

SK증권 자산전략팀

2022년 금융시장 전망

2021/11/29

Economist. 안영진, 3773-8478

Fixed Income. 신열, 3773-8898

Credit. 윤원태, 3773-8919

Equity. 이재윤, 3773-8921



1	[경제] 로우볼(Low vol) 경제	10
2	[채권] 정책의 명암에서 찾는 기회	37
3	[크레딧] 정상에서 찾아본 산속 호랑이(Risk)와 밀림의 사자(Buy)	60
4	[주식] 체리 피킹(Cherry picking)	83

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

SK ASSET Analysis



Economist

안영진

youngjin.an@sks.co.kr
02-3773-8478

[2022년 경제/금융시장 전망] 로우볼(Low vol) 경제

2021년 하반기 경제/시장 전망을 할 때 “시간은 미국의 편이지, 한국의 편은 아닐 것 같다”는 생각을 했습니다. 2022년 전망을 하는 지금, 이 워딩을 바꾸지 않아도 될 것 같습니다. 그리고 선진국이 신흥국 보다 선호되고, 투자보다 소비가 경제를 이끄는 2022년을 예상합니다. 달러는 상저하고를, 채권은 Conviction을, 주식은 박스권 내 로테이션을 각각 전망합니다.

● [경제 전망] 거버넌스 강화, 속도감 있는 통화정책 정상화, 투자보다 소비가 이끄는 경제, 공급의 회복

우리 전망의 Big Theme은 “거버넌스의 강화”다. 통화정책 정상화와 규제 정책, 탄소 중립과 재정정책 지속 모두 정부(Government)가 위험을 관리하고 바람직하다고 생각하는 상황을 만들어가기 위함이다. 시사점은 경제의 진폭을 줄여가는 과정이라는 것이다. 하방 리스크를 방어하고, 과열과 독과점을 억제하는 “Low volatility 경제”다. 한편 통화정책과 관련해 통상적인 기대/전망과 달리 더 속도감 있게 추진될 것으로 예상한다.

2022년 세계 경제는 계속 회복세를 이어가리라 본다. 다만 회복의 강도나 성장의 모멘텀은 둔화될 수 밖에 없을 것이다. 경제의 핵심 드라이버가 ‘투자’가 아닌 ‘소비’가 될 것이라 보기 때문이다. 2021년 말~2022년 초 세계 경제가 반드시 넘어야 할 산은 공급 대란/물류 차질/급등하는 인플레이션의 안정 등이다. 우리는 현재 세계 경제에 공급(S)이 부족한 것이지, 수요(D)가 없는 것은 아니라고 본다. 즉, ‘공급의 회복’과 ‘가격의 안정’이 2022년 경제 전망의 선결 조건이다.

● [금융시장] 달러는 상저하고, 채권은 장기 원화채의 시대, 주식은 지수 플레이보다 로테이션 전략

[환율] 당사 달러 전망 모델을 기반으로 할 때 방향성은 “상저하고”(vs. 컨센서스 연중 달러 약세)다. 원달러환율도 상반기에 하락한 후 하반기 다시 상승하는 궤적을 그릴 전망이다. 연평균 1,150원대, 연말 1,180원 수준을 제시한다. 외환시장이 Top-down approach의 시작이라 할 때 상반기 금융시장 내 위험자산 선호 환경이 가능하리라 본다.

[금리] 정책금리 정상화에 따른 단기 금리 상승과 대조적으로 경기 회복 탄력 둔화 및 타이트한 수급 등으로 장기 금리의 하락을 예상한다. 미국 10년물 금리의 경우 Taper 개시 이후 금리 인상기를 맞아 1) 경기 모멘텀, 2) 예상되는 기준금리 고점을 고려해 $1.75\% \mp \alpha$ 가 저항 구간이 될 전망이다. 그리고 2022년 원화채의 시대가 도래할 것이라는 생각을 해본다. 특히 단기채 보다 장기채가 더 유리할 것이다.

[주식] LEVES(Liquidity, Economy, Valuation, Earning, Sentiment)는 적극적으로 주식 비중을 확대하는 데에 신중할 것을 요구한다. 우리의 매크로/FICC View에 따르면 주식시장은 Level-up보다 박스권 등락을 예상한다. 연간으로 DM>EM, 성장>가치 선호 관계로 보며, 그 과정은 “Buy & Hold” 보다 “로테이션” 전략이 더 유효할 것이다.

SK ASSET Analysis



Fixed Income
신일
eshin@sk.com
02-3773-8898

2022년 채권전략 전망: 정책의 명암에서 찾는 기회

2022년의 국내 채권시장은 전약 - 중강 - 후약의 흐름을 전망한다. 한국은행의 기준금리는 1Q, 3Q 각 1회씩 인상하겠다. '22년말 기준금리 1.50%가 될 것으로 예상된다. 내년말의 연준 등 대외 정책발 정상화 재료에 노출될 수 있음에는 유의가 필요하겠다. 금리 및 스프레드 예상 범위는 국고 3년물 1.70~2.25%, 5년물 1.85~2.55%, 10년물 1.90~2.75%, 국고 3/10년 15~60bp, 5/30년 - 5~25bp를 제시한다. 중장기물의 금리 하방 압력이 우위를 점하겠다. 정책 정상화 부담감, 경기 회복 모멘텀 둔화 및 타이트해질 수급 등에 근거한다. 대선 및 한은 총재 교체 등 관망 심리가 우위를 점하는 상반기를 활용한 적극적인 매수를 권고한다. 하반기에는 글로벌 인플레이션, 자산 가격궤 글로벌 통화정책 경계심을 대비한 중립 전환 후 짧게 대응하며 보수적 포지션으로 대응하는 것이 유리하겠다.

● 정상화의 가속화

한국은행의 통화정책 정상화는 2022년에도 진행된다. 한은 기준금리는 '21년 2회 50bp 인상에 이어 '22년 역시 총 2회 50bp 추가 인상될 것으로 전망한다. '질서 있는 통화정책 정상화'를 표방했으나, 속도감 있는 진행은 1) 부동산 시장 안정화에 대한 정책공조 및 2) 글로벌 인플레이션 발현 등이 견인했다. 정책 공조 압력은 당분간 지속되겠지만, 현재보다는 그 강도는 약화된다. 한은 입장에서는 물가 반등으로 정상화 명분 확보케 된 상황이기 때문이다. 팬데믹과 유동성 공급 이후의 인플레이션에 대한 기대감 또는 우려가 상존하고 있기에 물가가 통화정책 및 채권시장에 미칠 민감도는 확대되겠다.

● 정책의 양면성

속도감 있는 통화정책 정상화로 말미암아 경제 둔화의 촉진 효과가 두드러질 국면에 진입하겠다. 선행지수 순환변동치는 '21년 상반기말 정점 확인 후 비교적 빠른 속도로 하락세다. 후행적으로 동행지수의 상승에도 2개월 연속 제어가 걸렸다. 이는 광공업 생산확산 여력의 위축에서 비롯된 것으로 추정 가능하다. 경제 생산능력 지수는 '21년 상반기 1.4% 상승 기록 후 9월 0.7%까지 반락했다. 마이너스 실질 기준금리 확대에도 미약한 회복세에 그쳤기에 실질 기준금리의 중립 전환 시도가 나올 시 국내 경기 회복 모멘텀의 둔화는 보다 가시화될 수 있겠다. 한편, 국제 수입은 명목성장률과 밀접한 관련이 있다. '22년 국제 예산에 부합하기 위해서는 조기 경기 위축 우려를 제어할 필요가 중요한 시점이 도래한다.

● 변수와 이슈

돌다리(경제 성장)를 두들겨보고 건널 연준이다, 2022년은 본격적인 정상화의 원년이 되겠다. 연준 11월 FOMC에서 월간 150억달러의 Tapering을 발표했다. '22년 자산매입액 축소는 가변적이나, '22년 상반기 중 Tapering 종료할 가능성은 고조되고 있다. 상반기 Tapering 종료 이후 하반기 연준 기준금리 인상 개시 임박한다. 개시 시점에 따라 '22년 연중 금리 인상 횟수 달라질 전망이다. 동 변수의 중요성이 확대되겠다. 특히, 과거 50년 간 연준은 수요측 요인보다 공급측 요인 인플레이션에 보다 민감하게 반응한 이력이 존재한다. '21년 9월 미 소비자물가지수 대비 생산자물가지수의 스프레드는 -38.74pt 기록하며, '14년 11월 -36.08pt 이후 약 7년만의 최고치에 도달했다. 금리 인상이 빠르게 도래 중이다.

SK CREDIT Comment

[Believe in Creative Deal]



CREDIT Analyst
윤원태
yunwt@sk.co.kr
02-3773-8919

정상에서 찾아본(Top-Down) 산속 호랑이(Risk)와 밀림의 사자(Buy)

- 현재 금리는 22년 기준금리 인상을 선반영한 수준으로 금리 변동성이 축소될 경우 크레딧 채권 매수세 확대될 것으로 전망
- 22년 크레딧 스프레드는 'V자' 모양의 추세를 보일 것으로 전망
- 1분기 기준금리 인상 전후로 변동성이 확대될 경우 단기물 캐리 전략 추천, 여전채 및 회사채 중장기물 매수 추천
- 크레딧 채권 발행은 설비투자 감소와 가계대출 규제 강화로 은행채, 여전채, 회사채를 중심으로 발행량이 감소할 것으로 전망
- 코로나 19 이후 급증한 가계부채는 금리 상승에 따라 취약차주 중심으로 이자 부담 증가 및 부실 가능성 높아짐
- 22년 3월 이후 코로나19 관련 금융지원 정책이 종료 예정이며, 연착륙 방안이 정상적으로 작동하는 모니터링 필요
- 여전사는 금리 상승에 따른 여신건전성 악화 모니터링 필요하며, 가계부채 규제 강화와 총당금 적립 확대로 수익성 악화 전망
- 기업들의 신용등급은 21년에 이어서 상향기조를 이어갈 것으로 전망하며, 위드 코로나가 시작되며 코로나19 피해업종 중 실적 회복세를 보이는 기업을 중심으로 신용등급이 정상화(상향)될 것으로 전망

● 2022년 크레딧 연간전망 프로로그

2022년 크레딧 연간전망의 제목은 '정상에서 찾아본(Top-Down) 산속 호랑이(Risk)와 밀림의 사자(Buy)'이다. 2021년 크레딧 시장은 자체적인 펀더멘털 이슈나 수급 영향보다 국고채 금리의 레벨과 변동성에 큰 영향을 받았다.

2022년도 올해와 크게 다르지 않을 것으로 예상된다. 그래서 2022년 연간 전망은 나무를 보는 게 아닌 숲을 볼 필요가 있다는 판단에서 Top-Down 방식으로 다양한 고민을 녹여냈다.

2022년은 임인년 '검은 호랑이'의 해이다. 그런데 예로부터 호랑이는 산 속에서 홀로 생활하며 언제 어디서 나타날지 모르는 두려움의 존재였다. 크레딧 시장의 이벤트도 마치 호랑이와 같다. 금리 상승기에는 언제, 어디서 이벤트가 발생할지 예측하기 어렵다. 코로나 19 이후 급격하게 늘어난 가계부채는 대한민국 경제에서 가장 취약한 부분일 것이다. 또한 중소기업인 만기연장·이자상환 유예도 3월 종료를 앞두고 있다. 금리 상승에 따른 다중채무자와 소상공인들의 채무부담은 경제가 성장하는데 약한 연결고리로 작용할 것으로 판단된다. 뿐만 아니라 코로나 19 발생 이후 현금흐름이 악화된 취약기업은 언제든지 부실이 발생할 수 있어 투자에 주의가 필요하다.

'위기는 곧 기회'라는 말처럼 채권 시장에는 언제나 밀림의 사자가 무리 지어 있다. 특히 요즘같이 금리가 급상승한 시기에는 언제나 밀림(금리 상승)의 사자(매수)가 먹잇감을 찾아서 해매고 다닌다. 2022년 1분기가 밀림의 사자에게 좋은 기회가 될 것으로 예상된다. 현재 단기물 시장금리는 내년 상반기 기준금리 인상까지 선반영한 상황이다. 내년 상반기 기준금리 인상을 전후로 시장금리는 안정을 찾을 것으로 예상된다.

아무쪼록 2022년에는 크레딧 채권으로 대박 나는 한 해가 되길 기대해본다

SK ASSET Analysis



주식전략
이재윤
jyun.lee@sks.co.kr
02-3773-8921

2022년 증시 전망: 체리 피킹(Cherry picking) - 지수보다는 업종/테마

체리 피킹(Cherry Picking)은 어떤 대상에서 좋은 것만 고르는 행위를 통칭하는 용어이다. 본 자료에서는 KOSPI 지수 자체보다는 그 안에서 좋은 업종/테마를 선별해 담자는 의미로 사용했다. KOSPI 이익 추정치의 낙관 편향성을 고려하면, 2022년은 2021년 수준 대비 이익 성장폭이 크지 않을 것으로 전망된다. 때문에, 지수의 강한 상승세를 기대하기보다는 긍정적 업종/테마에 선별적으로 접근하는 전략이 좋을 것으로 판단한다. 우선, 이런 상황에서는 이익 성장의 희소성, 즉 펀더멘털이 양호한 업종에 대한 가치가 더욱 부각될 것으로 보인다. 더불어, 턴어라운드 기대감과 각종 이벤트, 구조적 성장으로 기대감이 높아질 수 있는 업종에 접근하는 전략이 유효할 전망이다

● 2022년 KOSPI 밴드: 2,700~3,400pt 예상

2021년은 KOSPI의 이익 추정치가 상향 조정세를 보였던 흔치 않은 시기였다. 그러나, 지난 9월 초부터 2022년 이익 추정치가 꺾인 이후, 하향 조정세를 보이고 있다. KOSPI 상단의 경우, 추정치의 낙관 편향 특성에 따라 현재의 순이익 추정치가 최고 수준이라고 판단했고, 12MF P/E는 시가총액 상위 업종인 반도체, ITSW 업종의 올해 악재 부각 이전의 KOSPI 밸류에이션 수준을 적용했다. 반면, KOSPI 하단의 경우, 이익 추정치 흐름과 예상 악재 이벤트가 과거 2018년 초와 비슷할 것으로 예상되는 점을 근거로 당시의 괴리율과 밸류에이션 수준을 참고해 적용했다.

● 이익 성장 희소성 가치 높은 업종, 업황 턴어라운드 기대감 높은 업종의 주가 차별화 전망

2022년 KOSPI의 이익을 현재 추정치 수준으로 가정해도, 2021년과 같은 이익 성장률은 기대하기 어려운 상황이다. 지수의 이익 성장률이 둔화되는 국면에서, 상대적으로 이익 추정치가 전년대비 크게 성장함과 동시에, 추정치가 최근 상향 조정되는 업종이 부각될 것으로 예상된다. 이런 로직으로는 현재 에너지, IT하드웨어 업종이 이에 해당된다. 더불어, 올해 공급망 차질 이슈에 따른 우려로 주가가 조정받았던 반도체, 자동차, IT하드웨어의 경우, 내년에는 차질이 점차 완화되면서 이를 주가가 3~6개월 선반영해 상반기 상승세를 보일 것으로 기대한다.

● 2022년 정책 이벤트 관련주와 구조적 성장주의 높은 멀티플 기대

지난 11월부터 위드코로나가 시작됐다. 전세계적으로 위드코로나 전환 국가들이 증가하는 점은 긍정적으로 볼 수 있다. 다만, 최근 코로나 확진자 수 변동에 따라 위드코로나 효과가 나타나는 시기는 불확실성이 존재해 보인다. 상황이 개선될 경우, 대표적 위드코로나 수혜주는 엔터주와 호텔/레저 업종이라고 판단한다. 더불어, 내년 3월 대선을 앞두고 건설/건자재 업종도 단기적으로 시장의 관심이 높아질 것으로 판단된다. 한편, 시기와 상관없이 구조적 성장주(친환경 관련주, 메타버스 관련주)에 대한 시장의 관심은 장기간 지속될 것으로 생각한다.

2022년 SK증권 Top pick 업종 : IT하드웨어, 자동차로 제시

경제/금융시장 전망 Overview

구 분		2020	2021		연간 ^f	2022 ^f				연간
		연간	1H	2H ^f		1Q	2Q	3Q	4Q	
한국경제 전망	경제성장률(%)	-0.7%	3.9%	3.9%	3.9%	2.6%	2.8%	3.1%	2.7%	2.8%
	경상수지(억\$)	753	443	350	793	220	100	250	200	770
	소비자물가상승률(%)	0.5%	1.8%	2.8%	2.3%	2.2%	2.2%	1.7%	1.5%	1.9%
	통관 수출(%)	-5.5%	27.3%	21.4%	23.4%	8.6%	-0.5%	-7.0%	-9.1%	-2.3%
	통관 수입(%)	-7.1%	24.9%	34.9%	29.2%	14.3%	2.6%	-4.4%	-7.4%	0.8%
세계경제 성장률 (%)	World	-3.1%			5.9%					4.9%
	미국	-3.4%	6.3%	5.0%	5.7%	4.8%	4.0%	3.9%	2.8%	4.1%
	유로존	-6.3%	6.7%	4.3%	5.0%	6.3%	4.0%	3.6%	2.7%	4.0%
	중국	2.3%	13.0%	4.7%	8.2%	4.7%	5.0%	5.7%	5.7%	5.5%
환율 (평균)	원/달러	1,180	1,118	1,175	1,147	1,140	1,130	1,160	1,170	1,150
	엔/달러	107	110	111	110	107	105	108	110	108
	달러/유로	1.14	1.19	1.16	1.18	1.20	1.21	1.18	1.16	1.18
	위안/달러	6.90	6.46	6.48	6.47	6.4	6.4	6.5	6.7	6.5
기준금리 (%, 기말)	FFR(%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	0.75
	기준금리(%)	0.50	0.50	1.00	1.00	1.25	1.25	1.50	1.50	1.50
시장금리 (%, 평균)	국고채(3Y)	0.986	1.117	1.65	1.39	2.10	2.00	1.95	2.05	2.03
	회사채(3Y AA-) 스프레드	0.59	0.36	0.45	0.41	0.50	0.45	0.40	0.47	0.46

Theme

- ❑ Government들이 Governance 를 강화시키기 위해 1) 통화정책 정상화, 2) 규제 정책 가동, 3) 탄소 중립, 4) 재정정책 지속 등을 추진
- ❑ 이러한 현상들은 3가지 경제적 시사점이 있음. 첫째, 유동성 파티는 끝났다는 점. 둘째, 효율적/시장적 기능보다는 비효율적이더라도 가치 지향적 경제 운용을 할 거라는 점. 셋째, 그러다 보면 경기의 Up-side와 Down-side 진폭이 줄어 2020~2021년에 비해 더 안정적인 경기 경로를 그릴 거라는 점
- ❑ 2021년 말~2022년 초 세계 경제가 반드시 넘어야 할 산은 공급망/물류 차질/공급 인플레이션의 안정 등. 현재 세계 경제는 공급(S)이 없는 것이지, 수요(D)가 없는 것은 아니라고 보는데 '공급의 회복'이 2022년 경제 전망의 선결 조건임

세계 경제

- ❑ **2022년 세계경제는 회복세가 지속되는 가운데, 2021년보다 성장률은 둔화되는 국면을 예상**
- ❑ 주요국별 잉여 소비 여력이 높다는 점은 1) 높은 백신 접종률, 2) 위드 코로나 확산 등에 따른 일상 생활 복귀와 맞물려 수요를 만들어낼 것(선진국>신흥국, 소비>투자)
- ❑ **높은 인플레이션 환경은 지속될 것으로 보이며, 하반기로 갈수록 인플레이션 압력이 완화될 것**
- ❑ 상반기 Fed의 테이퍼링 후 하반기 기준금리 인상 시나리오. 이는 역설적으로 최대의 리스크. 단, 연준이 과거에 비해 세련되고 충분한 소통 방식을 활용하는 점을 감안할 때 시장 충격은 최소화

한국 경제

- ❑ 2022년 한국경제는 2021년에 이어 완만한 회복세 이어가며 **연간 2.8% 성장 전망('21년 3.9%)**
- ❑ 세계 경제의 회복세는 한국 경제에도 우호적이나, 내구재 소비나 설비투자 보다는 필수재, 서비스 소비, 건설투자에서 모멘텀을 찾을 수 있을 것으로 보여 대외의존도가 높은 상품 수출 중심의 경제 구조에는 제한적인 수혜를 예상
- ❑ 지금까지 누적된 건설수주액을 고려할 때 2022년 **건설 투자가 성장의 견인차 역할**을 할 듯
- ❑ 금리 상승 국면에서 **내년 3월 각종 코로나 금융지원제도가 종료**된다는 점은 리스크 요인

환율

- ❑ 우리 달러 전망 모델을 기반으로 할 때 방향성은 “상저하고”(vs. 컨센서스 연중 달러 약세)
- ❑ 달러 전망의 Big cycle은 여전히 강세 기조. 순환 과정에서는 2가지 관점으로 판단하는데 유동성의 상대 공급(통화정책 차)과 유동성의 상대 수요(경기). Fed의 정상화 기조가 다른 주요국 보다 빠르고 강하다는 점에서 공급 관점에서는 달러 강세. 다만 경기 순환 과정에서 상반기에 “US<Non-US” 구간이 짧게 나타날 것으로 전망해 달러 약세도 관찰될 것
- ❑ 달러화는 상반기 약세 후 하반기 강세 전환하는 경로를 예상. **원달러환율도 상반기 하락, 하반기 상승을 바탕으로 연평균 1,150원대, 연말 1,180원 수준을 제시** → 상반기 금융시장 내 위험자산 선호 환경

금리

- ❑ 글로벌 통화정책 정상화 행보 속에 한국은행도 2022년 **연간 2회 추가 인상**을 전망(1Q, 3Q). **연말 1.5% 예상**
- ❑ 정책금리 정상화에 따른 시장 금리의 상승과 대조적으로 경기 회복 탄력 둔화 및 타이트한 수급 등은 장기 금리의 하락 재료. **장단기 금리차가 축소되는 플랫트닝**을 전망함
- ❑ 미국 10년물 금리의 경우 Taper 개시 이후 예상되는 금리 인상기를 맞아 1) 경기 모멘텀, 2) 예상되는 기준금리 고점을 고려하면 1.75% \pm α 가 저항 구간이 될 전망
- ❑ **2022년 원화채의 시대가 도래할 것이라 전망(금리 하락, 단기채 보다 장기채가 더 유리)**

주식

- ❑ **LEVES**(Liquidity, Economy, Valuation, Earning, Sentiment) 각각은 **주식 비중 확대에 신중할 것**을 요구
- ❑ 이상의 논의를 종합해 보면 주식시장은 Level-up보다 박스권 등락이라는 큰 그림 하에서 볼 수 있음. 우리의 매크로/FICC View를 참고해 볼 때 **연간으로 DM>EM, 성장>가치 선호**. 하지만 가는 길에서 **로테이션이 더 중요해질 것으로 전망**
- ❑ 3Q 이후 12개월 포워드 EPS의 하향 조정은 주로 신흥국(중국, 한국 포함)에서 나타남. 매크로의 이익 민감도는 선진국보다 신흥국에서 더 크게 나타남. 선진국(미국) 주식에 대한 상대 선호도가 높음



Part.01

[경제] 로우볼(Low vol) 경제

Economist. 안영진

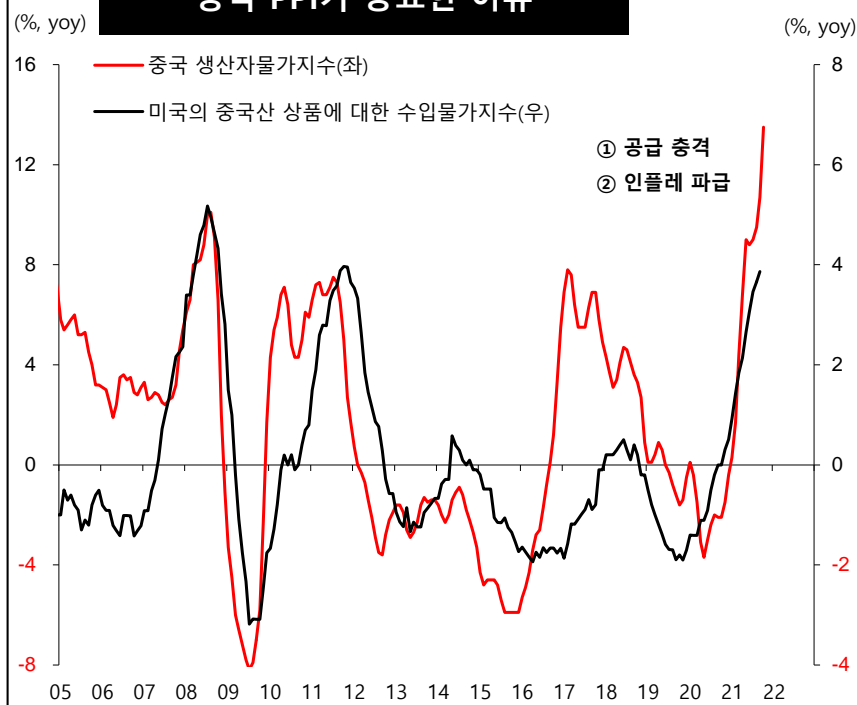




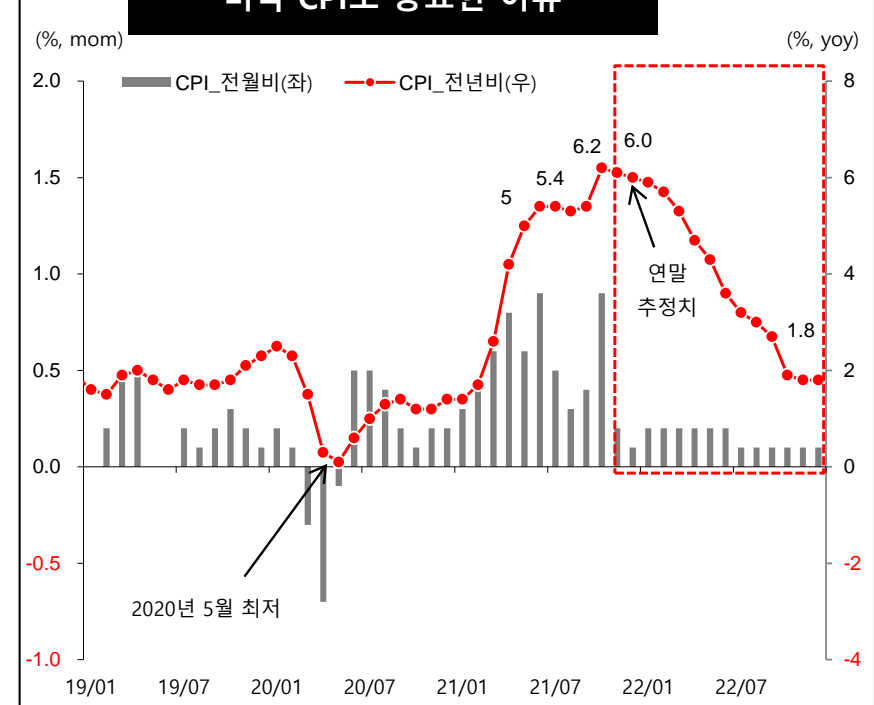
1

[Macro 전망] 거버넌스의 강화

중국 PPI가 중요한 이유



미국 CPI도 중요한 이유

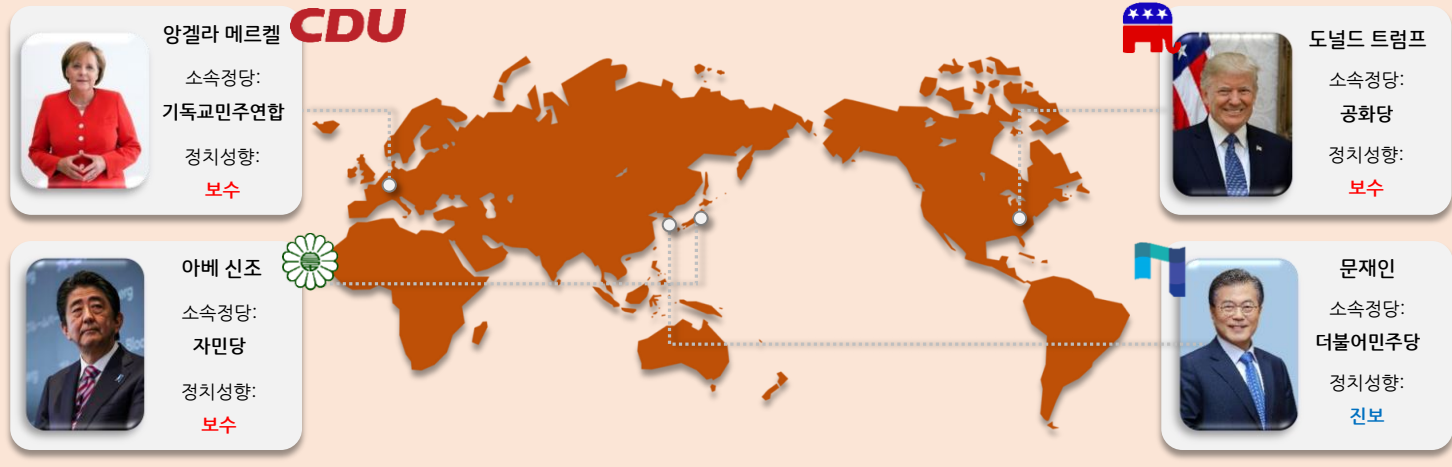


원자재/에너지/물류 등 → **중국 생산자 물가(PPI)** → **미국 소비자 물가(CPI)** → Fed 통화정책 정상화

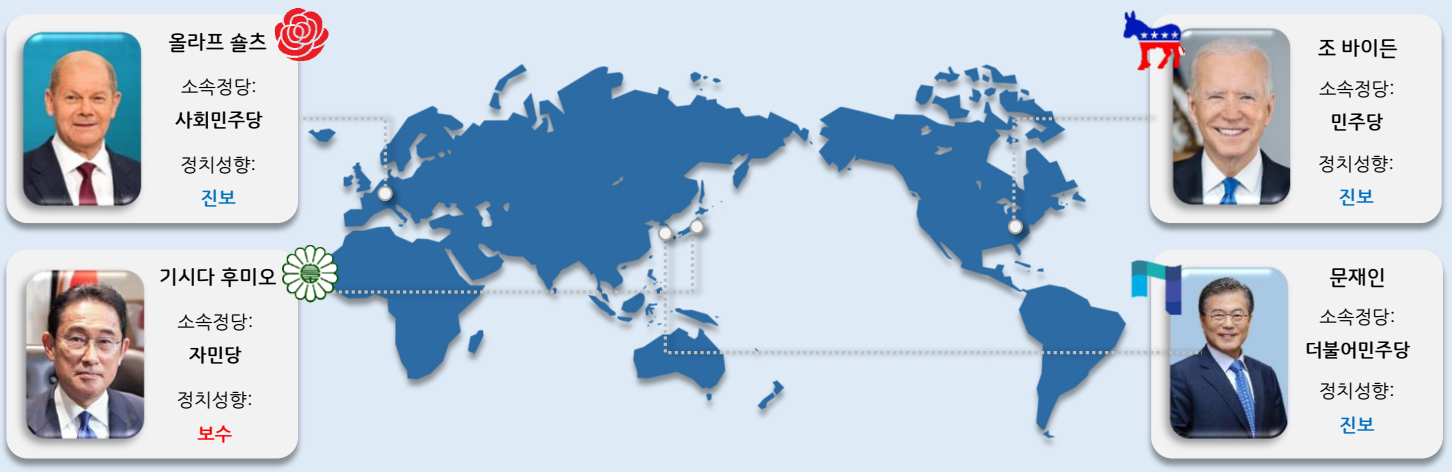
최근 운임 비용 하락 전환, 롱비치 입항 대기 선박 수 감소, 유가 하락 등 고무적인 현상을 확인해 가는 중

세계 정부 지형의 변화: 코로나 정상화와 무관히 정부 역할의 강화 요구

2017년 5월 문재인 대통령 임기 초



2021년 11월 문재인 대통령 임기 말



2022년에 나타날 정책 행보들의 공통 키워드는 "거버넌스의 강화"

통화정책
정상화

규제 정책

탄소 중립

재정정책

- 위 정책 변화들의 공통적 키워드는 **‘대내외 거버넌스의 강화’**
 - (대내) 정부 차원의 역할 강화. 양극화, 보건, 빈곤 등 시장에서 해결하기 어려운 것들이 큰 사회 문제로 부각
 - (대내) 커져가는 민간 경제 권력에 대한 정부의 규제 필요성. 특히 플랫폼, 화폐 등에서 집중적으로 나타남
 - (대외) 글로벌 파워게임으로써의 탄소 중립. 새 시대의 표준(Standard)을 차지하기 위한 선진국/유럽의 시도
- 2020년 미증유(未曾有)의 긴급 처방이 2021년 강화 및 유예를 거쳐, 2022년 부작용 치료와 정상화로
 - 지속가능한 정책 사용을 위한 정상화. 1) 예상 경로를 넘어선 인플레이션 대응, 2) 금융/자산시장의 건전성 확보 차원

Factor 1.

