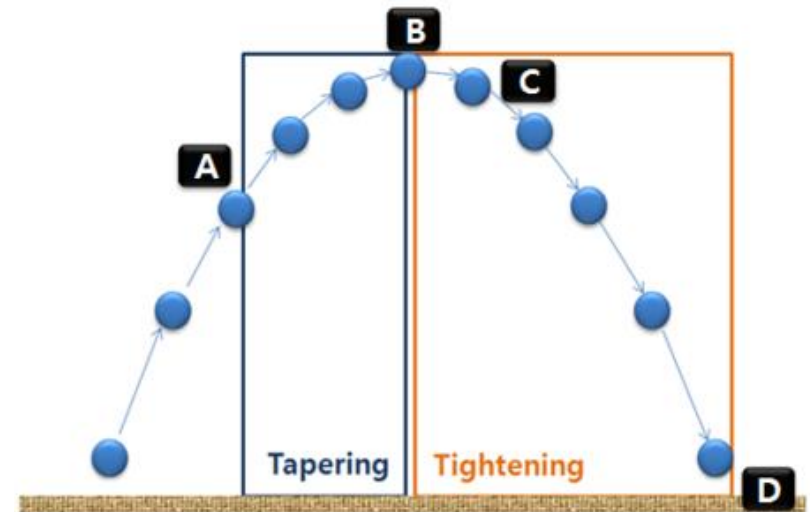
- 2008년 금융위기 직후, 시장의 기대는 빠른 정상화 였으나,
 - 같은 저금리임에도 불구하고, 2009년의 저금리와 현재의 저금리가 차이가 나는 이유는 금리에 대한 전망이 다르다는 점
 - 2009년에는 금리가 정상화될 수 있다는 기대가 반영되어 있지만, 지금은 당분간 정상화가 어렵다는 것을 반영하고 있음
 - 지금 현재 필요한 것은 기대의 정상화(노란색 선 상승)이며, 그 때부터 2009년의 상황이 되는 것을 의미
- 테이퍼링 기간을 거쳐 연준의 자산이 더 이상 늘어나지 않는 B구간이 갖는 의미
 - 연준의 자산이 더 이상 늘어나지 않는다 = 美정부가 연준의 도움을 전혀 받지 않고, 채권 발행 가능(돈을 빌릴 수 있다)

연준의 기준금리(남색) vs. 당시의 전망(노란색)



자료 : BofA, 국제금융센터 재인용, SK증권

테이퍼링과 타이트닝의 차이

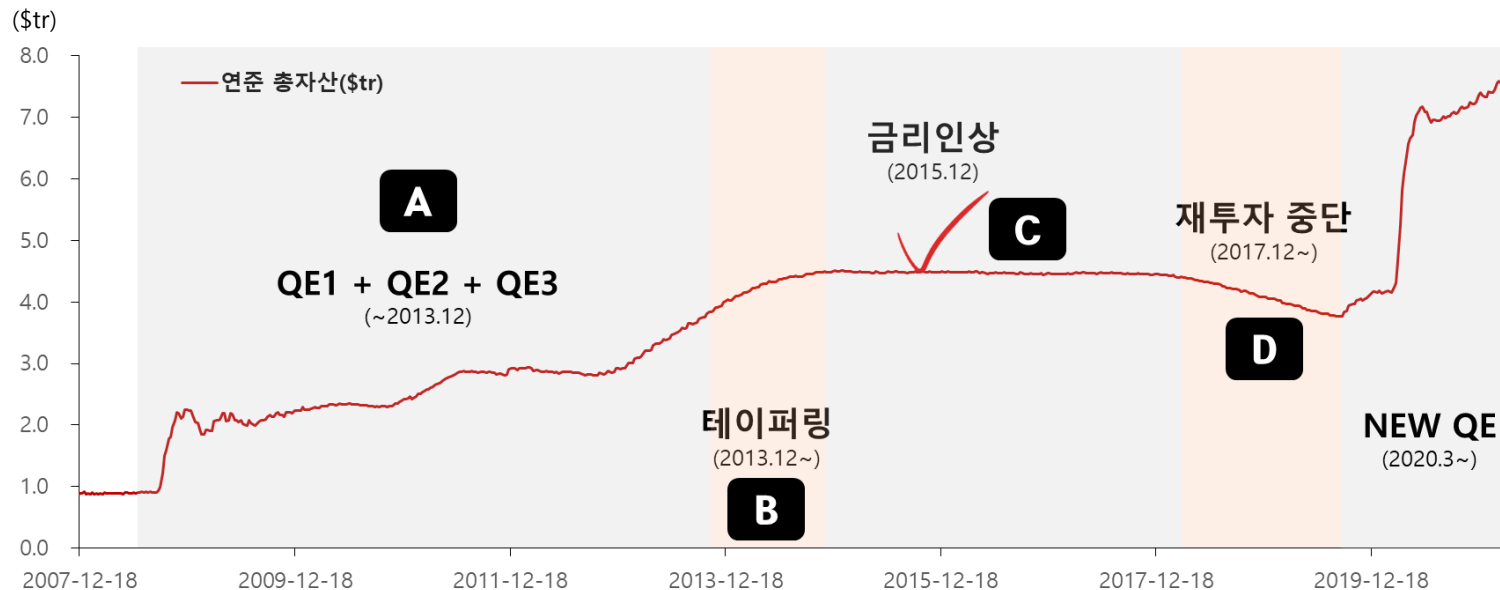


자료 : SK증권

● 2008년 금융 위기 사례

- 연준의 기준금리는 2009년 Zero 금리 수준까지 낮아진 이후, 6년이 지난 2015년 12월에 첫 인상
- 2009년 당시 금리를 바로 올릴 수 있을 것이라는 기대가 반영되어 있었음에도 불구하고, 이처럼 시간이 오래 걸린 이유 중 하나는 테이퍼링을 포함한 정상화 과정에서 매번 금융시장은 큰 충격을 받았기 때문
- 최근 경제 정상화와 인플레이션에 대한 우려 때문에 금리 인상에 대한 기대가 이제 막 반영되며, 정상화되는 상황

2008년 금융위기 이후, 연준의 자산 증가 추이



● 의회 예산국(CBO)에서 전망하는 美정부의 부채 추이

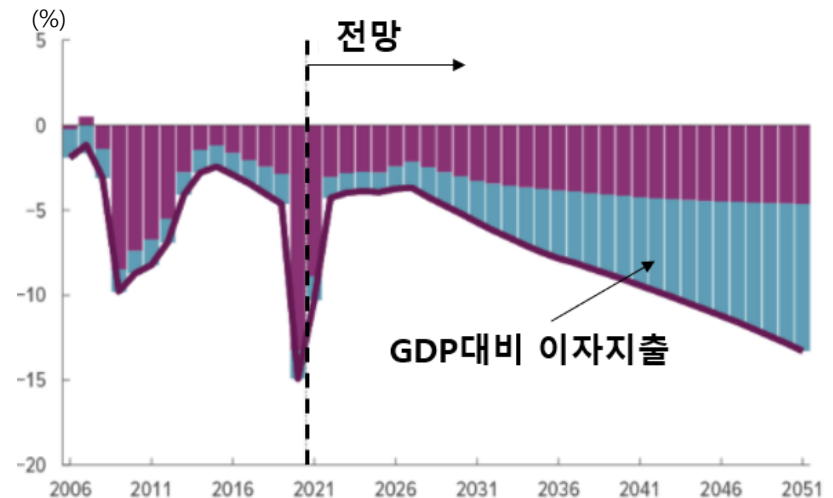
- 美GDP 대비 국가부채 규모: WW 2 당시 106% 기록 이후, 지속적으로 감소 → 1970년대 중반 23.2% 으로 저점 기록 → 이후, 지속적으로 상승했는데, 글로벌 금융위기와 코로나19를 극복하는 과정에서 100%를 재차 넘어선 상황
- 놀라운 사실은 CBO(의회 예산국)은 비중이 앞으로도 지속적으로 증가하면서 2050년에 200%에 도달하라는 것이라는 점
- 이는 위기 이후, 항상 “국가의 권력 강화”가 진행되었다는 사실과 연결됨. 당분간 美정부가 필요로 하는 돈의 크기는 줄어들기 어려울 것이라는 점을 시사하며, 결국 美정부가 신규로 발행해야 하는 국채 규모가 줄어들 가능성도 제한적

GDP 대비 정부 부채 비중은 이미 2차 세계대전 수준을 넘어선 상황



자료 : CBO, SK증권

GDP 대비 이자지출 비중은 중장기적으로 증가할 수 밖에 없는 상황

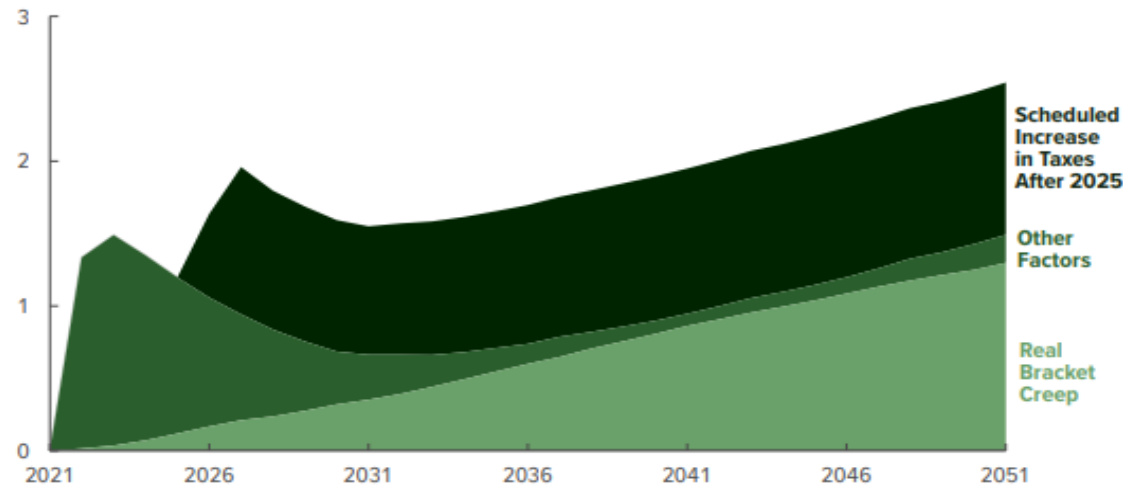


자료 : CBO, SK증권

● Real Bracket Creep 은 with inflation이 필요한 이유를 보여줘

- Real Bracket Creep란, 소득이 인플레이션보다 더 빠르게 상승하며, 소득의 많은 부분이 더 높은 세율이 적용되는 과정
(ex. 국내에서 1억 이상의 고액 연봉자들의 숫자는 85.2만명으로 '15년 59.6만명 대비 42.9% 증가)
- 향후 30년간 조세 수입을 일으키는 가장 중요한 요인 중 하나가 Real Bracket Creep가 될 것으로 추정
- 참고) 2017년 조세법의 특정 임시 조항이 2025년 말에 만료됨에 따라 예상 세입은 급격히 증가
- 기타 요인은 Covid-19 사태에 대응하기 위해 제정된 일시적 조세 조항과 장기적으로 세입에 영향을 미치는 요인들

Real Bracket Creep은 인플레이션과 계속 함께 해야 하는 상황임을 시사



자료 : CBO, SK증권

● 바이든 정부의 American Jobs Plan과 Families Plan의 시사점은 더 강력한 정부

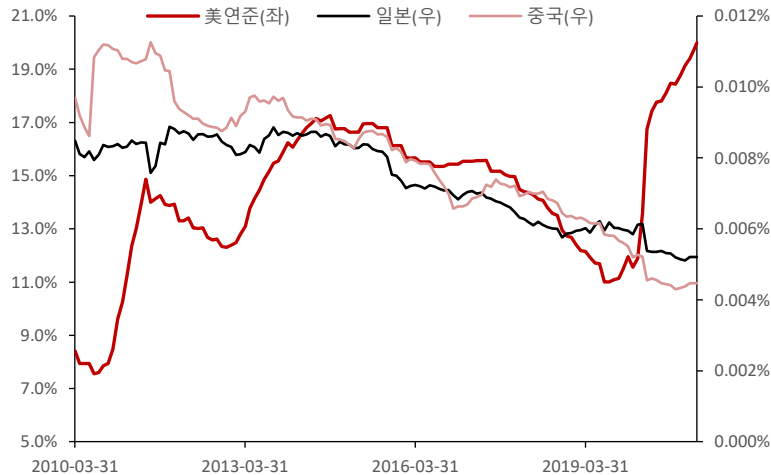
- 자금 조달을 위한 증세가 진행되겠지만, 시장에 미치는 영향은 부양에 따른 효과가 더 클 것으로 기대

구분	세부내용	규모(십억\$)	세부 내역
운송 인프라	전통적 인프라	447	고속도로(115), 수송(85), 철도(80), 공항(25), 항만(17)
	전기차	174	미국산 전기차 구매시 세제 혜택 충전소 50만개 건설을 위한 보조금, 민간부문 세제혜택
부동산 관련 투자	부동산 접근성 확대	213	합리적 주택 건설, 개보수
	학교	10	학교 건설
	보건, 보육시설	25	보육시설(25), 재향군인병원(18), 연방건물(10)
기타 인프라	전기 현대화	100	고전압용 전력선 투자세제혜택, 청정에너지 발전 및 저장
	클린 식수	111	Drinking water state revolving fund(45), 수질개선(66)
	통신	100	적용범위 확대
美제조업 R&D 노동	제조업 경쟁력 확대	300	반도체 연구 및 제조 인센티브(50), 제조업체 지원(52)
	R&D 투자 강화	180	연구소 장비 업그레이드(40), 기후관련연구(30)
	양질의 일자리 창출	100	직업훈련 등
고령자, 장애인 돌봄 접근성 확대		400	고령자, 장애인 위한 Medicaid 접근성 확대
총액		2,250	

● 연준의 자산이 증가하지 않는 것 = 정부가 연준의 도움 없이 돈을 빌리는 것

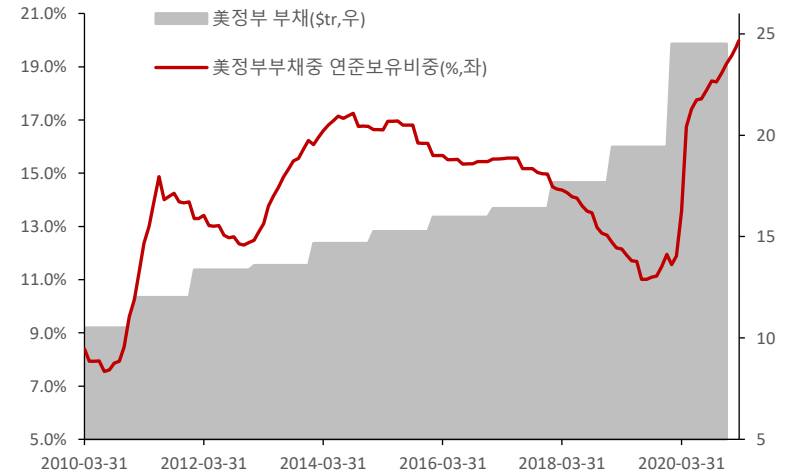
- QE가 중단된 2014년 이후, 美정부 채권 중에서 연준이 보유한 비중은 꾸준히 감소(17% → 11%)
- 문제는 이번 코로나19를 극복하는 과정에서 이 비중은 다시 19.7%까지 크게 상승해버렸다는 점인데, 이는 美정부가 국채를 발행하기 위해서 연준에 대한 의존도가 너무 높아졌다는 것을 의미
- 앞서 확인한 것처럼 美정부의 부채가 줄어들 가능성은 적어도 당분간은 전혀 없을 것으로 판단
- 중국과 일본의 보유 비중도 지속적으로 감소 → 美국채에 대한 수요와 달러에 대한 신뢰가 필요한 상황

美연준, 일본, 중국의 美정부부채 보유 비중



자료 : Bloomberg, SK증권

美정부부채 규모 증가 및 연준 보유 비중 추이

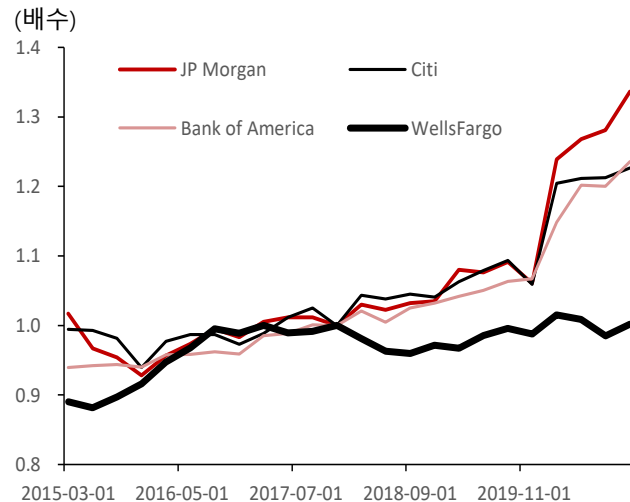


자료 : Bloomberg, SK증권

● 웰스파고 규제 완화 논의가 시사하는 점

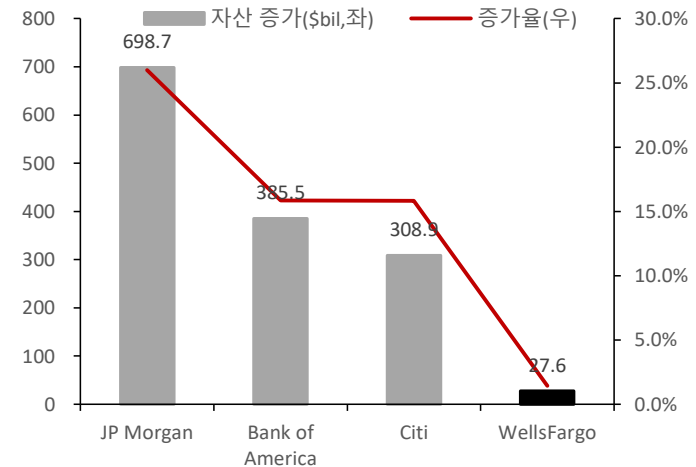
- 2016년, 웰스파고의 스캔들(직원들이 허위 계좌를 만들어 실적을 부풀린 사건) 이후, 당시 美연준 의장이었던 윌런은 웰스파고의 자산을 2017년말 기준에서 더 이상 늘리지 못하도록 하는 규제를 시행함
- 실제로 2017년말 기준, JP모건/Citi/BoA의 자산은 현재 20~30% 증가한 상황이지만, 웰스파고는 전혀 늘지 않았음
- 코로나19 위기가 있었던 작년 한해에만 3대 은행의 자산은 약 \$1.4조 증가
- 최근 웰스파고에 대한 규제 완화 논의가 있는 것으로 알려짐. 美정부에게 돈을 빌려줄 곳이 필요함을 역설적으로 증명