역 유동성 환경
: Fed는 정상화 행보
EM은 건전화 행보

- 올해 3월부터 글로벌 유동성 모멘텀은 꺾이기 시작
- Fed의 테이퍼링 종료 후 기준금리 인상 수순 → 역 유동성 환경에 직면
- 우리나라도 연내 1회, 내년 총 2회 인상 예상
- 대출 규제 등 과도한 레버리지 발행 억제 병행

- 대면 경제와 소비(서비스)
- 재정 지원, 자산효과 등 소비 여력도 마련
- 상품 수요/출하 peak-out에도 제조업 재고를 확충하는 수요 필요 (Re-stocking)

Factor 2.

소비와 Re-stocking 수요
: 소비 여력과
적정 재고 확충 필요

Factor 3.

수요의 법칙
: P ↑ 이면 D ↓
: 공급망 인플레이션,
물류/원자재

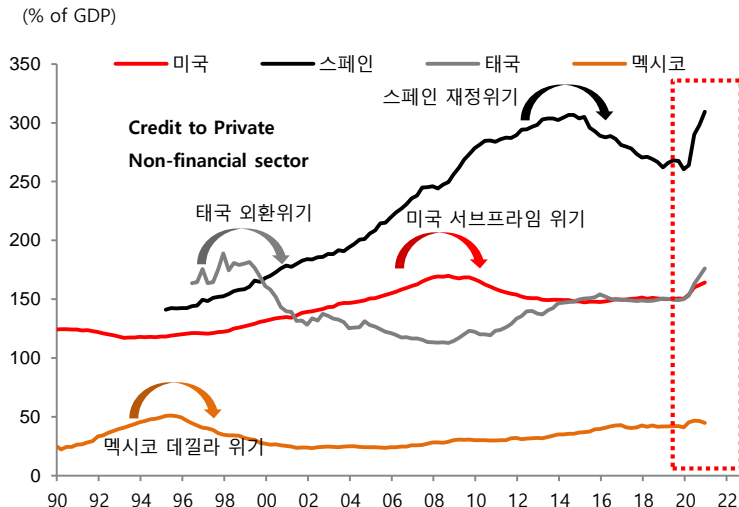
- 현재 수요는 있고, 공급이 없다
- 이 수요는 코로나 이후의 pent-up 수요와는 달리 덜 강한 수요
- 물류 지연, 가격 상승이 지속될 경우 수요 자체가 빠질 가능성
- 연말연초가 분수령이 될 것

- 정책 기조의 변화가 경제에 미칠 영향
 - 재정정책의 지속: 경제 전반의 하방을 탄탄하게 지지하며 경기의 우상향(= 경기의 자동 안정화 장치)
 - 통화정책의 전환: 단기 금리의 상승이 초래할 위험 관리 필요. “유동성 파티는 끝났다”
 - Up-side와 Down-side 진폭이 줄어들 2022년. 경기가 더 나빠지면 정책을 투입, 더 좋아지면 정책 조절
 - 경기의 하방경직성. Animal spirit의 투자 보다는 안정적인 소비를 중심으로 수요 회복 예상
- 효율적/시장적 기능보다 비효율적이더라도 가치 지향적 경제 운용 → “보이는 손” 작동
 - 과연 ‘보이지 않는 손(시장 기능)’을 재등장 시킬 수 있을까?
 - 1) 재정정책은 언제 어디서든 스탠바이 상태,
 - 2) 규제정책은 대내외 거버넌스 강화를 목적으로 함 → 정치의 문제
 - 3) ESG 라는 유행은 장애물을 만날 수는 있어도 중단할 수 없는 비효율적/가치 지향의 끝판왕
 - 2022년은 2020~2021년의 ‘과도하게 보였던 손’이 ‘그저 보이는 손’ 정도로 하향
- 2021년 말~2022년 초 반드시 넘어야 할 산은 공급망/물류 차질/공급 인플레이션 안정
 - “세계 경제는 공급(S)이 없는 것이지, 수요(D)가 없는 것은 아니다”

[경기] 아직 디레버리징을 할 때가 아니다 → 경기 우려는 내려놓자

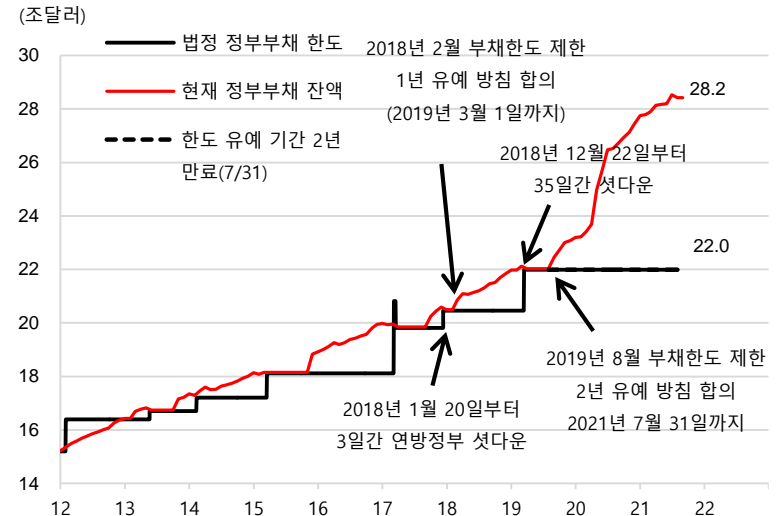
- 과거 부채의 규모가 팽창하던 시기를 복기해 볼 때, 위기는 디레버리징과 함께 찾아옴. 아직은 논할 때가 아님
 - 1990년대 중남미 데킬라 위기와 아시아 외환위기, 2000년대 미국 서브프라임 사태와 유럽 재정위기 모두 공통적
 - 코로나 위기 대응 과정에서 급증한 정부부채와 가계부채 → 통화정책 정상화와는 달리 아직 디레버리징은 검토되지 않음
 - 현재 미국 부채 한도 문제는 연말까지 당면한 대형 리스크지만, 부채를 감축할 수 없는 현실적 필요성을 고려(=Tail Risk)
- 향후의 경기(총수요) 궤적은 Peak-out 이후 다시 우상향의 행보를 이어갈 전망. 단, 모멘텀은 약화

디레버리징: 위기와 함께 오든지, 위기를 촉발시켰던 과거의 사례들



자료 : BIS, SK증권

미국 부채 한도 문제(정부부채), 리스크임은 분명하지만 아직은 디레버리징 할 때 아니다

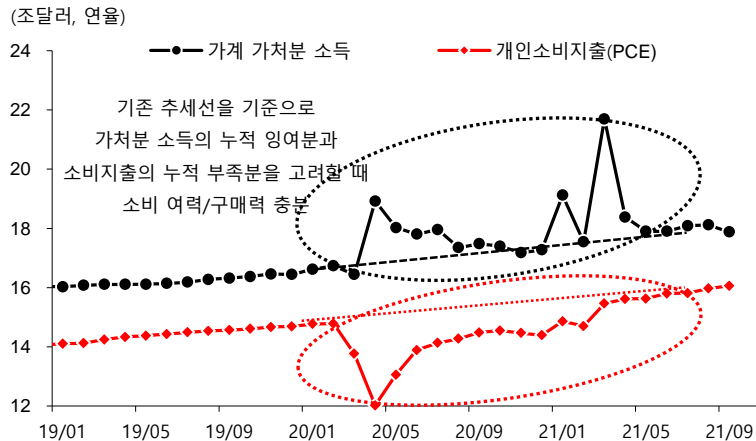


자료 : TrearyDirect, SK증권

[소비] 관측은 경제 전망의 핵심은 14%에 달하는 미국의 잉여 소비 여력(구매력)

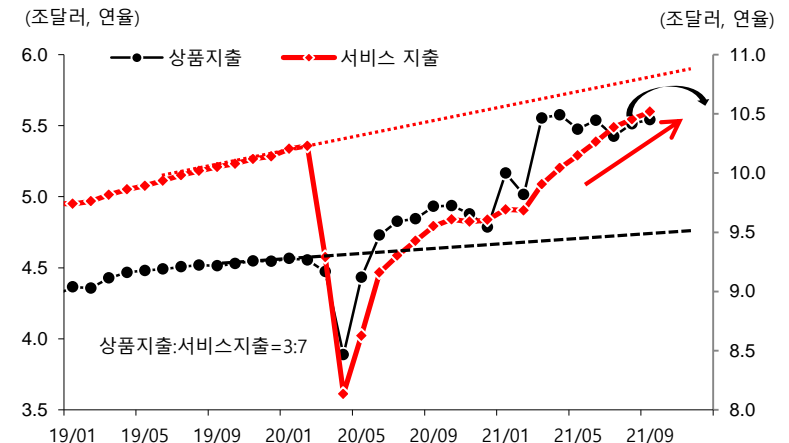
- 코로나 발생부터 2021년 9월까지 누적된 美 가계의 소비 여력(가처분소득-소비지출-평년 규모의 저축액)은 약 \$2.1조로 평년 연간 소비 규모(\$15조)의 14%로 추산
 - '18~'19년 연간 \$1.2조 규모였던 저축분(가처분소득-소비지출)이 '20년 \$2.9조, '21년 9월까지 누적 \$1.6조에 달함
 - 코로나 이전 평균 저축 성향을 고려하면 총 \$2.1조의 잉여 소비 여력이 확보됨
- (경제 Re-open 시기를 전제로) 앞으로의 소비지출 증분은 상품(내구재)보다 서비스 부문에서 더 기대
 - 2021년 9월 기준 상품 지출(내구재+비내구재) 규모는 예년의 추세선을 20% 초과, 서비스 지출은 7% 미달

美 가계의 잉여 소비 여력(구매력)은 연간 전체 소비지출액의 14%에 달함



자료 : 미국 경제분석국, SK증권

상품 지출은 추세선의 120%, 서비스 지출은 93% 수준으로 차별적. 추세로 회귀 기대



자료 : 미국 경제분석국, SK증권

[생산] 여러 이유로 미국은 re-stocking의 필요성은 높은 상황

- 미국의 경우 물류 차질이 얼마나 심각한지를 여실히 드러내고 있음. 물류 차질 해소가 반드시 선행되어야 함
 - 밸류 체인별 재고율: 제조업체 → 도매 유통 → 소매 유통으로 갈수록 낮아지는데 물류 차질의 전형을 보여줌
 - 이는 단순히 상품 수요와 공급의 미스매치를 넘어 중간 과정의 인플레이션도 극심하게 나타낼 수 있음을 의미
- 최종 수요(소비) 단에서 구매력이 있다는 것과 더불어 공급자들의 재고축적(restocking) 수요는 긍정적
 - 미국의 경우 폭발적인 상품 수요가 있었던데다가 올해 2Q부터는 공급망 차질에 의해 재고 소진이 더 심하게 진행된 영향
 - 현 시점에서 내년 상반기까지 리스타킹에 의한 제조업 가동률 상승 기대(통상 리스타킹은 3개 분기 내외에 걸쳐 진행)

미국 유통업체들의 재고율은 역대급으로 낮아진 상황. 도매보다 소매로 갈수록 심각



자료 : 미국 경제분석국, SK증권

생산 업체들의 재고율도 낮다는 점은 적정 재고 수준으로의 확충 수요가 있다는 것



자료 : 미국 경제분석국, SK증권

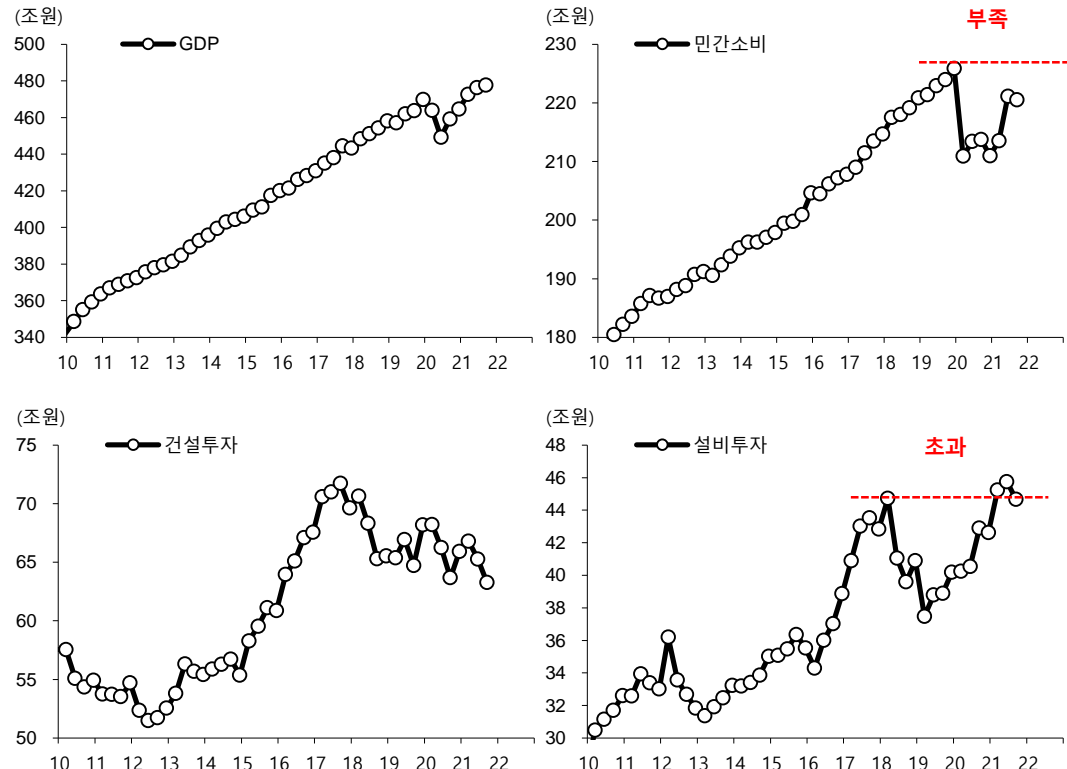
[경기] '21년 3.9% 성장에 이어 '22년 2.8% 성장 전망. 내수에 거는 기대

- 각종 정상화가 진행되더라도 디레버리징이 검토되기 전까지는 글로벌 경제의 수요가 있고, 경기는 우상향
 - 현재진행 중인 1) 공급망 이슈와 2) 물류 차질, 3) 비용 상승은 제조업 Base의 한국 경제에 부담을 가중 시킴
 - 그럼에도 불구하고 글로벌 수요가 있고, 눌러있던 내수 수요가 개선될 수 있다는 점 등 우상향의 경기 경로를 예상함

● '21년 3.9%, '22년 2.8%라는 숫자 의미

- 정부와 한국은행 등 정책당국이 전망하는 4.0%, 3.0%에 비해 보수적 견해
- 이는 세부 전망에 있어서도 설비투자의 기여도에 대한 상이한 시각과 함께 한국을 포함한 글로벌 경제의 회복 스타일 상 '시간은 한국의 편이 아니다'라는 일관된 우리의 전망이 반영된 결과

2020년 -0.7% 역성장, 2021년 기저효과+회복세로 +3.9%, 2022년 회복세 이어지며 +2.8% 성장 전망



자료 : 한국은행, SK증권

[수출] 물량은 대외 수요의 함수지만, 단가 효과에 의해 내년 하반기 마이너스 전망

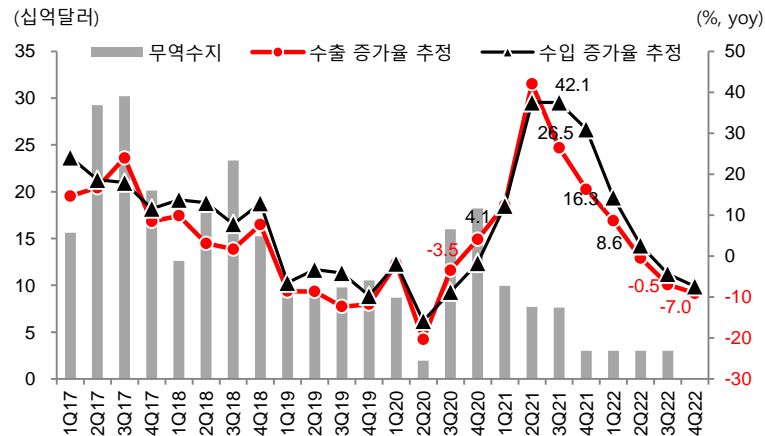
- 2021년 4Q 현재 국내 수출 실적은 월간 역대 최고치를 경신해갈 만큼 양호. 연간 5천억 달러 조기 달성
 - 2021년 10월까지 누적으로 전년대비 26% 증가. “수출은 대외 수요의 함수”라는 명제를 그대로 반영
 - 그런데 아주 중요한 특징 한가지가 있음. 물량도 물량이지만 단가 상승 효과가 80% 이상의 기여율을 보인다는 점
- 2022년 ‘양호한 대외 수요’ 전망은 물량 측면에서 긍정적이지만, 단가의 급등은 2021년에 집중적으로 반영돼 2022년 하반기로 갈수록 기저효과 작용 → 수출 증가율은 하반기 마이너스로 전환될 것으로 예상
 - 2021년 1~4Q 각각 +12.5%, +42.1%, +26.5%, +16.3% (f). 연간 +23.4%
 - 2022년 1~4Q 각각 +8.6% (f), -0.5% (f), -7.0% (f), -9.1% (f) 전망. 연간 -2.3%

역대 최대 월간 실적을 기록 중인 한국 수출. 분해하면 80% 이상 단가 상승이 기여



자료 : 관세청, 무역협회, SK증권

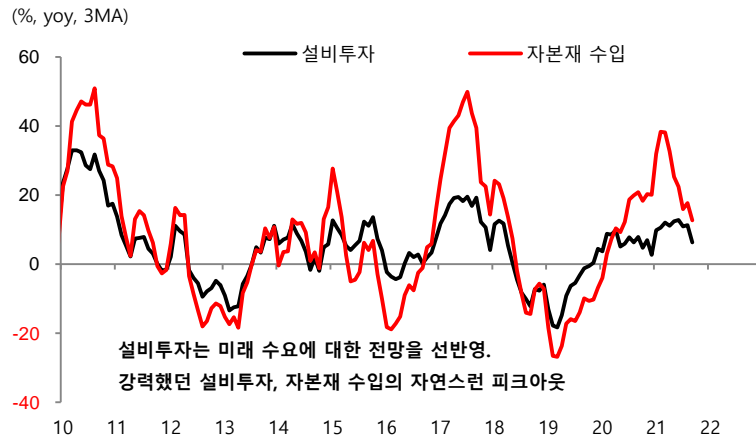
단가에 관한 기저효과를 고려할 때 내년 하반기 수출증가율은 마이너스 전환 예상



자료 : 관세청, 무역협회, SK증권

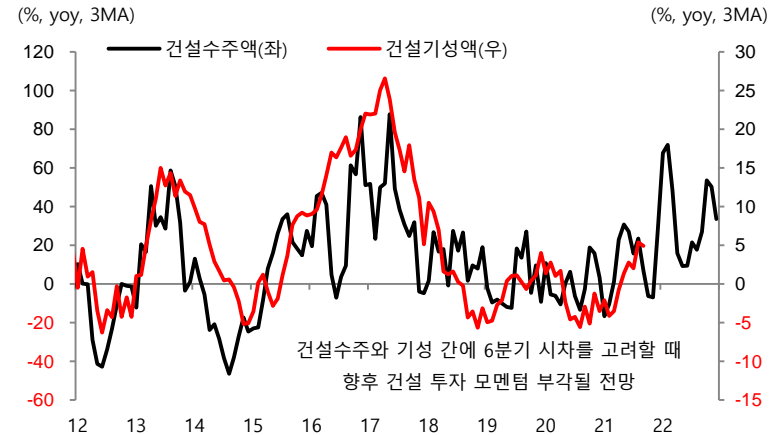
- (설비투자) 설비투자는 미래 수요 전망을 기반으로 함. 2022년 설비투자 사이클이 재개되기는 어려울 것
 - 2H20~1Q21까지 폭발적이었던 설비투자 vs. 2Q21~3Q21 둔화된 설비투자. 다시 설비투자 재개될까?
 - ESG를 위시한 특정 부문 투자를 제외하고 보편화된 Capex 투자는 둔화될 것. Re-stocking 수요는 가동률로 대응 가능
- (건설투자) 2022년은 건설투자가 높은 성장 기여를 보일 전망. 설비투자의 공백을 건설투자가 메우는 형태
 - 정량적으로는 수주산업의 특성상 건설수주잔액이 선행해 2022년 건설 기성이 들어가는 해가 될 것
 - 정성적으로는 3월 대선을 앞두고 진영별 공통 공약으로 '주택 공급 증가' 제시. 이는 실제 기성까지 시간이 걸린다 하더라도 건설 경기 부양에는 긍정적 영향을 미칠 것

설비투자의 순환사이클 상 둔화. 리스타킹 수요는 설비투자가 아닌 가동률로 대응



자료 : 통계청, SK증권

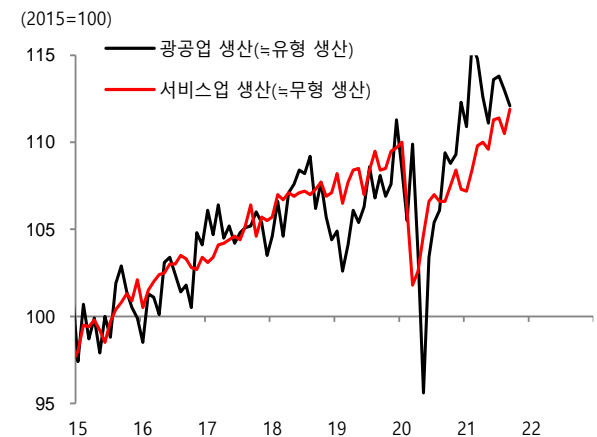
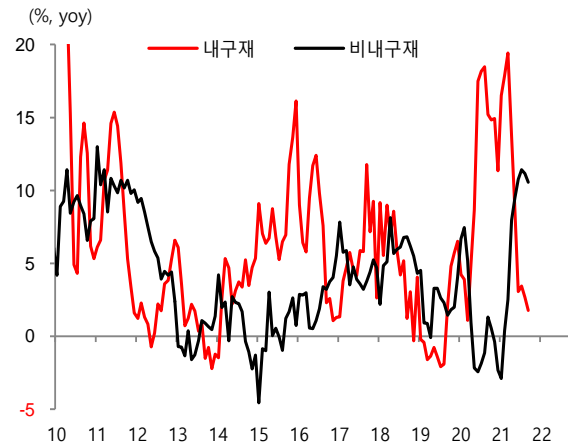
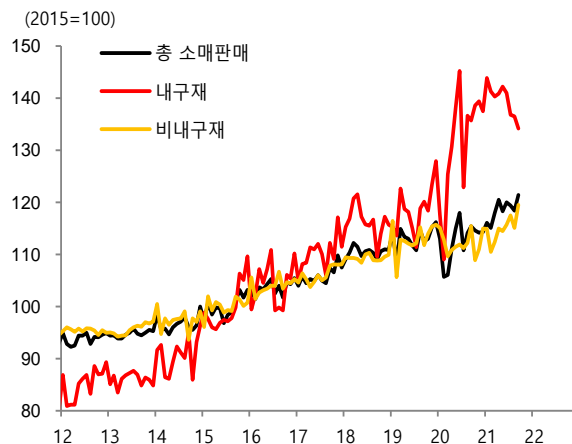
설비투자를 대체할 건설투자의 기대. 수주잔액이 본격적으로 기성에 들어갈 전망



자료 : 통계청, SK증권

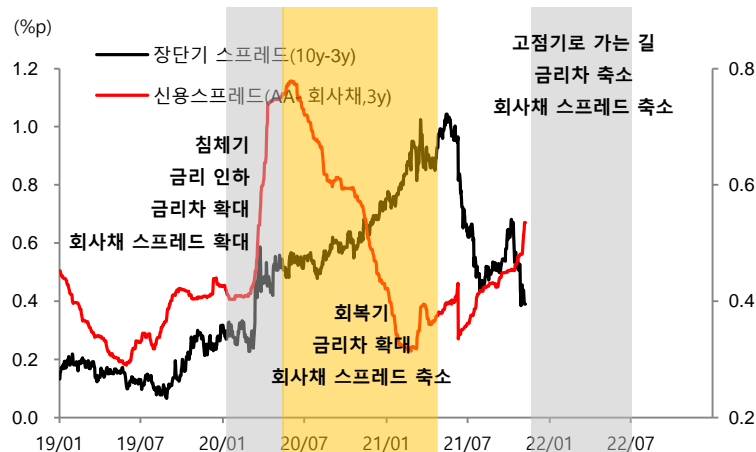
- 아직 보복적 소비가 남아있는가? 소비 회복 스타일도 바뀐다 → 내구재 소비 둔화 but 서비스 소비 증가 전망
 - 글로벌 경기 회복의 스타일 변화(투자→소비, 내구재 소비→서비스 소비)가 한국 경제에도 적용될 것
 - 물론 위드 코로나 효과의 불확실성은 있지만, 정상화에 의한 소비 수요와 보복적 서비스 소비(여행, 레저) 수요 有
- 서비스 소비는 여전히 불확실한 코로나 정상화의 조건부. 다만 잠재 소비 여력만큼은 2022년의 주된 성장 동력
 - 위와 같은 전망에도 불구하고 실제 서비스 소비는 백신 효과/대면 재개 등의 불확실성에 노출되어 있음
 - 단, 사전적인 예측의 범주에서 잠재 소비 여력만큼은 2022년의 핵심 성장 동력이 될 전망(with 건설투자)

“경제 정상화≒소비의 정상화”. 1) 투자 대비 불충분한 회복 상태, 2) 확보된 소비 여력, 3) 위드 코로나와 같은 전환 계기



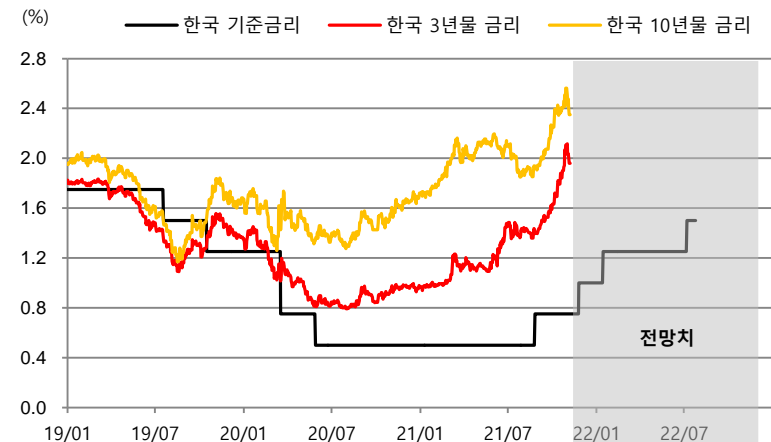
- 금리 스프레드(기간물 & 회사채)로 본 경제 사이클은 현재 고점기로 가는 길: 두 스프레드 모두 축소 방향
 - 소순환 사이클 내에서 한국 경제의 국면은 회복기에서 고점기로 가는 길목. **회복기는 설비투자가, 고점기는 소비가 주도**
- 한국은행 기준금리는 11월 인상해 1.0% 만든 후 내년 1월, 7월 2차례 추가 인상을 전망
 - 기준금리 인상의 주된 동인은 1) 금융시장 불균형 교정, 2) 대출 억제, 3) 인플레이션 대응
 - 11월 기준금리 인상은 기정사실화된 가운데, 내년 1월(총재 임기 내)과 7월(Fed 긴축과 연동) 추가 인상 전망
 - 시장금리는 단기물에 상승 압력(정책 금리 연동)과 장기물 하락 압력(경기 모멘텀)이 공존할 것

코로나 이후 한국 경제의 소순환 사이클 상 고점기로 가는 길



자료 : Bloomberg, SK증권

한국은행 기준금리 결정도 내년 1월, 7월 2회 추가 인상 전망



자료 : Bloomberg, SK증권

[정책] 금융지원 3월 이후 대부분 종료 예정

- 코로나 기간 중 시행했던 대부분의 금융 지원 정책은 2022년 3월을 기점으로 종료될 예정(= 정상화)
 - 코로나로 피해를 입은 중소 상공인들이 금리 상승기에 지원이 종료될 경우 취약. 고위험 업종 차주의 부실 가능성
 - 금융 지원 종료와 관련해 '질서 있는 정상화' 추진으로 충격 완화 목표

만기연장·상환유예 및 금융기관 유연화 방안 종료 일정

구분	세부방안	추진현황	향후 계획
금융	중소기업·소상공인 만기연장 및 원리금 상환유예조치	장기·분할상환 등 연착륙 방안 내실화	적용기한 연장 '21.9월말 → '22.3월말
은행	외화 LCR 규제 한시적 완화	'21년 9월말까지 80% → 70%	적용기한 연장 '21.9월말 → '22.3월말
	통합 LCR 규제 한시적 완화	'21년 9월말까지 100% → 85%	
은행	예대율 한시적 적용 유예	'21년말까지 5%p 완화(100→105%)	적용기한 연장 '21년말 → '22.3월말
	예대율 개인사업자대출 가중치 조정	'21년 9월말까지 신규 대출 가중치 하향 조정 100% → 85%	적용기한 연장 '21.9월말 → '21년말
산은	NSFR 한시적 적용 유예	'21년 6월말까지 20%p 완화(100% → 80%)	추후 검토
보험	채안·증안펀드 출자목적 RP 허용	법령해석 발급	조치 완료
보험	유동성 평가기준 한시적 완화	'21년 6월말 기준 보험사 경영실태 평가 ('21년 9월) 시까지 반영	적용기한 연장 '21.9월말 → '22.3월말
여전 저축	유동성 비율 한시적 적용 유예	'21년말까지 10%p 완화(100→90%)	적용기한 연장 '21년말 → '22.3월말
저축 상호	예대율(80%~110%) 한시적 적용 유예	'21년말까지 10%p 완화	적용기한 연장 '21년말 → '22.3월말

자료 : 기획재정부, SK증권

[정책] 중소 상공인 만기 연장/이자 상환 유예 연착륙 유도

- **앞선 정책 지원들은 코로나 발생 이후 2021년 3월, 9월 등 기한 연장. 내년 3월에는 유예 없이 종료 예정**
 - 중소기업 및 소상공인 뿐만 아니라 금융권 모두 코로나로 인한 충격에 대응할 수 있는 시간을 벌어줬다는 평가
 - 상환유예가 장기화되면서 부실이 누적되고 있으며, 이자상환 유예로 부실차주 파악 어려움
- **만기 연장·상환 유예 종료 시 1) 상환기간을 장기화하고, 2) 채무조정 프로그램 개선으로 연착륙 시도(a.k.a. 질서 있는 정상화)**

만기연장·이자상환 유예 대출채권 잔액(21.7월말)

구분	만기연장	원금 상환유예	이자 상환유예
은행	78.9조원 (38.5만건)	5.3조원 (1.3만건)	2.3조원 (0.4만건)
제2금융권	0.5조원 (0.2만건)	1.5조원 (1.4만건)	1.2조원 (0.4만건)
정책금융기관	24.7조원 (17.0만건)	4.5조원 (0.4만건)	1.7조원 (0.1만건)
합계	104.1조원 (55.8만건)	11.3조원 (3.2만건)	5.2조원 (1.0만건)

주: 당사 크레딧 연간전망 자료 인용
자료: 금융위원회, SK증권

만기연장·이자상환 유예 연착륙 방안

구분	현행	변경안
상환 기간	최대 3년	최대 5년
거치 기간	금융사 자율	최대 1년
프리워크아웃 대상	개인사업자	중소 법인으로 확대
채무조정 대상	다중채무자	단일채무자
기준 완화 (한시)	6개월 내 대출비중 30% 초과 시 채무조정 불가	6개월 내 대출이라도 코로나 피해 자영업자의 생계, 운영자금 대출은 제외
채무조정감면 (한시)	이자율 일괄 50% 인하	상환능력에 따라 감면을 차등화 (30%~70%) 코로나 피해 자영업자에게 10%p 추가

주: 당사 크레딧 연간전망 자료 인용
자료: 금융위원회, SK증권



2

[금융시장 전망] 채권의 Conviction Buy와 주식의 Rotation

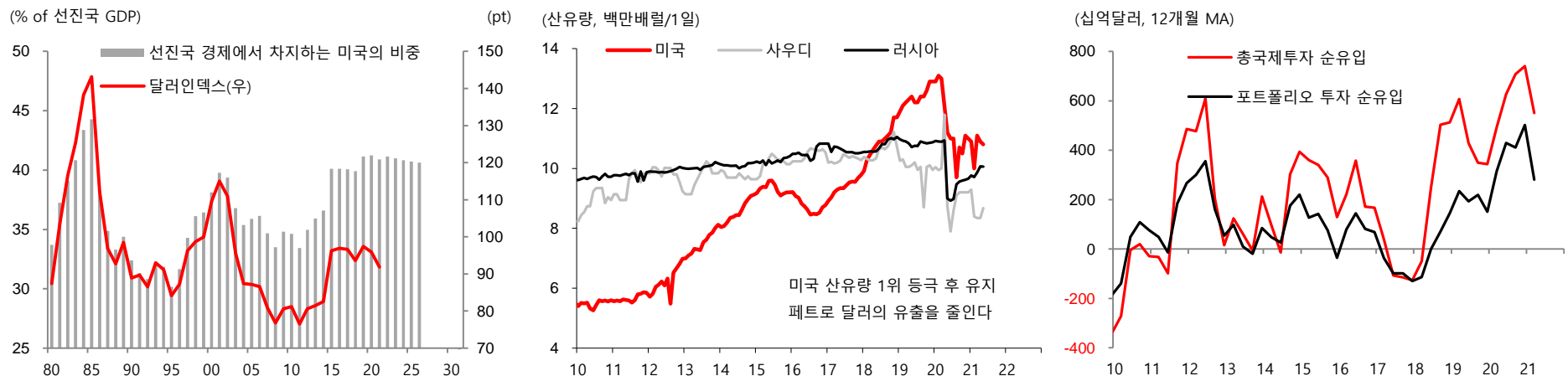
● [장기 View] 기존 전망에서 변화 없음. 2010년대 이후 진행 중인 거대한 강달러 사이클은 지금도 유효

- 첫째, “돈은 성장이 있는 곳으로 흐른다”. Big Tech+Tesla 공룡들이 선도하는 미래 성장 산업 헤게모니
- 둘째, “페트로 달러의 순유출을 줄인다”. 셰일 혁명 이후 현재 산유량 세계 1위
- 셋째, “본격적인 보호주의의 시대다”. 제조업 리쇼어링과 Inflow FDI, 해외 유휴 자금의 본국 송환 인센티브

● [2022년 View] 전술적으로 상반기에 약세로 전환된 후 하반기 다시 강세로의 반전을 예상

- 위드 코로나 이후 글로벌 전반의 경기 회복은 달러 약세 → 하반기는 다시 Fed와 금리의 시간(달러 강세)

달러화의 중장기 View는 변함없다. 단, 2022년은 전술적 관점에서 등락을 예상 → “상저하고” 환율 경로



[환율 전망] ① 유동성의 상대 공급(통화정책) - 달러 강세

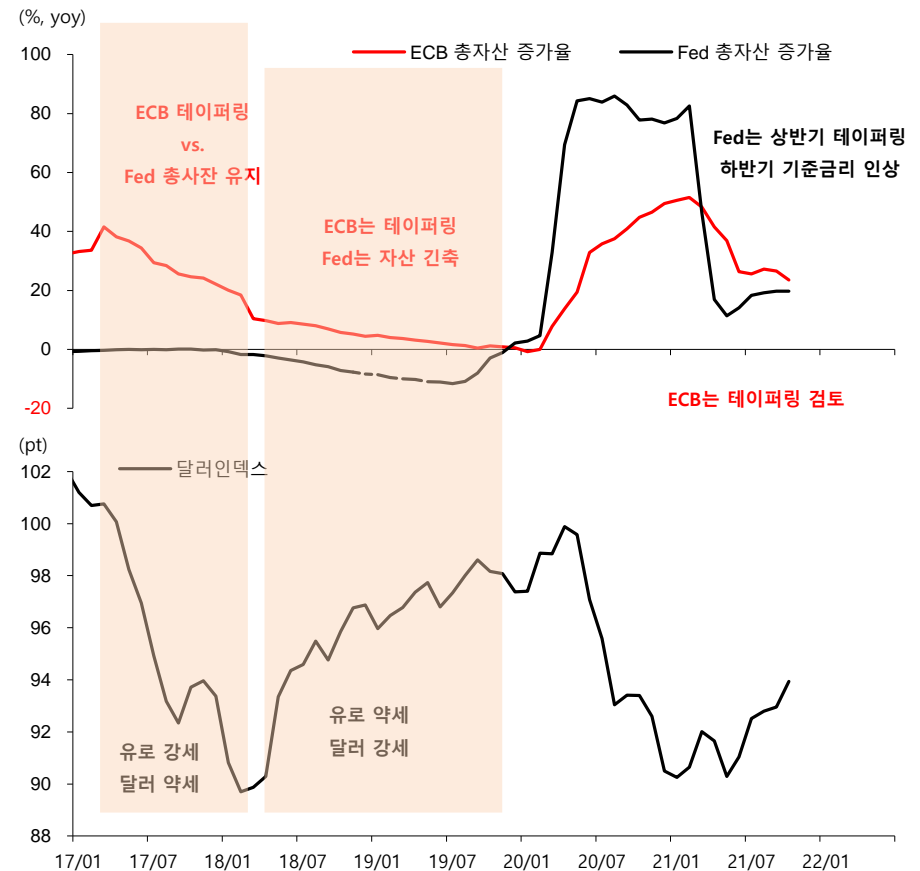
● 통화정책의 정상화 속도: 'Fed' > 'ECB'

- 통화정책의 정상화=통화 공급의 희소성
- Fed의 총자산 증가율은 향후 8개월 0을 향해 가며, 그 이후 6개월은 0에 도달 예상
- ECB는 Fed에 비해 테이퍼링 검토→시행→금리 인상 단계가 순차적으로 밀리는 모습

● 유동성의 상대 공급 관점에서의 달러 강세 전망

- 2017년 ECB 테이퍼링 당시 달러 약세
- 2018~2019년 Fed 자산 축소 당시 달러 강세
- 2020년 Fed의 폭발적 유동성 공급으로 달러 약세
- 2021년 기저효과에 의한 역전 → 달러 강세
- 2022년 Fed 테이퍼링 시행과 금리 인상 가능성 → 달러 강세(E)

Fed와 ECB 간 유동성의 상대 공급 격차는 달러(유로) 가치의 순환을 만드는 한 축



자료 : Fed, ECB, SK증권

[환율 전망] ② 유동성의 상대 수요(경기) - 달러 상저하고(上低下高)

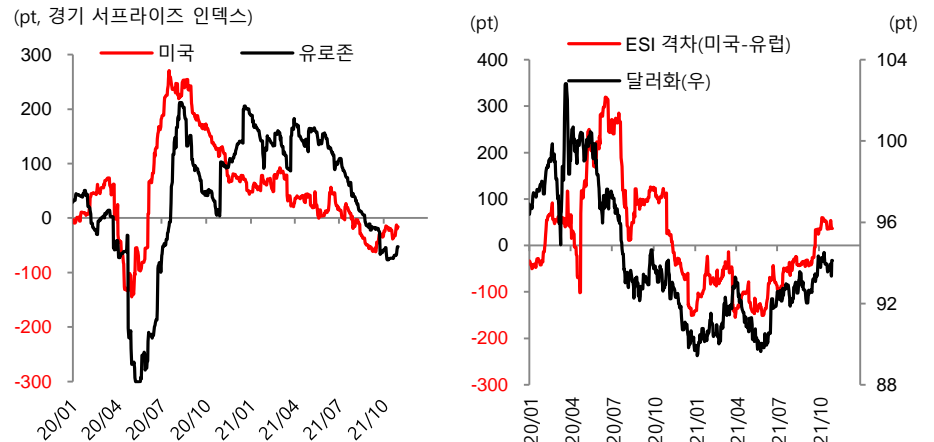
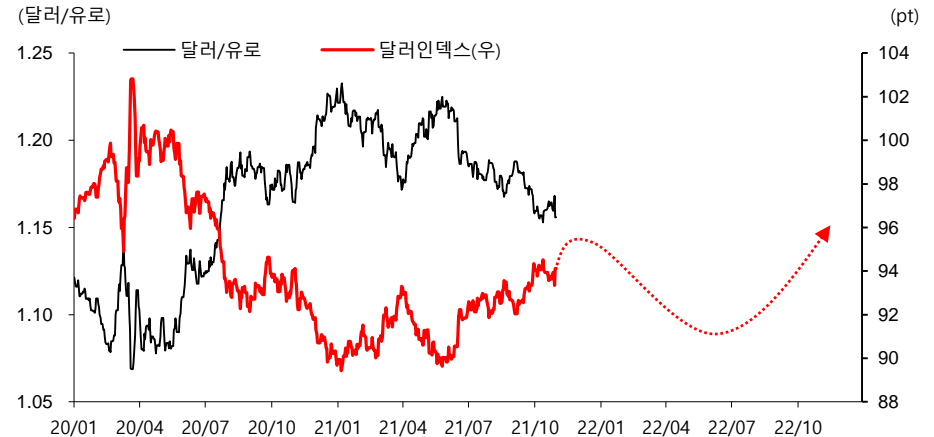
● 각 통화의 상대 수요 전망은 '경기'로 대변

- '통화정책'으로 대변되는 '유동성의 상대 공급'과 함께 '경기'로 대치할 수 있는 '유동성의 상대 수요'는 달러 전망의 2가지 핵심 축
- 국가별/지역별 고른 회복은 Non-US 통화의 상대 매력을 부각. 미국의 나홀로 회복 or 전반적 부진은 US 달러의 강세 재료

● Economic Surprise Index가 유용한 이유

- 경기 서프라이즈 지수(ESI)는 정의 상 표본이 되는 경제 지표들의 예상치 대비 실제 값들의 조합
- 공급망 이슈 완화, 백신 효과를 전제로 상반기에는 유럽의 ESI의 상대 매력이 미국보다 높을 것
- 하반기 글로벌 금리 인상기에는 미국의 ESI 조정폭이 유럽의 것보다 덜할 전망 → 달러 강세 전환

Fed와 ECB 간 유동성의 상대 공급 격차는 달러(유로) 가치의 순환을 만드는 한 축

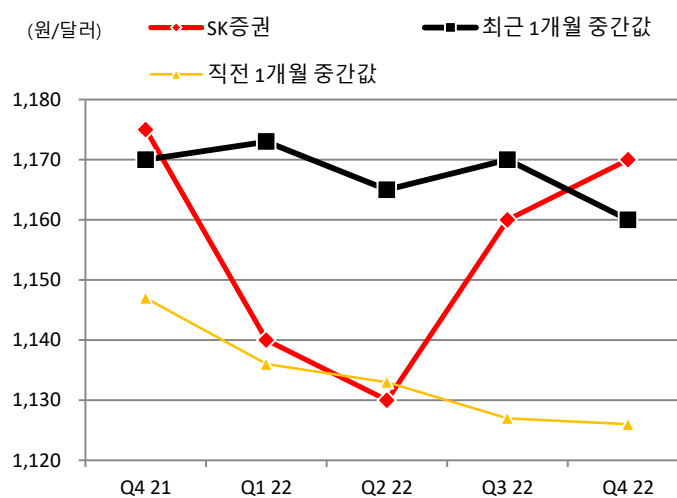


자료 : Bloomberg, SK증권

[환율 전망] 상반기 환율 하락, 하반기 상승 전환을 예상(컨센서스와의 비교)

- 우리 달러 전망 모델을 기반으로 할 때 방향성은 “상저하고”(vs. 컨센서스 연중 달러 약세)
- 컨센서스 달러 약세 주장의 주요 논거들 → 전제에 대한 판단 차이가 전망 결과의 차이로 이어짐
 - 공급망 교란 진정 → 가장 높였던 신흥국/제조업 베이스 국가들 경제/금융시장 재평가(강달러로부터의 전환)
 - 유럽의 반등(미-독 금리차 축소), 신흥시장국 경제/외환시장 안정
 - 연준의 기준금리 인상 시기도 하반기 후반으로 보면서 하반기 달러 강세 영향력 미미

원달러환율 전망(vs. 컨센서스): 컨센서스는 대체로 2022년 달러 약세를 전망. SK증권은 상반기 원달러환율이 하락, 하반기는 다시 달러 강세를 동반한 상승을 예상



제공사	기준일	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	2022
SK증권's View	11/5	1,175	1,140	1,130	1,160	1,170	1,150
M***** Bank	11/1	1,180	1,180	1,190	1,200		
P***** Economics	10/29	1,220	1,200	1,200	1,220		
S***** C*****	10/29	1,170	1,150	1,140	1,130	1,120	1,135
T* Securities	10/29	1,160	1,150	1,140	1,130	1,120	1,135
S*****bank	10/28	1,160	1,140	1,160	1,180	1,140	1,155
S***** Enski	10/27	1,150	1,138	1,125	1,113	1,100	1,119
W**** F****	10/26	1,180	1,180	1,175	1,170	1,165	1,173
W***** Banking	10/26	1,150	1,140	1,130	1,120	1,110	1,125
A***** & N*****	10/25	1,150	1,130	1,110	1,100	1,090	1,108
P** F*****	10/13	1,170	1,170	1,170	1,170	1,170	1,170
I** F*****	10/12	1,180	1,190	1,220	1,240	1,215	1,216
C*****bank	10/8	1,140	1,150	1,150	1,160	1,160	1,155
N***** Bank	10/8	1,220	1,200	1,180	1,200	1,220	1,200
R** Capital	10/7	1,170	1,185	1,180	1,170	1,160	1,174

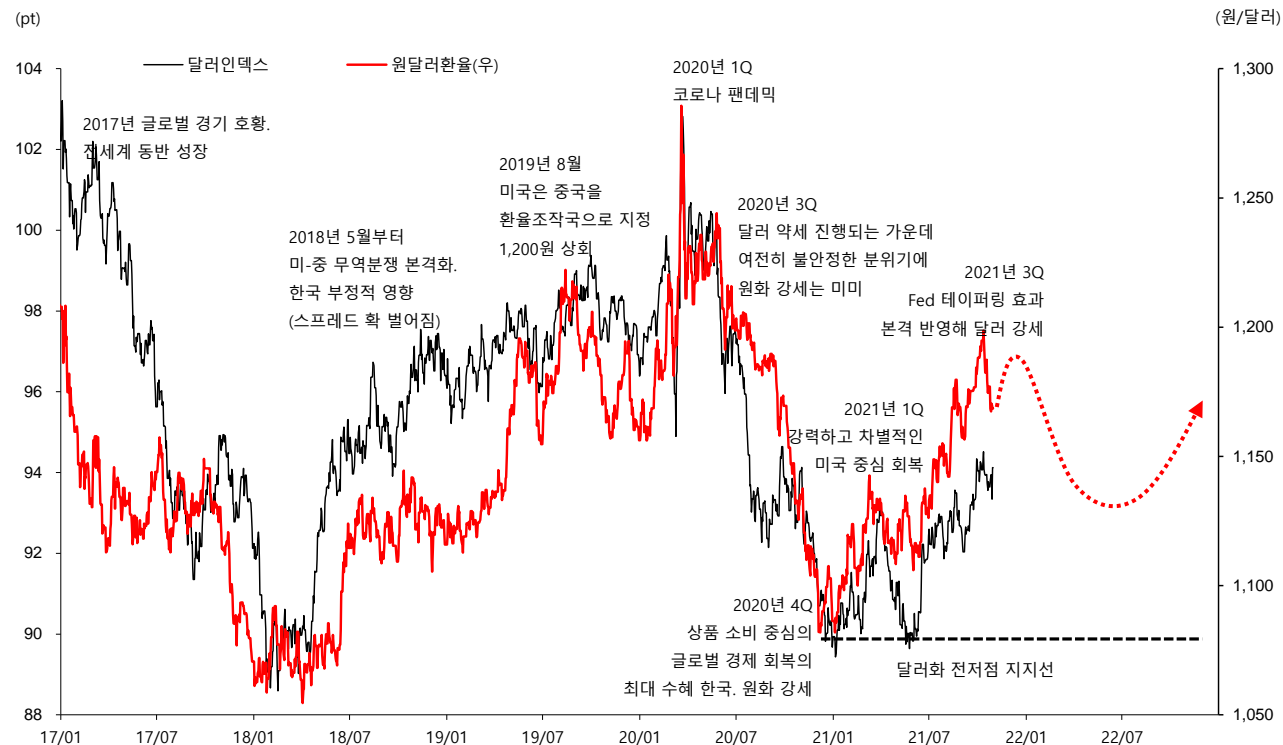
자료 : Bloomberg 제공, SK증권 추정

[환율 전망] 방향은 달러로, 스프레드는 당시의 매크로 여건으로 환율 높낮이 결정

● 상반기 원화 강세를 고려하면 위험 자산 투자 환경은 우호적(외인 수급) → 하반기로 갈수록 위험 관리 필요

- 연평균 2021년 1,147원 → 2022년 1,150원으로 유사하나, 그 궤적은 상반기 1,135원, 하반기 1,165원으로 변동
- 그리고 큰 줄기는 달러 강세이며, 순환 차원에서 상반기 원화 강세를 본다는 점이 우리 전망의 특징

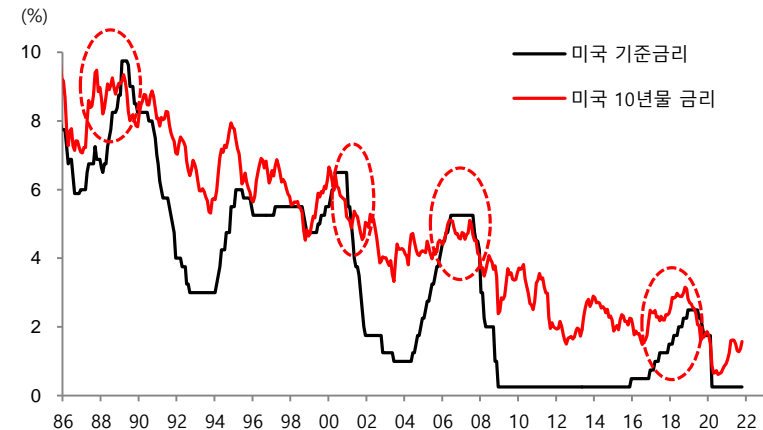
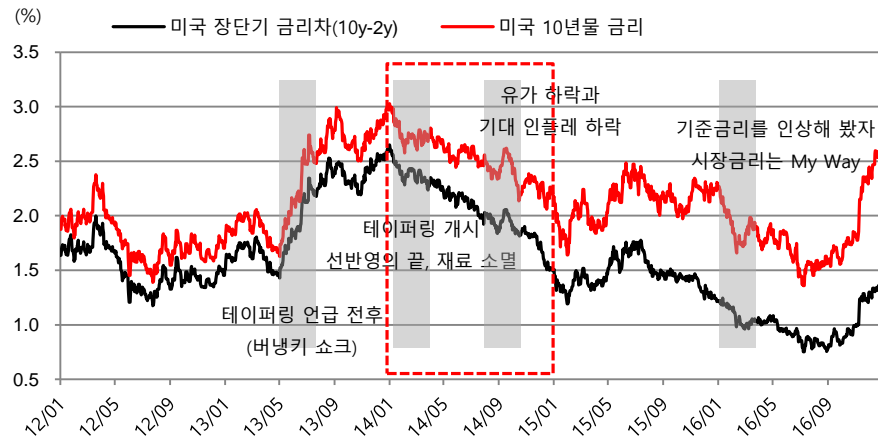
달러 및 원달러환율 상승 전망: 대외 될 것



[금리 전망] 글로벌 벤치마크 금리는 1.75% \pm α 가 저항 구간이 될 것

- Fed의 기준금리 인상은 2022년 9월이 될 전망. 역유동성 환경과 긴축적 통화정책 행보는 계속될 것
 - 경기 모멘텀이 내년 상반기가 하반기보다 더 좋다는 전망 → 상반기 테이퍼링 종료에 맞춰 2Q부터 금리 인상 검토
 - 거의 1년의 시차를 두고 2021년과 2022년은 각각 테이퍼링, 기준금리 인상 논의로 데칼코마니
- Taper 개시 이후 예상되는 금리 인상기를 맞아 장기 금리의 하락을 예상. 1.75% \pm α 가 저항 구간
 - Macro View와 오버랩되어 장단기 금리차 축소(flattening)
 - 10년물 금리 상단 저항선으로 경기 모멘텀과 예상되는 기준금리 고점(1.5~1.75%)을 고려해 1.75% \pm α 로 제시

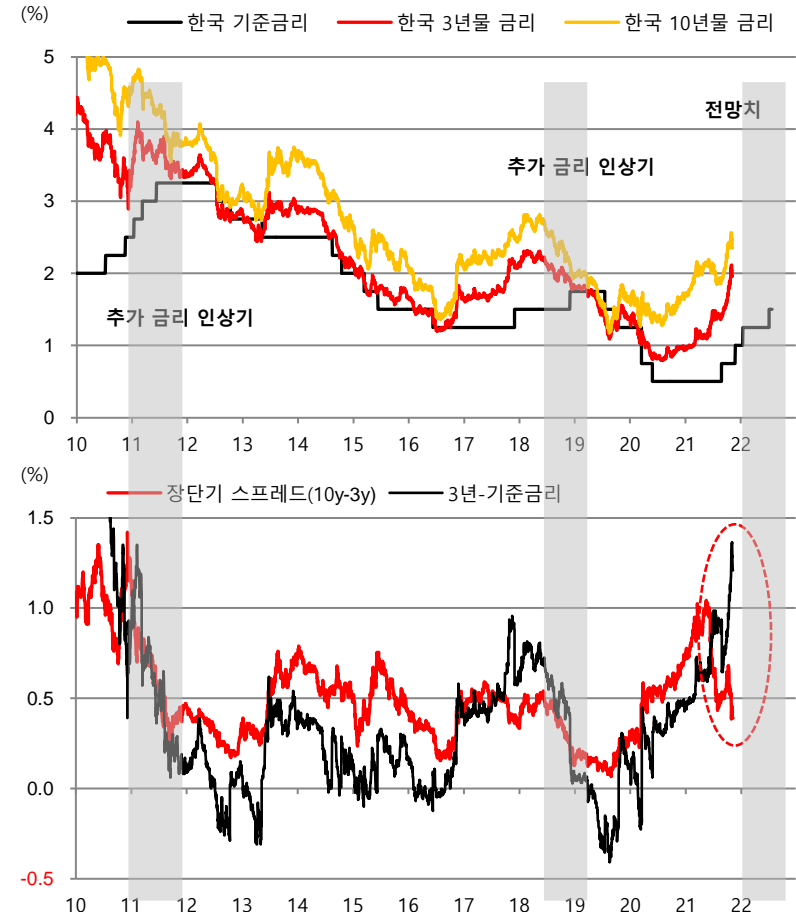
긴축기의 미국 장기 금리(10y)는 하락 방향이 보편적. 1) 경기 모멘텀, 2) 예상되는 기준금리 고점을 고려하면 1.75% \pm α 가 저항 구간이 될 전망



[금리 전망] 기준금리 상승과 시장금리 하락. 커브 Bull Flattening 전망

- 기준금리는 11월 금통위에서 인상한 후 내년 1월, 7월 2차례 추가 인상을 전망(연말 1.5%)
 - 기준금리 인상의 주된 동인은 1) 금융시장 불균형 교정, 2) 대출 억제, 3) 인플레이션 대응
 - 11월 기준금리 인상은 기정사실화된 가운데, 내년 1월(총재 임기 내)과 7월(Fed 긴축과 연동) 추가 인상 전망
- 2022년 원화채의 시대가 도래할 것이라 전망 (금리 하락, 단기채 보다 장기채가 더 유리)
 - 기준금리 인상 기조 속에 현재 시장금리 수준은 과도한 선반영 상태
 - 3년물 지표 금리가 2.0%는 내년 말 기준금리 1.5%를 적용해도 스프레드가 역사적 고점
→ 금리 인상기에 3년/기준금리 스프레드 축소
 - 10년물 금리 2.5%는 미국과의 내외 금리차, 국내 잠재성장률(1.9%)을 고려하고, 2022년 성장 모멘텀 약화를 감안하면 하락에 무게

기간물 스프레드, 기준금리 스프레드, 회사채 스프레드 모두 축소될 2022년 예상



자료 : Bloomberg, SK증권

[주식 전망] Buy & Hold보다 로테이션이 중요해질 2022년

- 이상의 논의를 종합해 보면 주식시장은 **Level-up보다 박스권 등락**이라는 큰 그림에서 볼 수 있음

- 거버넌스의 강화: 규제와 재정정책, 탄소중립
- 역유동성 환경: 인플레이션과 중앙은행들의 긴축
- 모멘텀: 절대 경기의 회복과 완만해지는 기울기
- 금리 구조: 장단기 금리차 축소, 장기금리의 하락

- 우리의 매크로/FICC View를 참고해 볼 때
연간으로 DM>EM, 성장>가치 선호. 하지만 가는
길에서 로테이션이 더 중요해질 것으로 전망

- ‘돌격 앞으로’ 전략보다 ‘로테이션’ 전략이 유효할 것

연간 선호도는 DM>EM, 성장>가치. 그럼에도 불구하고 구간별 로테이션이 더 중요해질 2022년



자료 : Bloomberg, SK증권

[주식 전망] 매크로의 이익 민감도는 신흥국>선진국 → 선진국 상대 선호 유지

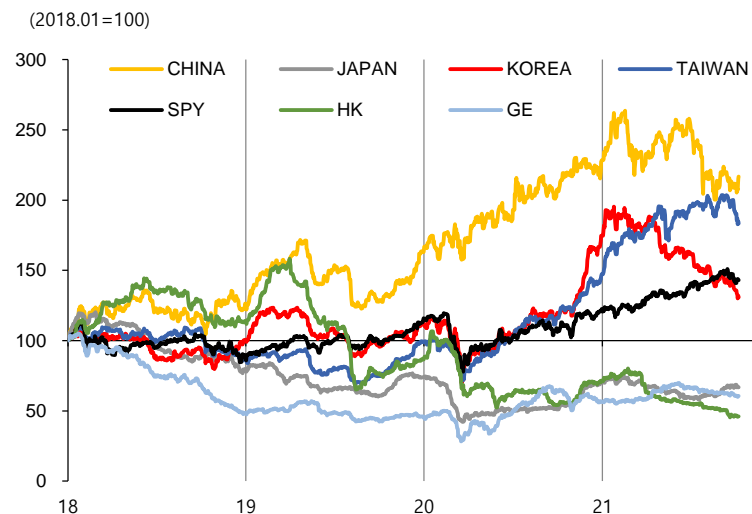
- LEVES(Liquidity, Economy, Valuation, Earning, Sentiment) 각각은 주식 비중 확대에 신중할 것을 요구
 - 역유동성 환경, 경기 경로의 완만한 기울기, 어닝의 하향 조정 여지 등
 - 다만, 연말연초를 지나 공급 인플레이션 압력이 완화되는 것을 계기로 달러 약세와 맞물려 주식시장 기회 포착
- 매크로의 이익 민감도는 선진국보다 신흥국에서 더 크게 나타남. 선진국(미국)에 대한 상대 선호도가 높음
 - 3Q 이후 12개월 포워드 EPS의 하향 조정은 주로 신흥국(중국, 한국 포함)에서 나타남