2017년말 이후, 美대형 은행 자산 증가 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

작년 한해동안 웰스파고를 제외하면, 15~25% 씩 자산이 증가함

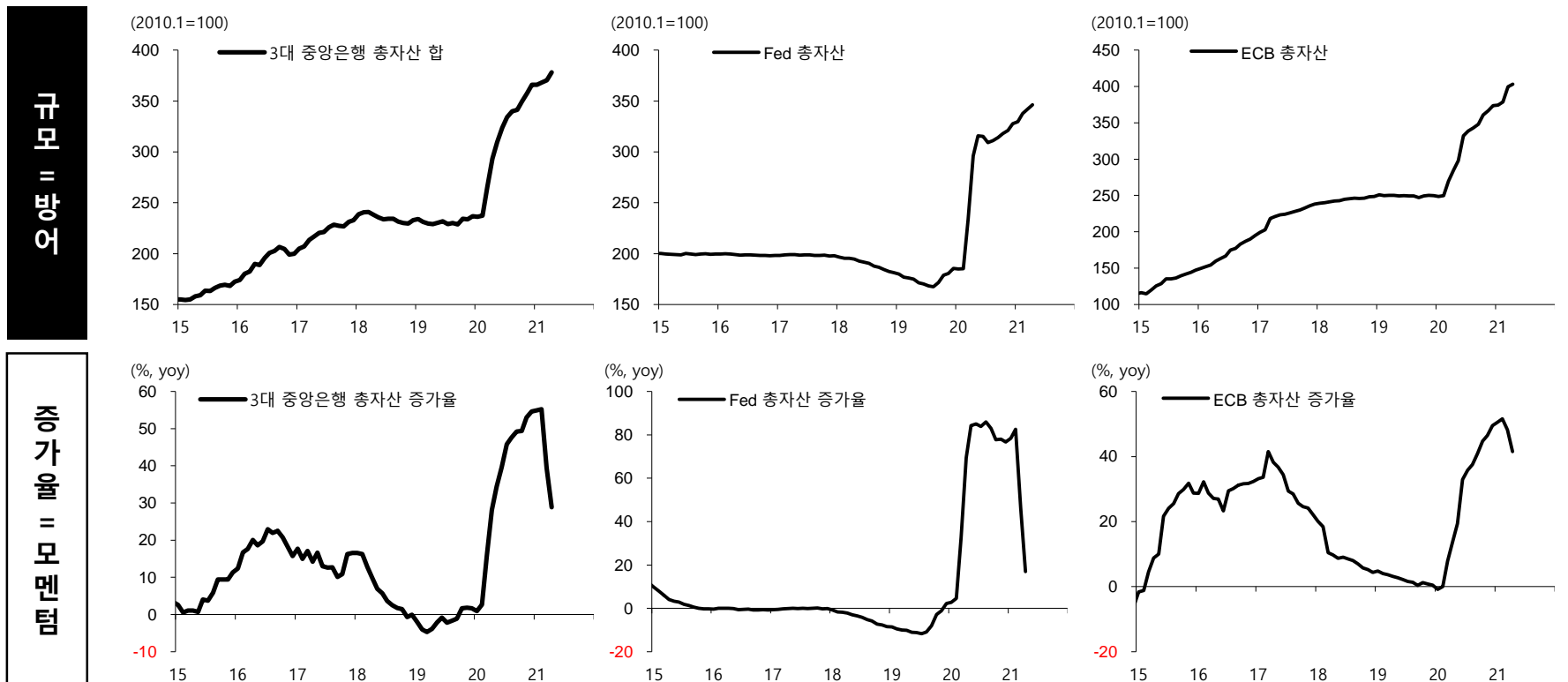


자료 : Bloomberg, SK증권

● 절대적 유동성 공급 기조는 2H21에도 지속. 그러나 유동성 모멘텀은 2H20, 1H21, 2H21 각각 다름

- 1) 증가율 대폭 둔화는 하반기에도 이어질 뿐만 아니라 미국을 중심으로 한 2) 테이퍼링과 3) 시장 금리 상승 여파도 추가

유동성 지표의 통계적 기법에 따라 서로 다른 해석: 절대적인 유동성 공급이 (+)인 것이 중요할까? 앞으로의 방향이 추가 확대가 아니라는 점이 중요할까?

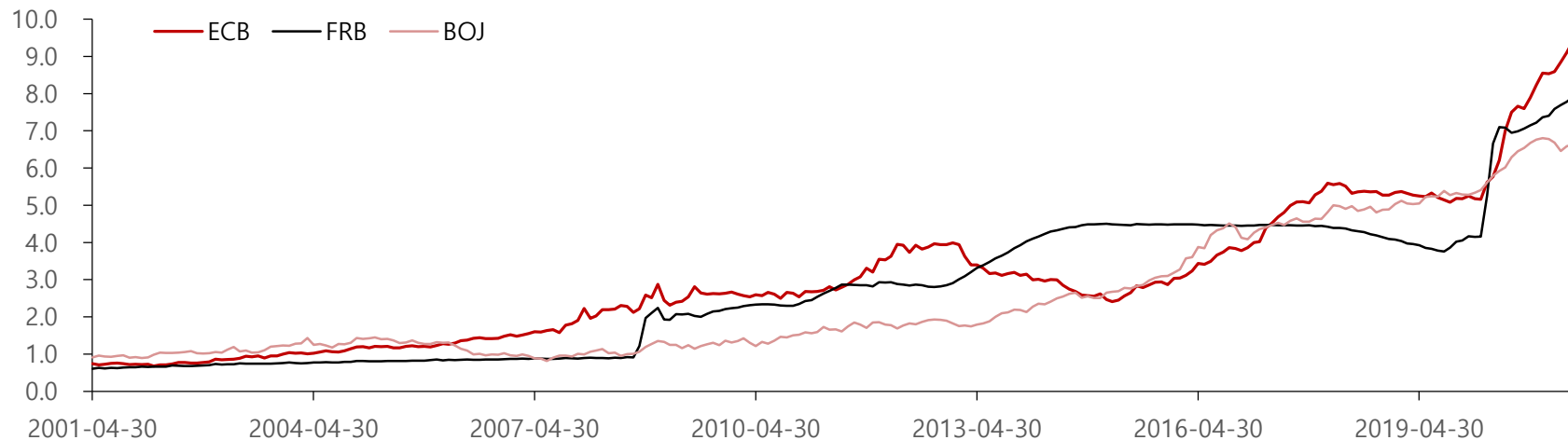


자료: 각 중앙은행, SK증권

● ECB의 자산이 연준의 자산을 넘어서기 시작 (ECB \$9.2조, 연준 \$7.8조, BOJ \$6.6조)

- 대부분의 투자자들이 ECB의 자산 규모가 연준보다 크지 않을 것으로 생각. 실제로는 이미 ECB의 자산 규모가 더 커
- 연준의 정책에 대해서는 테이퍼링 시점이나, 금리 인상 여부에 대한 고민을 하고 있지만,
- ECB 또는 BoJ의 정책에 대한 고민은 사실상 거의 없는 상황
- ECB에서 공급되고 있는 유동성(유로화) 역시 똑같은 돈(\$)이라는 것을 감안하면, 우리가 해야 할 근본적인 질문은 유동성의 yoy 증가율이 아니라, 중장기적으로 유동성이 줄어들 수 있는 환경인지 여부가 될 것

연준의 자산(\$7.8조)보다 ECB의 자산(\$9.2조)이 더 많은데, ECB에서는 테이퍼링 논의가 시작되지도 않았다는 사실



(참고) 재정정책의 거대한 변화가 시작되고 있다(feat. TS 롬바드)



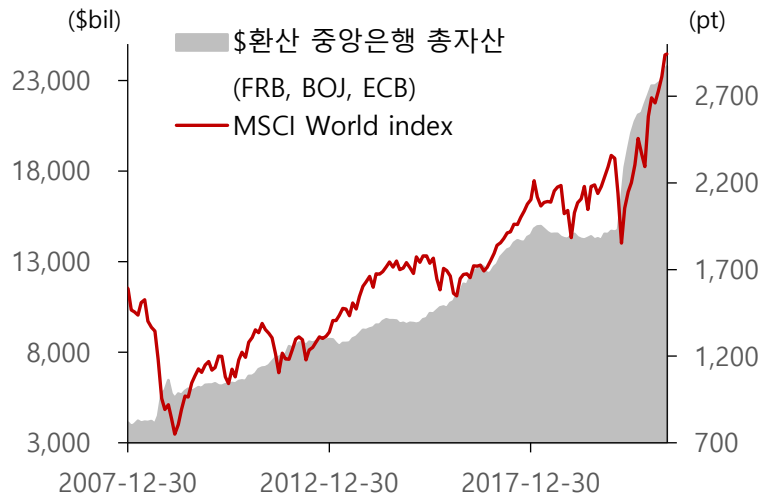
● 정부가 쓰겠다는 돈과 실제 가용가능한 돈의 차이

- 이미 전세계에서 기준 금리가 1% 이하를 기록하고 있는 중앙은행의 비중은 60%를 넘어선 상황
- Covid-19 로 인해서 QE 규모, M2 규모, 정부지출 규모는 모두 이전과는 비교가 어려운 수준까지 급증한 상황

● 자본주의 3.0 으로 가는 발걸음

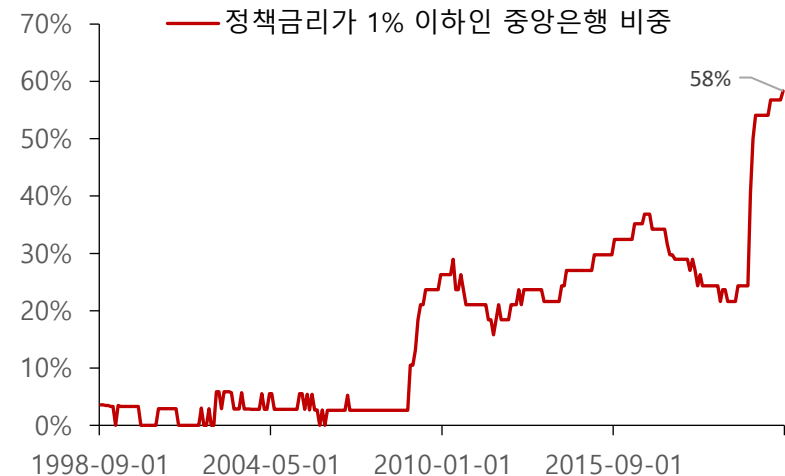
- 노동의 중요성이 감소하면서 임금이 낮은 상황이 지속되고 불평등이 심화되고 있는 상황
- MMT라는 소프트웨어가 탑재될 경우, 좀 더 우수한 재정-통화 정책의 조합을 이끌어 낼 수 있다고 주장

주식시장의 움직임을 가장 잘 예측하는 것 중 하나는 중앙은행의 자산 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

전세계에서 정책금리가 1% 이하인 국가의 비중은 이미 58%



자료 : BIS, SK증권

● 내년 중간 선거에서 민주당이 승리할 수록 이미 부각되고 있는 MMT의 필요성은 더욱 커질 전망

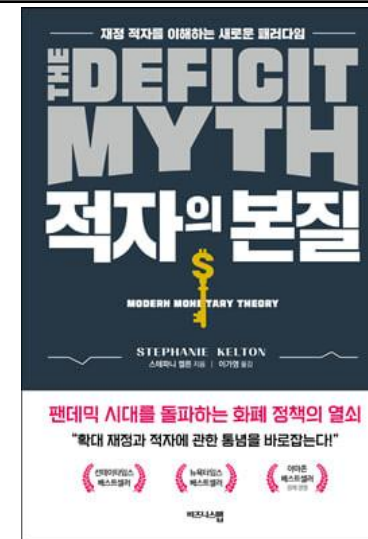
- 일반 가정(Family)와 달리, 연방 정부는 자신이 쓰는 돈을 직접 발행한다
- 재정적자는 과도한 지출의 증거가 아니라, 과도한 지출의 증거는 인플레이션이다
- 국가 부채는 재정에 아무런 부담을 주지 않고, 오히려 우리의 부와 총 저축을 늘린다
- 무역적자는 미국의 패배를 의미하는 것이 아니라, 미국의 상품 흑자를 의미한다
- 미래에 필요해질 실제 물건과 서비스를 생산하기에 충분한 장기 생산 능력을 갖추는 것이 필요

스테파니 켈튼, MMT의 선도적인 전문가



자료 : Bloomberg, SK증권

MMT 이론에 대한 설명이 담긴 책, 적자의 본질



자료 : Bloomberg, SK증권



Long BIGS, with Inflation

Chapter 03

With Sustainability,
think Stranded asset

● 다른 국가에 비해 대한민국의 기후 대응이 여전히 부진한 상황임을 지적

- 국가별 2030년 온실가스 감축 목표: 미국(2005년 대비 50~52%까지 감축), 영국(2035년까지 1990년 대비 78% 감축), 독일(2030년까지 65% 감축 선언, 탄소중립 목표: 2045년), 일본(2030년까지 2013년 대비 46~50% 감축 목표)
- 심지어 중국도 4월 기후정상회의 이후, 중국은 2020년대에 배출량의 정점을 기록하고 2060년까지 탄소중립 달성을 위해 석탄으로부터 벗어나려는 행보를 가속화하기로 약속했음
- 하지만, 현재 대한민국의 NDC(국가온실가스감축목표) 목표(2017년 대비 24.4% 감축)는 아직 변화가 없다는 점 지적

기후위기 극복 과정에서 여전히 활발한 활동을 하고 있는 엘 고어



자료 : 인터넷, SK증권

엘 고어가 문재인 대통령에게 쓴 공개 편지

국가별 2030년 온실가스 감축 목표

미국 - 2005년 대비 50 ~ 52%까지 감축 선언
영국 - 2035년까지 1990년 대비 68% → 78% 감축
독일 - 2030년까지 65% 감축 선언, 탄소중립 목표: 2045년
일본 - 2030년까지 2013년 대비 46~50% 감축 목표

심지어 중국도 4월 기후정상회의에서 2060년까지 탄소중립 달성을 위해 석탄으로부터 벗어나려는 행보를 가속화 약속

하지만, 현재 대한민국의 NDC(국가온실가스감축목표) 목표(2017년 대비 24.4% 감축)는 지구 평균기온 3~4℃ 상승 시나리오
대한민국은 2030년까지 2017년 대비 적어도 50% 감축하겠다는 향상된 NDC가 있어야 1.5℃ 시나리오에 목표에 부합

자료 : 인터넷, SK증권

● 코로나 팬데믹과 기후 변화의 공통점과 차이점을 통해서 알 수 있는 시사점

- 차이점을 통해서 알 수 있는 것은 기후 변화에 대한 대응이 훨씬 즉각적이기 어려운 이유를 알 수 있음
: Mark carney는 이러한 시간의 비동시성 때문에 지평의 비극을 초래한다고 언급했으며, 전문가와 비전문가 간의 인과 관계에 대한 인식차이 때문에 증거가 논쟁거리가 될 수 있다는 점에서 강제적인 조치가 필요하다는 점을 의미.
- 인간에 의한 지구 온난화에 대한 과학자들과 비전문가 사이의 인식 차이는 Dr. Peter Doran 3,146명의 기후 변화 전문가 대상 설문조사를 통해서 알 수 있음. 인간에 의한 지구 온난화를 인정한 비율 : 97%

코로나 팬데믹과 기후 변화의 차이점

Asynchronicity(비동시성)의 문제

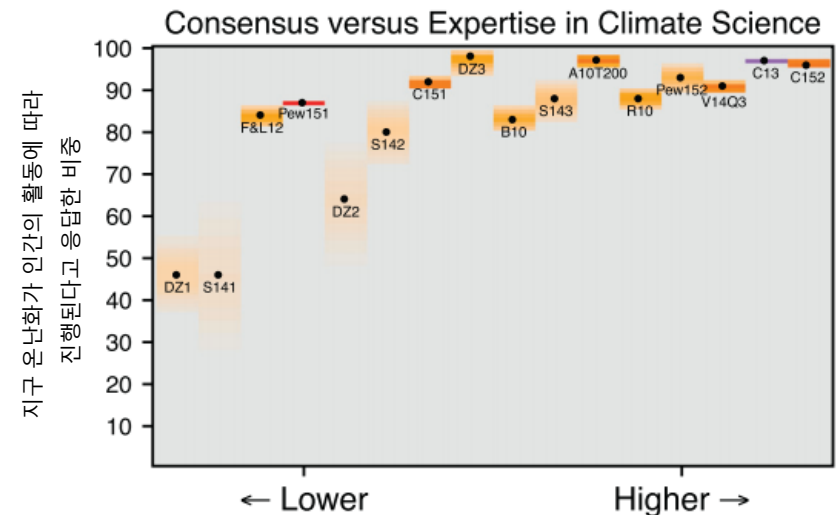
팬데믹이 가하는 위험은 신속한 결과로 이어지지만,
기후 변화가 초래하는 결과는 시간이 걸림

인과관계(Cause & Effect) 의 문제

팬데믹의 경우, 바이러스와 질병의 인과관계 명백
기후변화는 직접적인 인과관계를 찾기가 더 어려워

자료 : WEF, 위대한 리셋(클라우드 슈밥), SK증권

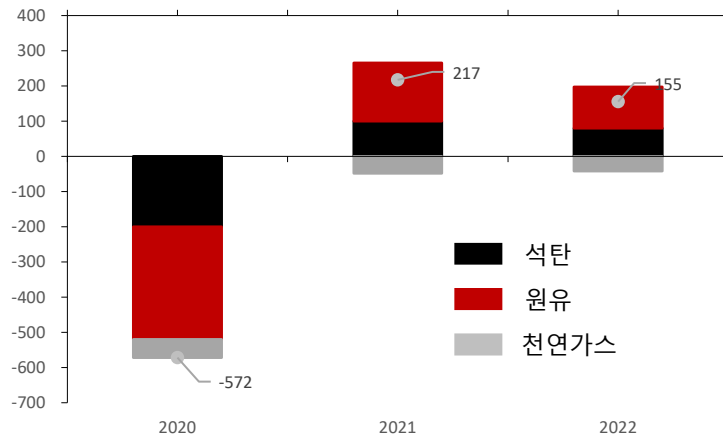
전문성이 높을 수록 지구 온난화가 인간의 활동 때문이라는 것을 인정하는 비중 높아



자료 : <https://bit.ly/2QWJ9Ck>, SK증권

- 코로나19 사태가 <탄소 배출량을 얼마나 줄일 수 있는 지에 대한 거대한 실험>이었다면...
 - EIA에 의하면, 코로나19가 있었던 2020년 이산화탄소 배출량은 11% 감소하였음
 - 이는 코로나 기간 동안 여행 감소 및 에너지 소비 감소로 인한 것으로 2021년부터는 다시 증가할 수 밖에 없는 상황
- UN의 Emissions Gap Report가 강조하는 4가지 숫자(1.5°C, 25Gt, 56Gt, 7.6%)
 - 온도가 1.5°C를 초과할 경우, 훨씬 큰 비용이 들 수 있음. 1.5°C로 제한하기 위해서는 2030년까지 25Gt의 이산화탄소 배출량을 줄여야 함. 그런데 지금 상황에서는 56Gt의 이산화탄소 배출 → 매년 7.6%의 이산화탄소 배출을 줄여야 함

2020년 CO2 배출량이 11% 감소했지만, 2021년부터 다시 증가할 전망



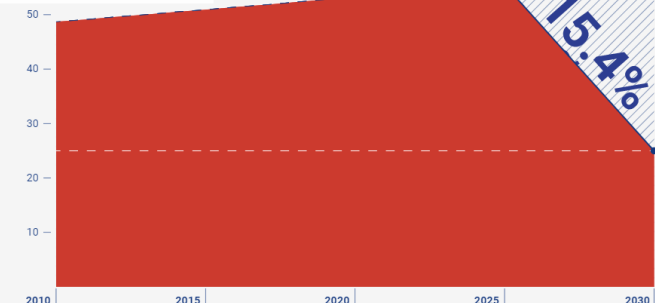
자료 : EIA, SK증권

만약 지금 조치를 취하지 않으면, 2025년부터는 15.4%씩 줄여야 함

The 1.5°C goal is on the brink of becoming impossible:

We are facing emissions reductions so increasingly steep, it may soon be impossible to achieve 1.5°C.