코로나 이후 한국 경제의 소순환 사이클 상 고점기로 가는 길

구분			7월	8월	9월	10월	11월
EM	China	상해종합	0.9	-1.1	1.3	-0.9	-1.3
		심천성분	-0.2	1.5	-2.7	-0.9	-2.6
	Hong Kong	창업판	0.2	1.6	-4.7	-1.6	-4.8
		항셱	-1.2	-1.6	-4.6	-0.4	0.6
	India	항셱테크	-1.4	4.5	-23.1	0.0	-5.8
		센섹스	1.1	-2.1	1.8	0.5	-0.4
	Korea	코스피	2.7	-1.0	1.7	-1.3	0.3
	Taiwan	대만가권	2.8	4.1	3.5	1.8	1.0
DM	Vietnam	VN	2.1	1.0	-2.8	1.0	1.9
	미국	S&P500	1.4	5.1	0.8	0.2	1.8
		NASDAQ	1.0	5.3	-0.6	-1.0	1.1
	EU	STOXX50	1.7	5.6	0.2	5.3	2.7
		STOXX600	2.3	6.4	0.3	0.9	2.2
	독일	DAX	1.8	5.2	0.1	-5.0	1.6
	프랑스	CAC	3.2	11.0	0.5	1.2	1.6
	영국	FTSE100	5.3	4.6	0.5	1.7	1.2
	이탈리아	FTSEMIB	0.6	10.4	1.1	-0.2	4.1
	네덜란드	AEX	3.2	8.6	1.4	4.6	-1.3
	스위스	SMI	2.1	0.2	0.2	-0.5	1.7

주: 각 지수의 12개월 포워드 EPS 수정, 11월 8일 기준
자료: Bloomberg, SK증권

한국은행 기준금리 결정도 내년 1월, 7월 2회 추가 인상 전망



자료: Bloomberg, SK증권



Part.02

[채권] 정책의 명암에서 찾는 기회

Fixed Income. 신얼



정책



한은, '22년말 기준금리 1.50% 전망. 연준, 테이퍼링 상반기 종료, 하반기 금리 인상 개시 예상. '22년 하반기 내후년 확장적 재정정책 추진 부담감 부각

경제



한국 경제 성장세 유효하나, 회복 속도는 한층 약화될 것으로 전망. 공급측 인플레이션 압력 완화되는 가운데 수요측 물가 상방 압력 장기화 여부가 관건

수급

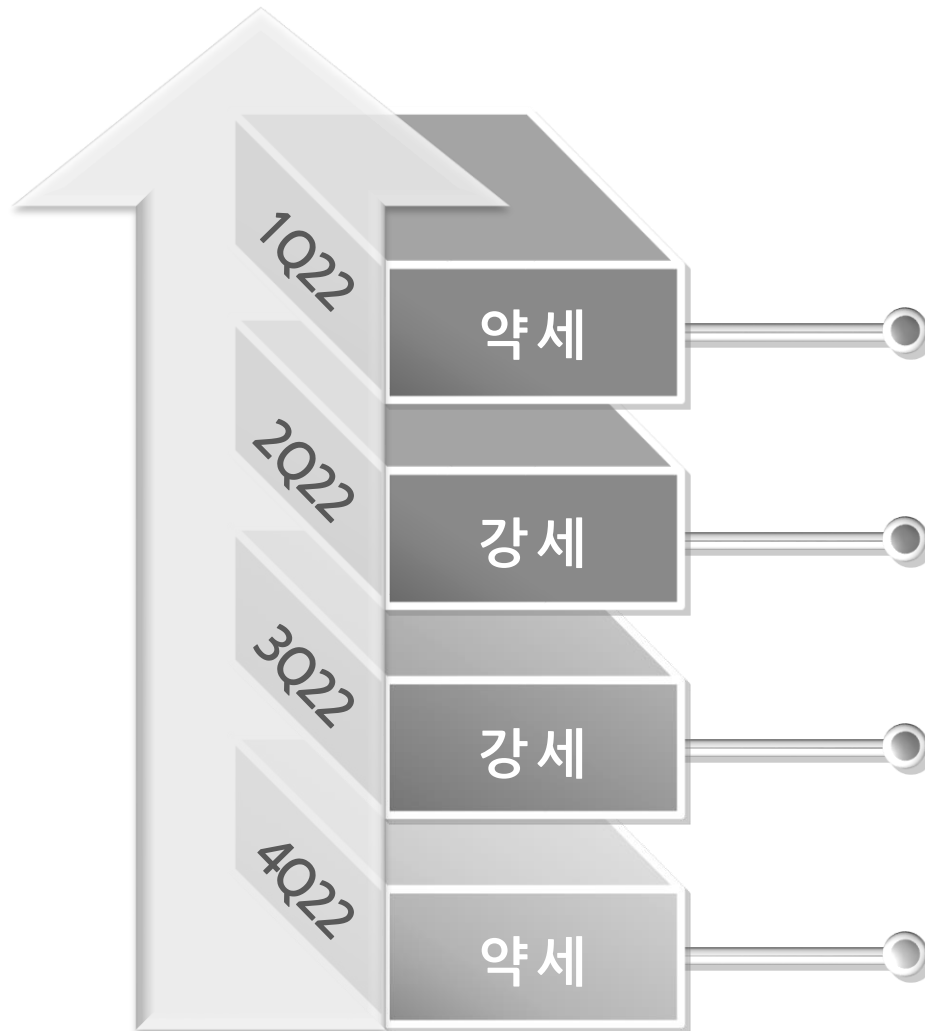


4년 만의 국고채 순증 감소 전환 임박. 코로나 팬데믹 기간의 공급 물량 급증 부담감 한층 경감될 요인. 단기물 대비 중장기물 대기 매수세의 유입 확대 예상

대외



글로벌 인플레이션 지속 가능성 타진 국면. 특히, 공급 병목 현상 장기화 시, 회복 기대감에 타격을 줄 뿐만 아니라 스태그플레이션 우려로 전이될 가능성 고려



한국은행 기준금리 1.25% 상향 조정

2회 연속 금통위의 기준금리 인상, 물가 상승세 장기화 및 신임 한은 총재 경계심 등이 불확실성 회피 포지션으로 구축될 전망

새정부 출범과 신임 한국은행 총재 취임

신임 한은 총재 및 경제부총리 등 확인까지 정책 공백기. 타이트해진 수급 상황 및 경기 모멘텀 둔화 등은 채권 투심 개선 요인으로 작용

연준 기준금리 인상 개시 & 한은 기준금리 추가 인상

연준 테이퍼링 상반기 종료 후 1개 분기 만에 금리 인상 돌입. 한은 추가 기준금리 인상. 금리 인상 종료 국면 가능성 확대

주요국 통화정책 정상화 본격화 & 재정 변수 확인

포스트 팬데믹 차원의 정책 정상화 압력 부각. 중앙은행발 시장 경계심 확대 불가피. '23년 확장적 재정정책 추진에 따른 수급 부담감 재발

1

정상화의 가속화

2

정책의 양면성

3

변수와 이슈

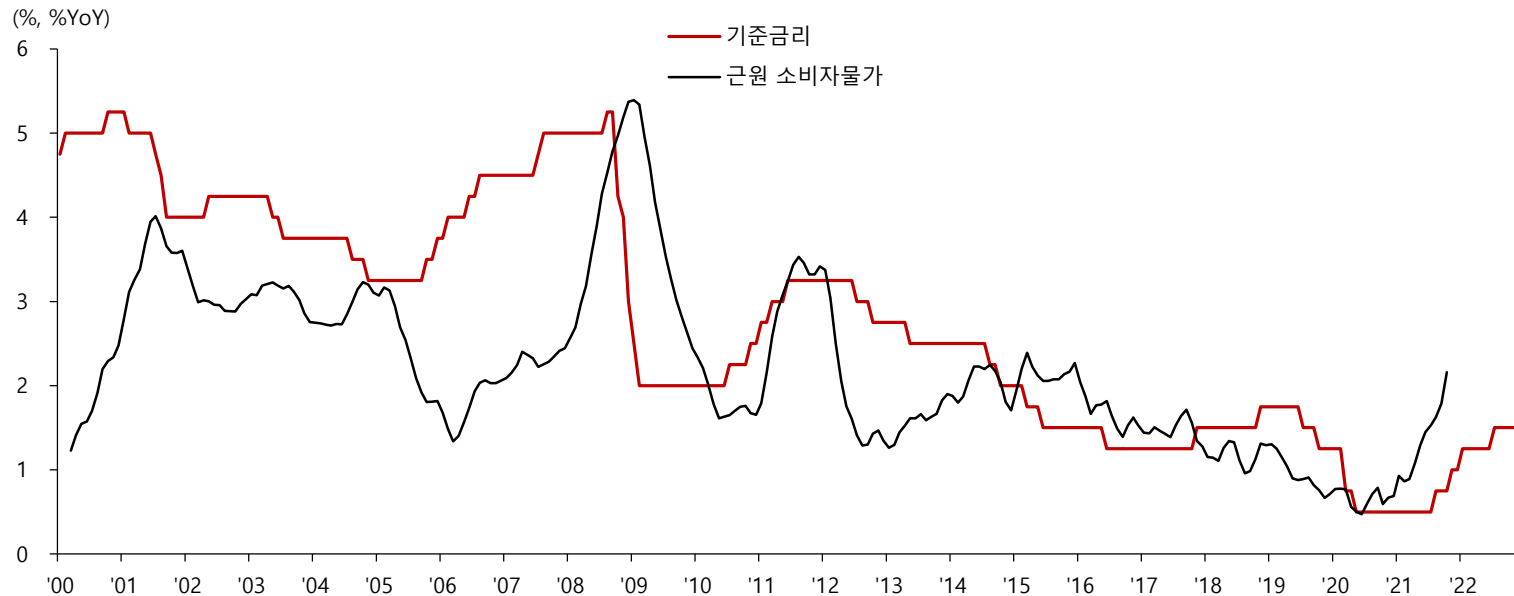
4

투자전략

● 한국은행 통화정책 정상화, 2022년에도 진행된다

- 기준금리 '21년 2회 50bp 인상'에 이어 '22년 역시 총 2회 50bp 추가 인상'전망
- '21년 10월말 한국은행 기준금리 0.75%.'21년 11월 추가 인상 확실히. '22년 1Q와 3Q 각 1회씩 인상 가능성 높은 편
- '질서 있는 통화정책 정상화' 표방했으나, 속도감 있는 진행은 1) 부동산 시장 안정화에 대한 정책공조 및 2) 글로벌 인플레이션 발현 등이 견인
- 정책 공조 압력은 당분간 지속되겠으나, 현재보다는 그 강도 약화. 한은 입장에서는 물가 반등으로 정상화 명분 확보케 된 상황
- 22년 1Q 대선 및 한은 총재 임기 만료, '22년 상반기 테이퍼링 종료 이후의 하반기 연준 금리 인상 시점 등은 추가 확인이 필요한 사안

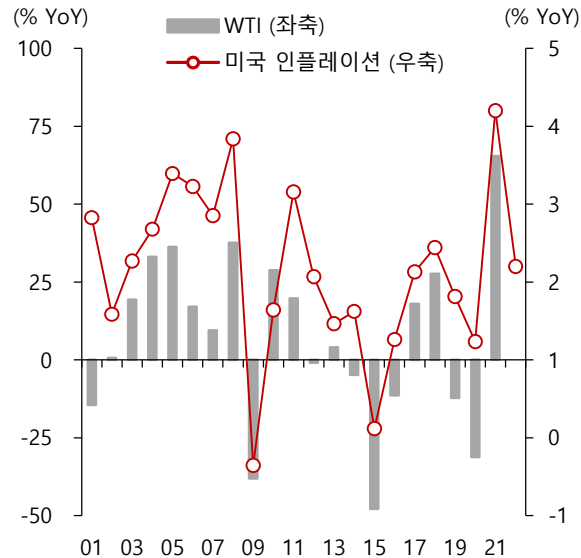
한국은행 기준금리와 한국 근원 소비자물가 상승률



● 팬데믹과 유동성 공급 이후의 Inflation, 기대감 또는 우려 상존

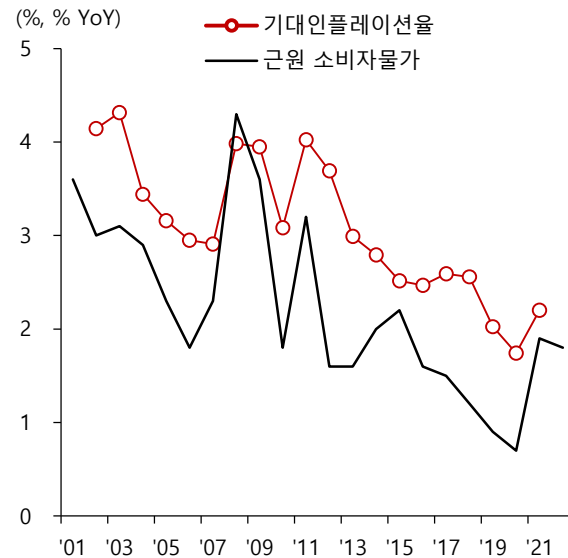
- 원유 등 원자재 가격이 핵심. 완만한 강달러로 원자재 가격 상승 제어 역부족이었던 '21년. 금년과 유사한 유가 시현 시, 인플레이션 한층 완화
- 포스트 팬데믹, 수요측 요인에 기반한 인플레이션 환경 지지. '보복 소비'에 이어 '경제 정상화'는 자국의 내수 여력 및 기대인플레이션 지지 요인
- 한국 본원통화 2년 연속 10% 후반대 공급. '21년 19.1% 추정. 유동성 공급 이후 1~2년의 시차로 물가 상방 압력으로 작용하는 특성 확인

미국 인플레이션과 유가 증감율



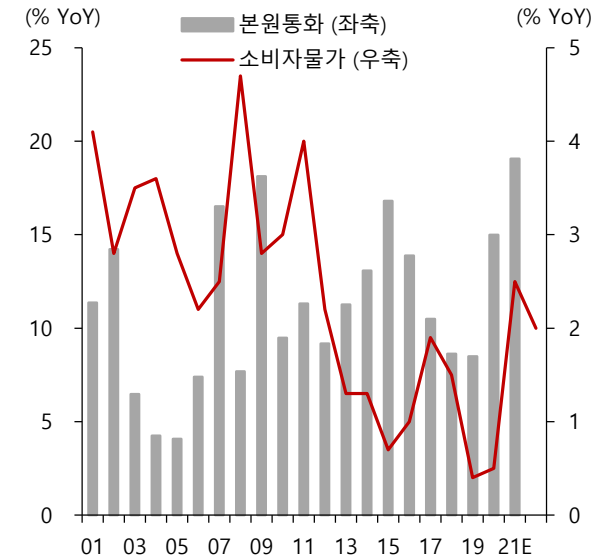
자료 : Bloomberg, SK증권

국내 소비자 기대인플레이션율 및 근원 소비자물가 상승률



자료 : 한국은행, 통계청, SK증권

한국 본원통화 증감율 및 소비자물가 상승률

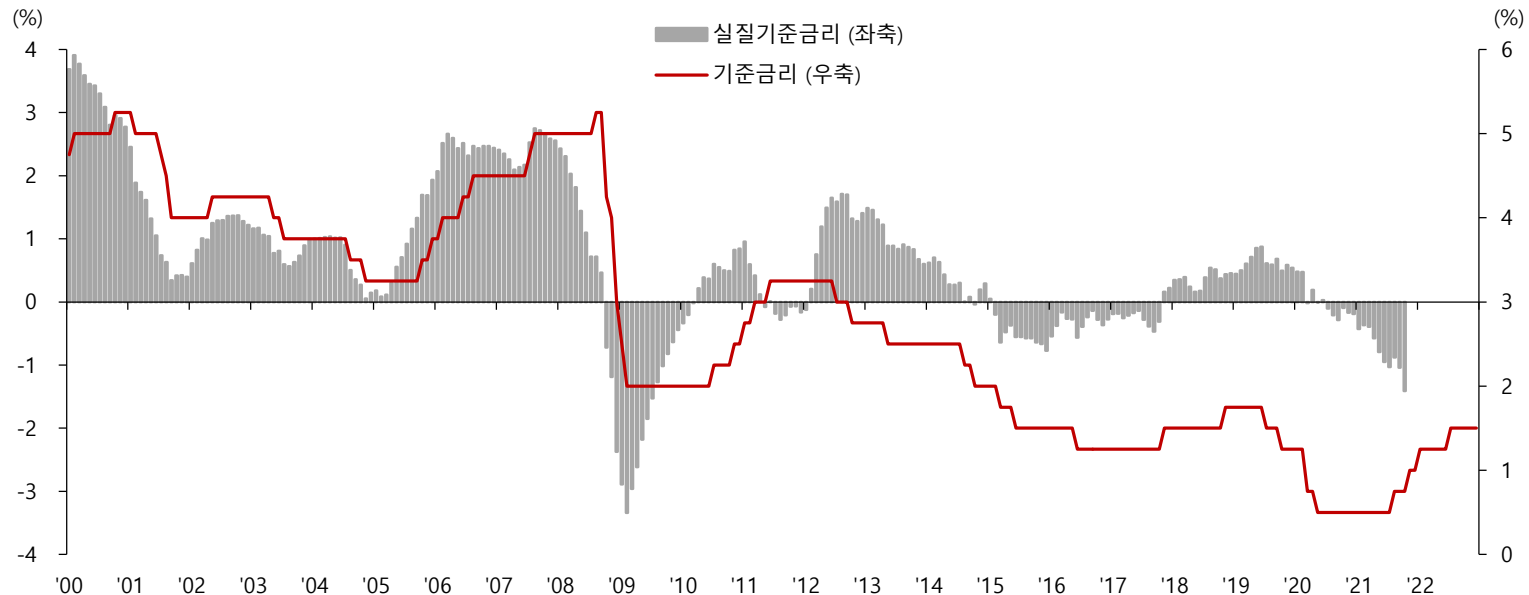


자료 : 한국은행, 통계청, SK증권

● 정상화 의지 표출, 중앙은행 고유의 특성

- 한국은행 실질 기준금리, 중립 전환까지의 로드맵 개시
- '21년 10월 기준, 한국 실질 기준금리 -1.4%로 추정. 물가 재반등으로 마이너스 실질 기준금리 확대
- 대외 변수에 의한 마이너스 실질 기준금리 도입 시, 1~2년 내 정상화하고자 하는 한은 고유의 특성 간과해서는 안 될 시점
- '22년 하반기까지 추가 3회 기준금리 75bp 인상 & 근원 물가 2% 이하 반락 될 시, 실질 기준금리 중립 전환될 것으로 판단

한국은행 기준금리와 한국 실질 기준금리



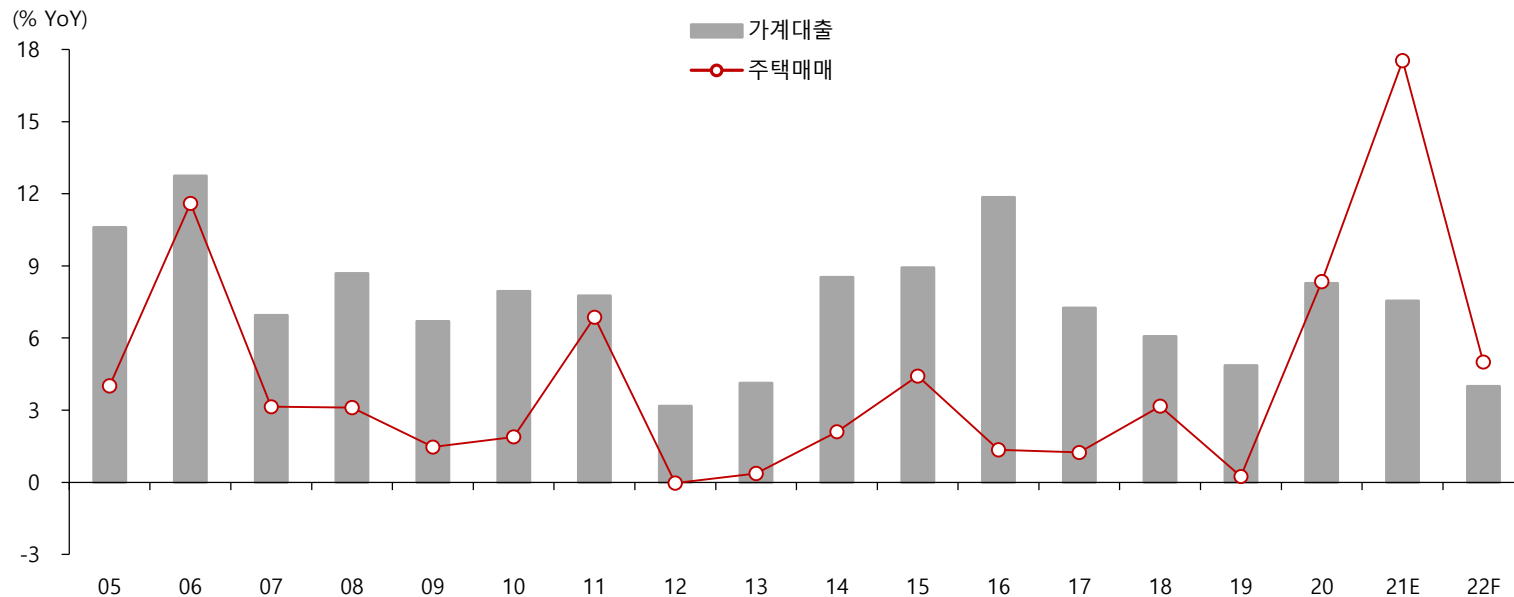
자료 : 한국은행, 통계청, SK증권

주: 실질 기준금리 = 한국은행 기준금리 - 근원 소비자물가 상승률(3개월 이동평균 값 기준)

● 문제는 부동산

- 속도감 있는 통화정책 정상화는 명목은 가계부채 제어, 실질은 부동산 시장 안정화에 대한 정책 공조(Policy Mix)에서 비롯됨
- '22년 기획재정부 국세 수입 예산안, '22년 주택가격 전망 수도권 5.1%, 지방 3.5% 상승할 것으로 전망치 제시
- 주택매매가 대비 가계대출 증가율이 보통 더 높은 편. 동 패턴은 '20년부터 적용되지 않고 있는 상황
- 기존 주택의 시장 작동 기능 약화 및 주택 가격 급등 등으로 추정. 당분간 동 현상 유지될 것으로 전망. 이는 한은의 매파적 정책 스탠스 지지 요인





한국 예금취급기관의 가계대출 증감율 및 전국 주택매매 가격 상승률



자료 : 한국은행, KB국민은행, SK증권

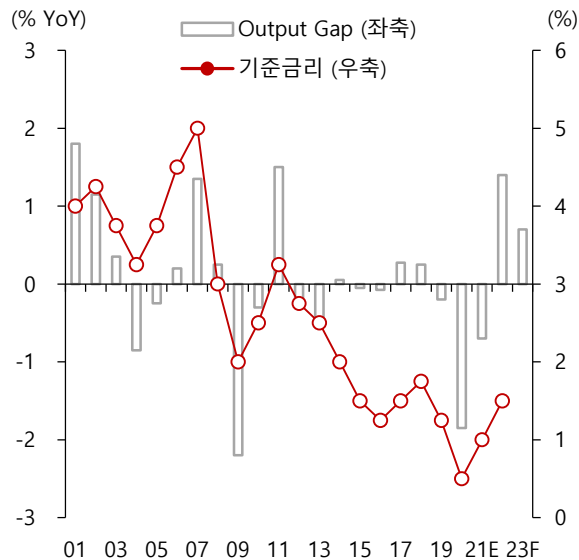
주: '21년 추정치는 연율화 기준, '22년 가계대출 전망치는 금융위 목표치, '22년 주택매매가격 전망치는 기획재정부 세입 예산 추계 근거 자료를 기준으로 함

BOK 금융통화위원 성향 및 주요 발언

위원	성향	추천기관	대표 발언
 이주열	온건 매파	한국은행 총재	<p>"경기회복 흐름이 예상대로 흘러간다면 다음번 금통위 때 기준금리 추가 인상을 고려할 수 있다"며 "여러가지 대내외 여건 변화가 금리에 어떤 영향을 주는지, 경기회복 흐름이 우리의 예상을 벗어나는지 짚어볼 것"</p> <p>"8월 기준금리를 인상했지만 실질 기준금리 등 금융 여건은 여전히 완화적 수준으로 판단하고 있다"</p> <p>"그동안 금융불균형이 지속적으로 상당폭 누적돼 온 만큼 한 차례 금리 인상만으로 정책 효과가 가시적으로 나타나는 어렵기 때문에 통화정책도 대응하지만 금융불균형에 영향을 미치는 거시건전성 정책이나 주택 관련 정책도 일관되게 추진될 필요가 있다"</p>
 이승헌	온건 매파	한국은행 부총재	<p>"미국 테이퍼링(채권 매입 축소)이 앞당겨지는 등 미 연방준비제도(Fed·연준)의 통화정책 정상화 속도가 예상보다 빨라질 수 있다는 점에 유의해야 한다"</p> <p>"향후 미국 등 주요국의 경기 및 물가 상황과 이에 따른 정책기대 변화 등으로 국내외 금융시장의 변동성이 커질 가능성이 있는 만큼 시장불안 요인에 대한 모니터링을 강화하고 대응방안을 상시 점검하는 한편 필요시 시장안정화 조치를 실시해 나갈 계획"</p>
 조운제	온건 비둘기파	기획재정부	<p>"부동산 가격 상승 등 금융안정을 잠재적으로 위협할 요인이 누적되고 있다"</p>
 서영경	매파	대한상공회의소	<p>"지난 8월 기준금리 인상에도 현재의 통화정책 상황은 여전히 완화적"</p> <p>"기준금리 인상 이후에도 가계부채와 주택가격의 높은 상승세가 이어지고 있는데 이는 자금조달금리가 여전히 낮은데다 전세와 주택 공급물량 부족 등에 따른 주택가격상승 기대심리가 가세한 데 따른 것으로 보인다"</p> <p>"앞으로 거시경제와 금융상황을 균형적으로 보아가면서 추가인상의 시점과 속도를 정해 나가야 할 것"</p>
 주상영	비둘기파	금융위원회	<p>"지난 6~7년간 주택 가격 상승세는 우려할 만한 현상이지만 기준금리의 미세 조정으로 주택 가격의 변동성을 제어할 수 있을지 회의적"</p> <p>"통화 정책 본연의 목표는 경기와 물가의 변동성을 완화하는 것으로서 그 유효성이 역사적으로 입증됐지만, 주택 시장 안정에 대해서는 그렇지 않다"</p>
 임지원	매파	전국은행연합회	<p>"환율과 글로벌 경기와의 상관관계가 차별화되는 특징만 고려하면 우리나라와 미국의 통화정책이 다른 움직임을 보여도 이상한 것은 아니다"</p> <p>"신흥국과 주요 선진국 간 어느 정도의 금리격차를 유지하도록 요구되는 것은 당장의 자본유출을 우려해서라기보다는 미래에 발생할 수 있는 금융안전 리스크에 대한 일종의 헤지 또는 사전적 건전성 확보 조치라고 볼 수 있다"</p>
 박기영	중립	한국은행	<p>"코로나19 상황과 자산 시장 과열 문제에서 볼 수 있듯 중앙은행의 독립성을 유지하면서 재정정책, 거시건전성 정책과의 정책 조합도 고민해야 한다"</p> <p>"코로나19 상황과도 맞물리며 최근에는 중앙은행의 업무 영역이 아니라 생각했던 경제적 불평등 문제도 통화정책의 관점에서 분석"</p>

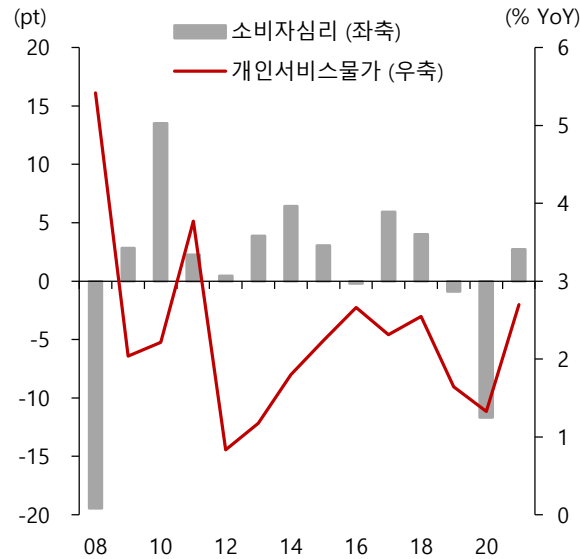
- 한국은행법 제 1조 1항, 물가안정 도모 & 국민경제 발전
 - 마이너스 GDP Gap '21년 마무리 후 '22년 플러스 GDP Gap 전환 예상. '23년 플러스 폭 축소 전환 예상됨에 따라 금리 인상 '22년 종료 예상
- 소비심리 지속 여부 확인
 - 물가 중 개인서비스물가 반등 이후 현 추세 유지되기 위해서는 소비자심리가 관건. '08~10년 국면 vs. '16~18년 국면
- 고용시장 회복력
 - 한은, 취업자 수 증감 '21년 20.0만명, '22년 24.0만명 예상. '21년 현재 실업률 3.0%. 추가 하락 가능성 제한적. 정책 정상화 가속화 부담 요인

한국 Output Gap과 한국은행 기준금리



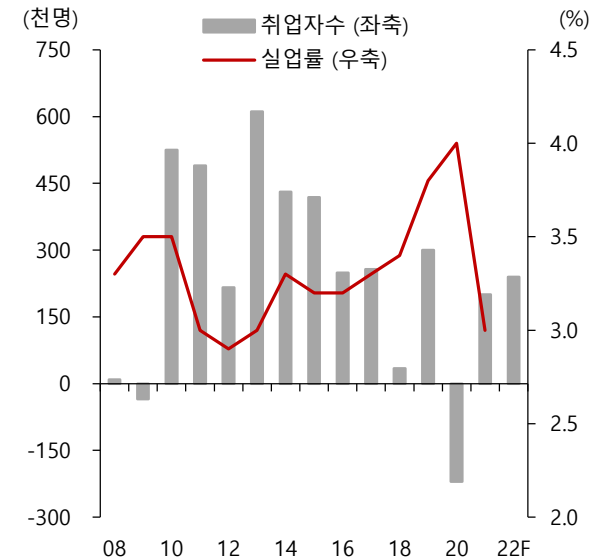
자료 : 한국은행, SK증권
주: Output Gap 2년 이동평균 값 기준

한국 소비자심리 및 개인서비스물가 상승률



자료 : 한국은행, 통계청, SK증권
주: 소비자심리지수는 기준선 100pt와의 격차를 기준

한국 취업자 수 증감 및 실업률

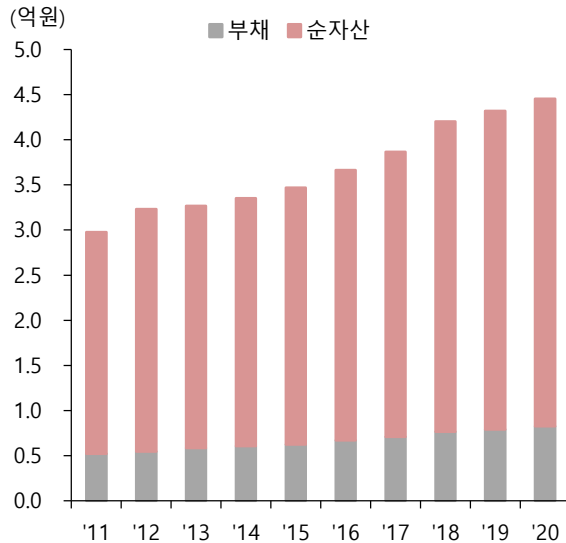


자료 : 통계청, SK증권

● 한국은행법 제1조 2항, 금융안정 유의

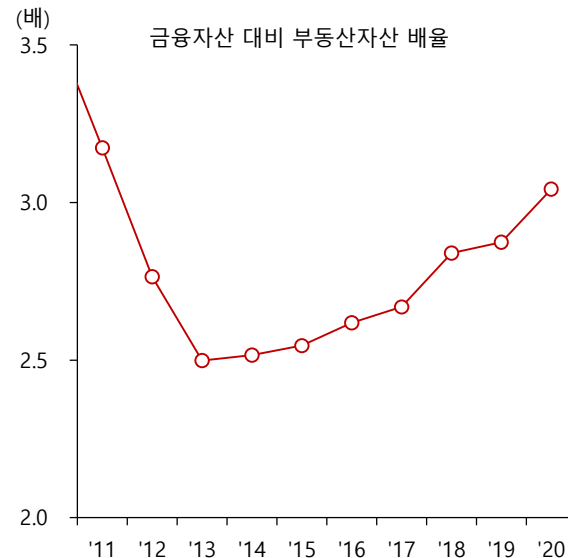
- 이주열 총재 1기 '17~18년, 금리 인상 국면의 '금융불균형 해소 필요성' 이미 경험한 바 있음
- '20년말, 한국 가구 평균 총자산 4.45억원(부채 0.8억원, 순자산 3.6억원). 최근 5년 연평균 증감율 부채 5.7% > 순자산 5.0%
- 가구의 편중된 실물자산 특성, 위기 도래 시 유동성 부족 현상 봉착 가능성 확대
- 금융자산 대비 부동산 자산 배율 '13년 2.50배 저점 기록 후 '20년 3.04배까지 7년 연속 상승
- 총자산 내 거주주택과 비거주주택 자산 비중 71.7% 기준. '11년 73.6% 기록 후 8년만인 '19년부터 재차 70% 상회

한국 가구 평균 부채 및 순자산액



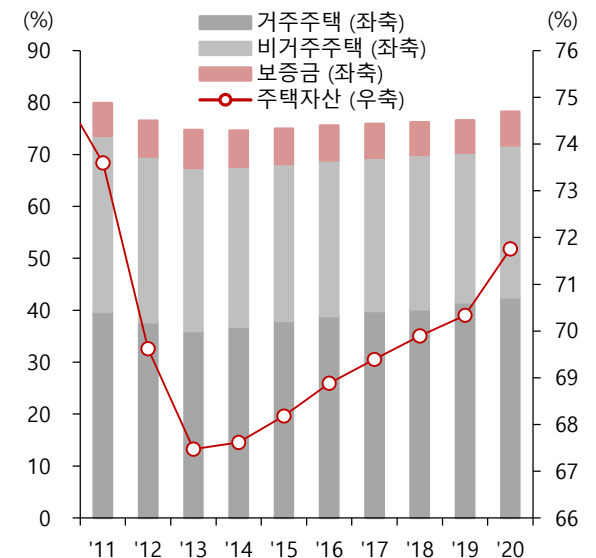
자료 : 가계금융복지조사, SK증권

한국 가구의 금융자산 대비 부동산자산 배율



자료 : 가계금융복지조사, SK증권

한국 가구 총자산 중 주택 및 임차보증금 비중

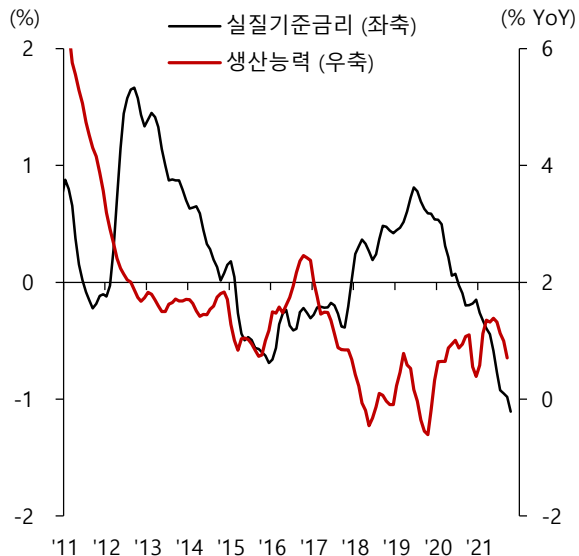


자료 : 가계금융복지조사, SK증권

● 통화정책 정상화, 경제 둔화 촉진 효과

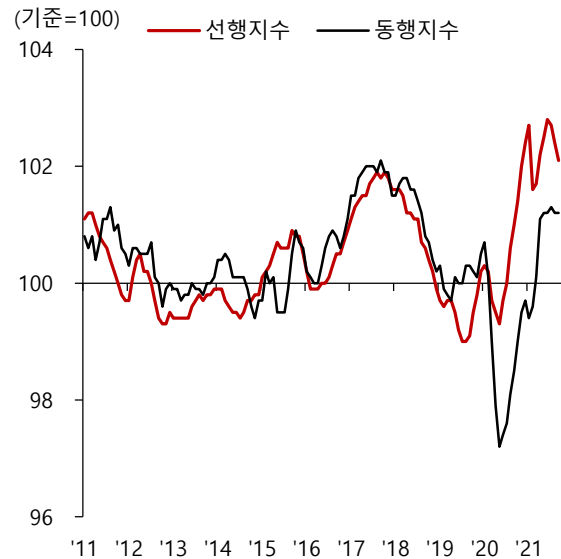
- 국내 경제 생산능력 지수, '21년 상반기 1.4% 상승 기록 후 9월 0.7%까지 반락. 마이너스 실질 기준금리 확대에도 미약한 회복세에 그침
- 선행지수 순환변동치 또한 '21년 상반기말을 정점 확인 후 비교적 빠른 속도로 하락세. 후행적으로 동행지수의 상승에도 2개월 연속 제어 확인
- 이는 광공업 생산확산 여력의 위축에서 비롯된 것으로 추정 가능
- 코로나 팬데믹 이후 광공업 및 서비스업 동반 회복했으나, '21년 2Q 이후 서비스업과는 달리 광공업의 생산확산 지수 하락세 두드러짐

한국 실질 기준금리와 생산능력



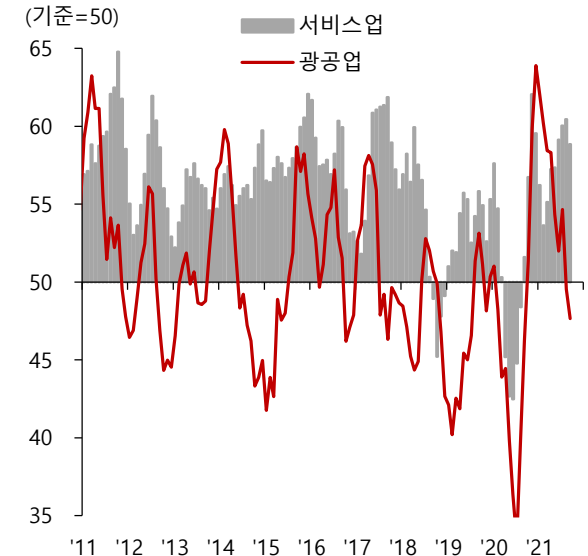
자료 : 통계청, SK증권
주: 3개월 이동평균 값 기준

한국 선행지수 및 동행지수 순환변동치



자료 : 통계청, SK증권

한국 광공업 및 서비스업 생산확산지수

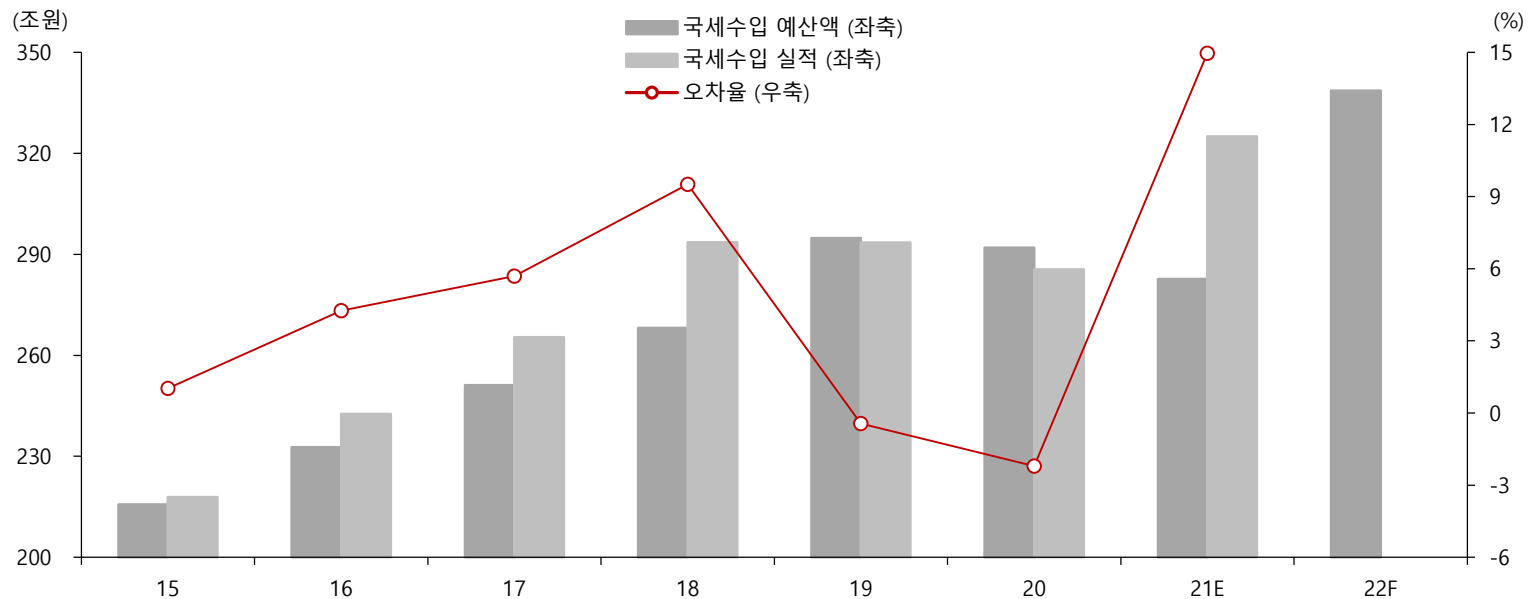


자료 : 통계청, SK증권
주: 6개월 이동평균 값 기준

● 국세 수입이 좌우할 국채 공급

- '21년말, 2차 추경 세입 경정 이후에도 10조원 이상의 초과 세수 확실히. 약 325조원 내외로 국세 수입 실적 기록할 것으로 추정
- 예산 대비 실적 초과 시, 국가재정법에 의해 약 40% 지방재정 교부금으로 먼저 편성. 그 후 국채 상환 또는 세출 예산으로 재편성 요구됨
- 예산 대비 실적 하회 시, 세입 경정 또는 부족한 세수를 국채 발행 등으로 보충하게 됨
- 결과적으로 재정당국의 국세수입 예산에 부합한 실적의 중요성 재확인되는 시점. 최근 예산 대비 실적 오차율 확대되면서 재정발 시장 변동성 리스크 커진 상황으로 판단

한국 국세수입 예산액과 실적 비교와 양자간 오차율

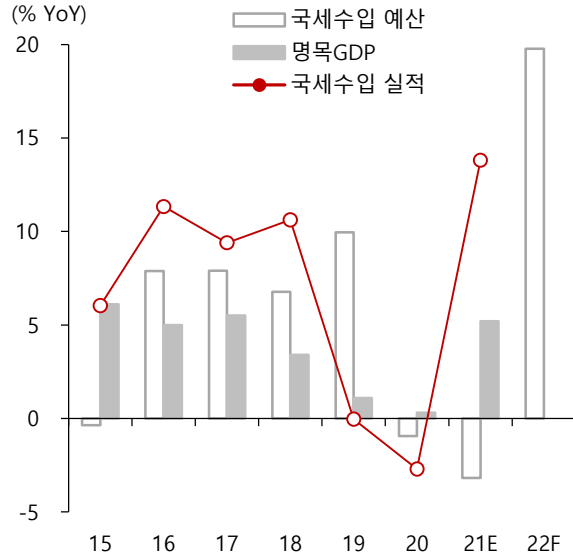


자료 : 기획재정부, 통계청, SK증권

● 상반기, 타이트한 국고채 수급 환경 vs. 하반기, 지속 가능성 테스트

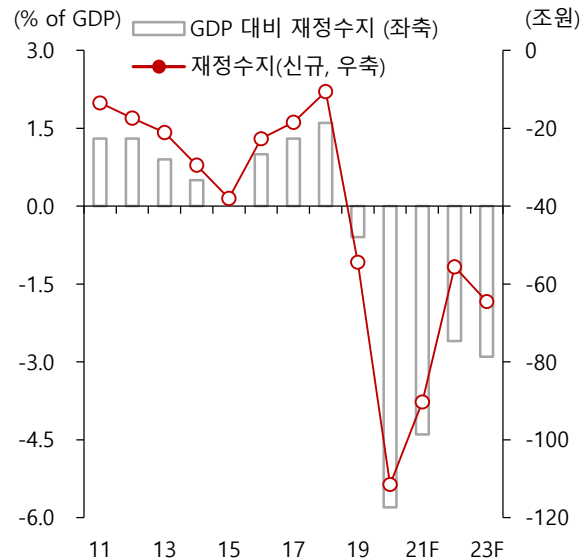
- 국세 수입은 명목성장률과 밀접한 관련. '21년 명목성장률 약 5% 초반 예상. '22년 국세 예산 부합 위해서는 조기 경기 위축 우려 제어 필요
- 전년도 확인되는 국세수입 예산 증감을 대비 당해년도 명목 GDP의 격차가 커질수록 국세 수입 실적 변동성 확대
- 코로나 팬데믹 이후 '22년부터 GDP 대비 재정수지 비율 -2% 레벨 진입할 것으로 추정. 국세 수입 미비하게 될 시, 재정적자 비율 하락 불가피
- '22년 국채 발행 한도 167.4조원으로 편성. '21년 186.3조원 대비 10.1% 감소하는 규모. 특히, 국채 순증액은 94.9조원으로 22.9% 급감
- '22년 상반기까지는 '21년 대비 타이트한 수급 환경으로 채권시장 부담감 완화. 다만, 하반기부터는 국세 수입 환경에 따라 불확실성 내재

한국 국세수입 예산 및 실적 증감율과 명목 GDP 성장률



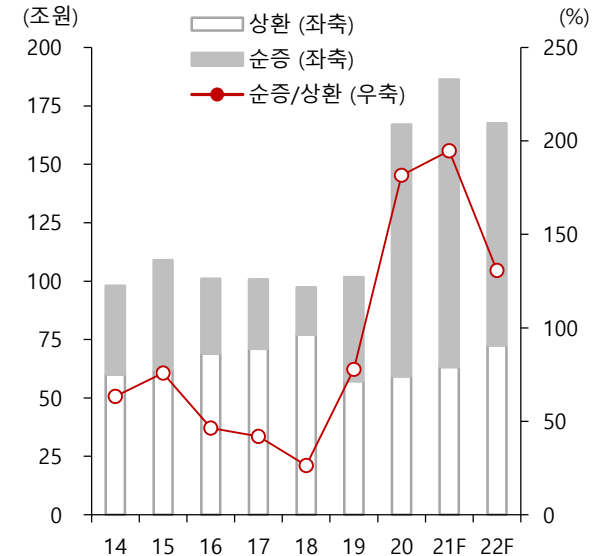
자료 : 한국은행, SK증권
 주: '21년 명목성장률 5.2%로 추정

한국 재정수지 및 재정수지 비율



자료 : 한국은행, 기획재정부, SK증권

한국 국채 상환 및 순증액

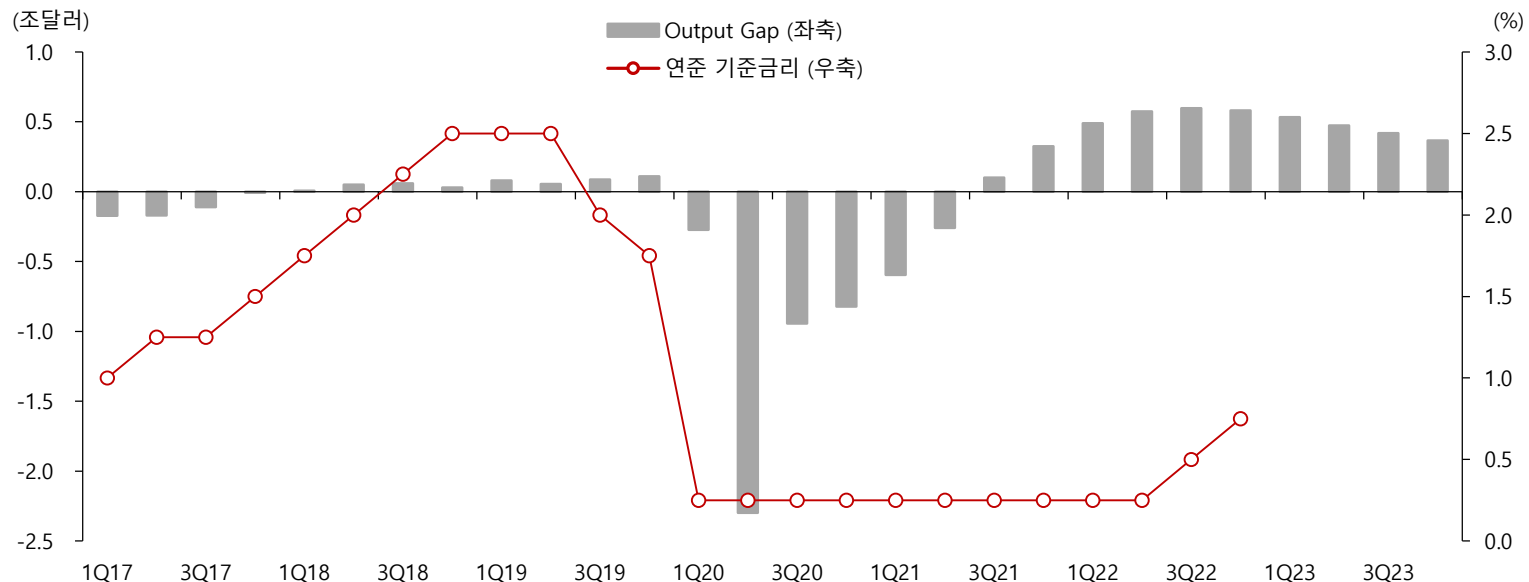


자료 : 기획재정부, SK증권

● 돌다리(경제 성장)를 두들겨보고 건널 연준, 2022년 본격적인 정상화의 원년

- 연준 11월 FOMC, 월간 150억달러의 Tapering 발표. '22년 자산매입액 축소 가변적이거나, '22년 상반기 중 Tapering 종료 가능성 고조
- 상반기 Tapering 종료 이후 하반기 연준 기준금리 인상 개시 임박. 개시 시점에 따라 '22년 연중 금리 인상 횟수 달라질 전망
- '22년 하반기 분기별 1회씩 총 2회 금리 인상 가능성 비교적 높은 편. FOMC 점도표 '22년 금리 인상 과반으로 변모
- 미국 GDP Gap '21년 3분기를 기점으로 플러스 국면 진입 추정. 코로나19 발생 이후 6개 분기 연속 마이너스 GDP Gap 시현 이후 탈피하게 됨

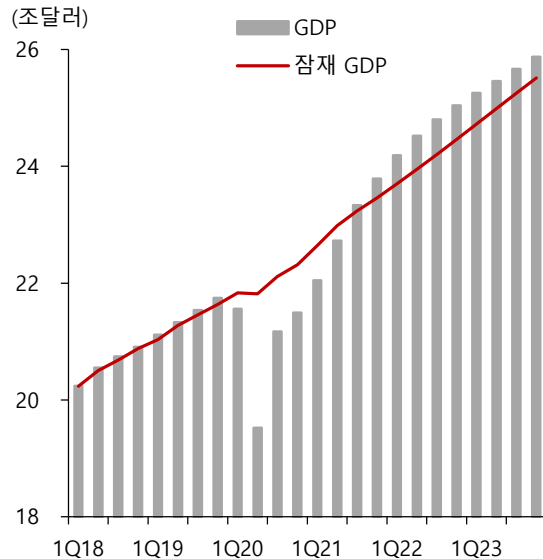
미국 Output Gap 추정치 및 연준 기준금리 추이



● 미국 경기에 따른 정책 조정 속도 - 2022년 상반기 맑음, 하반기 구름

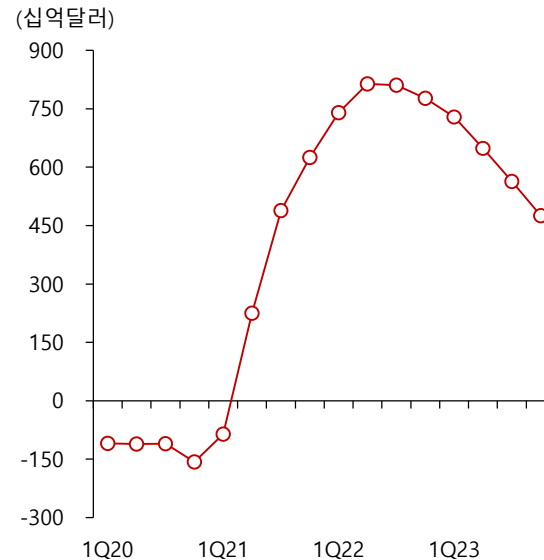
- CBO, 미국 '19년 4분기 명목총생산 21.75조달러를 상회하는 시점으로 '21년 1분기 22.05조달러로 판단
- 코로나 팬데믹 초기 약 2년의 기회비용 시간 소비할 것으로 전망한 것 대비 약 3개 분기 정도 앞당긴 것임
- 다만, 미 GDP Gap 전망치 조정 폭 기준, '22년 상반기를 정점으로 전망치 조정 폭 감소. 이는 경기 회복 탄력도가 단기적으로 반응할 것을 시사
- 연준, 미 경제성장률 전망치 '22년 3.8%로 기존 전망치 대비 0.5%p 상향. 최근 통화정책 전망치의 잦은 변화는 '21년 미국 경기의 급변에 따라 전망의 변동 폭 또한 커진 점에 근거함

미국 명목 국내총생산 및 잠재 국내총생산



자료 : CBO, SK증권

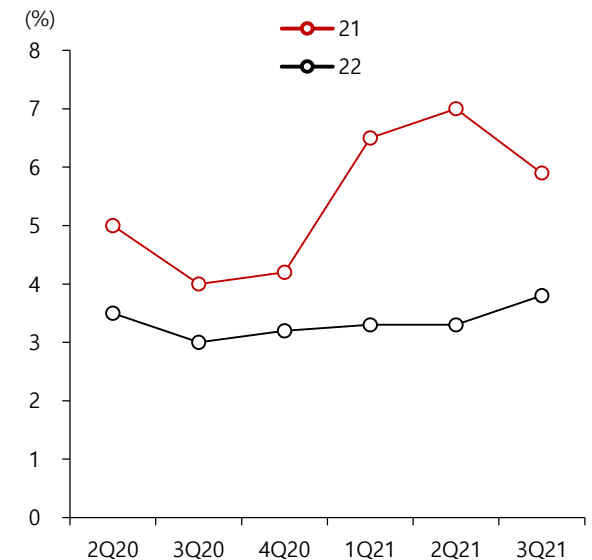
미국 Output Gap 변동 폭



자료 : CBO, SK증권

주: '21년 2월 전망치 대비 7월 전망치의 격차 기준

미국 경제성장률 전망치

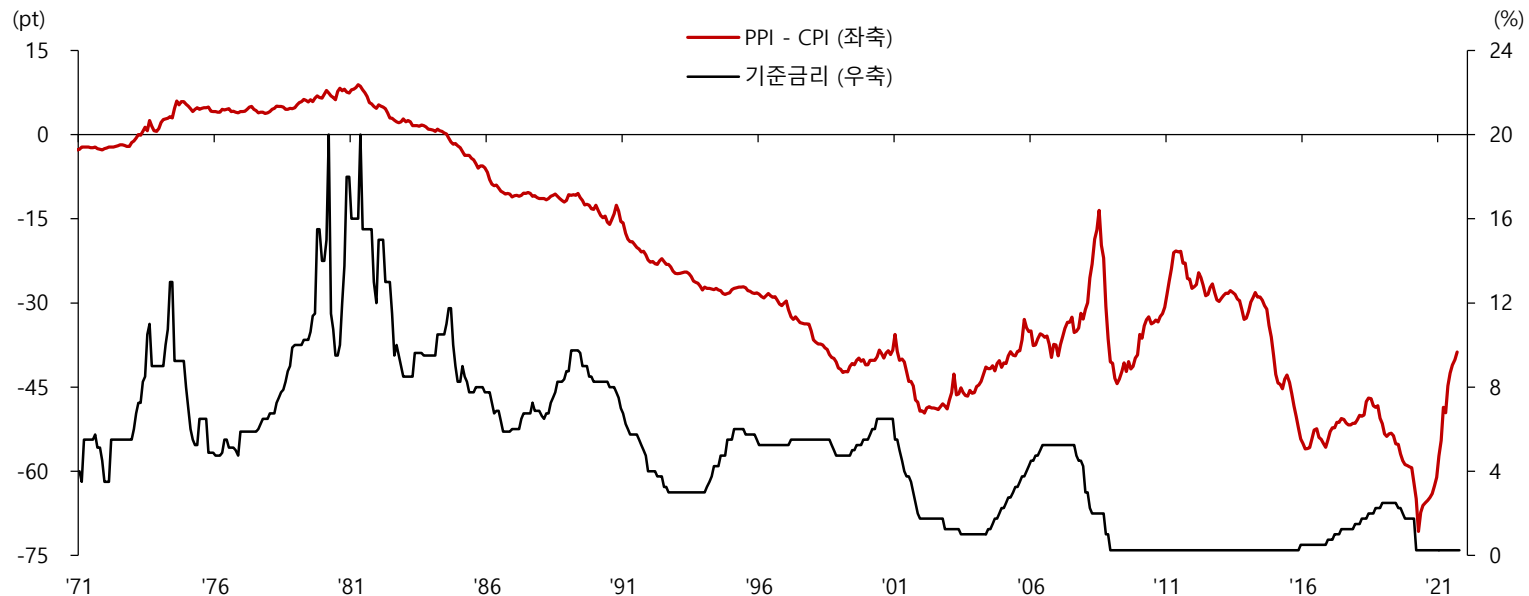


자료 : FRB, SK증권

● 연준, 보다 신중해졌고 이제는 정책 행보 개시할 때

- 연준, 과거 50년 간 수요측 요인보다 공급측 요인 인플레이션에 보다 민감하게 반응한 이력 존재
- '21년 9월, 미 소비자물가지수 대비 생산자물가지수의 스프레드 -38.74pt 기록. '14년 11월 -36.08pt 이후 약 7년만의 최고치 도달
- 양 지수 간의 마이너스 격차 좁혀지고 제로 수준에 육박할 때, 연준 기준금리 인상 압력 고조되며 인상 국면 돌입
- 그럼에도 현재 기준금리 동결인 것은 코로나 팬데믹이라는 전무후무한 이벤트로 촉발된 현상. '22년 금리 인상 국면 재개 확실히