Every day we delay, the steeper and more difficult the cuts become. By just 2025 the cut needed would be 15.5% each year, making the 1.5°C target almost impossible.



자료 : UN, SK증권

기후 변화에 따른 극단적 상황을 막기 위해서 필요한 것은 Great Reset?

● Great Reset은 2020년 WEF 연례 회의의 의제

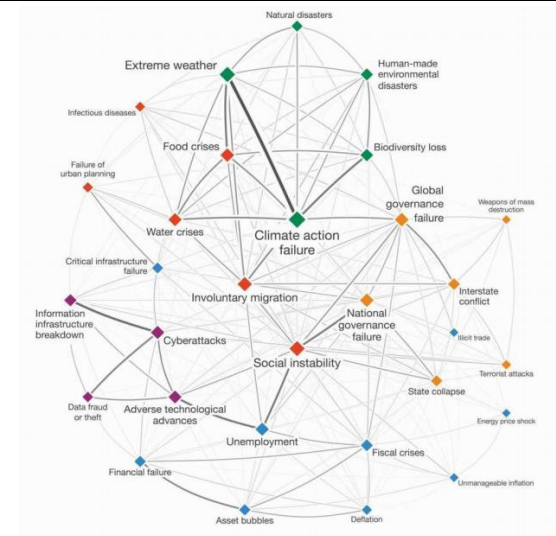
- Great Reset은 Covid-19 이후, 지속 가능한 방식으로 사회와 경제를 재건하기 위한 방법. 5월, 다보스 포럼의 주제
- Great reset을 위한 세가지 핵심 구성 요소
 - 주주(shareholder)가 아닌 이해 관계자 경제(Stakeholder economy)
 - 친환경 공공 인프라 프로젝트를 통합하는 ESG (resilient, equitable, and sustainable)
 - 4차 산업혁명의 혁신(4th Industrial Revolution for public good)

2020년 WEF의 주제였던 Great Reset은 오는 5월에 다시 이슈가 될 전망



자료 : TIMES, SK증권

The Global Risks Interconnections Map 2020



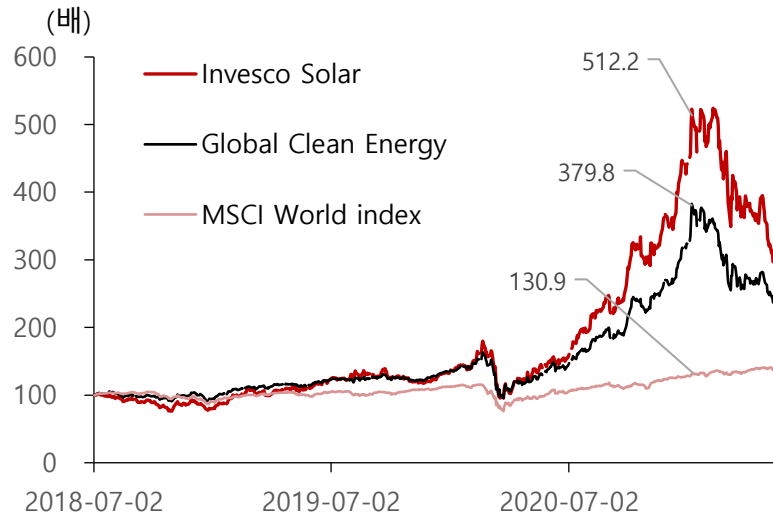
자료 : WEF, SK증권

● Clean-Energy ETF 등 기후 관련 ETF 의 성과는 연초 이후, 부진한 상황

- 정책에 대한 긍정적인 전망이 선반영 되면서 작년 하반기부터 큰 폭의 아웃퍼폼이 진행되었으나, 1월 이후 금리 상승 및 인플레이션에 대한 우려가 반영되면서 부진한 흐름이 이어지고 있음
- YTD 수익률 : Invesco Solar ETF -24%, Global Clean Energy -21%, MSCI World index +8.5%
- 최근 1년 수익률 : Invesco Solar ETF +232.6%, Global Clean Energy +192.2%, MSCI World index +41.9%

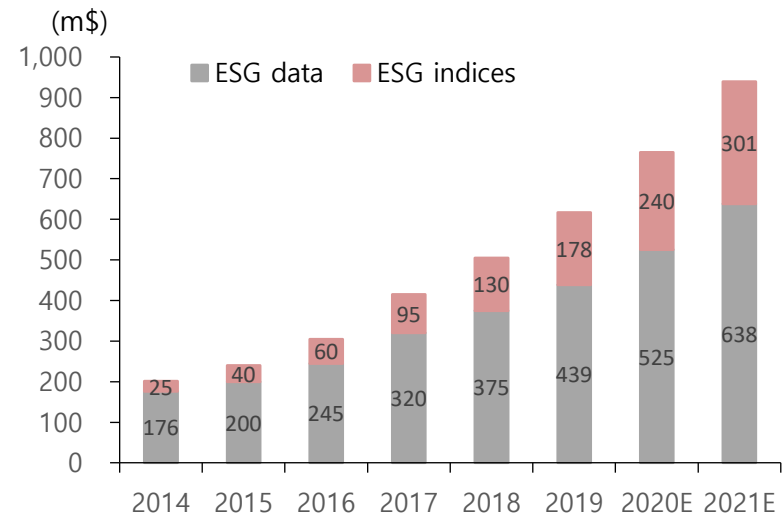
● 유럽의 운용사들은 ESG 관련 자료나 인덱스 사용에 따른 비용 부담이 커지는 상황

작년 한해 동안 압도적 성과를 보였던 ESG 관련 ETF의 성과는 최근 크게 부진한 상황



자료 : Bloomberg, SK증권

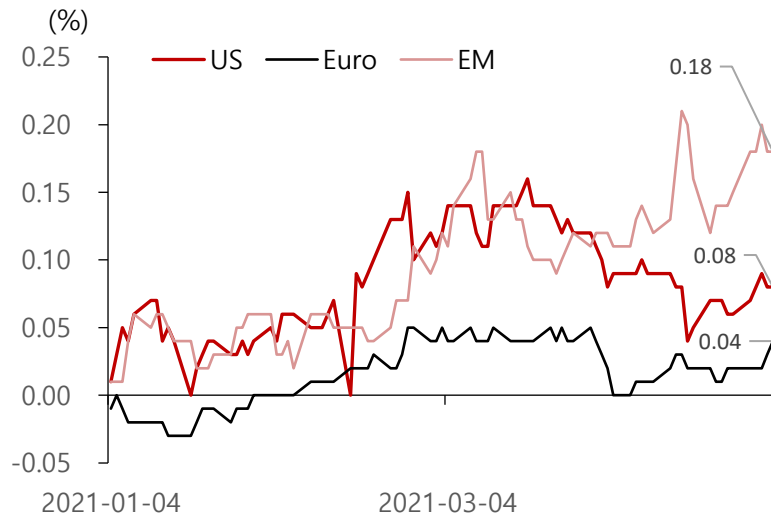
운용사 입장에서는 ESG 관련 비용이 증가하고 있다는 것도 불편한 진실



자료 : Bloomberg, SK증권

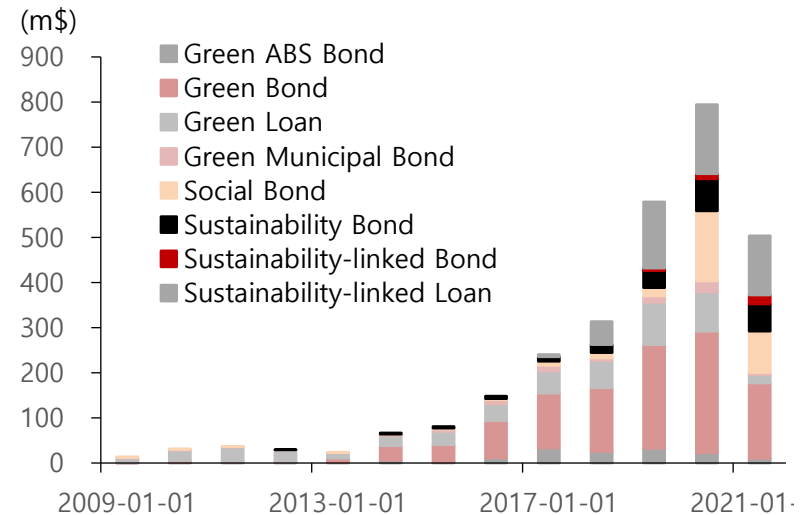
- ESG-weighted 회사채 지수가 non-ESG 의 성과를 아웃퍼폼하는 모습
 - 금리가 상승하는 모습을 보였음에도 불구하고, ESG 등급이 좋은 기업들이 더 좋은 환경에서 조달할 수 있었음을 의미
 - 특히, 4월 이후 ESG-weighted 회사채의 스프레드가 축소되는 모습을 보였다는 점이 특징
 - 참고: MSCI US corp. ESG(UCEWTRUU), ESG EM Asia Credit(I35786), MSCI Euro Corp. ESG(EECMTREU)
- ESG 채권 규모는 1조 달러까지 증가. 1분기말, Green/Social/Sustainability 채권규모는 총 \$428b까지 증가
 - ESG 채권 규모 급증세는 조달금리의 차별화가 중장기적으로 기업의 가치에 미치는 영향이 커질 수 있음을 의미

ESG 관련 여부에 따라서 뚜렷한 차이를 보이는 스프레드 (EM > US > Euro)



자료 : Bloomberg, SK증권

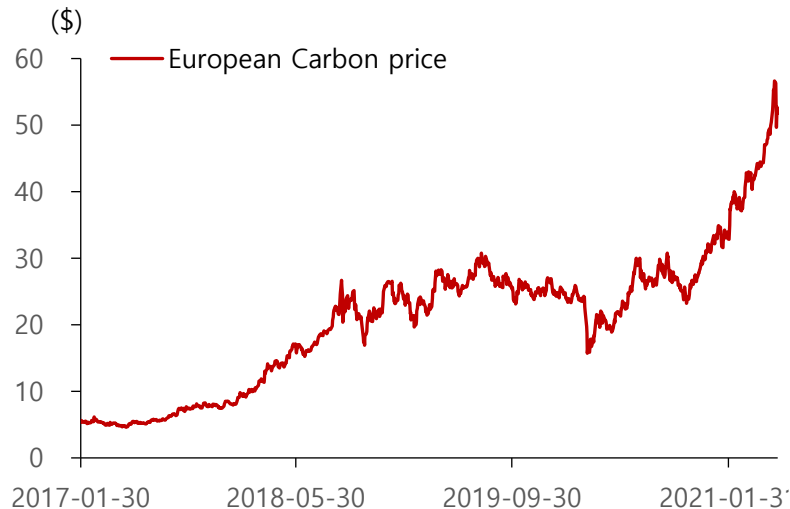
발행량 증가 역시 채권 시장에서 집중적으로 진행되고 있는 상황



자료 : Bloomberg, SK증권

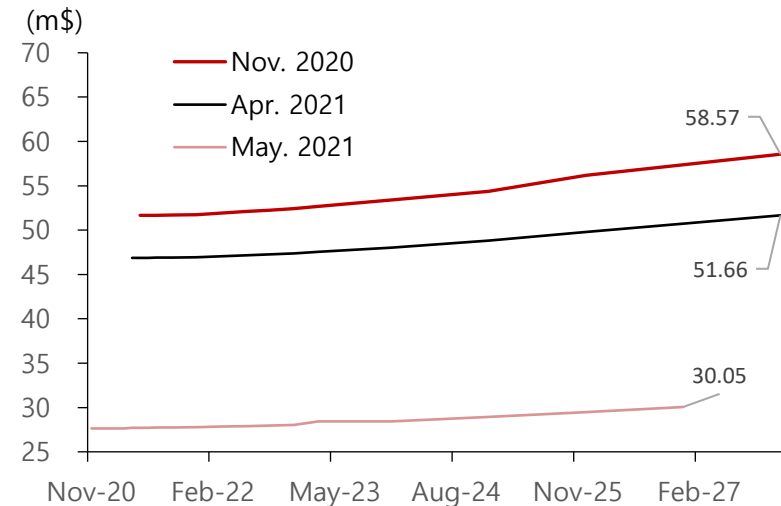
- 유럽에서 거래되는 탄소의 가격은 4월에만 50% 상승
 - 유럽 정부가 2030년까지 55% 감축 목표를 발표했던 것이 반영된 것으로 판단
 - 중장기적으로 탄소의 가격 상승은 좌초자산에 대한 관심이 높아질 가능성을 상징
- 선물 시장에 형성되어 있는 가격 전망: 향후 지속적으로 기회/부담 요인으로 작용할 가능성을 의미
 - ECB 자체 기금 탈탄소화 : 자체기금(208억 유로)중 3.5%를 BIS의 유로화 표시 그린본드 펀드에 투자, 비중 확대 계획

올해 가장 많이 오른 상품 중 하나는 유럽에서 거래되는 탄소의 가격



자료 : Bloomberg, SK증권

선물 시장에서도 중장기적으로 가격이 상승할 가능성에 베팅

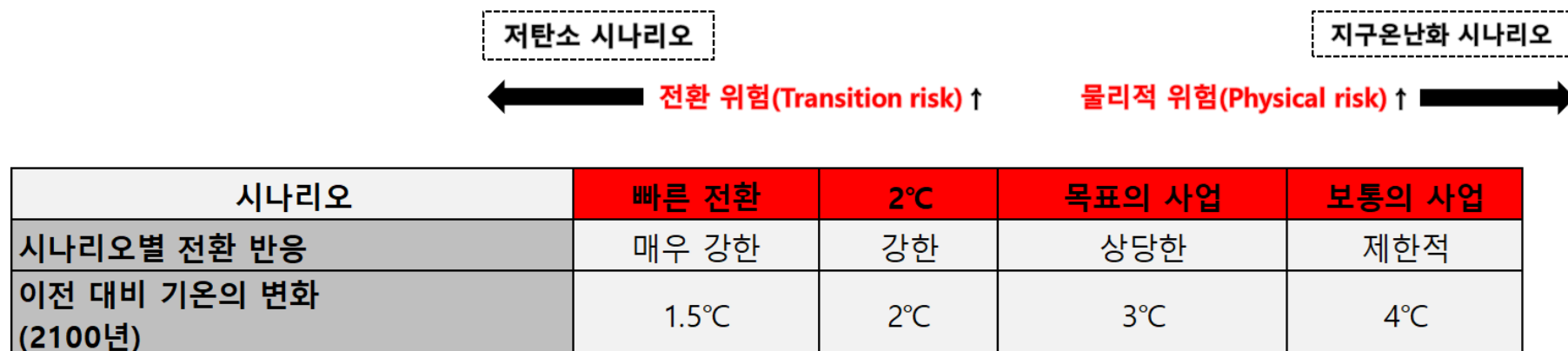


자료 : Bloomberg, SK증권

● 전환 위험(Transition Risk) vs. 물리적 위험(Physical risk)

- 전환 위험(Transition risk): 기후위기를 극복하는 과정에서 생길 수 있는 갑작스러운 자산 가격 조정을 의미
- 물리적 위험(Physical risk): 너무 늦게 전환면서 앞서 언급한 기후위기가 현실화되는 리스크
- 지구 온도 상승을 1.5°C 수준에서 막기 위해서 좀 더 과감한 전환을 하게 될 경우에는 전환위험이 크게 되겠지만, 반대로 현재와 비슷하게 계속 생활할 경우에는 물리적 위험이 커질 수 있음
- 따라서 두 가지 리스크 중에서 어떤 것을 선택해야 되는 지에 대한 고민과 연구가 필요한데, 최근 연준이나, ECB의 연구 결과들을 보면 전환 위험(Transition risk)을 감수하는 쪽으로 이동한 것으로 판단

전환 위험(Transition Risk) vs. 물리적 위험(Physical Risk)

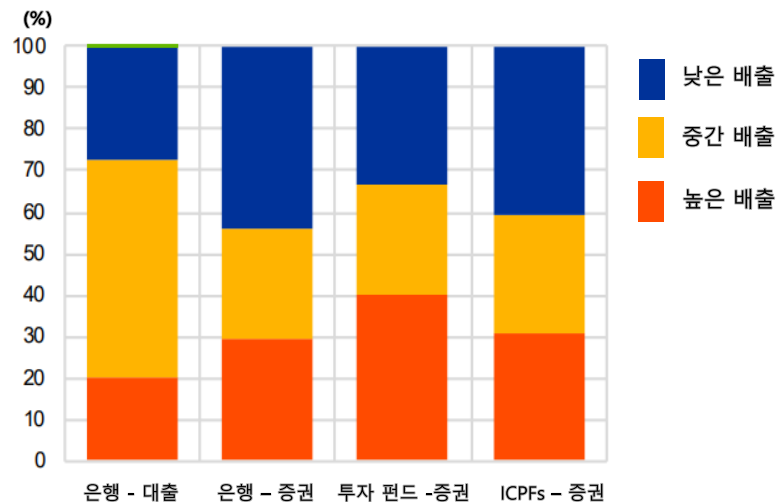


자료 : BIS, SK증권

● 은행과 비은행 금융 기관 모두 중장기적으로 기후 변화에 대한 영향을 관리해야 하는 과제에 직면

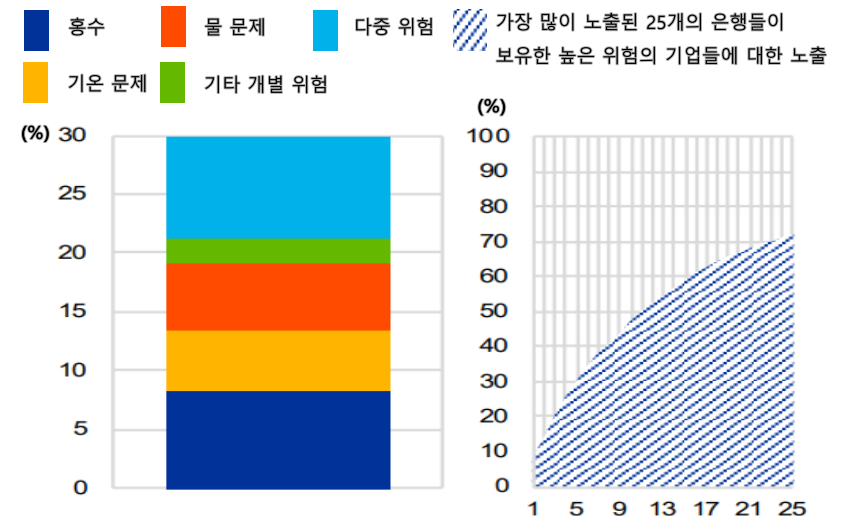
- 두 가지 위험 : 1)저탄소 경제로의 전환 과정에서의 위험(Transition Risk), 2)기후 변화 관련 물리적 위험(Physical Risk)
- 이러한 위험은 지리적 지역 및 개별 은행에 집중되어 있기 때문에 금융 안정성을 더욱 악화시킬 수 있는 리스크가 있음
- 기후 관련 위험을 종합적으로 평가하려면 데이터 및 방법론적 차이를 해결하는 것이 선행되어야 함
- 기후 변화에 따라 **보험 적용 범위가 악화될 가능성**이 있는 가운데, 2차적으로 은행과 보험사의 상호 작용에서 발생할 수 있는 기후 관련 금융 위험에 대한 인식의 필요성도 높아지고 있음

대출 및 증권 포트폴리오에서 전환 위험에 대한 은행 및 비은행의 노출



자료 : ECB, SK증권

높은 물리적 위험에 노출된 기업들에 대한 유럽지역 은행들의 노출

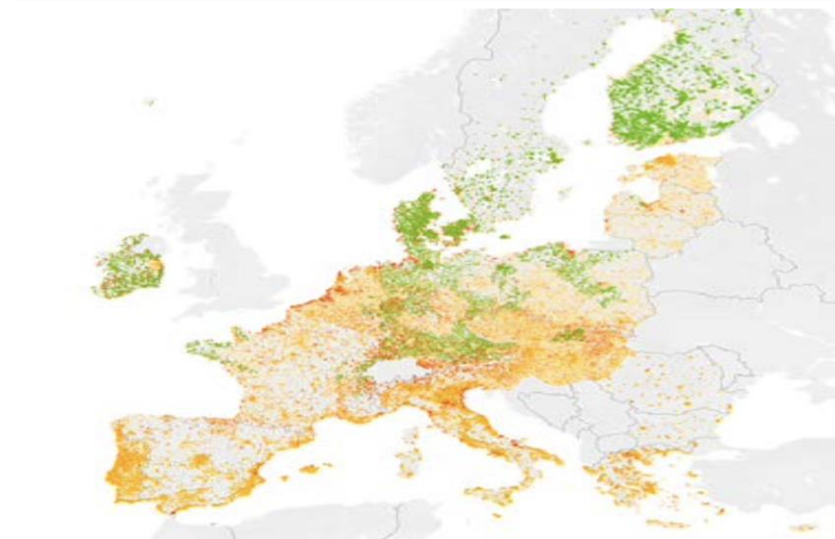


자료 : ECB, SK증권

● 기후 변화 위험은 유로지역 은행의 신용 노출의 1/3까지 영향을 미칠 수 있음

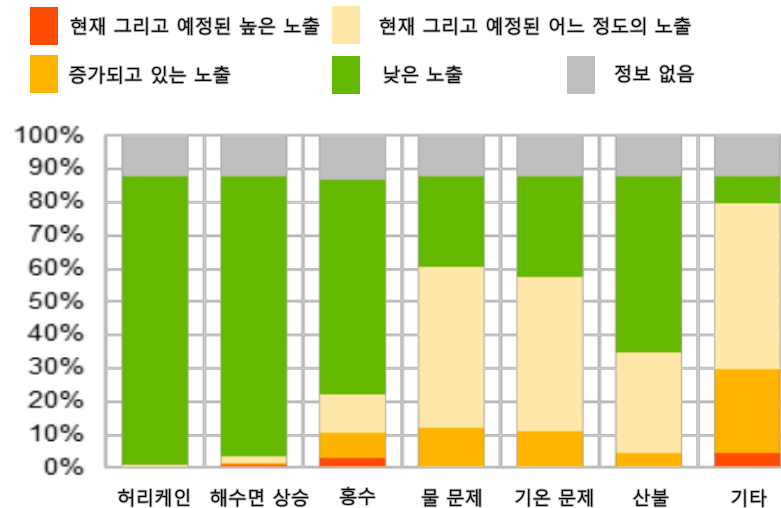
- 2019년 극단적인 기후 문제로 인한 총 경제적 손실은 유로 지역 GDP의 1% 해당
- 조치가 없으면 물리적 위험의 빈도와 강도가 증가하며, 이 비용은 시간이 지남에 따라 증가할 것으로 예상됨
- 중간 노출 단계의 기업은 야심적인(ambitious) 배출량 감소 없이는 장기적으로 더 높은 물리적 위험에 노출 될 수 있음
- 유럽에 있는 150만 개의 회사들의 물리적 위험에 따른 최고치의 위험 레벨(좌측)과, 이 중 신용 노출이 € 25,000 이상의 기업(우측)들의 신용 노출의 총 합은 € 4.2조

물리적 위험 발생 요인에 대한 기업의 노출



자료 : ECB, SK증권

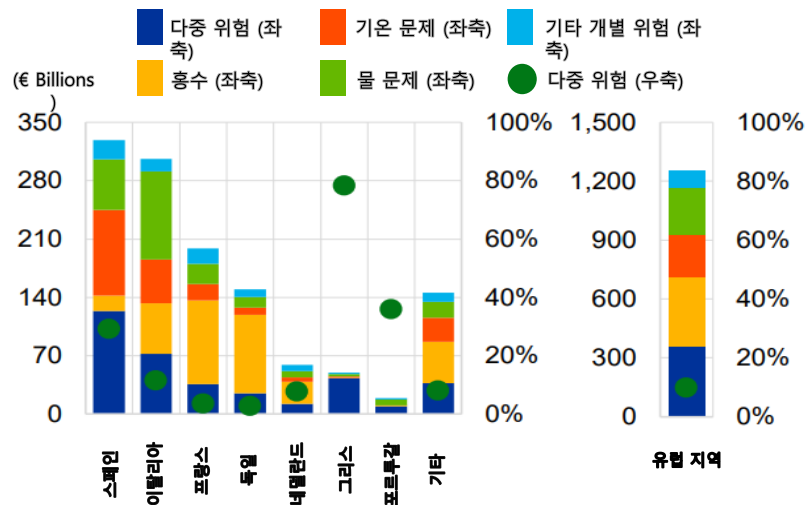
기업의 물리적 위험 수준에 따른 유로지역 은행들의 신용 노출 비율



자료 : ECB, SK증권

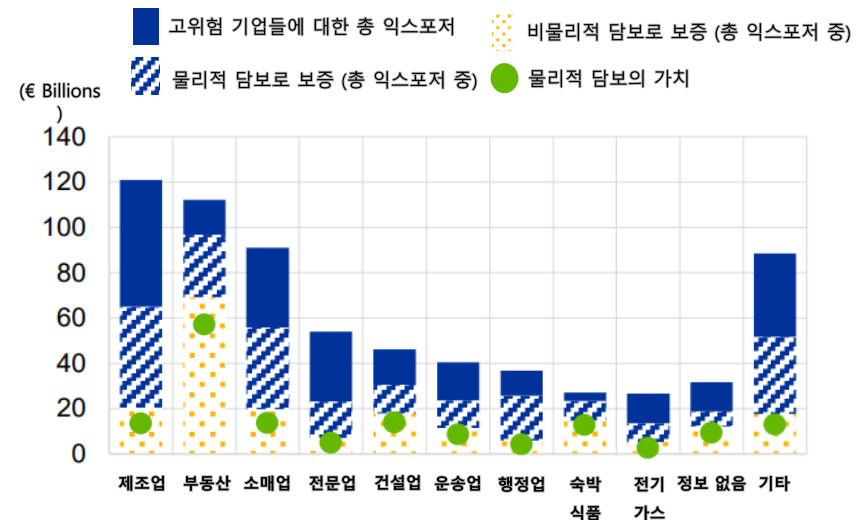
- 은행의 Exposure 중 상당 부분은 물리적 담보로 확보되어 있기 때문에 기후 관련 피해에 직접적 영향 받아
 - 유럽에서 신용 노출이 € 25,000 이상의 물리적 위험의 기업들에 대한 은행의 노출도를 국가별, 섹터별로 분석
 - 담보물이 보험으로 완전히 보장되지 않는 경우, 손실 완화 능력을 감소시키고 은행의 잠재적인 손실을 증가시킴
 - 특히 부동산, 건설, 숙박 및 식품 업종에 대한 익스포저의 2/3 정도가 담보이며, 이는 주로 물리적 자산으로 구성
 - 이러한 부문에서 물리적 담보의 광범위한 사용은 기업의 활동이 물리적 위험에 의해 중단되거나 위험이 심화될 것으로 예상되는 지역에서 발생할 경우, 이는 곧 기업 가치의 하락으로 이어질 수 있음

국가별 높은 물리적 위험 혹은 증가하는 기업에 대한 은행의 노출도



자료 : ECB, SK증권

부문별 담보를 설정한 고위험 기업들에 대한 은행의 대출 노출도



자료 : ECB, SK증권

● 또 한 번의 “Whatever it takes...” Green QE는 가능할까?

- 탄소 집약적 채권을 매입중단 또는 매각하는 정책이나, 당장 시행될 가능성은 높지 않아.. 하지만, ECB의 의지는 확인

● ECB의 기후 리스크 대응의 시사점 - 기후 변화의 1차적 책임은 정부 *But*, 중앙은행도 중요한 역할을 해야

- 기후 리스크 대응체계 확충 : 기후 리스크 관리 지침을 발표하고 은행에 자체적인 평가를 요청한바 있음
- 그린 통화정책 : 그린본드를 매입하고 적격담보로 인정했으며, 지속가능연계채권을 적격 담보 및 매입 대상에 포함
- ECB 자체 기금 탈탄소화 : 자체기금(208억 유로)중 3.5%를 BIS의 유로화 표시 그린본드 펀드에 투자, 비중 확대 계획

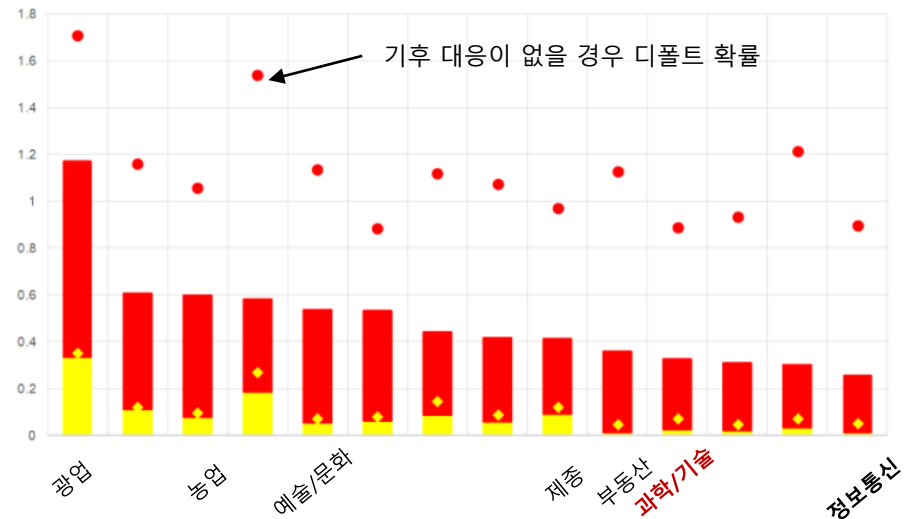
ECB는 Green QE까지 언급할 정도로 적극적으로 기후변화에 대응하겠다는 의지



Working Paper Series

lerio Nispi Landi **Whatever it takes to save the planet?**
Central banks and unconventional
green policy

시나리오별 업종 디폴트 확률(ECB stress test)



자료 : ECB, SK증권

자료 : ECB stress test(<https://bit.ly/3cNUSes>), 국제금융센터, SK증권 재인용

- 작년 11월, 연준이 참여를 밝힌 NGFS(녹색금융협의체)의 역할에도 주목할 필요
 - 연준과 ECB를 포함한 89개 중앙은행과 금융감독기구로 구성된 협의체, 최근 기후대응을 위해 도입 가능한 9개 수단 발표 : 신용공급(기후 리스크 관련 대출 실적에 따라서 우대 금리 적용 등), 담보(기후 관련 목표 준수 여부에 따라 Hair cut 시행), 자산매입(기후 리스크를 준수하는 기업/국가의 자산 매입을 확대하는 방안) → 결국 Keyword는 금리!
- 연준 브레이너드 이사, 기후변화 리스크 대응을 위해 FSCC (Financial Stability Climate Committee) 설치
 - 기후 변화와 지속가능한 경제로의 전환이 가져올 광범위한 금융 시스템 안정을 위한 위원회(Mar. 2021)

작년 11월에 연준이 가입한 NGFS의 역할에 대한 시장의 관심 커질 전망



자료 : NGFS, SK증권

FSCC(금융안정 기후 위원회) 조직 신설

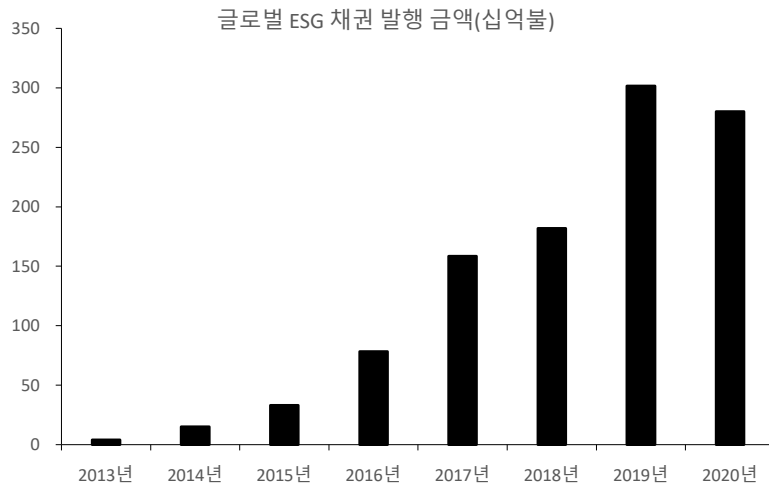
금융위기 주요 원인이 된 기후 변화	
기후 위험	온도 상승, 해수면 급등, 이상 기후 현상 기후 정책 변화, 기술 혁신, 소비자 선호 변화
경제 영향	경영환경 교란, 회복/적응 비용 증가 저생산, 저수익 등 전반적인 저효율
금융 여파	잠재적 금융시장 및 신용도 손실 주가 및 채권, 부동산 가치 하락

자료 : 언론종합, SK증권

● ESG가 주가에 미치는 영향은 금리에서 시작되며, 중장기적으로는 구조조정의 수단으로 이어질 전망

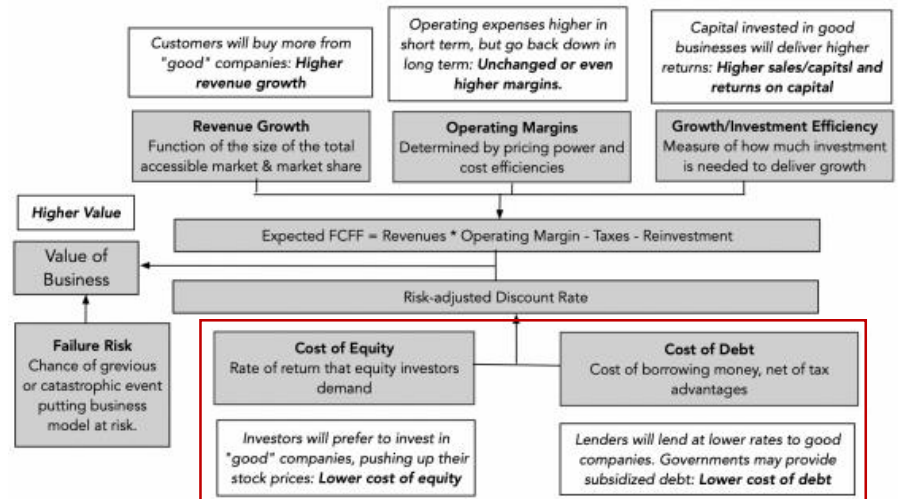
- 과거에는 기업의 구조조정 수단은 금리. 이자를 내지 못할 경우, 부도(Default)처리 되었지만, 최근에는 금리를 올리기 매우 어려워진 상황으로 오히려 유니콘과 좀비기업만 양산되는 상황
- 앞서 소개한 국제기구들의 움직임은 ESG가 금리에 미칠 영향에 대한 시사점을 주고 있음
- 결국 ESG가 주가로 연결되는 과정에서도 매출/이익 증가보다는 조달금리 측면에서 이해가 가능
- 올해는 Cost of equity에 대한 관심과 함께 Cost of Debt에 대한 관심도 커질 것으로 전망

글로벌 ESG 채권 발행 규모는 꾸준히 상승하는 상황



자료 : Bloomberg, 자본시장연구원, SK증권 재인용(2020년 9월 기준)

뉴욕대학교 다모다란 교수, Doing good? Vs. sounding Good?



자료 : Bloomberg, SK증권

- 무형자산이 콜옵션이라면, 좌초자산은 풋옵션

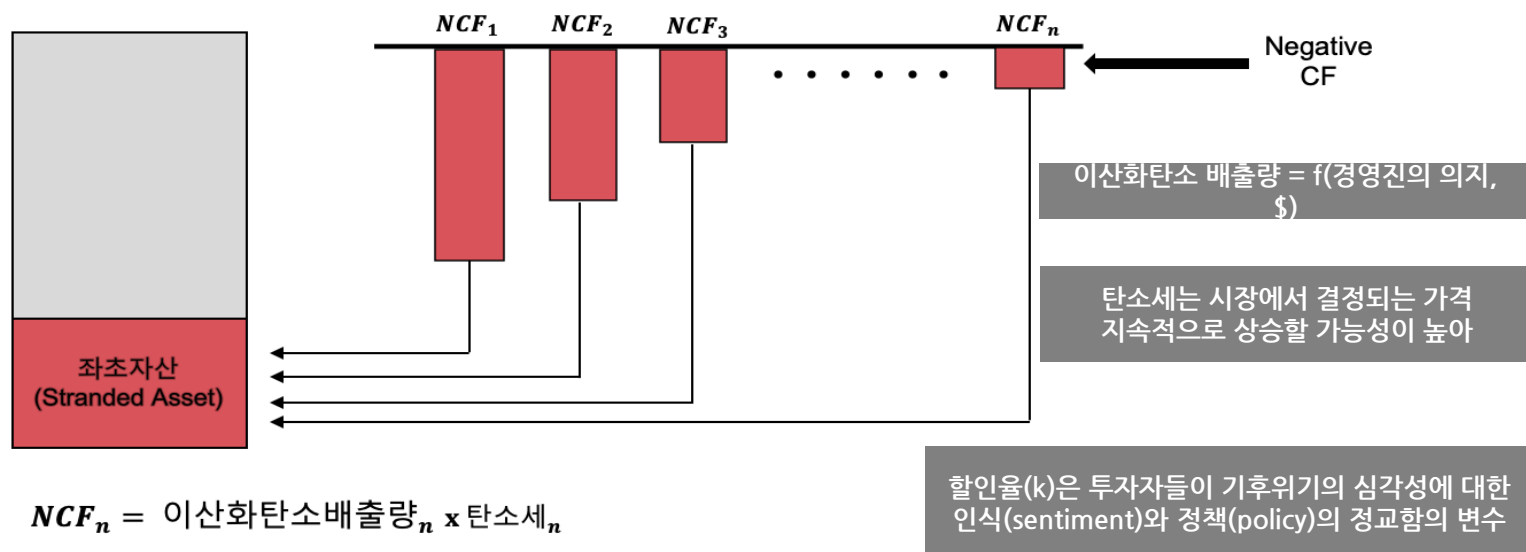
- 무형자산이 가치를 인정받기 시작하는 시점은 플랫폼으로 돈을 벌 수 있다는 것이 확인되는 시점
- 좌초자산은 과거 경제성이 있을 것으로 보였지만, 기후 위기 등으로 사실상 가치가 없는 것
- The \$900bn cost of 'stranded energy assets, FT
 - 만약 1.5°C 이상은 허용하지 않겠다고 한다면, 지금은 가치가 있는 것으로 평가되고 있는 약 \$9000 억 수준의 자산이 좌초(or 상각처리)되어야 함.
 - 이렇게 좌초자산이 실제로는 가치가 없는 것으로 인정받게 될 가능성은 1)기후변화에 대한 시장의 인식이 확산되고, 2)탄소배출에 대한 규제가 좀 더 엄격해질 수록 커지게 될 전망입니다.
- 이는 콜옵션의 가치가 커지는 것과 반대의 개념인 풋옵션의 모습과 닮아 있습니다. 무형자산과 좌초자산은 기존의 재무제표에 포함되지 않는 새로운 개념이지만, 투자의 관점에서는 이미 반영되기 시작한 것일 수 있습니다.
- 좌초자산 밸류에이션에 들어가는 두 가지 변수는 1)탄소배출량과 2)탄소세