미국 소비자 대비 생산자물가 격차 및 연준 기준금리



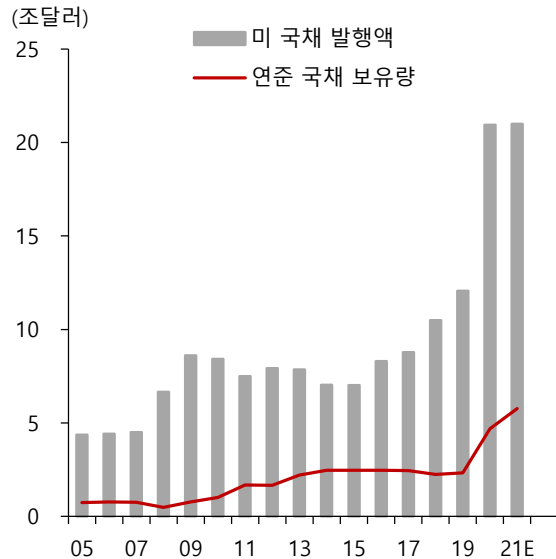
자료 : FRB, SK증권

주: 미국 생산자물가 지수 - 소비자물가 지수 기준

● 미 국채 시장의 수급 불확실성

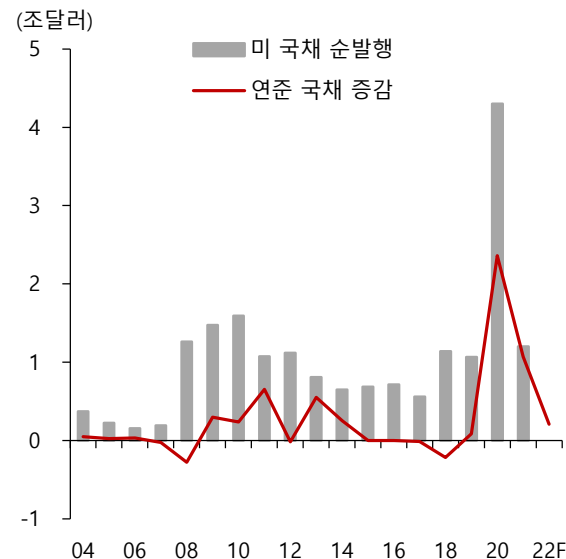
- '22년 미 국채 발행액 아직 미지수. 바이든 행정부의 주요 정책 추진 경과 및 의회의 수정 여부 등에 따라 변동 가능성 내재
- 한 번 늘린 국채 발행 등 세출 환경의 급격한 전환 가능성은 낮은 편. 이는 2년 연속 미 국채 20조 달러 발행의 흐름 지속되고 있는 상황과 연계
- 연준의 미 국채 발행 대비 매입 비중 가파르게 낮아질 전망. 이는 과거 '14~15년의 Tapering 국면과 유사할 것으로 예상
- '08년 글로벌 금융위기 이후 국채 순발행 및 잔고의 급격한 증가는 회전을 저하 야기함. 발행량 대비 시장 거래 수요의 제한적 상승에 근거함

미 국채 발행액 및 연준 대차대조표상 국채 보유액



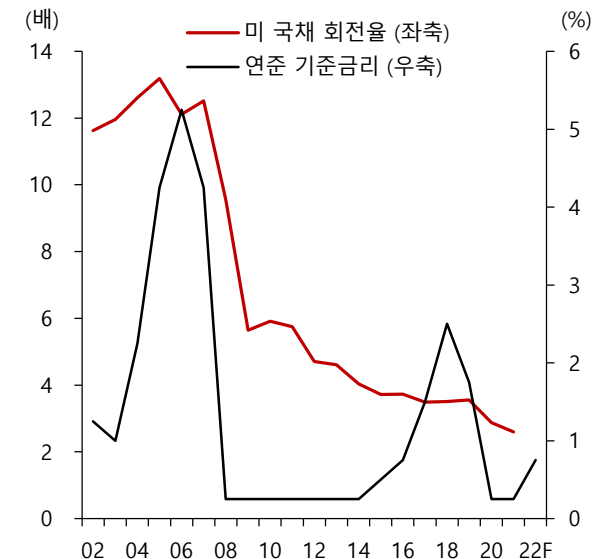
자료 : FRB, SIFMA, SK증권

미 국채 순발행액 및 연준 보유 국채 증감액



자료 : FRB, SIFMA, SK증권

미 국채 회전을 및 연준 기준금리



자료 : FRB, SIFMA, SK증권

FED 위원 성향 및 주요 발언

위원	담당	성향	'22	'23	주요 발언
카시카리	미니애폴리스	비둘기파		✓	"백신이 손에 쥐어 지기 전까지는 경제를 고칠 수 없다. 미국 정부는 국민을 지원하기 위한 자금을 조달할 능력이 있다."
브레이너드	이사		✓	✓	"테이퍼링을 개시하려면 고용이 더욱 개선돼야 "
에반스	시카고			✓	"인플레이션이 점차 중앙은행 목표치인 2% 아래로 떨어질 것으로 예상. 여전히 저금리가 유지될 것 "
파울	의장		✓	✓	"공급망 제약과 높은 인플레이션이 예상보다 더 오래 지속될 것이며 내년까지 지속될 수 있다. 지금은 테이퍼링을 할 때지 금리를 인상할 때는 아님 "
윌리엄스	뉴욕		✓	✓	"인플레이션 목표를 달성하는데 상당한 진전이 있었고, 완전 고용을 향한 진전도 좋았다. 경제가 예상하대로 계속 개선된다면 자산매입 속도 조절이 곧 정당화 될 수 있을 것 "
데일리	샌프란시스코				"인플레이션이 눈에 띄게 상승하고 있지만 금리인상은 경제에 도움이 안될 것 "
클라리다	부의장		✓	✓	"내년 중반쯤 마무리되는 점진적인 자산매입 축소가 곧 정당화 될 것 "
보우만	이사		✓	✓	"올해 연말까지 인플레이션이 진정되지 않으면 연준의 금리 인상 시기가 앞당겨질 수도 "
쿨스	이사		✓	✓	"연준 장기 목표치의 두 배 이상에 달해 내년 봄에도 4%로 유지되면 연준이 금리 인상 경로를 재평가해야 할 수도 있음 "
로젠그렌	보스턴		✓		"자산 매입을 계속할 경우 주로 물가에서 (인상) 반응만 일어나고, 고용에는 큰 도움 반응을 내지 못할 것"
월러	이사		✓	✓	지난 몇 달간 나온 인플레이션 수치가 연말까지 지속한다면, 내년에는 테이퍼링보다 공격적인 대응책을 써야 할 것 "
바킨	리치몬드				"노동력 공급 부족, 경제 성장을 제약하고, 팬데믹을 넘어서도 더 오래 지속될 수도 "
메스터	클리브랜드		✓		"미국 경제가 테이퍼링 요건을 충족. 11월 테이퍼링을 시작하고 내년 말 금리인상도 가능"
보스틱	애틀랜타				"22년 3분기 말이나, 아마도 4분기 초 정도로 일단 기준금리 인상을 생각하고 있다"
블라드	세인트루이스		✓		"테이퍼링을 조만간 시작해 이를 내년 3월 말까지 끝마쳐야 할 것. 인플레이션이 상당 기간 높게 지속될 수 있음"
조지	캔자스 시티		✓		"경제회복이 진행 중이기 때문에 비정상적인 통화완화 정책에서 좀 더 중립적인 방식으로 전환해야 한다"
하커	필라델피아			✓	"월 1천200억 달러 규모의 자산 매입 프로그램이 지금 당장 많은 일을 하고 있다고 생각하지 않음. 더 빨리 테이퍼링을 진행하는 것을 지지"
카플란	댈러스			✓	"미국 경제에 적어도 수요 부진은 없다" "다음달 연방공개시장위원회(FOMC)에서 테이퍼링 일정을 공개하고 10월부터는 가속페달에서 실제로 발을 떼야 한다"

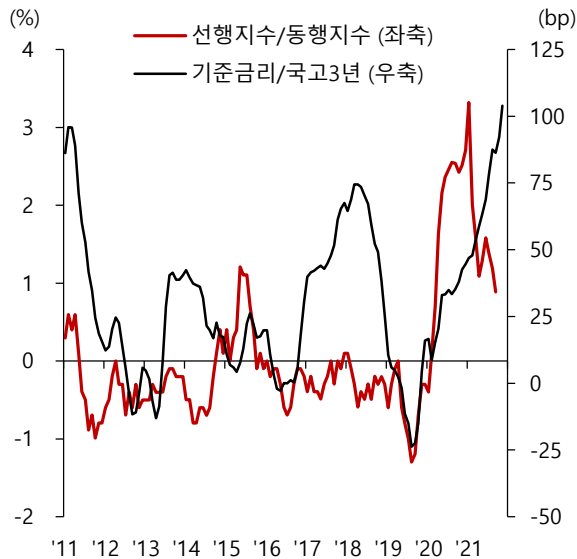
자료 : 언론보도종합, SK증권

주 : 현 시점에서 투표권 있는 의원 굵게 처리

● 시장금리, 한은 통화정책 정상화의 기간 및 속도에 연계될 흐름

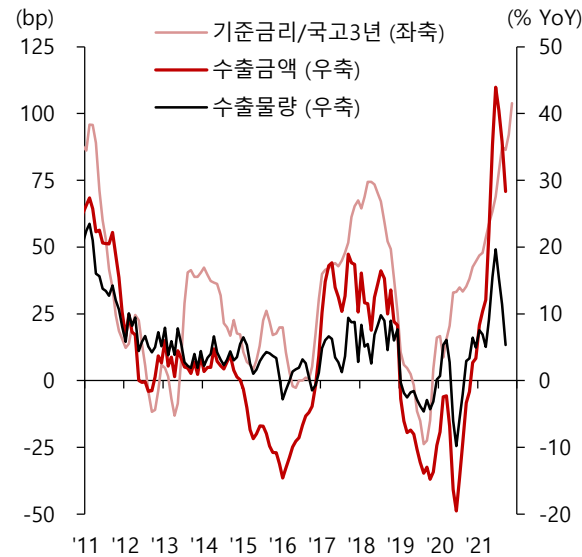
- 한국은행 통화정책 불확실성의 여진 지속. 그럼에도 '21년 하반기 대비 변동성 완화 될 것으로 판단
- 선행 및 동행지수의 상승 제어 이후 양자간의 격차 축소. 이는 경기 진폭 완만해지는 신호로 시장 참가자 해석하게 될 것임
- 한국은행 기준금리 인상의 가속화를 위해서는 수출 주도의 경기 모멘텀 필요. 하지만, '21년 2~3Q를 정점으로 수출 증가율 둔화 추세화
- 약 4~6주의 시차를 보이는 강남 아파트 주간 매매가 및 기준금리 대비 국고 3년 금리 스프레드. 한시적이나 강력한 규제 효과 확인 중

동행 대비 선행지수 비율 및 기준금리 대비 금리 스프레드



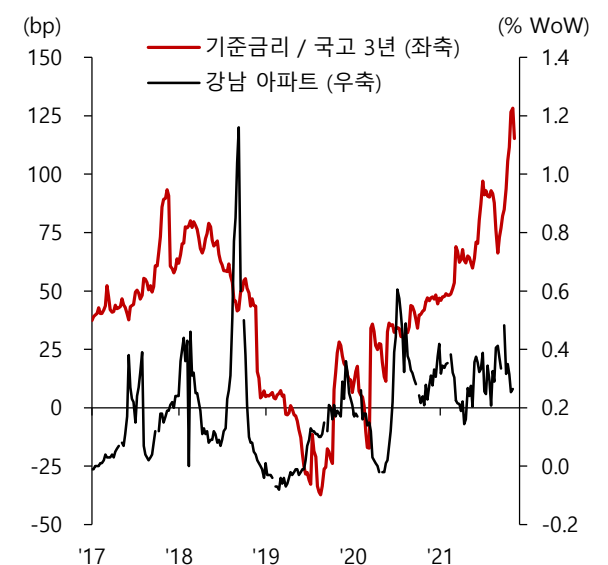
자료 : 통계청, 인포맥스, SK증권

수출 금액 및 물량 증감율과 기준금리 대비 금리 스프레드



자료 : 한국은행, 인포맥스, SK증권

강남 아파트 주간 매매가와 기준금리 대비 금리 스프레드

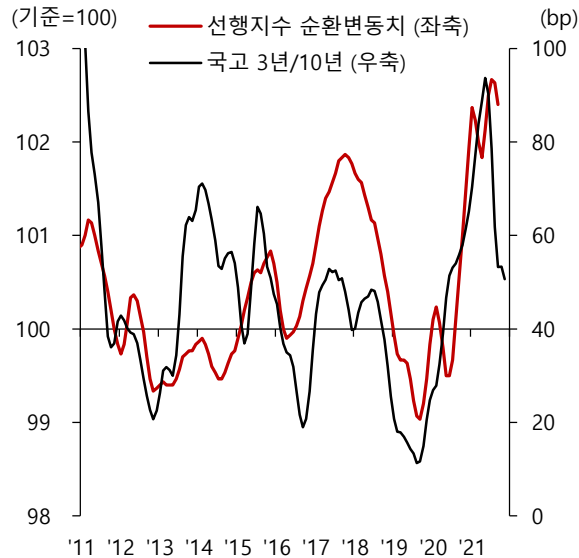


자료 : KB국민은행, 인포맥스, SK증권

● 금리 스프레드, 중장기물 강세 수혜 국면

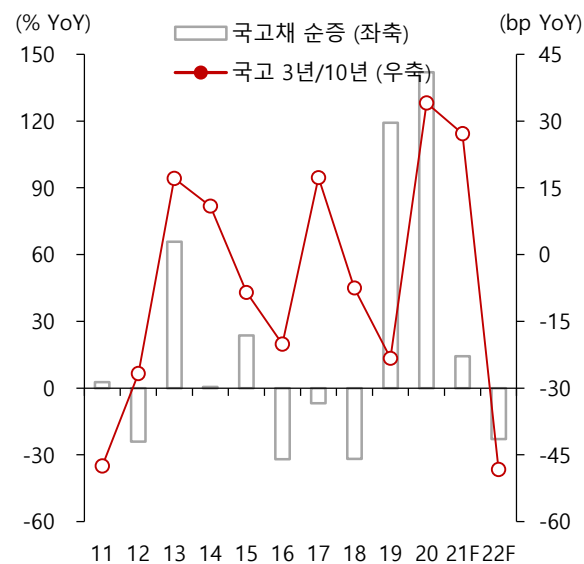
- 경기 회복 모멘텀 둔화에 이은 경기 위축 가능성, '21년 2~3Q부터 시장 선반영 중. 동 흐름은 '22년 초부터 본격화될 것으로 판단
- 속도감 있는 통화정책 정상화 충격 이미 소화한 '21년. 펀더멘탈 중요성 보다 커질 수순. 선행지수 상승 제어 후 하락세 - > 커브 플랫팅 지지
- 타이트해질 국고채 발행시장 환경. 국고채 순증액 기준, 전년대비 증감율 -22.9%로 급락. 4년 만의 전년 대비 순증액 감소 전환
- IMF, 한국 재정건전성 악화 속도 전세계 중 1위로 확인. 동 우려의 현실화 초입부인 '19~'21년 초장기물 금리 스프레드 확대 시현. '22년부터는 재정수지 비율 -2% 진입. 이는 국가채무비율 증감을 제어시키는 효과 견인. 이에 따라 초장기 구간의 레벨 다운 압력 증대 요인으로 판단

선행지수 순환변동치와 국고 금리 스프레드



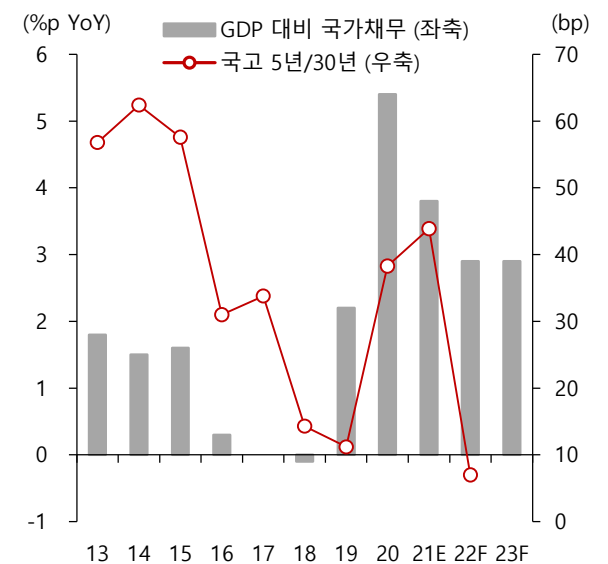
자료 : 통계청, 인포맥스, SK증권

국고채 순증 증감율과 국고 금리 스프레드



자료 : 기획재정부, 인포맥스, SK증권

국가채무비율 및 국고 금리 스프레드



자료 : 기획재정부, 인포맥스, SK증권

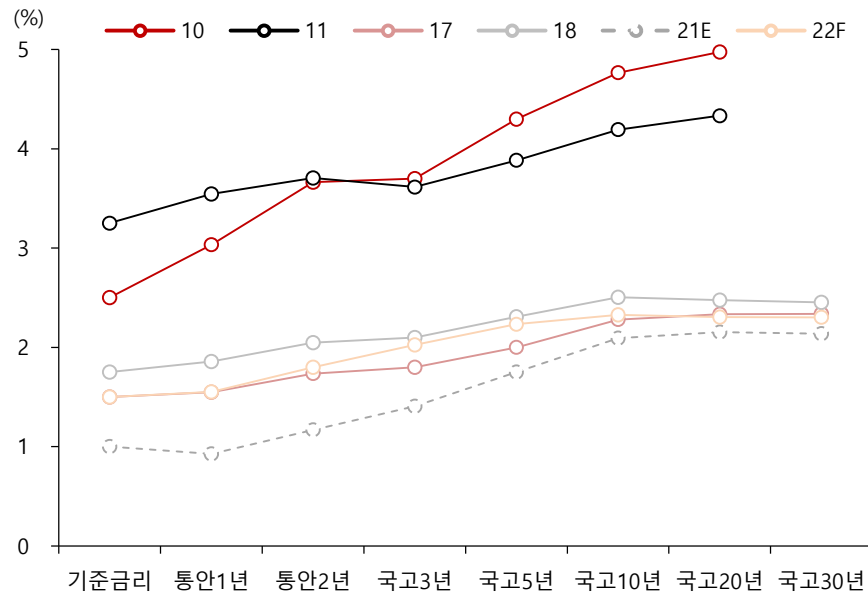
● 한국은행 통화정책 정상화 후반부 돌입 - 완전한 커브 플랫닝

- 기준금리 인상 후반부로 접어들수록 금리 커브의 평탄화 압력 증대되는 패턴 유효
- 현재와 유사한 '10~11년 역시 금리 인상 후반부 이후 종료되면서 장단기물 금리 스프레드 급격한 축소 및 안정화 시현

● 미 연준, 포스트 팬데믹 정상화 개시 - 커브 스틱 이후 변동성 장세를 거치면서 플랫트닝으로 전환

- 미 국채 금리 '22년 상반기 전반적인 레벨업 및 커브 변동성 확대 불가피. 하반기 장기물부터 금리 상단 테스트 이후 점진적 안정세 진입 예상

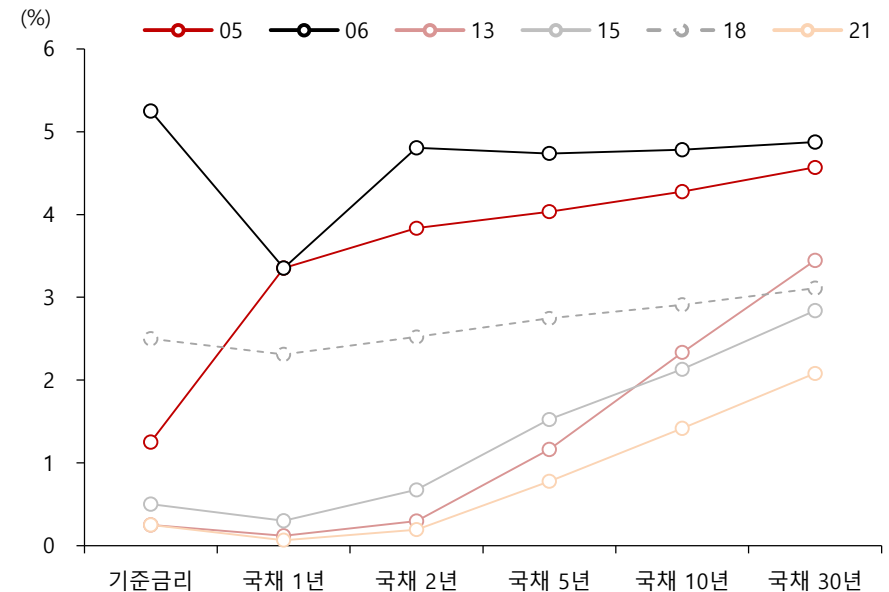
한은 기준금리 및 한국 주요 만기물별 금리 커브



자료 : 인포맥스, SK증권

주: 기준금리 연말 값 기준, 시장금리 연평균 값 기준

연준 기준금리 및 미 국채 주요 만기물별 금리 커브



자료 : Bloomberg, SK증권

주: 기준금리 연말 값 기준, 시장금리 연평균 값 기준

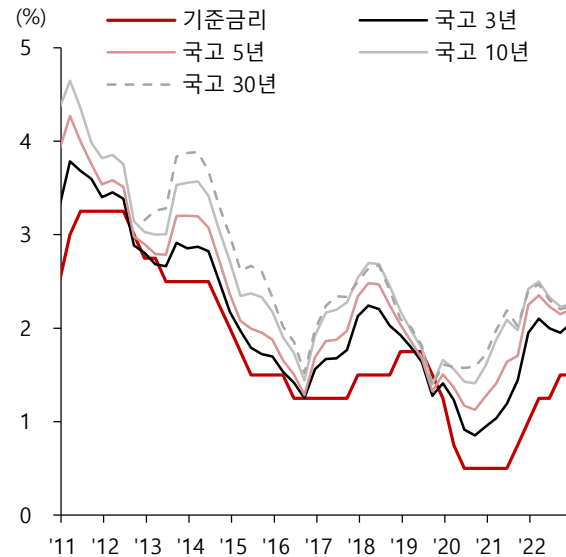
● 2022년 상반기 Buy, 하반기 Neutral로 짧게 대응

- 국내 채권시장 전악 - 중강 - 후악 전망. 기준금리 1Q, 3Q 각 1회씩 인상. '22년말 기준금리 1.50% 예상. 연말 연준 등 대외 정책 정상화 재료 노출
- 금리 및 스프레드 예상 범위: 국고 3년물 1.70~2.25%, 5년물 1.85~2.55%, 10년물 1.90~2.75%, 국고 3/10년 15~60bp, 5/30년 -5~25bp
- 중장기물 금리 하방 압력 우위. 정책 정상화 부담감, 경기 회복 모멘텀 둔화 및 타이트해질 수급 등에 근거함
- 기준금리 인상 폭 2회에서 3~4회로 확대될 시, 금리 상승 및 스프레드 확대 변동성 증대 불가피. 동 현상은 국내 대비 대외 리스크 요인 잠복
- 대선 및 한은 총재 교체 등 관망 심리 우위인 상반기를 활용한 적극적 매수 권고
- 하반기 글로벌 인플레이션, 자산 가격궤 글로벌 통화정책 경계심을 대비한 중립 전환 후 짧게 대응하며 보수적 포지션으로 대응

기준금리 및 시장금리 전망 테이블

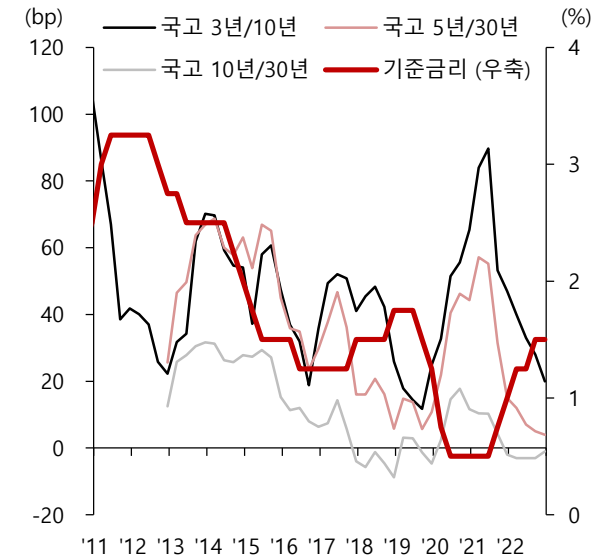
(단위: %)	1Q.22	2Q.22	3Q.22	4Q.22	2022
기준금리	1.25	1.25	1.50	1.50	1.50
국고 3년	2.10	2.00	1.95	2.05	2.03
국고 5년	2.35	2.23	2.15	2.20	2.23
국고 10년	2.50	2.33	2.23	2.25	2.33
국고 30년	2.47	2.30	2.20	2.24	2.30

한국은행 기준금리와 주요 만기물별 시장금리 추이



자료 : SK증권

한국은행 기준금리와 주요 만기물별 금리 스프레드 추이



자료 : SK증권

자료 : SK증권

주: 기준금리 기말 값 기준, 시장금리 기간 평균 값 기준



Part.03

[크레딧] 정상에서 찾아본 산속 호랑이(Risk)와 밀림의 사자(Buy)

Credit. 윤원태

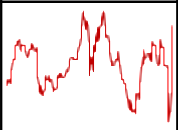
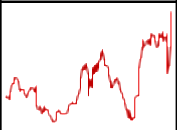
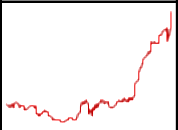
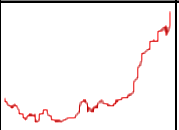
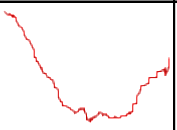
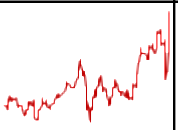
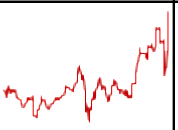
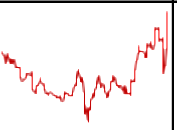
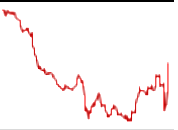
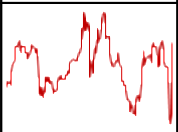
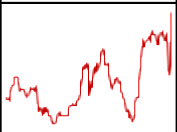
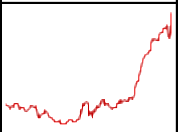
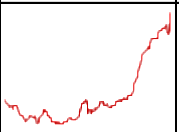
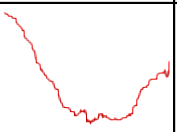
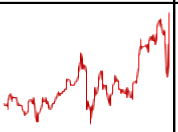
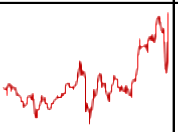
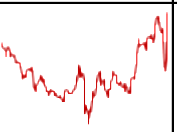
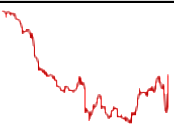
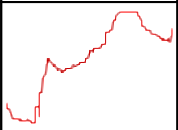
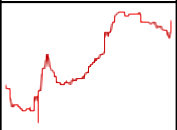
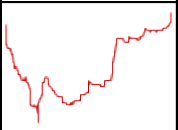
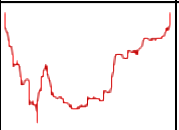
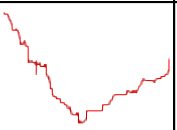
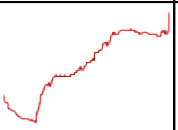
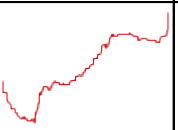
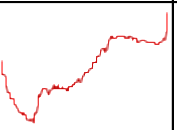
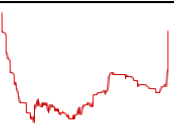


1

2021년 크레딧 시장 리뷰

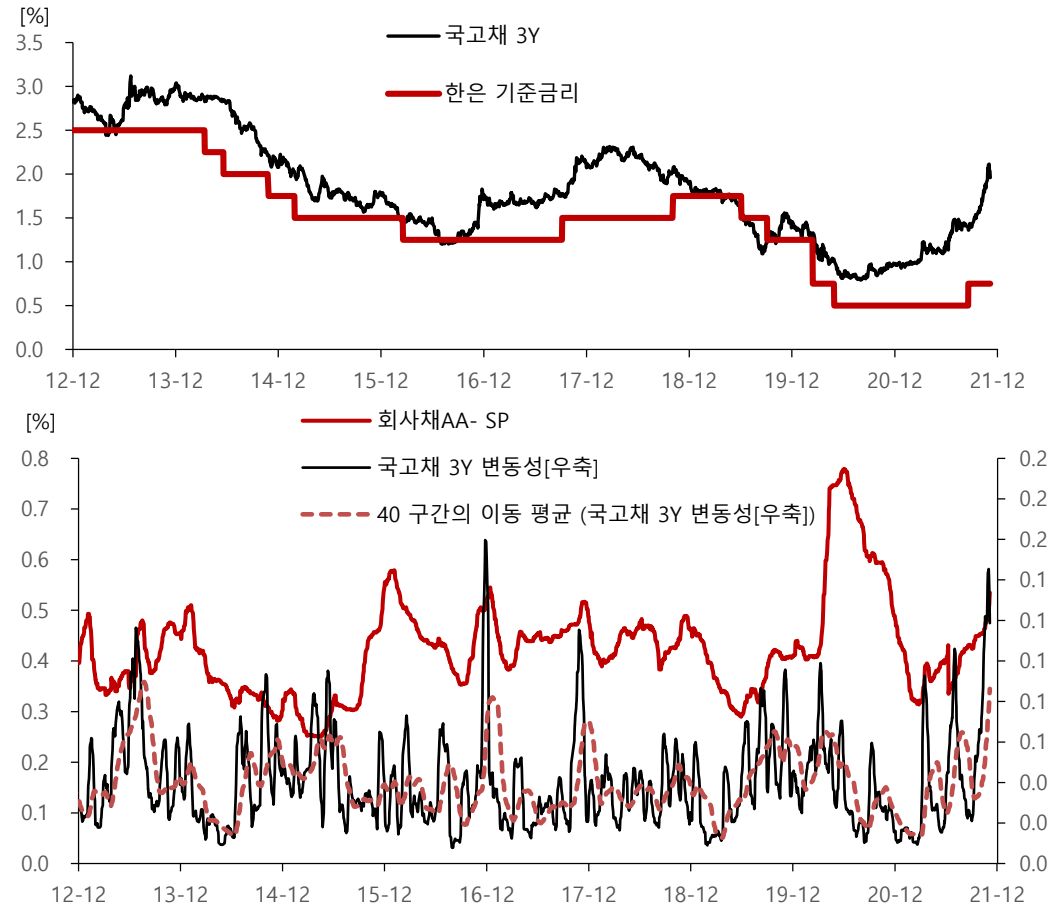


Review : 2021년 크레딧 스프레드(21.11.5 기준)

구분		특수채 AAA	은행채 AAA	여전채 AA+	여전채 AA-	여전채 A+	회사채 AAA	회사채 AA+	회사채 AA-	회사채 A+
1Y 스프레드										
3Y 스프레드										
5Y 스프레드										
연초 대비	1Y	2.0	7.4	30.1	31.2	-34.9	11.4	7.8	1.3	-18.4
	3Y	5.7	4.2	23.9	19.1	-29.3	17.7	16.6	11.3	-6.3
	5Y	5.6	3.2	1.0	-0.7	-3.3	13.1	9.9	6.6	-1.4
1Y	최대	26.8	36.2	67.7	81.5	116.2	40.6	43.8	49.1	78.2
	최소	14.9	18.0	25.0	32.2	45.7	22.7	24.8	29.5	51.5
	평균	21.1	24.2	35.0	43.8	69.4	28.2	30.9	37.3	61.4
3Y	최대	22.9	23.4	55.6	73.7	110.8	41.9	47.6	53.5	70.4
	최소	11.3	12.9	26.8	47.3	66.4	19.0	22.5	31.4	54.2
	평균	17.8	19.5	36.3	54.7	81.8	27.7	32.4	39.3	61.1
5Y	최대	21.7	24.5	36.1	63.9	108.9	36.2	41.5	56.8	95.4
	최소	13.8	19.2	23.4	53.2	99.3	17.8	23.6	40.3	87.7
	평균	18.4	22.3	28.6	57.1	102.7	26.3	31.4	47.2	89.7

Review : 지표금리 상승과 변동성 확대로 크레딧 스프레드 확대

국고채 금리 상승과 변동성 확대로 크레딧 스프레드 확대



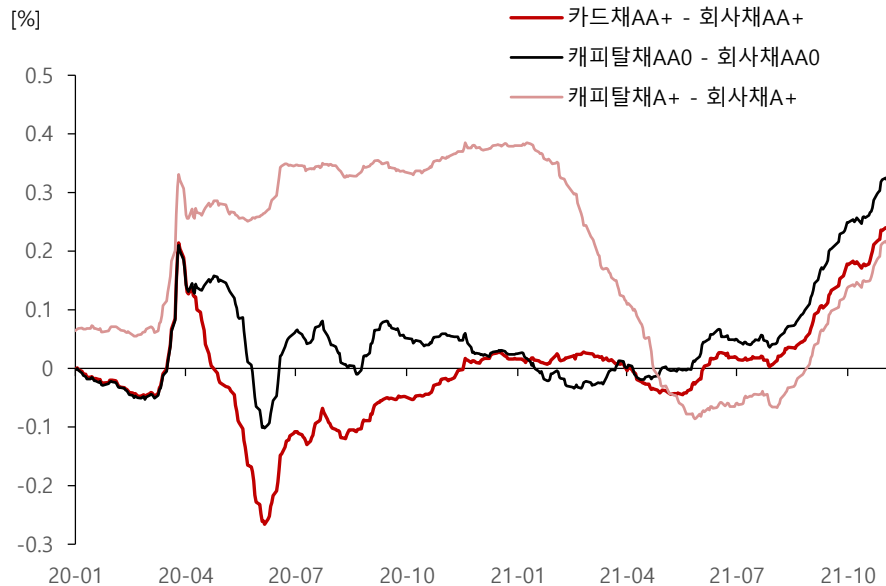
자료 : 인포맥스, SK증권

- 2021년 크레딧 스프레드 확대 지속
 - 2021년 연초효과로 일시적 강세를 제외하면 크레딧 스프레드 확대 지속중
 - 크레딧 스프레드 확대 원인은 수급 이슈보다는 국고채 금리 레벨 상승과 변동성 확대가 이유
- | 구분 | 국고채 | 특수채 AAA | 은행채 AAA | 카드채 AA+ | 회사채 AAA | 회사채 AA+ | 회사채 AA0 | 회사채 AA- |
|------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 2021-11-03 | 2.037 | 0.214 | 0.224 | 0.538 | 0.396 | 0.453 | 0.483 | 0.513 |
| 2020-12-31 | 0.97 | 0.172 | 0.192 | 0.317 | 0.242 | 0.310 | 0.355 | 0.422 |
| 연초대비 | 1.067 | 0.042 | 0.032 | 0.221 | 0.154 | 0.143 | 0.128 | 0.091 |
- 크레딧 채권 중 변동성과 유통량이 가장 큰 여전채의 상대적 약세가 두드러짐
 - 금리 인상기 만기보유전략이 확대되며 A급 크레딧 채권 상대적 강세

Review : 2021년 하반기 여전채 상대적 약세 심화

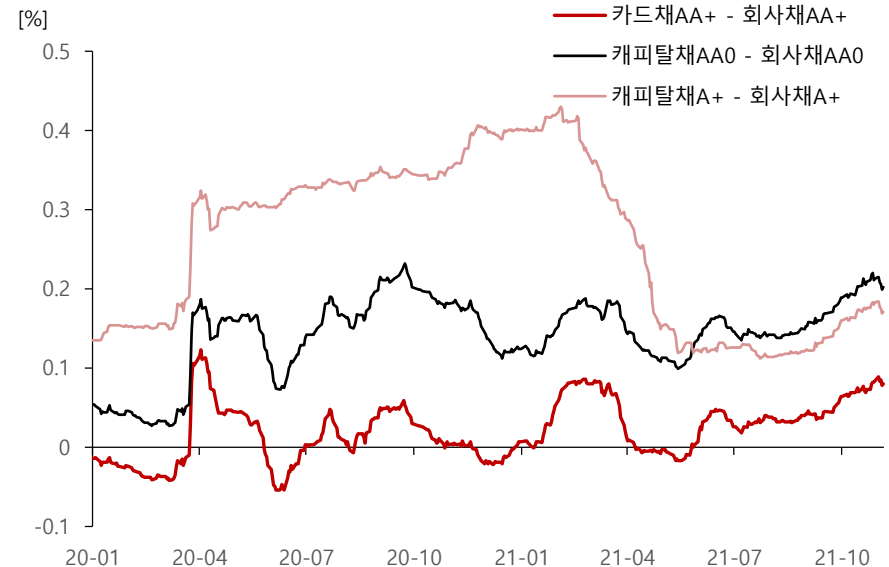
- 2021년 하반기 들어 크레딧 채권 중 여전채의 상대적 약세가 심화되고 있음
 - 동일등급 회사채 대비 여전채의 스프레드는 1년물의 경우 과거 밴드 수준을 넘어섰으며, 코로나19 발생 당시 여전채 대란 때보다 더 확대 됨
 - 3년물 여전채의 경우도 과거 밴드 상단 수준에 접근하고 있는 상황
- 금리 인상기 여전채 약세는 일반적인 현상으로 판단
 - 금리 인상기 크레딧 채권 비중 축소를 위해서 유동이 쉬운 여전채 위주 매도 경향이 두드러짐
 - 증권사 ELS 판매 부진과 여전채 한도 규제도 매수세 약화의 원인으로 판단됨

회사채 대비 여전채 스프레드 1년물



자료 : 인포맥스, SK증권

회사채 대비 여전채 스프레드 3년물



자료 : 인포맥스, SK증권

2

정상에서 찾아본 밀림의 사자(Buy)



강세요인

- 시장 금리가 안정을 찾을 경우 크레딧 스프레드 매력 부각되며 매수세 유입 전망
- 기업의 설비투자 감소와 가계부채 규제 강화로 전반적인 크레딧 채권 발행량 감소 전망

약세요인

- 2022년 기준금리 인상 2회 전망이 우세한 상황으로 기준금리 인상 전망에 따른 금리 레벨 상승 가능성
- 기준금리 인상 과정에서 변동성 확대되며 크레딧 채권 약세요인으로 작용
- 여전사들의 수익성 악화와 여신건전성 악화 가능성

기회

- 금리 인상기 캐리투자 전략 지속되며 A급 크레딧 채권 강세
- 위드 코로나 진행되며 코로나19 피해 업종 위주 신용등급 상향 전망
- 여전채 금리의 상대적 매력 부각되는 상황
- 이미 기준금리 인상을 선반영한 시중금리는 불확실성 사라질 경우 강세 전환 전망

리스크

- 가계부채 규모가 과중한 상황에서 금리상승에 따른 부작용
- 금리 상승에 따른 기업의 이자부담 확대되며 부실위험 확대
- 경기급락, 자산시장 조정 등 외부 충격시 가계부채 노출된 차주의 경제적 어려움 가중
- 금융기업 여신건전성 악화 전망

2022년 크레딧 스프레드 결정 요인 전망

- 22년 크레딧 스프레드는 국고채 금리 레벨과 변동성, 크레딧 채권 수급이 직접적인 영향을 미칠 것으로 전망
 - 1분기 기준금리 인상 이후 금리 고점 확인, 금리 변동성 축소, 크레딧 연초 효과, 크레딧 발행량 감소 등을 감안하면 크레딧 스프레드 축소 전망
 - 1분기 인상 이후 추가 인상까지 6개월 이상 소요되며 금리 변동성 축소될 것으로 전망
 - 1분기 대통령 선거, 정책적 금융지원 종료, 가계대출 규제 강화 등 이벤트 대기 중이나 크레딧 시장의 직접적인 영향력은 제한적일 전망
 - 크레딧 채권 발행은 2~3분기 확대되며 하반기로 갈수록 수급부담이 커질 것으로 판단

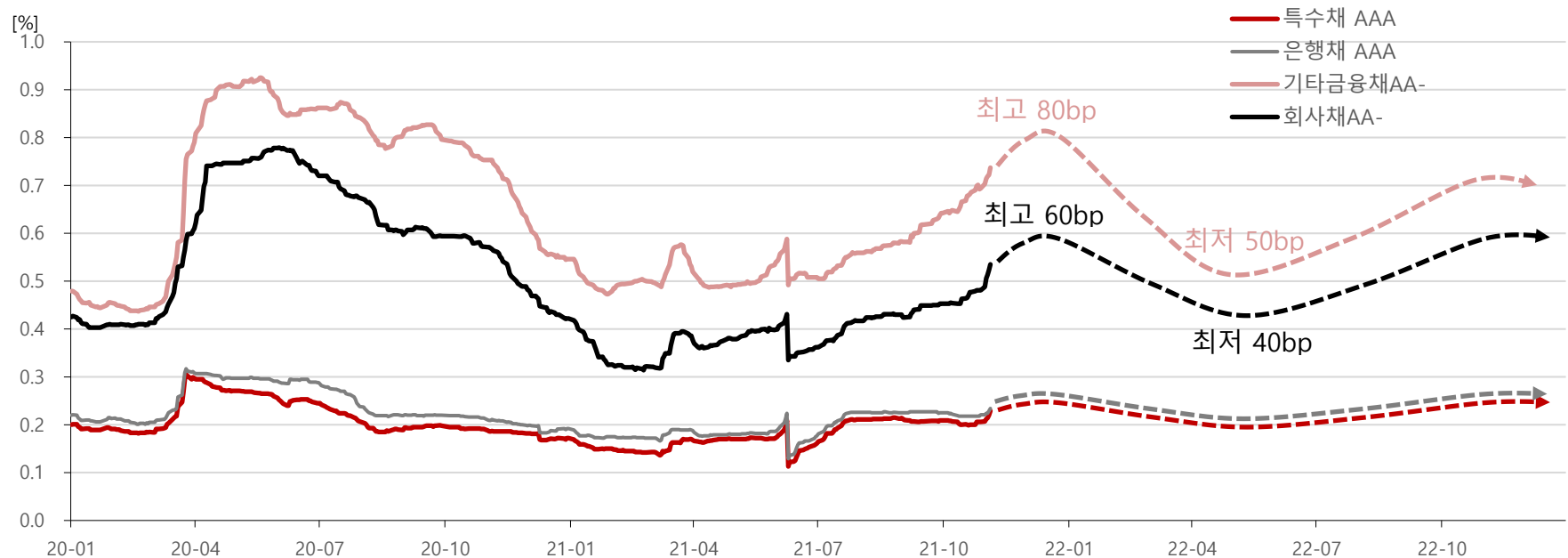
분기별 크레딧 스프레드 결정 요인 점검				
구분	22년 1분기	22년 2분기	22년 3분기	22년 4분기
기준금리	인상	동결	인상	동결
금리 레벨	고점 확인	↘	↘	↗
금리 변동성	↘	↘	↗	↗
크레딧 수요	연초효과	확대	축소	축소
크레딧 발행	↘	↗	↗	↘
이벤트	대통령 선거 금융지원 이벤트 종료 가계대출 규제 강화		여전사 대손충당금 적립 강화	

자료 : SK증권

2022년 크레딧 스프레드 전망 - V자 흐름 전망

- 22년 1분기 기준금리 인상을 전후 시장금리는 변동성이 줄어들면서 크레딧 스프레드 강세 나타날 것으로 전망
 - 22년 기준금리는 1분기와 3분기 인상 전망하고 있으며, 이에 따른 국고채 금리 변동성과 레벨을 감안하여 V자 흐름을 보일 것으로 전망
 - 이미 시장금리는 22년 1분기 기준금리 인상을 반영한 레벨이기 때문에 크레딧 채권 투자심리 개선될 경우 21년 연말부터 강세 흐름 나타날 가능성도 있음
 - 크레딧 채권 강세 전환할 경우 그 동안 상대적 약세를 보였던 여전채 위주로 강세 전환할 것으로 전망

크레딧 섹터별 스프레드 전망

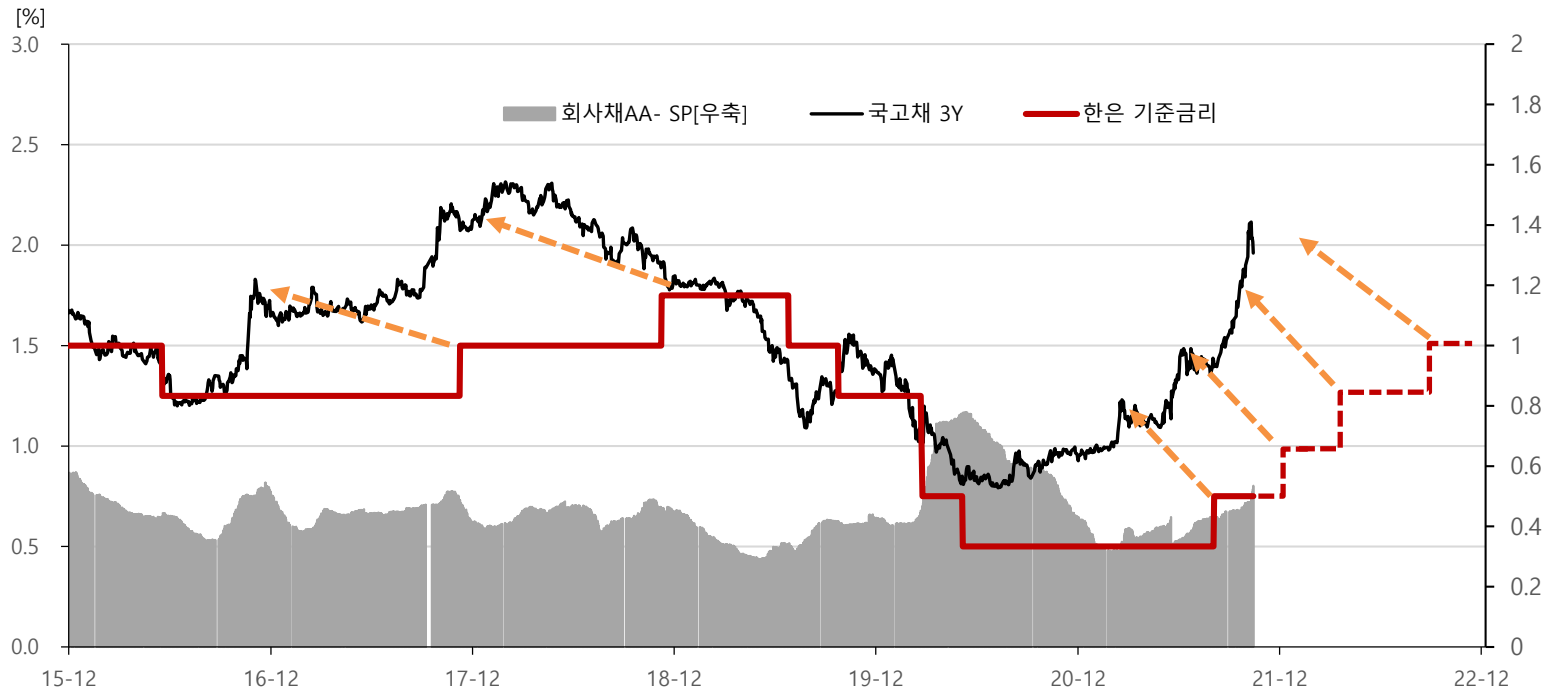


자료 : 인포맥스, SK증권

2022년 크레딧 투자전략 : 숏캐리와 상반기 크레딧 투자 확대

- 22년 기준금리 인상을 선반영한 시장금리는 투자 기회. 단기 캐리 전략과 여전채 매수 전략 유효
 - 2021년 연말을 앞두고 시장금리가 상승하며 계절적 약세가 심화되고 있는 상황, 반대로 2022년은 기준금리 인상을 선반영한 금리 수준과 확대된 크레딧 스프레드는 투자 기회로 판단
 - 채평사의 크레딧 채권 민평에 대한 보수적인 평가를 감안하면 단기물 캐리 전략 유효할 전망
 - 하반기 추가적인 금리 인상 감안할 경우 하드캐리 전략 유효할 것으로 판단되며, 상반기 단기적(3~5개월)으로 여전채와 회사채 투자 유효 전망

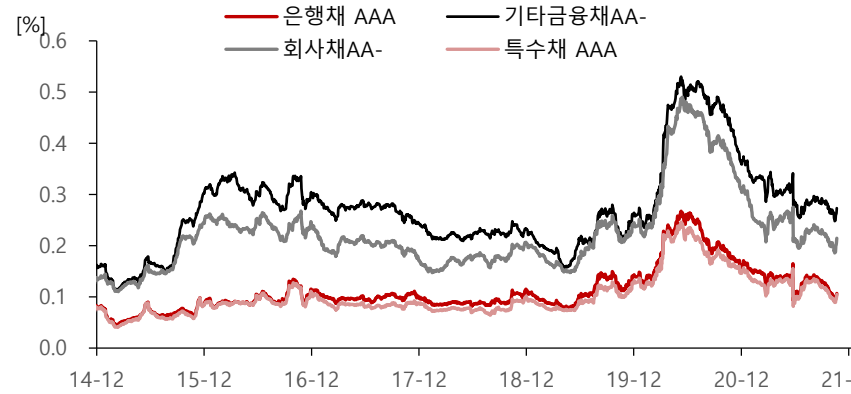
기준금리와 국고채 금리 및 크레딧 스프레드



자료 : 인포맥스, SK증권

기준금리 인상을 선반영한 시장금리 속에서 적정 크레딧 스프레드 찾기

크레딧 스프레드 비중 추이



- 3년 이하 국고채는 이미 기준금리 1.25% 수준 선반영
 - 22년 상반기까지 국고채 레벨 보다는 변동성과 수급이 크레딧 스프레드를 결정할 것으로 판단
 - 22년 상반기 크레딧 수급여건 개선될 것으로 전망
- 회사채 AA- 3년 기준 크레딧 스프레드는 40~60 bp 수준, 여전채 AA- 3년은 50~80bp의 밴드를 형성할 것으로 전망

크레딧 스프레드 비중을 이용한 크레딧 스프레드 전망

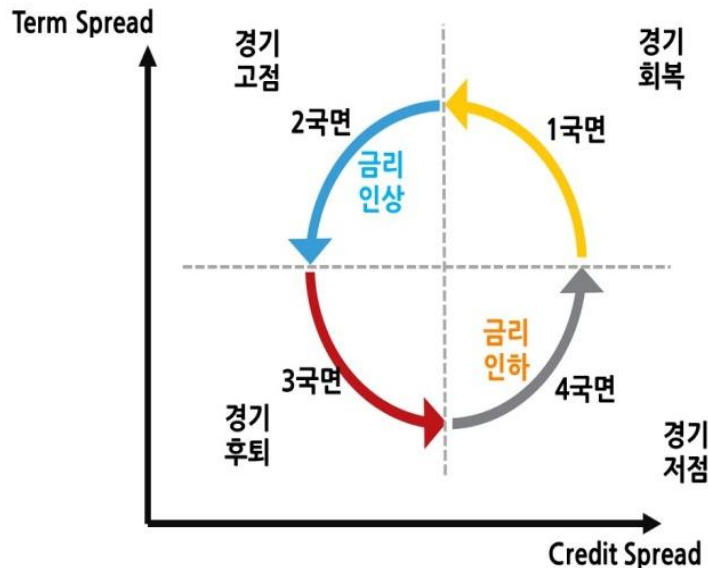
국고채 3Y 금리	공사채AAA			은행채AAA			여전채AA-			회사채AA-		
	현재 2021.10	'2021 평균	'17~'19 평균	현재 2021.10	'2021 평균	'17~'19 평균	현재 2021.10	'2021 평균	'17~'19 평균	현재 2021.10	'2021 평균	'17~'19 평균
1.8	0.21	0.25	0.17	0.21	0.28	0.20	0.68	0.77	0.56	0.49	0.55	0.42
1.9	0.22	0.26	0.18	0.23	0.29	0.21	0.71	0.81	0.59	0.52	0.58	0.45
2	0.23	0.28	0.19	0.24	0.31	0.22	0.75	0.85	0.62	0.55	0.62	0.47
2.1	0.25	0.29	0.20	0.25	0.32	0.23	0.79	0.90	0.65	0.57	0.65	0.49
2.2	0.26	0.30	0.21	0.26	0.34	0.24	0.83	0.94	0.68	0.60	0.68	0.52

자료 : 인포맥스, SK증권

경기 순환 구조에서 경기 고점을 지나 후퇴 국면으로 진입 전망

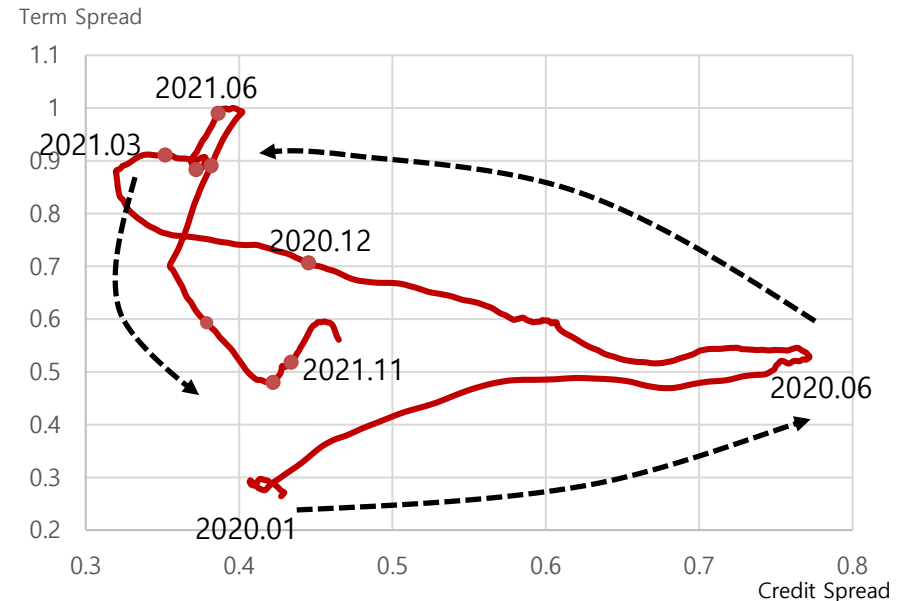
- 경기 순환 국면에서 크레딧 - 장단기 스프레드는 순환 구조를 보임
- 코로나19 발생으로 20년 이후 현재까지 '경기후퇴-경기저점-경기회복' 국면으로 전환함
- 21년 하반기부터 기준금리 인상을 시작하며 '경기회복'구간에 '경기고점'구간으로 전환중, 2022년 금리인상이 마무리 될 경우 '경기후퇴'국면으로 진입할 것으로 전망

크레딧 스프레드와 장단기 스프레드를 이용한 경기 국면 전환



자료 : CME, SK증권

2020년 이후 크레딧 스프레드(회사채AA- 3Y)와 장단기(3Y-10Y) 스프레드*



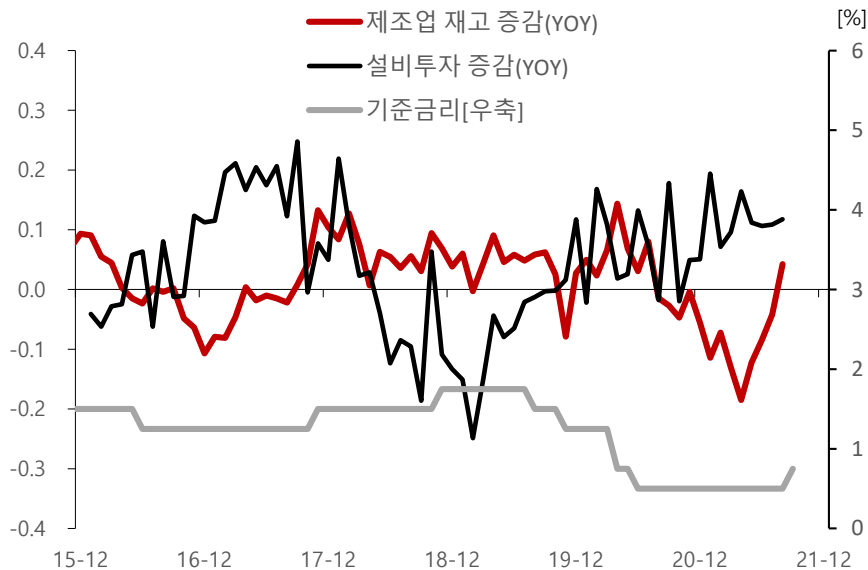
자료 : 인포맥스, SK증권

*1개월 이동평균

기업 재고 상승과 금리 상승으로 설비투자 감소하며 발행량 감소 전망

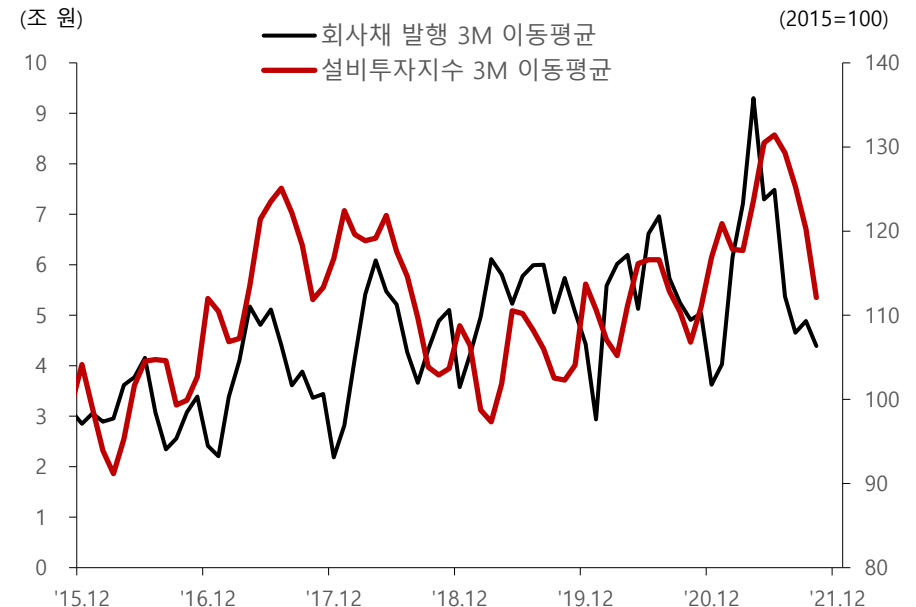
- 기업재고 증가추세를 보이고 있으며, 금리 상승에 따른 부담 가중되며 설비투자 감소할 전망
 - 반도체 중심의 투자는 상반기 부진한 모습을 보이다가 하반기 확대될 것으로 전망. 친환경 관련 투자는 증가할 전망
 - 코로나19 이후 21년 투자가 확대된 상황에서 금리 상승에 따른 기업부담 가중되며 전반적인 설비투자 감소할 전망
- 전반적인 설비투자 감소함에 따른 기업 자금조달 감소와 가계부채 규제 강화로เครดิต 채권 전반의 발행량 증가세 둔화
 - 가계와 기업 모두 투자 위축으로 은행채, 여전채, 회사채 발행량 감소 전망

기업재고와 설비투자 전년대비 증감율



자료 : 통계청, SK증권

기업 설비투자자 회사채 발행



자료 : 통계청, SK증권

1분기 특수채 수요 확대되며 상대적 강세 전망

- 22년 4월부터 신종MMF 평가 방법 변경으로 특수채(특수금융채, 공사채) 수요 확대 전망
 - 안전자산의 편입비율이 30% 이하인 법인형MMF에 시가평가 방법 도입 예정
 - MMF에 시가평가 도입될 경우 투자자의 가격변동 부담이 크기 때문에 장부가평가를 선호할 것으로 판단됨
 - 법인형MMF에서 시가평가 도입을 피하기 위한 안전자산 중 크레딧 채권으로 분류되는 특수채(특수금융채, 공사채)의 편입이 늘어날 전망
- 기준금리 인상을 앞두고 금리변동성 확대될 경우 안전자산 선호가 나타나며 단기물 특수채 수요 확대될 전망

법인형 MMF 시가평가도입 (22년 4월 시행)

② MMF의 집합재산평가요건 구체화 및 가중평균 잔존만기 개선

(안 제7-36조제1항, 제7-15조)

- ① 국채·통안채 등* 상대적으로 안정적인 자산의 편입비율이 30% 이하인 법인형 MMF에 대해 시가평가 방식을 도입하되,

* 지방채, RP, CD, 증권금융회사가 발행하는 어음(잔존만기 90일 이내)

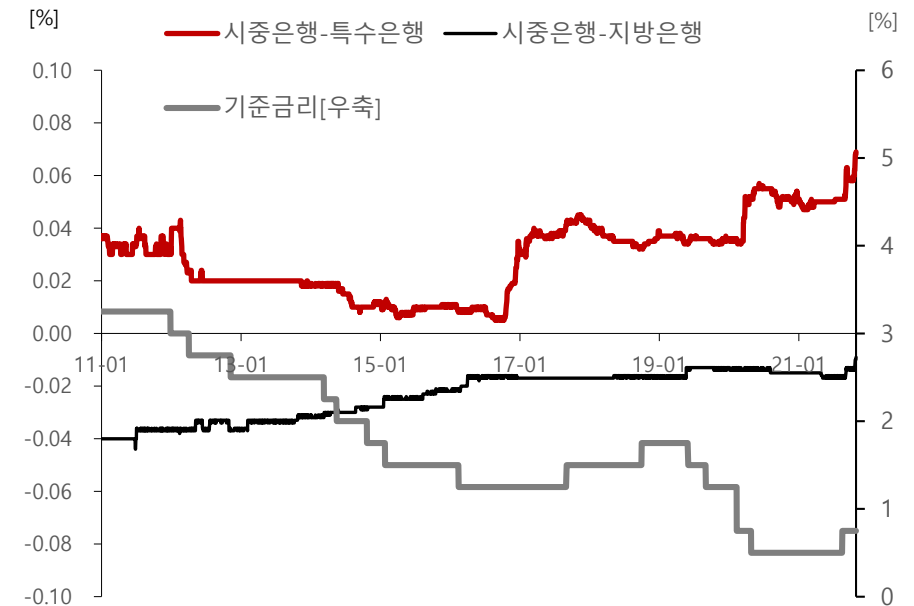
- 시가평가 방식을 통해 리스크 관리가 강화되는 만큼 가중평균 잔존만기 한도를 현행보다 완화 (75일 → 120일)하겠습니다.