- 좌초자산 밸류에이션이 구체화될 수록, BIGS에게 유리한 게임이 될 가능성이 높아

● 좌초자산 밸류에이션은 NCF의 추정에서 부터 시작, 할인율에 영향을 주는 요인은 1)심리, 2)정책

- NCF에 영향을 주는 요인은 1)해당 기업이 배출할 것으로 예상되는 이산화 탄소 배출량 전망치와 2)탄소세
- 할인율에는 기후위기에 대한 투자자들의センチ먼트와 정책(policy)의 구체성 등이 영향을 주는 것으로 판단
- Climate policy, stranded assets, and investors' expectations (SuphiSen 외 2, Mar. 2020)

Negative cash flow 추정을 통해서 계산할 수 있는 좌초자산



$$\text{좌초자산} = \frac{NCF_1}{(1+k)^1} + \frac{NCF_2}{(1+k)^2} + \frac{NCF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{NCF_n}{(1+k)^n}$$

좌초자산(stranded asset)의 가치가 비선형적으로 움직일 수 밖에 없는 이유

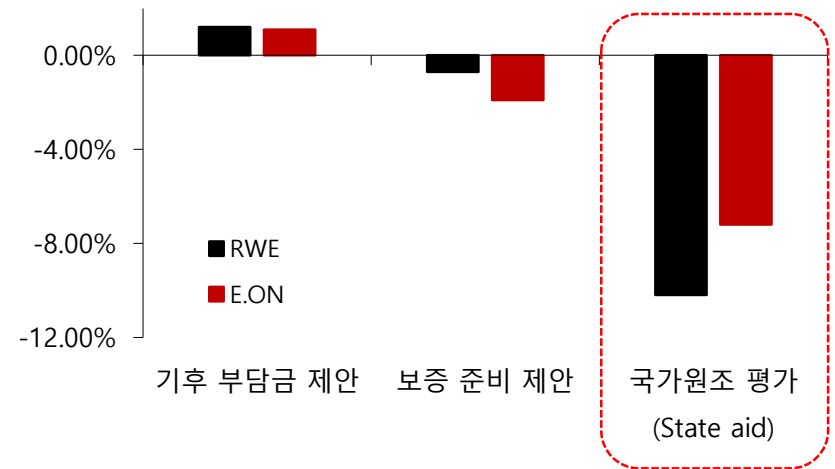
● 독일의 실제 사례로 본 기후 정책의 변화와 이에 따른 투자자들의 반응

- 오직 보상금 지급 정책의 입법화가 힘들어지거나 실패했을 때 투자자들의 탄소배출 관련 기업 가치에 대한 믿음과 평가는 달라질 수 있음
- 때문에 이런 쇼크를 방지하기 위해서는 기후 정책과 투자자들의 기대감 사이의 상호작용에 대한 충분한 이해가 필요하고 이에 따라 기후 정책을 펼치는 것이 중요

독일의 기후 정책 변화에 따른 전력 생산 기업의 수익률

기업	이벤트		
	기후 부담금 제안	보증 준비 제안	국가원조(State aid) 평가
RWE	0.012 (0.020)	-0.007 (0.016)	-0.102 (0.019)
E.ON	0.011 (0.017)	-0.019 (0.014)	-0.072 (0.013)

투자자들은 보상금 지급 정책의 어려움이 나타났을 때만 뚜렷한 반응을 보임



자료 : Sen, S., & von Schickfus, M.T. (2020), SK증권
 *RWE, E.ON: 독일의 주요 전력 생산 기업

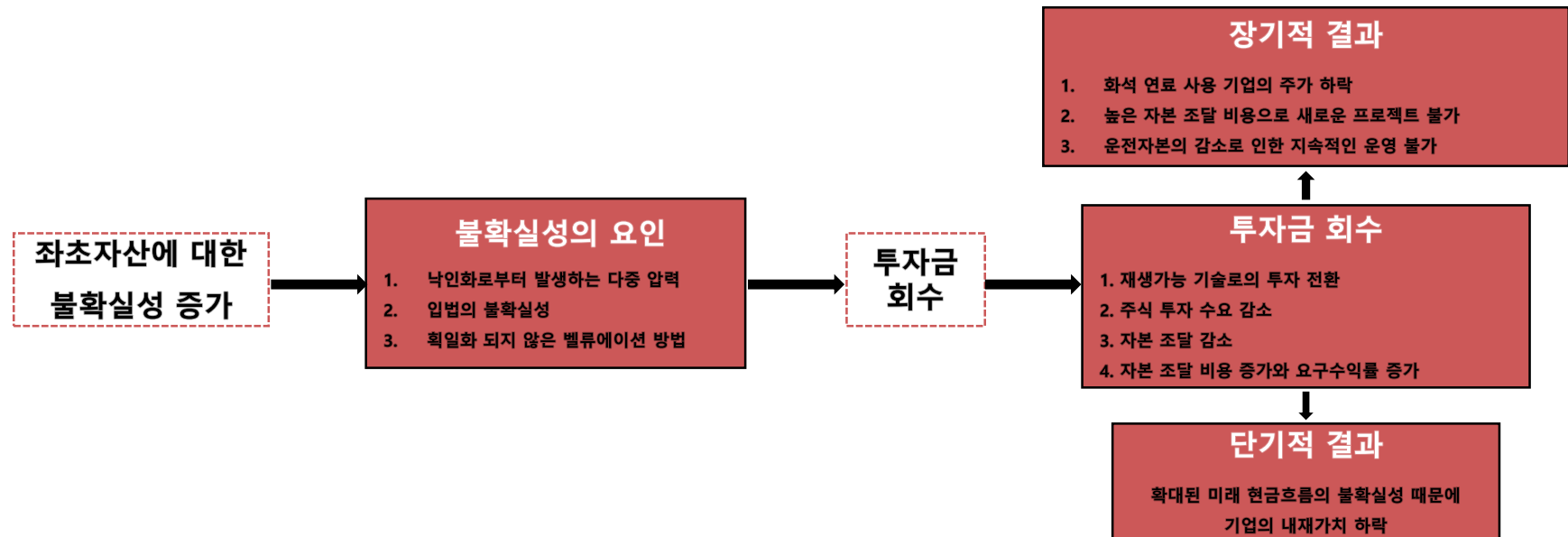
자료 : Sen, S., & von Schickfus, M.T. (2020), SK증권

좌초자산(stranded asset)의 가치가 비선형적으로 움직일 수 밖에 없는 이유

● 좌초자산의 불확실성과 기업가치

- 좌초자산에 대한 불확실성이 커질수록 투자자들에게는 투자금 회수 압력으로 다가올 수 있음
- 이는 기업의 자본 조달 비용이 높아지는 것을 의미하며, 결과적으로 미래 현금흐름의 불확실성을 높임
- 기존 기업들의 현금흐름과는 달리, 좌초자산의 가치는 특이점에 도달할 경우, 급격하게 줄어드는 **비선형적인 형태**

좌초자산에 대한 불확실성에 따른 잠재적 영향



자료 : Ansah et al.(2013), SK증권

● 전환위험(Transition Risk)과 탄소 프리미엄(Carbon Premium)

- 탄소 프리미엄이란, 화석연료·이산화탄소 배출 기업에 대해 투자자들이 추가로 요구하는 수익률을 의미하며, 전환위험에 대한 노출도(exposure)를 나타냄

- 1) 북미, 유럽, 아시아 대륙의 전 부문에서 양(+)의 프리미엄이 전역에 걸쳐 존재하며, 아시아에서 가파른 상승세를 보임
- 2) 투자자들은 최근(2015년 파리 협정 이후)에서야 기후 변화의 심각성을 제대로 인지하기 시작
- 3) 환경정책의 관점에서 볼 때, 탄소 프리미엄은 결국 기업의 자기자본비용(CoE)를 상승시키므로, 정부가 아닌 시장에 의한 과세기능(Decentralized taxation)을 수행 할 수 있음

글로벌 탄소 배출량의 변화



● IEA에서 발표한 NZE(Net Zero Emission)

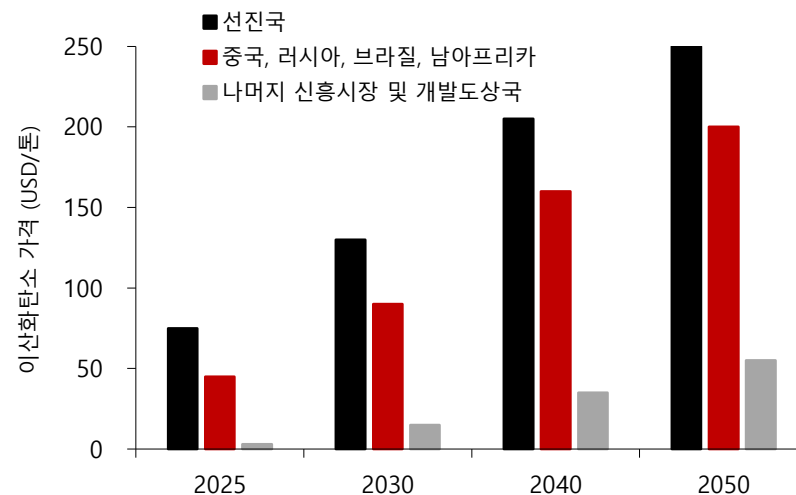
- IEA에 따르면, 석유 가격은 2030년에 \$35 수준으로 2050년에는 \$24까지 하락할 것으로 전망하고 있음
- 이와 같은 석유와 천연가스 가격의 급락할 것이라는 전망은 역설적으로 해당 사업을 하는 기업들 입장에서 추가적으로 화석연료 탐사를 진행하기 어려운 상황으로 허용치를 벗어난 새로운 석유와 천연가스 시추가 불필요하게 됨을 의미
- 반면, 이산화탄소의 가격은 전세계적으로 2025년 대비 2050년에는 3배 이상 상승할 것으로 전망

IEA에서 발표한 NZE의 화석 연료 가격 전망

(USD 2019)	2010	2020	2030	2040	2050
IEA Crude Oil (USD/배럴)	91	37	35	28	24
천연 가스 (USD/MBtu)					
미국	5.1	2.1	1.9	2.0	2.0
유럽연합	8.7	2	3.8	3.8	3.5
중국	7.8	5.7	5.2	4.8	4.6
일본	12.9	5.7	4.4	4.2	4.1
증기용 석탄 (USD/톤)					
미국	60	45	24	24	22
유럽연합	108	56	51	48	43
중국	125	75	57	53	49
일본	135	81	60	54	50

자료 : IEA, SK증권

IEA에서 발표한 NZE의 전기, 산업 그리고 에너지 생산에서의 이산화탄소 가격

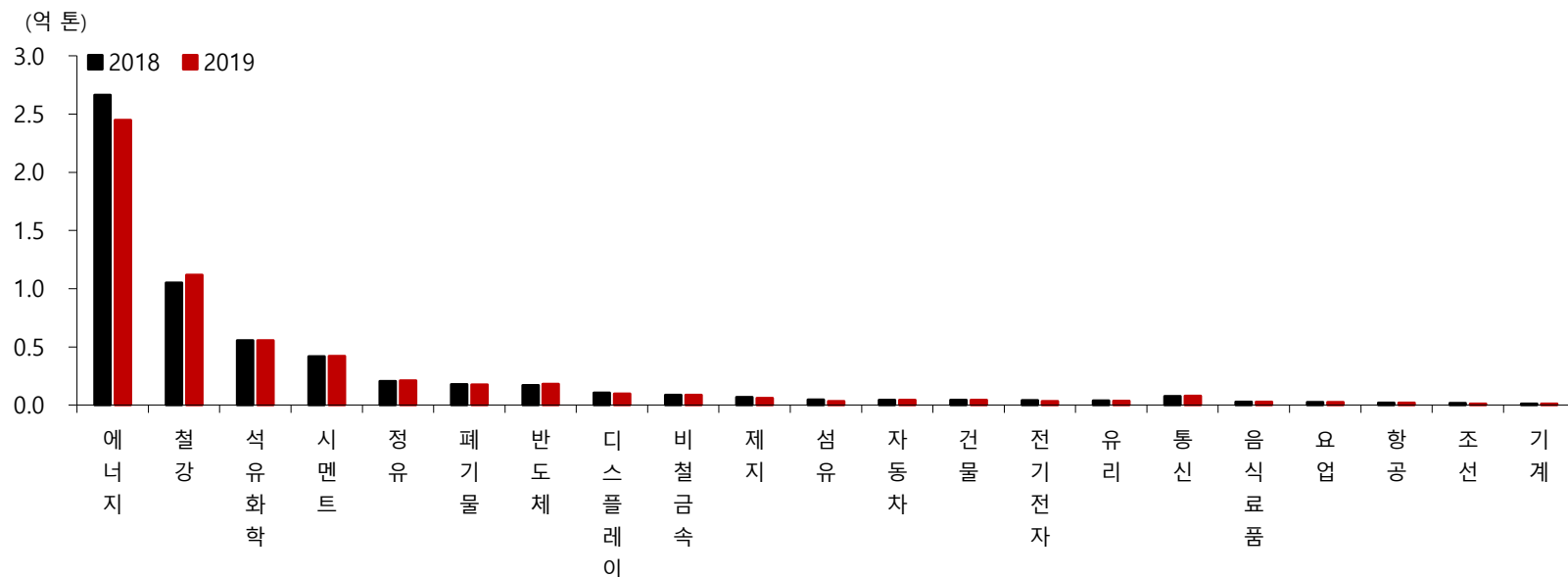


자료 : IEA, SK증권

● 탄소배출이 많은 전통산업의 경우에는 탄소배출감축 압력이 높아질 전망

- 배출권 거래제의 활성화와는 별도로 탄소배출이 많은 전통산업에 대해서는 감축 압력이 높아질 것
- 특히, 탄소배출 압력이 높을 수 밖에 없는 에너지, 철강, 석유화학 업종은 감축에 대한 압력 높아질 것
- 탄소배출이 적거나 거의 없는 산업(ITSW, 게임 등)은 상대적으로 유리한 입장

업종별 탄소배출 할당 배출량 합계



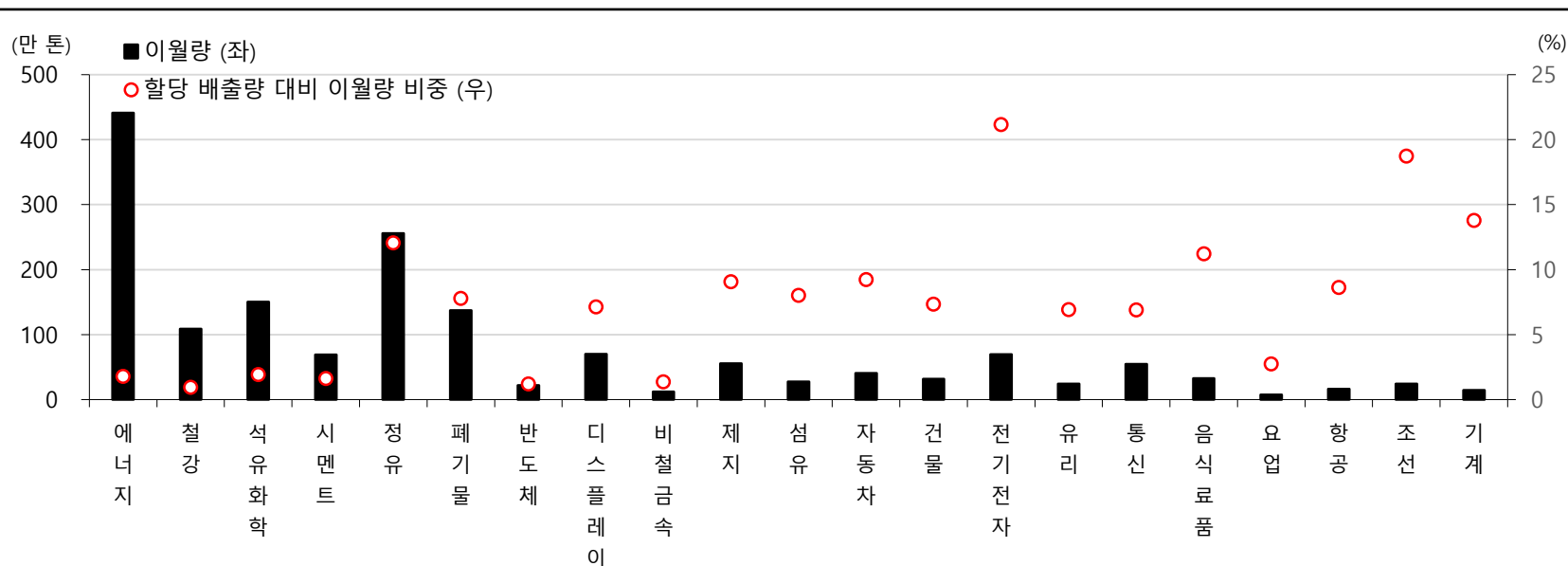
자료 : 온실가스 종합정보센터, SK증권

(참고) 업종별 탄소 배출 현황, 감축 목표에 대한 구체적인 계획이 요구될 전망

● 탄소배출이 많은 전통산업의 경우에는 탄소배출감축 압력이 높아질 전망

- 전체 할당 배출량 대비 이월량 비중이 낮은 업종은, 그만큼 배출권 사용이 많다는 의미
- 에너지, 철강, 석유화학, 시멘트, 반도체, 비철금속 업종이 여기에 해당
- 이들 업종은 이월보다 거래를 늘리겠다는 방침과 맞물려 비용에 대한 압력이 높아질 수 있음

업종별 탄소 배출권 이월량 및 전체 할당 배출량 대비 비중



자료 : 온실가스 종합정보센터, SK증권

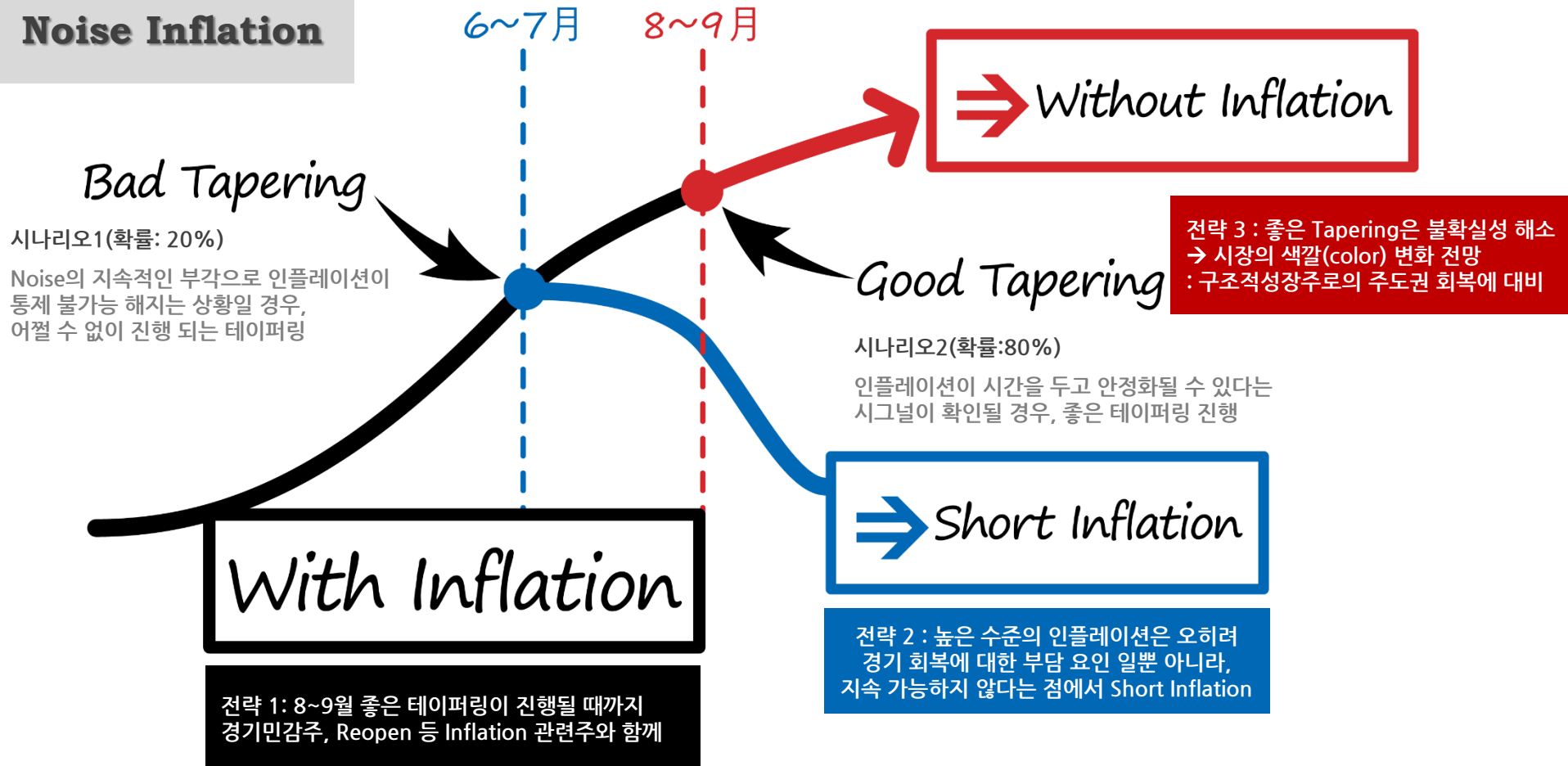


Long BIGS, with Inflation

Chapter 04

증시 전망,
KOSPI target 3,500pt 유지

Noise Inflation



● 2021년 KOSPI의 target을 3,500pt으로 제시

- 주가지수의 설명가능성을 결정하는 핵심 key는 분자(이익)보다 분모(주식에 적용되는 금리, CoE)에서 시작.
- 무위험수익률(국고채 3년물 금리) 0.96%와 ERP 6.0%를 반영하여 KOSPI에 적용한 CoE는 6.95%로 산출하였음
- ERP값은 1)다모다란 교수의 신흥국 ERP 계산식과 2) Survey 방식으로 계산한 값의 평균값으로 계산함
 - 1) 가정: 미국의 ERP 5.08%, 상대변동성 0.88, 한국의 CDS 프리미엄 0.23%
 - 2) 설문조사 방식으로 계산한 ERP는 7.3% 수준으로 조사됨
- 컨센서스(155.3조원(NAVER 일회성 이익의 70% 차감))을 적용하고, ROE를 8.5%로 적용

KOSPI 목표치 추정 로직

R _f	0.96%
ERP	6.0%
CoE	6.95%
g	2.1%
BPS	2,670.8

ROE	8.5%
순이익	155.3
적정PBR	1.3
KOSPI 목표치	3,494

<추정 로직 요소들 상세 내용>

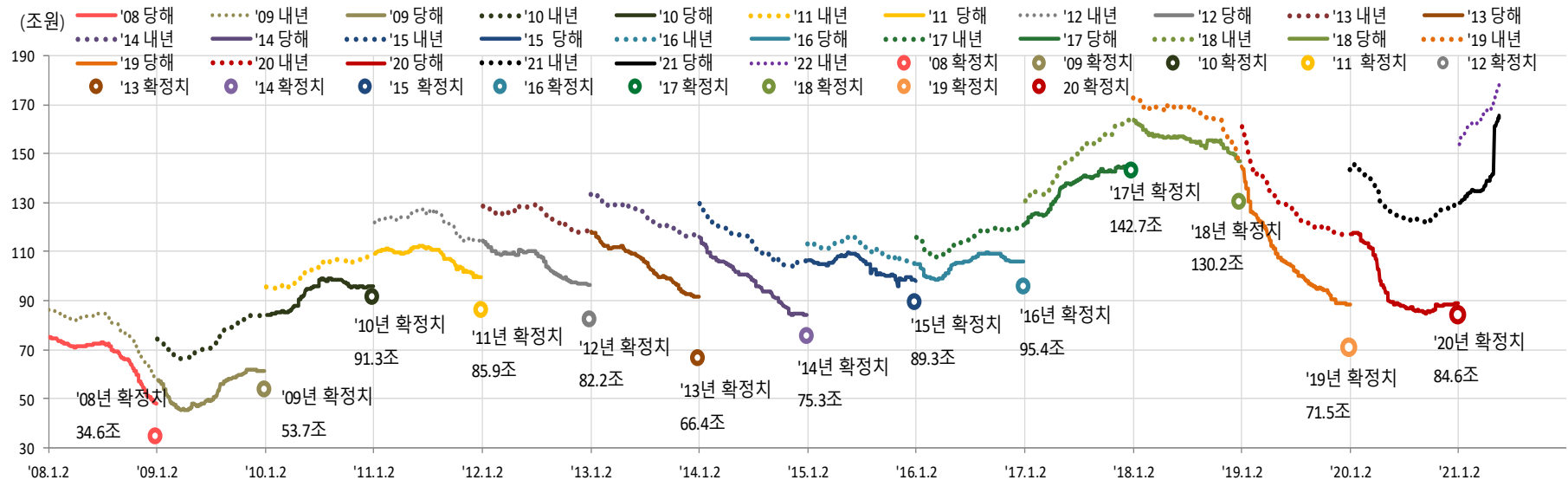
ROE	N1	올해 코스피 순이익 추정치에서 NAVER 일회성 이익의 70% 차감한 값
COE	R _f	국고채 3년물 금리 (최근 1년)
	ERP	상대변동성: 2019년 초~현재 KOSPI의 S&P500 대비 상대변동성
g		OECD가 제시한 3%(2005~2020년 평균)와 1.2%(2020~2060년 평균)의 평균값
BPS		올해와 내년 예상 BPS의 평균

이익 추정치가 상향 조정되었던 해는 세차례 - 2010, 2017, 2021

● 순이익 추정치가 상향 조정된 해는 2010, 2017년 그리고 올해

- 대부분의 경우 코스피의 순이익 추정치는 시간이 갈수록 하향조정되는 경향. 추정치의 낙관 편향이 드러나는 부분
- 하지만, 예외적으로 추정치가 반등 후 지속적으로 상향조정되는 경우가 2010년, 2017년 그리고 올해
- 올해 순이익 추정치 상향조정이 지속되며 현재 약 150조원(네이버 일회성 금액 제거)에 이르는 가운데, 실제 순이익이 그만큼 달성할 수 있을지 과거 비슷한 사례인 2010년, 2017년과 비교

2010년 이후 코스피 순이익(지배) 추정치 추이



이익 추정치 상향 Breakdown (2010년 영업이익)

● 경기민감주 중심으로 영업이익 추정치가 상향조정된 2010년

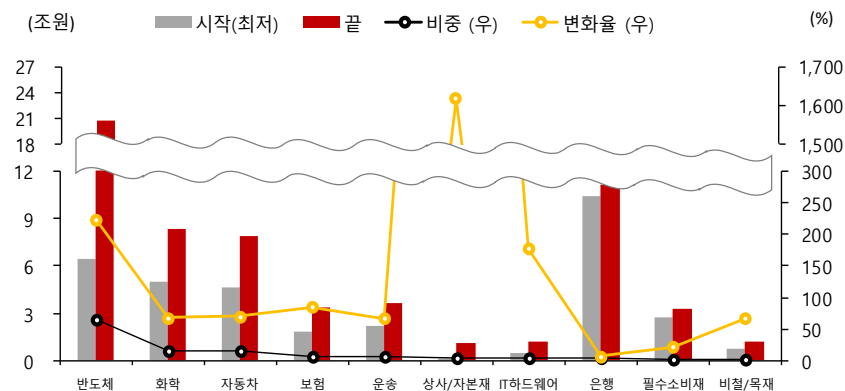
- 코스피 2010년 영업이익 추정치는 2009년 3월 27일 80.3조원에서 반등해 상향조정세 지속
- 확정치가 발표되는 2011년 3월말 추정치는 102.5조원 까지 상승. 실제 2010년 확정치는 101.8조원 기록
- 추정치 반등 시점부터 마지막까지 상승폭은 약 22.2조원
- 이 상승폭의 업종별 비중을 확인해보면, 가장 규모가 큰 반도체 다음으로 자동차, 화학 등 경기민감주 중심으로 상향조정
- 금융위기 이후 글로벌 경기가 바닥을 찍고 개선되면서 경기민감주에 대한 기대감 상승

2010년 코스피 이익 추정치 상승폭의 비중 상위 10종목

	시작 (최저점) (조원)	종료 (조원)	증감 (조원)	비중 (%)
시점	2009.03.27	2011.03.30		
1 반도체	6.4	20.7	14.3	64.44
2 화학	5.0	8.3	3.4	15.14
3 자동차	4.6	7.9	3.2	14.61
4 보험	1.8	3.4	1.6	7.06
5 운송	2.2	3.7	1.5	6.66
6 상사/자본재	0.1	1.1	1.1	4.85
7 IT하드웨어	0.4	1.2	0.8	3.48
8 은행	10.4	11.1	0.8	3.45
9 필수소비재	2.7	3.3	0.6	2.68
10 비철/목재	0.7	1.2	0.5	2.15
기타	45.9	40.4	-5.5	-24.51
합계	80.3	102.5	22.2	100.00

자료 : Quantiwise, SK증권

2010년 코스피 이익 추정치 상승폭의 업종별 비중 변화



자료 : Quantiwise, SK증권

이익 추정치 상향 Breakdown (2010년 순이익)

● 경기민감주 중심으로 순이익 추정치가 상향조정된 2010년

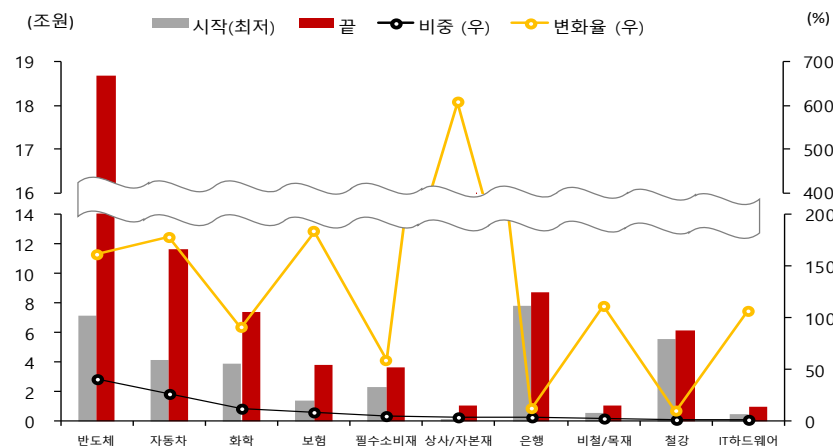
- 코스피 2010년 순이익 추정치는 2009년 3월 27일 66.3조원에서 반등해 상향조정세 지속
- 확정치가 발표되는 2011년 3월말 추정치는 94.4조원 까지 상승. 실제 2010년 확정치는 91.3조원 기록
- 추정치 반등 시점부터 마지막까지 상승폭은 약 28.1조원
- 이 상승폭의 업종별 비중을 확인해보면, 가장 규모가 큰 반도체 다음으로 자동차, 화학 등 경기민감주 중심으로 상향조정
- 금융위기 이후 글로벌 경기가 바닥을 찍고 개선되면서 경기민감주에 대한 기대감 상승

2010년 코스피 이익 추정치 상승폭의 비중 상위 10종목

	시작 (최저점) (조원)	종료 (조원)	증감 (조원)	비중 (%)
시점	2009.03.27	2011.03.30		
1 반도체	7.1	18.7	11.5	41.10
2 자동차	4.2	11.6	7.5	26.58
3 화학	3.9	7.4	3.5	12.55
4 보험	1.4	3.8	2.5	8.84
5 필수소비재	2.3	3.6	1.3	4.80
6 상사/자본재	0.2	1.1	0.9	3.34
7 은행	7.8	8.7	0.9	3.25
8 비철/목재	0.5	1.1	0.6	2.04
9 철강	5.6	6.1	0.5	1.83
10 IT하드웨어	0.5	1.0	0.5	1.81
기타	33.0	31.2	-1.7	-6.15
합계	66.3	94.4	28.1	100.00

자료 : Quantiwise, SK증권

2010년 코스피 이익 추정치 상승폭의 업종별 비중 변화



자료 : Quantiwise, SK증권

이익 추정치 상향 Breakdown (2017년 영업이익)

● 반도체 업종 중심으로 영업이익 추정치가 상향조정된 2017년

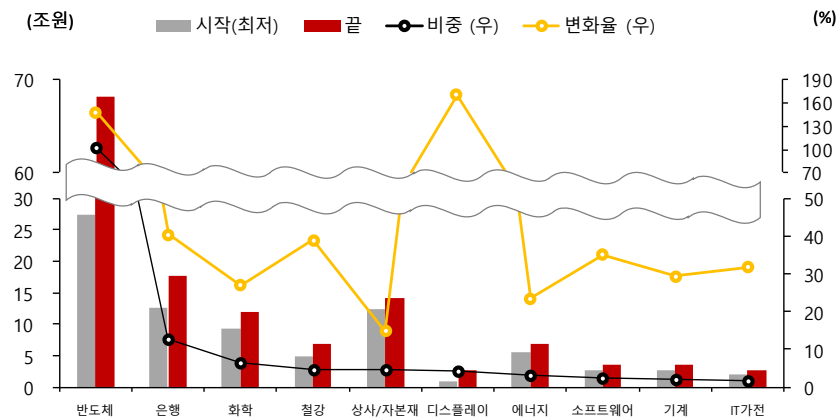
- 코스피 2017년 영업이익 추정치는 2016년 3월 25일 153.8조원에서 반등해 상향조정세 지속
- 확정치가 발표되는 2018년 3월말 추정치는 193.8조원 까지 상승. 실제 2017년 확정치는 194.0조원 기록
- 추정치 반등 시점부터 마지막까지 상승폭은 약 40조원
- 이 상승폭의 업종별 비중을 확인해보면, 반도체의 비중이 약 101.9%로 반도체 업종에만 주로 편중되어 상향조정
- 국내 반도체 기업의 독점적인 공급과 폭발적인 수요로 인한 슈퍼사이클 진입으로 반도체 업종에 대한 기대감 상승

2017년 코스피 이익 추정치 상승폭의 비중 상위 10종목

	시작 (최저점) (조원)	종료 (조원)	증감 (조원)	비중 (%)
시점	2016.03.25	2018.03.30		
1 반도체	27.5	68.2	40.7	101.94
2 은행	12.6	17.7	5.1	12.73
3 화학	9.4	11.9	2.5	6.35
4 철강	4.9	6.8	1.9	4.79
5 상사/자본재	12.3	14.2	1.8	4.59
6 디스플레이	1.0	2.7	1.7	4.28
7 에너지	5.5	6.8	1.3	3.25
8 소프트웨어	2.7	3.7	1.0	2.39
9 기계	2.7	3.5	0.8	1.98
10 IT가전	2.1	2.7	0.7	1.64
기타	73.2	55.6	-17.5	-43.94
합계	153.8	193.8	39.9	100.00

자료 : Quantwise, SK증권

2017년 코스피 이익 추정치 상승폭의 업종별 비중 변화



자료 : Quantwise, SK증권

이익 추정치 상향 Breakdown (2017년 순이익)

● 반도체 업종 중심으로 순이익 추정치가 상향조정된 2017년

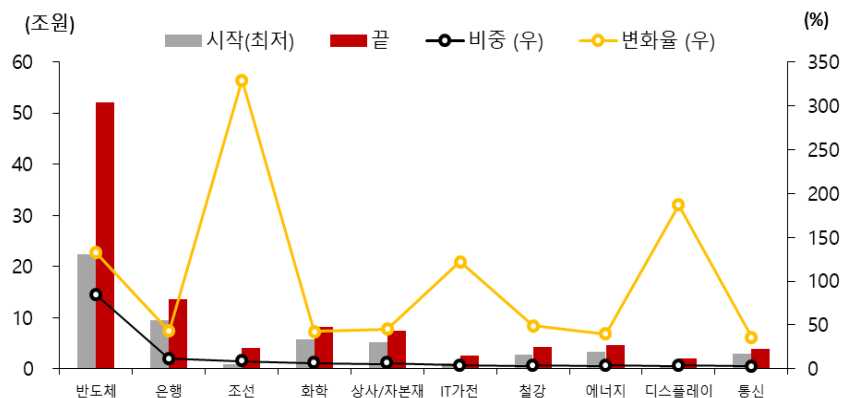
- 코스피 2017년 순이익 추정치는 2016년 3월 10일 107.7조원에서 반등해 상향조정세 지속
- 확정치가 발표되는 2018년 3월말 추정치는 142.9조원 까지 상승. 실제 2017년 확정치는 142.7조원 기록
- 추정치 반등 시점부터 마지막까지 상승폭은 약 35.3조원
- 이 상승폭의 업종별 비중을 확인해보면, 반도체의 비중이 약 84.3%로 반도체 업종에만 주로 편중되어 상향조정
- 국내 반도체 기업의 독점적인 공급과 폭발적인 수요로 인한 슈퍼사이클 진입으로 반도체 업종에 대한 기대감 상승

2017년 코스피 이익 추정치 상승폭의 비중 상위 10종목

		시작 (최저점) (조원)	종료 (조원)	증감 (조원)	비중 (%)
	시점	2016.03.10	2018.03.30		
1	반도체	22.4	52.1	29.7	84.32
2	은행	9.5	13.6	4.1	11.60
3	조선	0.9	4.1	3.1	8.84
4	화학	5.7	8.1	2.4	6.90
5	상사/자본재	5.2	7.5	2.3	6.66
6	IT가전	1.1	2.6	1.4	3.98
7	철강	2.8	4.2	1.4	3.92
8	에너지	3.3	4.6	1.3	3.74
9	디스플레이	0.7	2.0	1.3	3.67
10	통신	2.9	3.9	1.0	2.92
	기타	53.0	40.1	-12.9	-36.57
	합계	107.7	142.9	35.3	100.00

자료 : Quantiwise, SK증권

2017년 코스피 이익 추정치 상승폭의 업종별 비중 변화



자료 : Quantiwise, SK증권

이익 추정치 상향 Breakdown (2021년 영업이익)

● 업종별 영업이익 추정치가 고르게 상향되고 있는 올해

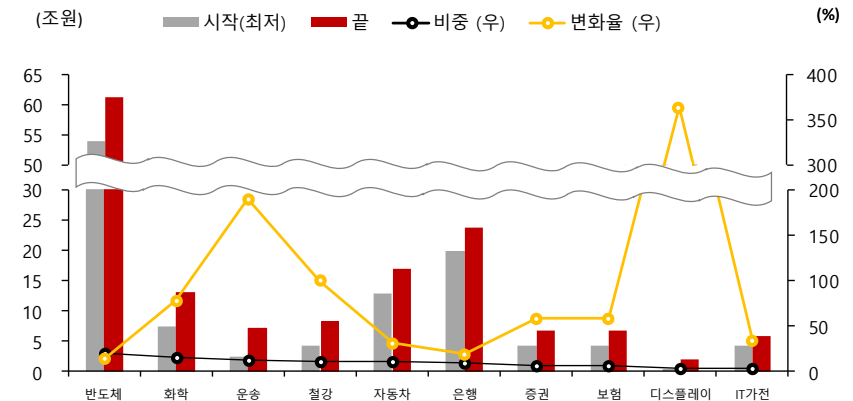
- 코스피 2021년 영업이익 추정치는 2020년 9월 4일 176.5조원에서 반등해 상향조정세 지속
- 5월 중순 현재 추정치는 213.8조원 까지 상승
- 추정치 반등 시점부터 현재까지 상승폭은 약 37.3조원
- 이 상승폭의 업종별 비중을 확인해보면, 반도체의 비중이 약 20%로 낮은 수준이며, 다음으로 화학, 운송, 자동차 순 상향
- 한 업종에 치우친 이익 추정치 상향이 아닌, 상향분의 업종별 비중 분포가 비교적 고르게 분포되어 있음

2021년 코스피 이익 추정치 상승폭의 비중 상위 10종목

		시작 (최저점) (조원)	종료 (조원)	증감 (조원)	비중 (%)
	시점	2020.09.04	2021.05.21		
1	반도체	54.0	61.4	7.4	19.86
2	화학	7.4	13.1	5.7	15.31
3	운송	2.5	7.2	4.7	12.69
4	철강	4.2	8.3	4.2	11.14
5	자동차	13.0	17.0	4.0	10.82
6	은행	19.9	23.6	3.7	10.00
7	증권	4.3	6.7	2.5	6.61
8	보험	4.2	6.7	2.5	6.58
9	디스플레이	0.4	2.0	1.6	4.22
10	IT가전	4.4	5.9	1.5	4.04
	기타	62.4	62.0	-0.5	-1.28
	합계	176.5	213.8	37.3	100.00

자료 : Quantwise, SK증권

2021년 코스피 이익 추정치 상승폭의 업종별 비중 변화



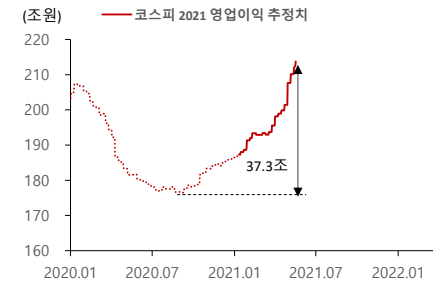
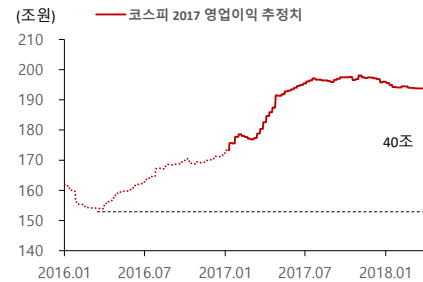
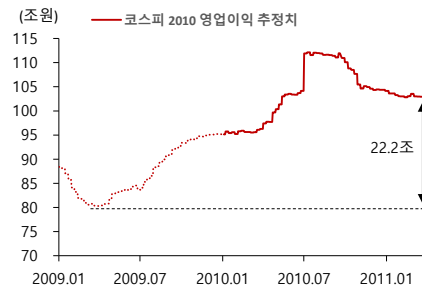
자료 : Quantwise, SK증권

올해 이익의 신뢰성이 높다고 판단하는 이유 (영업이익 기준)

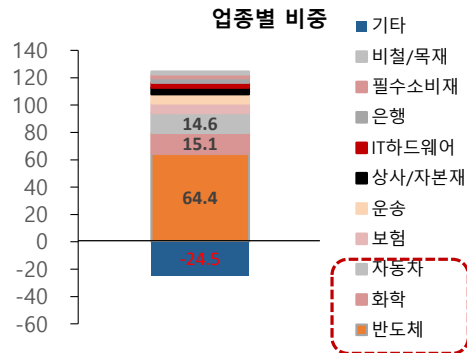
● 올해 코스피 이익은 추정치와 크게 다르지 않을 것으로 전망

- 올해는 이익이 업종별로 고르게 상향될 것으로 예상되고 있다는 점이 특징
- 코스피 이익 추정치의 특정 업종에 대한 의존도가 적은 만큼, 향후 코스피 추정치의 신뢰도 상대적으로 높은 것으로 판단

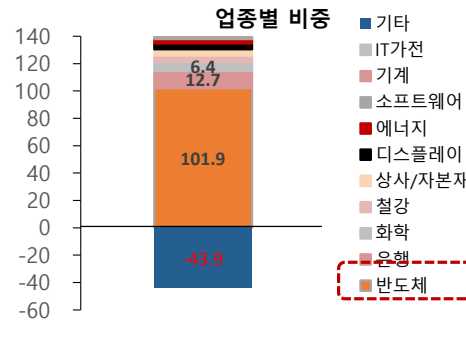
2010년, 2017년, 올해의 코스피 영업이익 추정치 추이와 상승폭 업종별 Breakdown



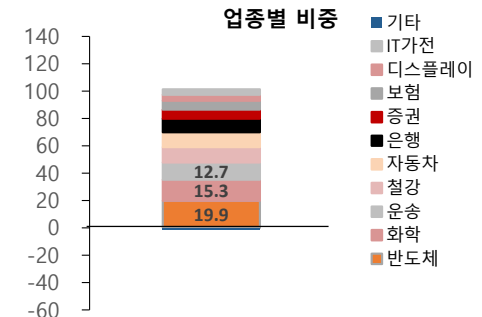
(%) 코스피 2010년 영업이익 추정치 반등폭



(%) 코스피 2017년 영업이익 추정치 반등폭



(%) 코스피 2021년 영업이익 추정치 반등폭

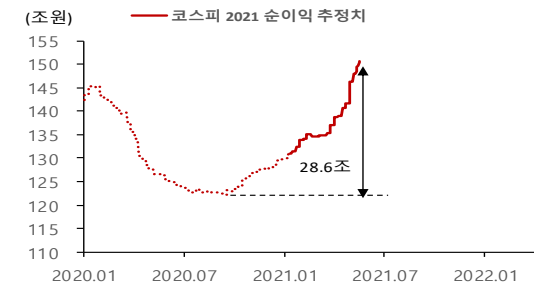
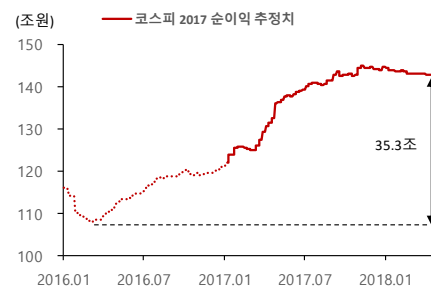
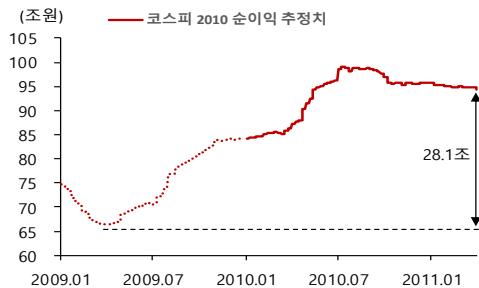


올해 이익의 신뢰성이 높다고 판단하는 이유 (순이익 기준)

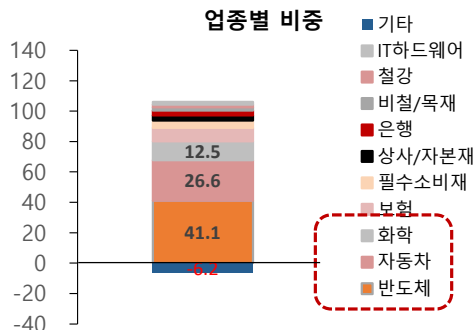
● 올해 코스피 이익은 추정치와 크게 다르지 않을 것으로 전망

- 과거와 달리 순이익에 마이너스 기여하는 업종이 없다는 점이 특징
- 코스피 이익 추정치의 특정 업종에 대한 의존도가 적은 만큼, 향후 코스피 추정치의 신뢰도 상대적으로 높은 것으로 판단

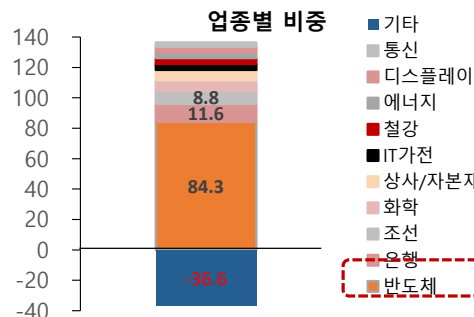
2010년, 2017년, 올해의 코스피 순이익 추정치 추이와 상승폭 업종별 Breakdown



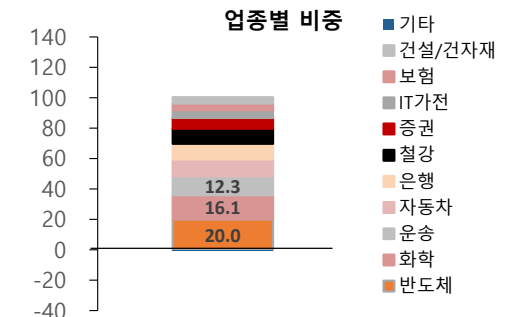
(%) 코스피 2010년 순이익 추정치 반등폭



(%) 코스피 2017년 순이익 추정치 반등폭



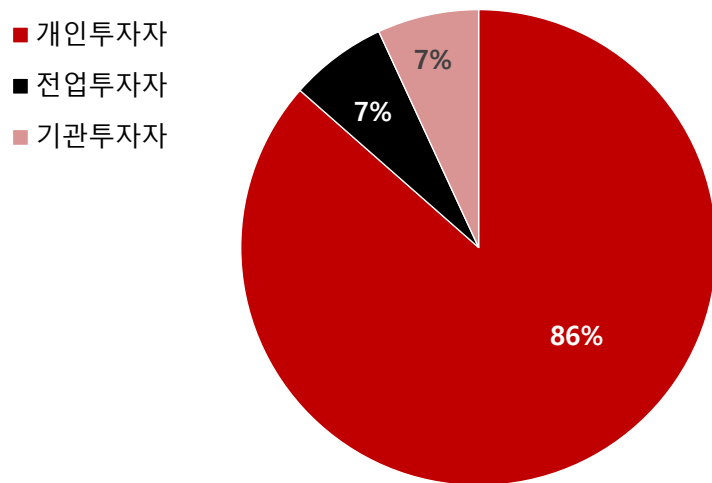
(%) 코스피 2021년 순이익 추정치 반등폭



● 텔레그램 채널(<https://t.me/managyst>) 을 통한 설문조사(구독자 1.7만명, 응답자 2,237명)

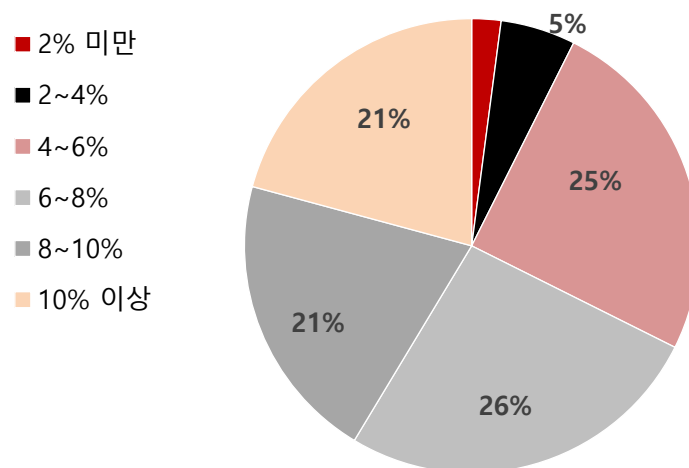
- 투자환경이 빠르게 변하고 있을 뿐 아니라, 불확실성이 커지고 있는 시점이라는 점을 감안하여 투자자들의 심리를 파악하는 것이 중요한 시점으로 <2021년 하반기 자산시장 전망 위한 설문조사>라는 주제로 설문조사를 실시(5/22일)
- 응답자(2,237명)중 86%가 개인투자자로 개인투자자들의 투자 열기를 다시 한번 체감할 수 있었음
- 요구하는 수익률은 평균 7.3%로 조사됨. 요구수익률이 낮아졌다고 응답한 투자자들의 비중은 41%였으며, 높아졌다고 응답한 투자자의 비중은 23% 수준. 시장의 변동성 확대에도 불구하고, Survey에 기반한 ERP는 큰 변화가 없음을 의미

응답자의 86%가 개인투자자, 전업투자자/기관투자자 비중은 각각 7%



자료 : SK증권

요구하는 수익률(ERP)은 약 7.3% 수준으로 조사되었음

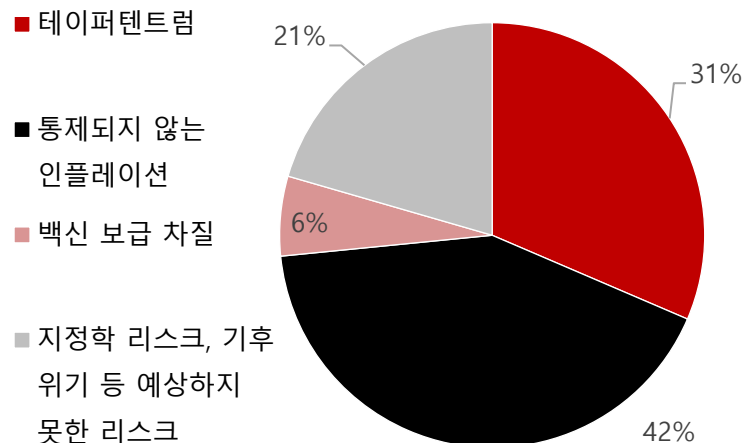


자료 : SK증권

● 텔레그램 채널(<https://t.me/managyst>) 을 통한 설문조사(구독자 1.7만명, 응답자 2,237명)

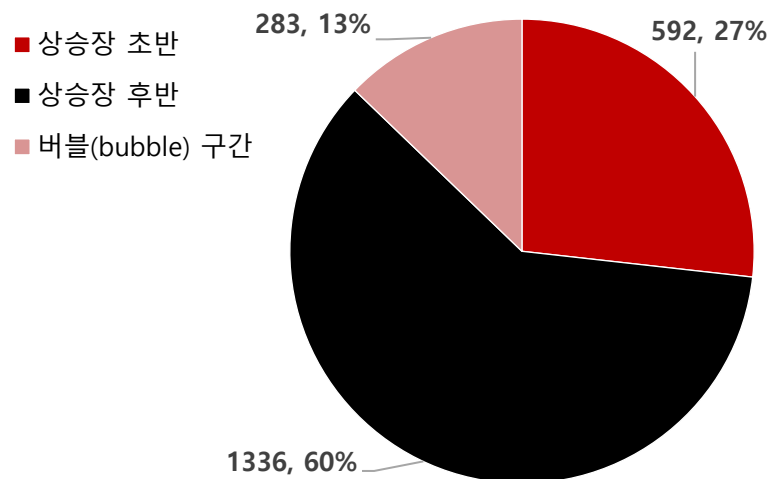
- 투자자들이 인식하고 있는 리스크의 종류를 파악하기 위해서 향후 1년 동안 시장에 가장 큰 충격을 줄 수 있을 것으로 예상되는 이슈를 묻는 질문에 대해서 통제되지 않는 인플레이션을 뽑은 투자자가 42%로 가장 많았으며, 테이퍼링 과정에서 생길 수 있는 이슈를 뽑은 투자자는 31% 수준이었음
- 현재 시장의 국면을 묻는 질문에 대해서는 60%가 상승장 후반이라고 응답했으며, 버블구간으로 보는 투자자는 13%
- 전업투자자, 기관투자자일 수록 상승장 후반이라고 응답한 비중이 높다는 특징 : 전업투자자(64%), 기관투자자(66%)

시장에 가장 큰 충격을 줄 수 있을 것으로 예상되는 이슈는 통제되지 않는 인플레이션



자료 : SK증권

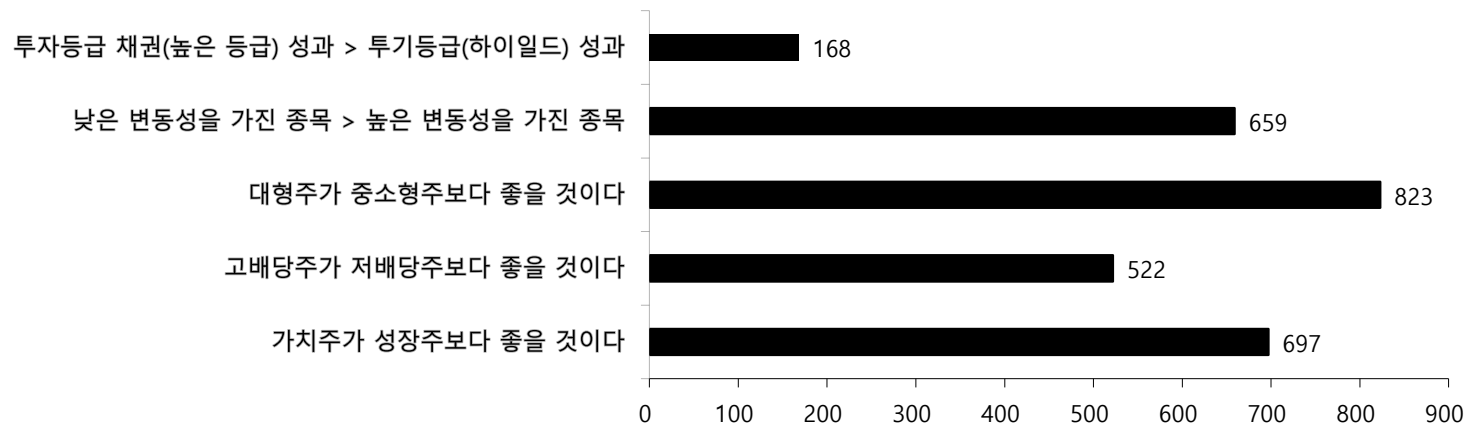
현재 시장의 국면을 묻는 질문에 대해서는 60%가 상승장 후반으로 응답



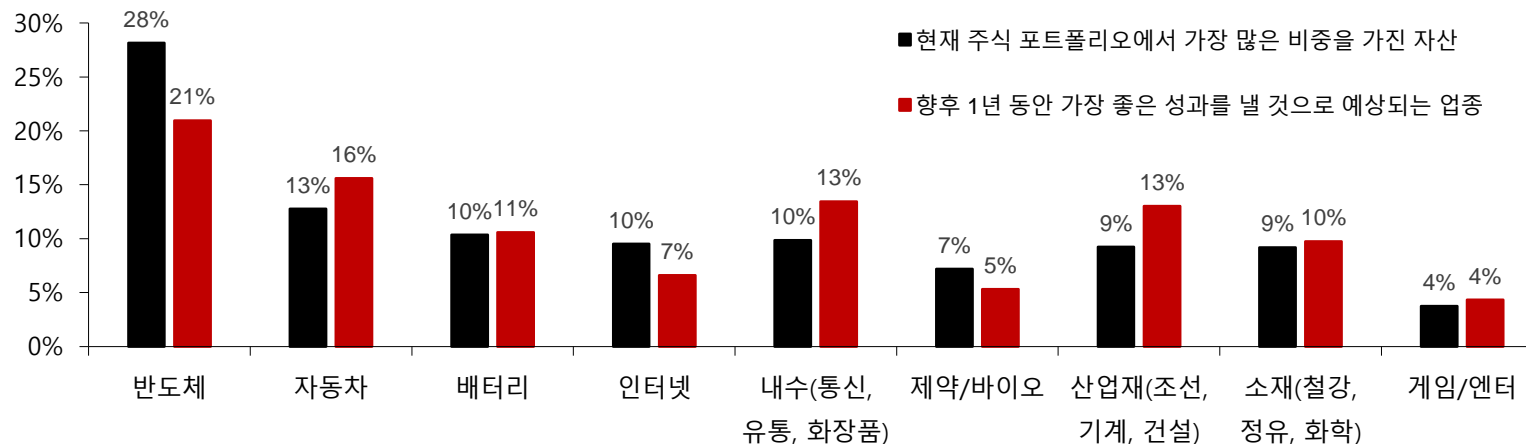
자료 : SK증권

[참고] 투자 설문조사

현재 포트폴리오에 가장 많은 비중을 차지하는 자산과 향후 1년 동안 가장 좋은 성과를 낼 것으로 예상되는 업종의 차이

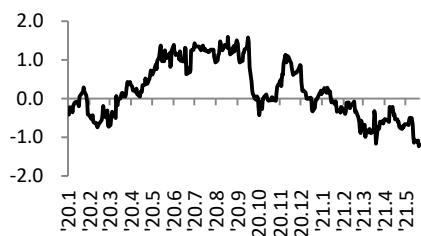


현재 포트폴리오에 가장 많은 비중을 차지하는 자산과 향후 1년 동안 가장 좋은 성과를 낼 것으로 예상되는 업종의 차이

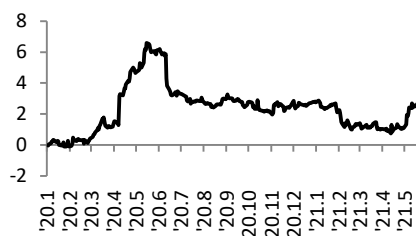


(참고) ETF 자금 흐름

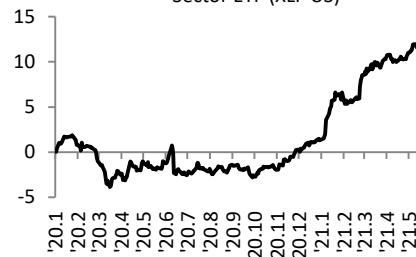
(\$ BN) S&P500 Technology Sector ETF (XLK US)



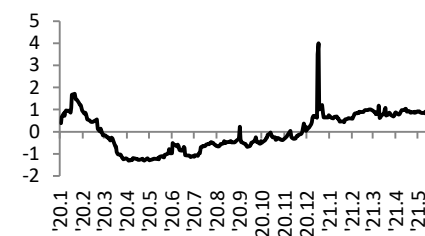
(\$ BN) S&P500 HealthCare Sector ETF (XLV US)



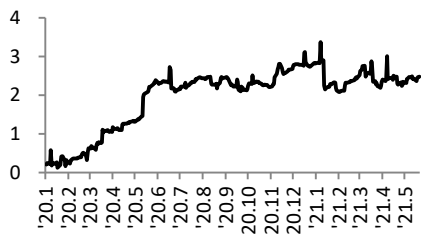
(\$ BN) S&P 500 Financial Sector ETF (XLF US)



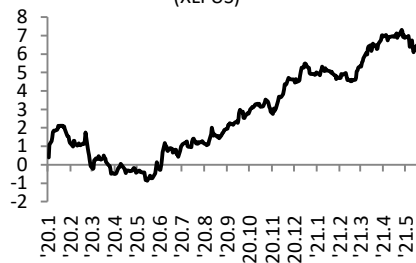
(\$ BN) S&P500 Consumer Discretionary ETF(XLY US)



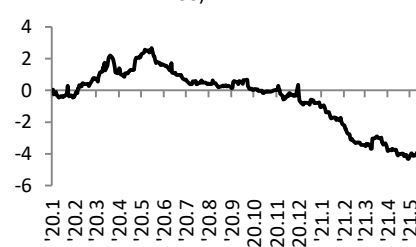
(\$ BN) S&P500 Communication Service ETF (XLC US)



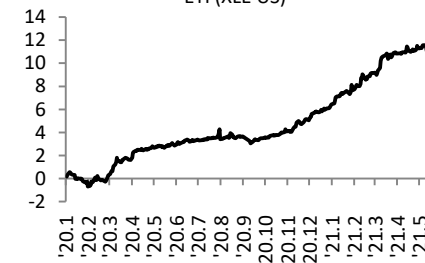
(\$ BN) S&P500 Industrial ETF (XLI US)



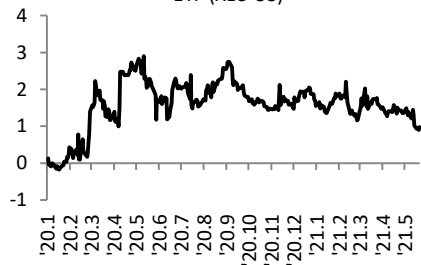
(\$ BN) S&P 500 Consumer Staples Sector ETF(XLPS US)



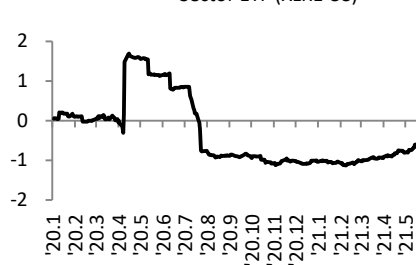
(\$ BN) S&P 500 Energy Sector ETF(XLE US)



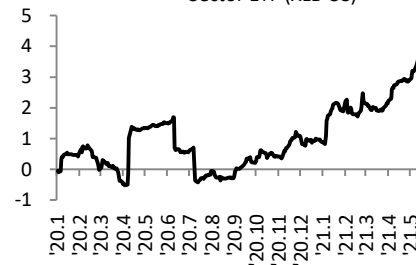
(\$ BN) S&P 500 Utility Sector ETF (XLU US)



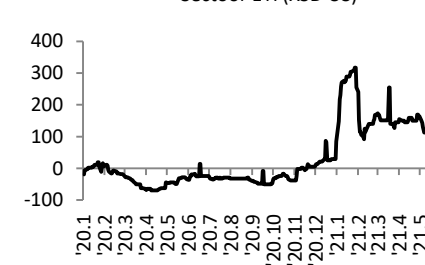
(\$ BN) S&P500 Real Estate Sector ETF (XLRE US)



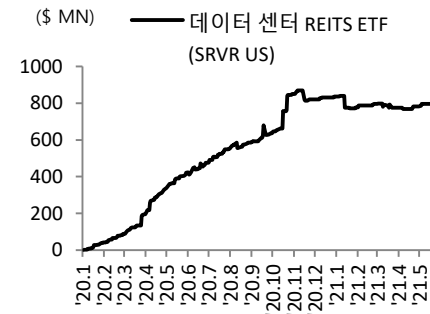
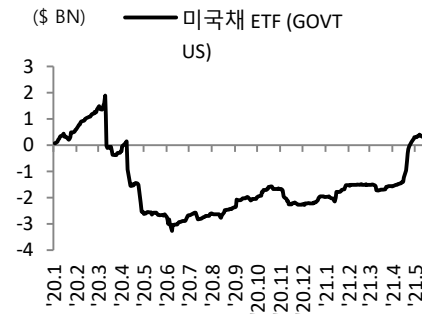
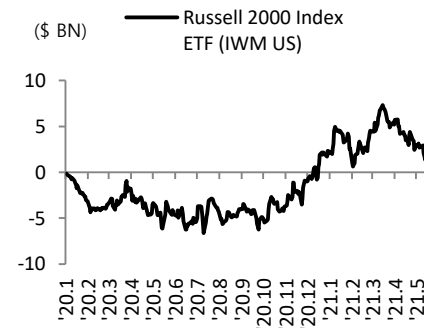
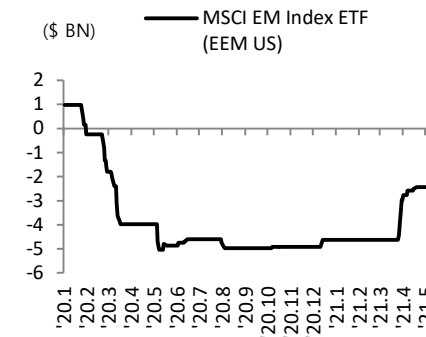
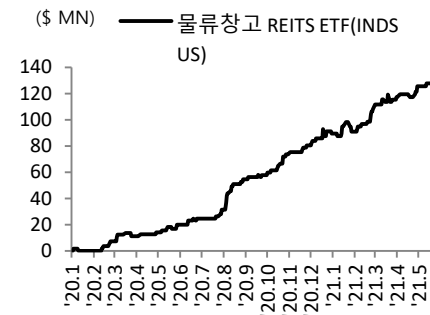
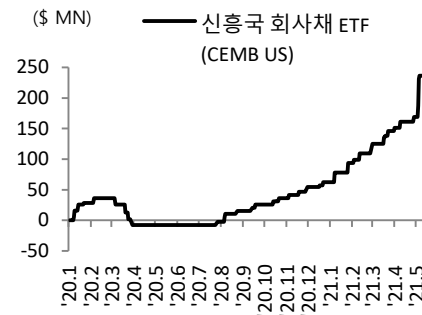
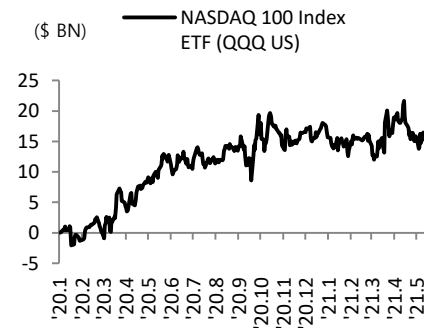
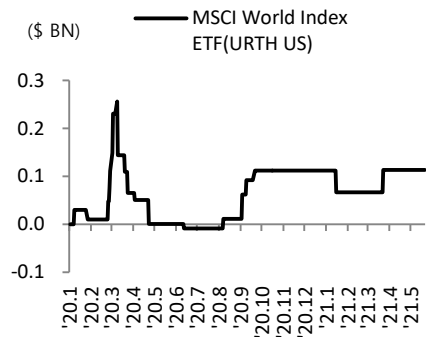
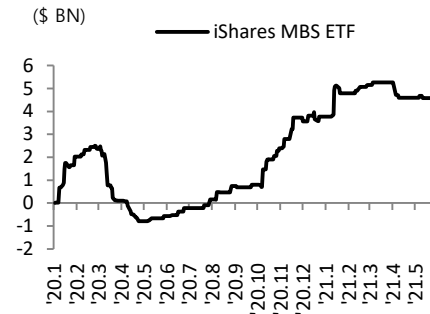
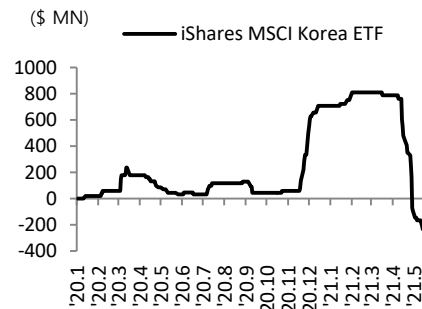
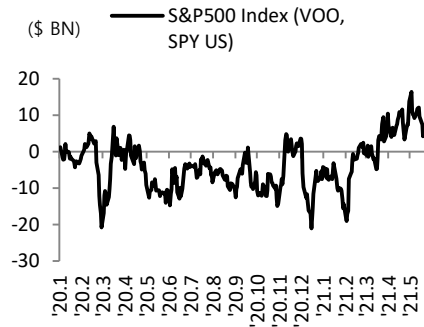
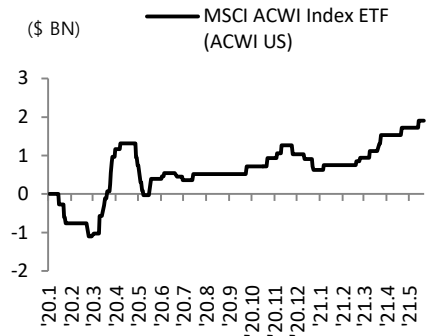
(\$ BN) S&P 500 Material Sector ETF (XLB US)



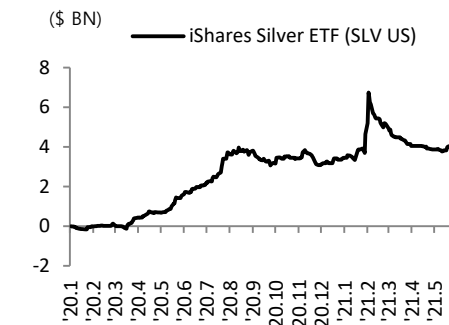
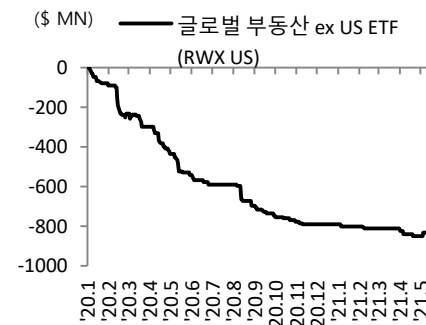
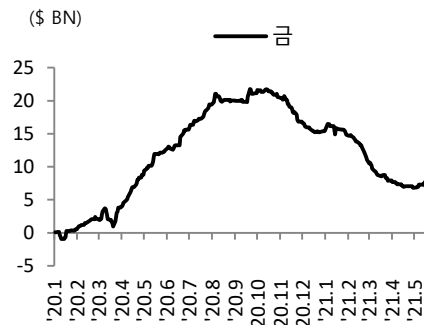
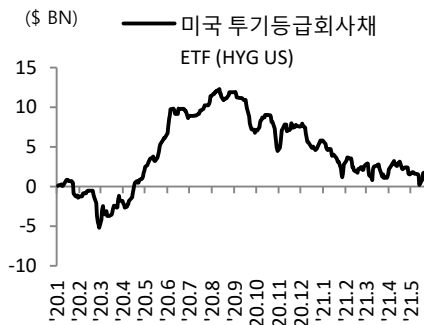
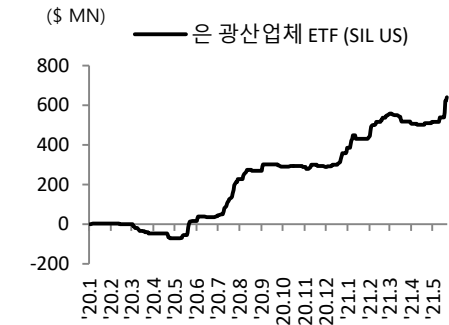
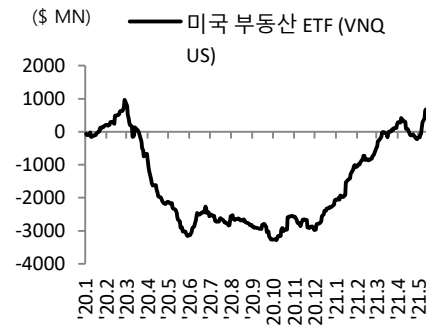
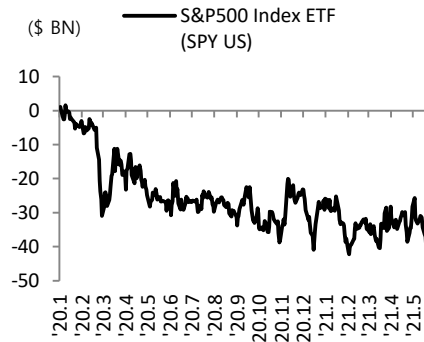
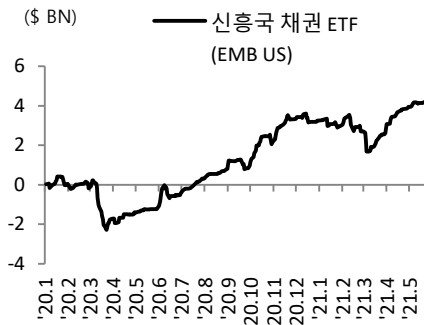
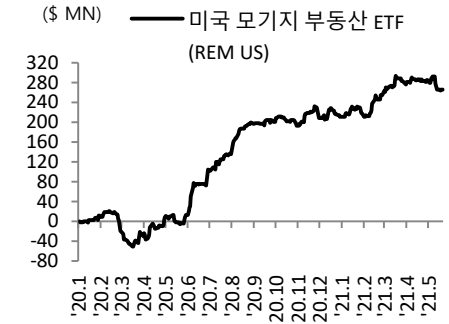
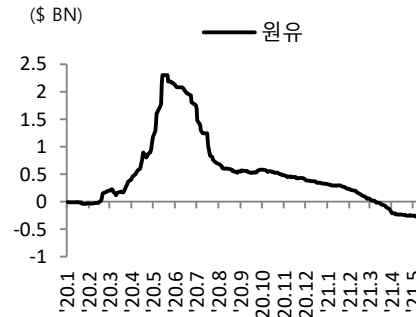
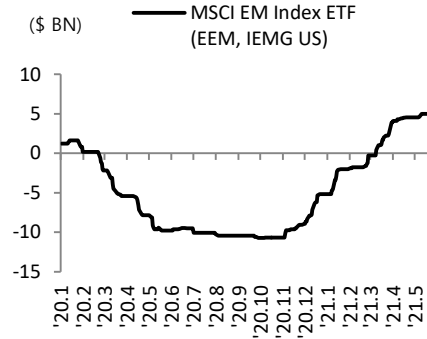
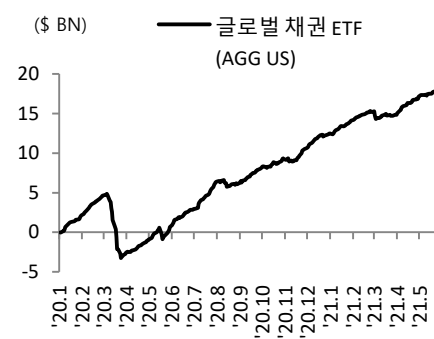
(\$ MN) S&P500 Semiconductor Sector ETF(XSD US)



(참고) ETF 자금 흐름



(참고) ETF 자금 흐름



(참고) ETF 자금 흐름