- ② 국채·통안채 등의 편입비율이 30%를 초과하는 법인형 MMF는 현행 장부가평가 방식을 유지하되,

- 장부가평가 방식은 리스크의 적기 반영에 한계가 있는 만큼 가중평균 잔존만기 규제를 강화 (75일 → 60일)하겠습니다.

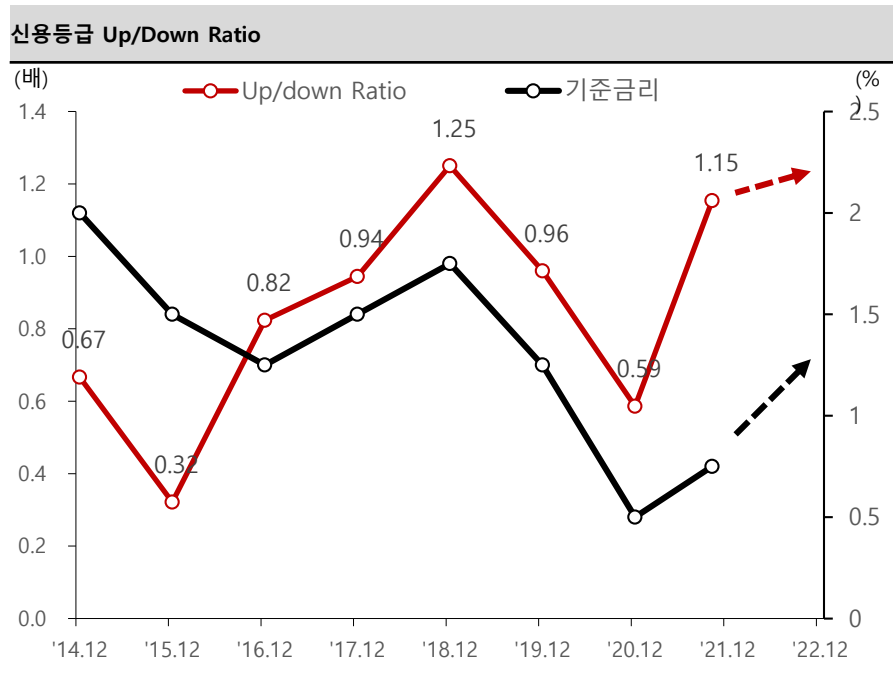
자료 : 금융위원회, SK증권

시중은행채 대비 특수은행채 금리 차별화 (1년물)

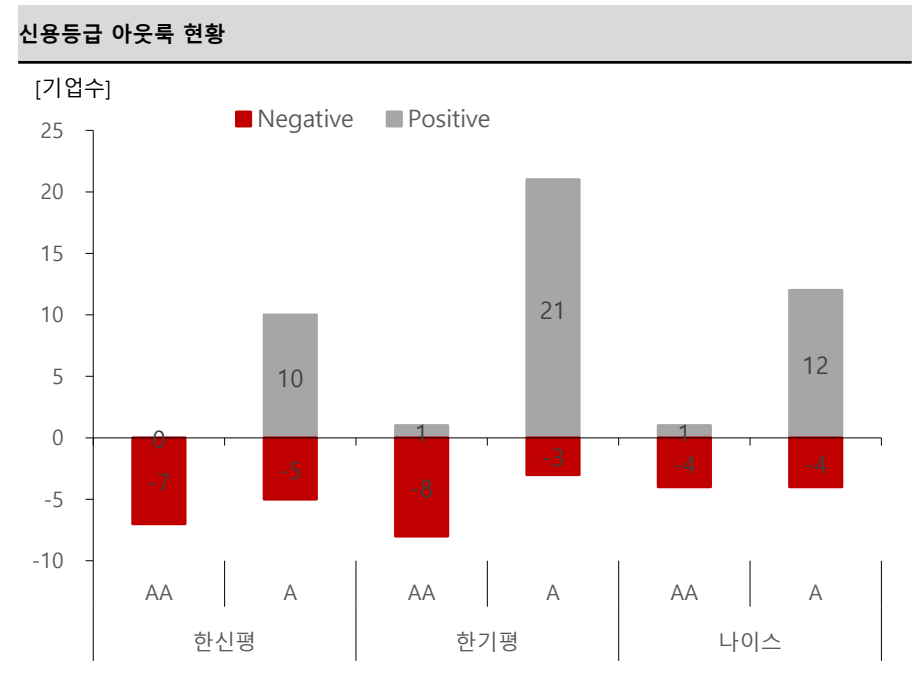


자료 : 인포맥스, SK증권

- 신용등급 Up/Down Ratio는 경기변동을 민감하게 반영함. 2022년 상향기조 이어갈 전망
 - 기준금리 움직임과 Up/Down Ratio는 상관성 높은 특징. 경기 개선될 경우 신용등급도 상향
 - 2022년 기준금리는 1~2회 인상할 것으로 전망하며, 이에 따른 신용등급 상향기조는 2021년에 이어 지속될 것으로 전망
- 2020년 코로나19 피해업종 위주 신용등급 하향된 기업을 중심으로 신용등급 정상화되는 과정에서 상향될 것으로 전망
 - 신용등급전망 ‘긍정적’은 A등급에 부여됨. 위드 코로나 시행으로 실적개선 확인될 경우 신용등급 상향 가능성 높음



자료 : 인포맥스, SK증권



자료 : 신평3사, SK증권

3

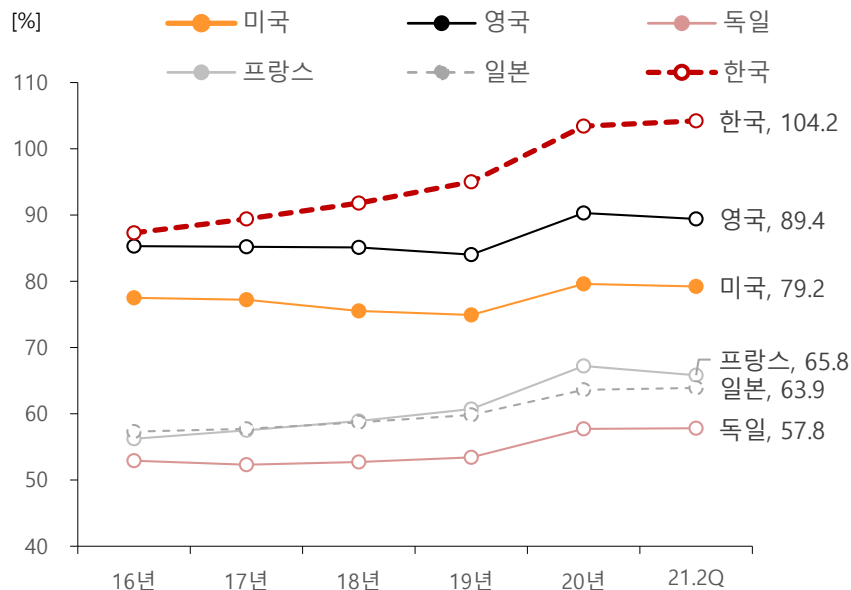
정상에서 찾아본 산속 호랑이(Risk)



정상화 리스크① 금리 인상기 가계부채 증가는 부담

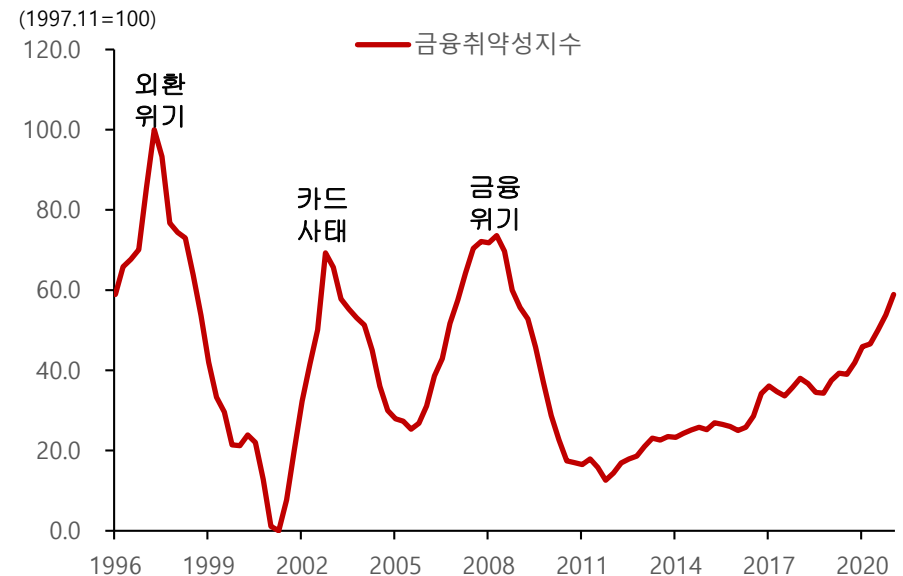
- 한국 가계부채는 실물경제 대비 규모가 지나치게 크고, 증가세도 가파른 상황
 - 한국의 GDP 대비 가계부채는 104.2%로 2020년 이후 GDP 규모를 넘어선 상황
 - 주요국 G5와 비교해보더라도 최근 가계부채 증가추세가 빠르며 우리 경제를 위협할 최대 잠재요인으로 부각
- 가계부채 증가하는 과정에서 금리 상승에 따른 상환 부담이 가중되며, 자산가격 조정시 거시건전성 악화 가능성
 - 21년 주택자금대출 뿐만 아니라 투자목적 대출수요까지 증가하면서 다중채무자 등 취약차주 중심으로 이자 부담 급증 및 부실 가능성
 - 정부는 한국 가계부채 건전성 고려시 “외부충격 → 차주부실 확대 → 금융회사 부실전이 → 금융시스템 붕괴”의 악순환 발생가능성은 제한적으로 판단

국가별 가계부채 / GDP 비중 (21년 6월말 기준)



자료 : BIS, SK증권

한국은행 금융취약성지수 추이



자료 : 한국은행, SK증권

정상화 리스크② 금융지원 22년 3월 이후 대부분 종료 예정

- 코로나19 발생으로 시작된 정책적 금융지원이 22년 3월을 기점으로 대부분 종료 예정
 - 코로나19로 피해를 입은 중소기업인들이 금리 상승기에 지원이 종료될 경우 취약·고위험 업종 차주의 부실 가능성 높아짐
 - 금융지원 종료와 관련하여 '질서있는 정상화' 추진으로 충격 완화 목표

만기연장·상환유예 및 금융기관 유연화 방안 종료 일정

(단위 :)

구분	세부방안	추진현황	향후 계획
금융	중소기업·소상공인 만기연장 및 원리금 상환 유예조치	장기·분할상환 등 연착륙 방안 내실화	적용기한 연장 '21.9월말 → '22.3월말
은행	외화 LCR 규제 한시적 완화	'21년 9월말까지 80% → 70%	적용기한 연장 '21.9월말 → '22.3월말
	통합 LCR 규제 한시적 완화	'21년 9월말까지 100% → 85%	
은행	예대율 한시적 적용 유예	'21년말까지 5%p 완화(100→105%)	적용기한 연장 '21년말 → '22.3월말
	예대율 개인사업자대출 가중치 조정	'21년 9월말까지 신규 대출 가중치 하향 조정 100% → 85%	적용기한 연장 '21.9월말 → '21년말
산은	NSFR 한시적 적용 유예	'21년 6월말까지 20%p 완화(100% → 80%)	추후 검토
보험	채안·증안펀드 출자목적 RP 허용	법령해석 발급	조치 완료
보험	유동성 평가기준 한시적 완화	'21년 6월말 기준 보험사 경영실태 평가 ('21년 9월) 시까지 반영	적용기한 연장 '21.9월말 → '22.3월말
여전 저축	유동성 비율 한시적 적용 유예	'21년말까지 10%p 완화(100→90%)	적용기한 연장 '21년말 → '22.3월말
저축 상호	예대율(80%~110%) 한시적 적용 유예	'21년말까지 10%p 완화	적용기한 연장 '21년말 → '22.3월말

자료 : 기획재정부, SK증권

정상화 리스크② 중소기업 만기연장·이자상환 유예 연착륙 유도

- 중소기업 만기연장·이자상환 유예는 코로나19 발생 이후 2차례 기한 연장하며, 22년 3월까지 지원될 예정
 - 중소기업 및 소상공인 뿐만 아니라 금융권 모두 코로나19로 인한 충격에 대응할 수 있는 시간을 벌어줬다는 평가
- 상환유예가 장기화되면서 부실이 누적되고 있으며, 이자상환 유예로 부실차주 파악 어려움
- 21년 7월말 기준 만기연장·이자상환 유예 대출잔액은 총 120.7조원으로 전체 중소기업·개인사업자 대출잔액의 약 10% 차지
 - 만기연장·상환유예 대출잔액의 고정이하여신비율은 1.4%(4.7조원)
- 만기연장·상환유예 종료시 충격에 대비하여 상환기간을 장기화하고 채무조정 프로그램 개선으로 연착륙 시도(질서있는 정상화)

만기연장·이자상환 유예 대출채권 잔액(21.7월말)

구분	만기연장	원금 상환유예	이자 상환유예
은행	78.9조원 (38.5만건)	5.3조원 (1.3만건)	2.3조원 (0.4만건)
제2금융권	0.5조원 (0.2만건)	1.5조원 (1.4만건)	1.2조원 (0.4만건)
정책금융기관	24.7조원 (17.0만건)	4.5조원 (0.4만건)	1.7조원 (0.1만건)
합계	104.1조원 (55.8만건)	11.3조원 (3.2만건)	5.2조원 (1.0만건)

자료 : 금융위원회, SK증권

만기연장·이자상환 유예 연착륙 방안

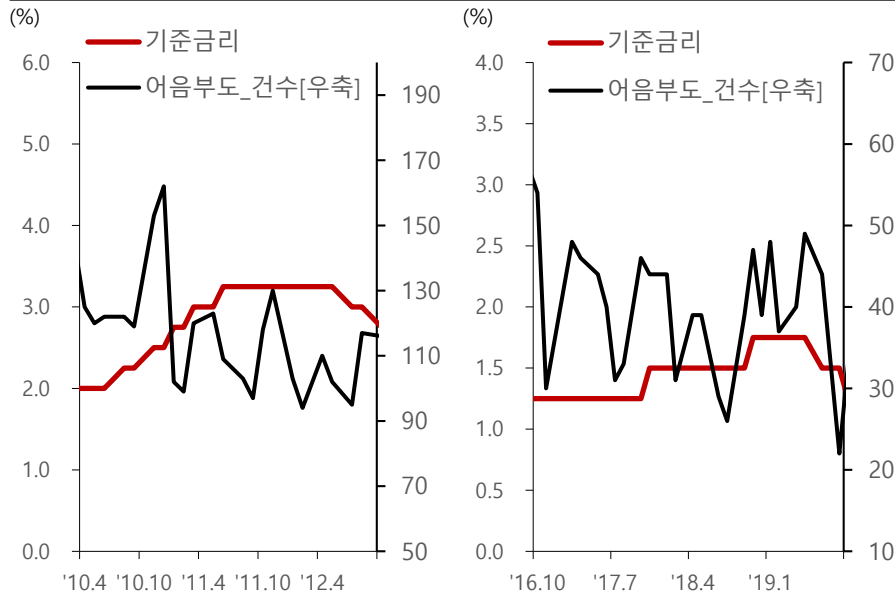
구분	현행	변경안
상환 기간	최대 3년	최대 5년
거치 기간	금융사 자율	최대 1년
프리워크아웃 대상	개인사업자	중소 법인으로 확대
채무조정 대상	다중채무자	단일채무자
기준 완화 (한시)	6개월 내 대출비중 30% 초과시 채무조정 불가	6개월 내 대출이라도 코로나 피해 자영업자의 생계, 운영자금 대출은 제외
채무조정감면(한시)	이자율 일괄 50% 인하	상환능력에 따라 감면을 차등화 (30%~70%) 코로나 피해 자영업자에게 10%p 추가

자료 : 금융위원회, SK증권

정상화 리스크③ 금리 인상기 기업 부실 위험 존재

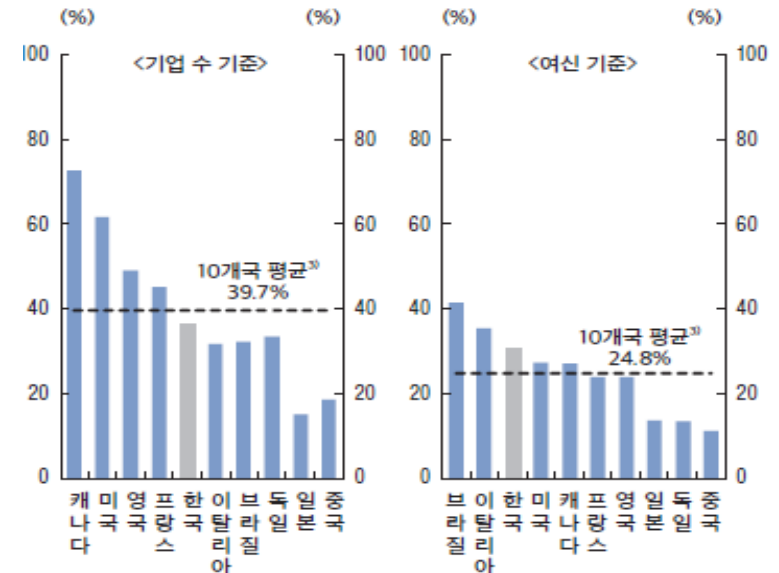
- 코로나19로 수익성이 악화된 상황에서 금리 인상될 경우 부실 위험 확대
 - 코로나19 피해 업종 중 위드 코로나 이후에도 수익성 회복 못한 기업의 경우 조달금리 상승하며 부도 확률 상승
- 2020년말 기준 한국의 취약기업 비중은 기업 수 기준으로 36.5%로 주요국 평균 하회, 그러나 취약기업당 평균 여신 비중이 주요국 대비 상대적으로 높음
- 취약기업의 여신비중이 높기 때문에 부실 발생시 경제에 미치는 파급력 클 수 있음

기준금리 인상기 어음부도 건수(10~11년, 17~19년)



자료 : 인포맥스, SK증권

주요국 취약기업 수와 여신 기준 비중



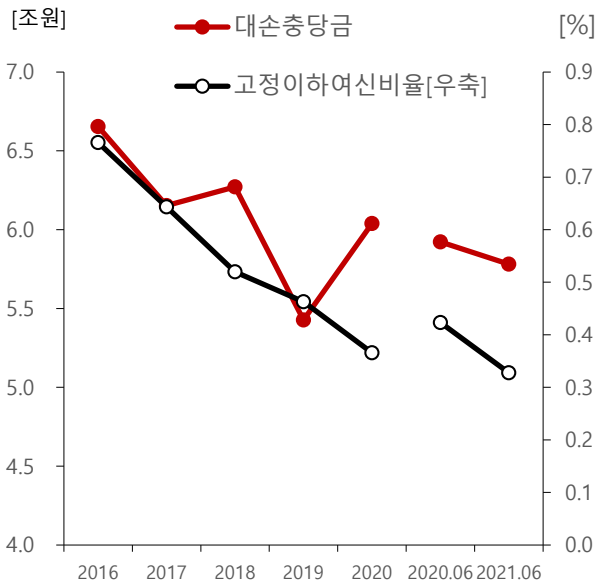
자료 : 한국은행, SK증권

*취약기업: 이자보상배율 1 미만 기업, 2020년말 기준

정상화 리스크④ 금융기관 대손충당금 추가 적립 필요

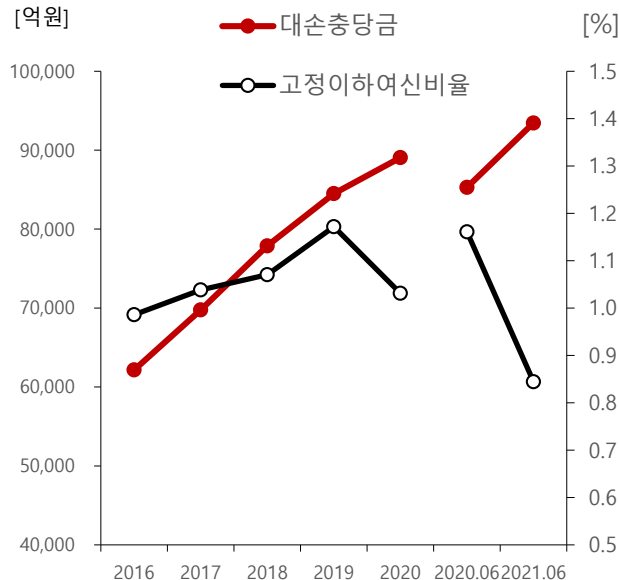
- 금융기관 대손충당금 적립현황을 보면 여전사들은 확대, 은행은 소폭 축소된 상황
 - 시중은행은 최근 대손충당금 적립을 축소함. 여전사는 전년대비 대손충당금 적립을 확대
 - 소상공인 만기연장·이자상환 유예 종료될 경우 금리 상승에 따른 취약차주 부실에 대비한 대손충당금 추가 적립 필요할 것으로 판단
- 금융당국은 대손충당금적립률을 기준으로 충당금 적립이 충분하다고 판단(21.9.16 금융위 보도자료)하고 있지만, 이것은 오판
 - 대손충당금적립률이 과거 대비 개선된 것은 분자(대손충당금)보다 분모(부실여신) 줄어든 영향이 큼
 - 그런데 최근 금융기관들의 부실여신은 소상공인 만기연장·이자상환 유예로 착시가 나타나고 있는 과정으로 주의할 필요 있음

시중은행 자산건전성



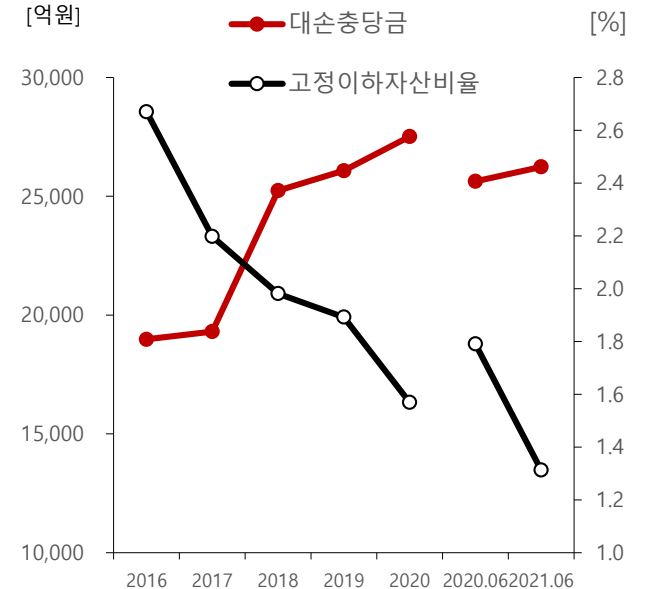
자료 : 금융통계정보시스템, SK증권

카드사 자산건전성



자료 : 금융통계정보시스템, SK증권

캐피탈 자산건전성



자료 : 금융통계정보시스템, SK증권

정상화 리스크⑤ 국민연금 포트폴리오 조정으로 국내채권 비중 축소

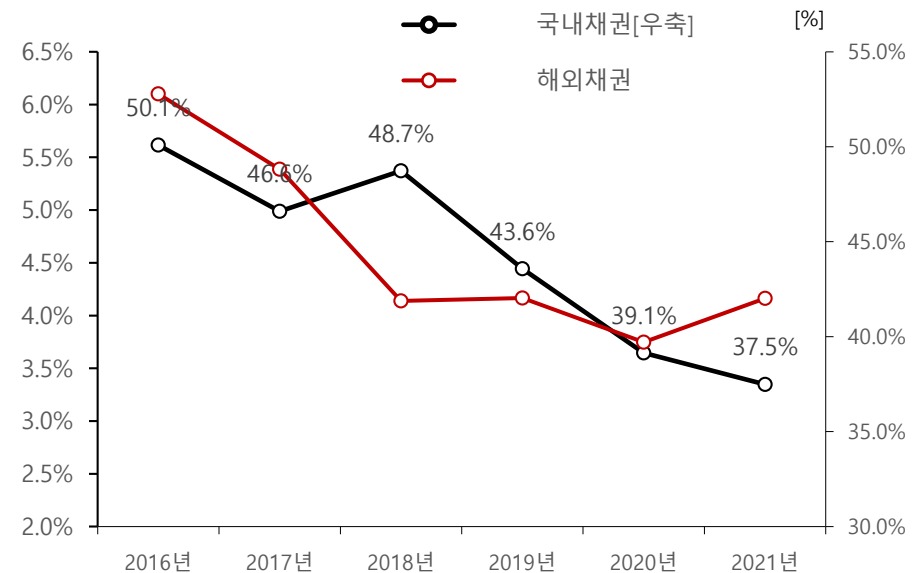
- 국민연금은 국내채권 비중을 축소하고, 국내외 주식과 대체투자 확대 등 포트폴리오 다변화 추진중
 - 국민연금 목표수익률은 '실질경제성장률+소비자물가상승률+조정치'로 산정하는데 2022년 목표수익률이 상승될 것으로 전망
- 국민연금 목표 포트폴리오에 따르면 2025년까지 국내 채권 비중을 35% 내외로 축소 계획
 - 국민연금은 국내채권 비중을 줄이는 과정에서 금리 상승기에 크레딧 채권 매수세 약화될 것으로 전망
 - 21년 6월말 기준 국민연금의 국내채권 포트폴리오에서 크레딧 채권 비중은 51.9%로

국민연금 자산군별 포트폴리오 현황

구분	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년 7월말
국내주식	18.4%	21.2%	17.1%	18.0%	21.2%	19.5%
해외주식	15.4%	17.4%	17.7%	22.6%	23.1%	26.2%
국내채권	50.1%	46.6%	48.7%	43.6%	39.1%	37.5%
해외채권	4.2%	3.7%	4.2%	4.1%	5.4%	6.1%
대체투자	11.4%	10.8%	12.0%	11.5%	10.9%	10.5%
단기자금	0.6%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%

자료 : 국민연금, SK증권

국민연금 국내 채권 비중 축소

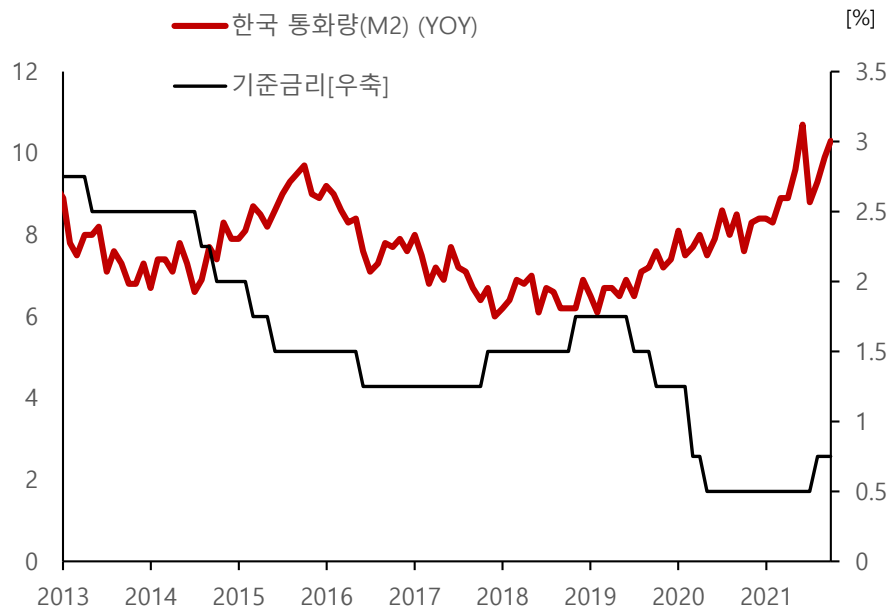


자료 : 국민연금, SK증권

정상화 리스크⑥ 시중 유동성 감소와 채권형 자산 감소

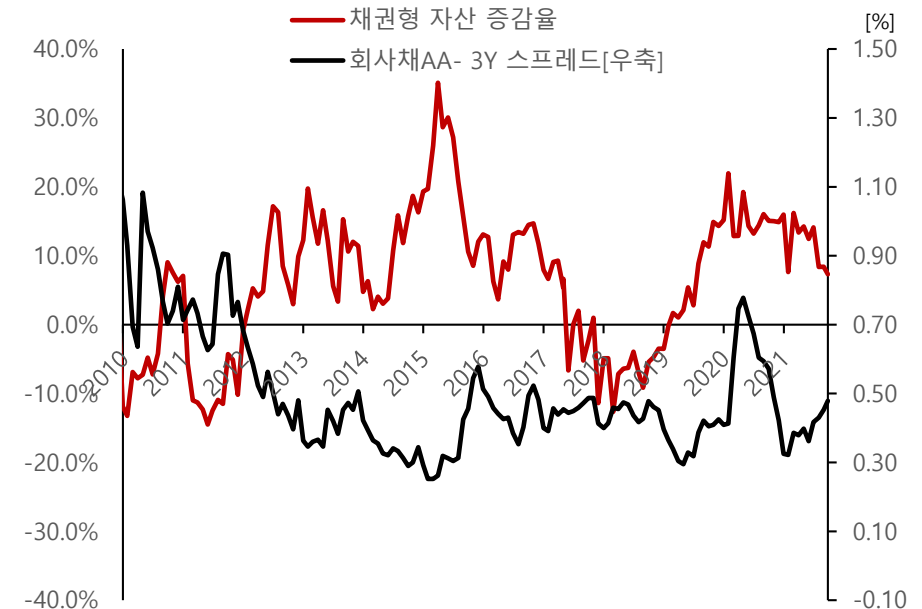
- 기준금리 인상과 금융지원정책 정상화, 가계대출 규제 강화로 시중 유동성 증가세 둔화 전망
 - 코로나19 발생 이후 지원된 정책적 자금 회수와 금리 인상에 따른 대출 상환 속도 빨라지며 시중 유동성 감소
- 시중 유동성 줄어드는 과정에서 채권형 자산 감소하며 채권 수요 둔화 전망
- 다만 1분기 기준금리 인상 이후 하반기 금리 인상전까지 인플레이션 둔화와 성장 둔화로 채권 금리 강세 전환 전망

기준금리 인상과 시중 통화량



자료 : 인포맥스, SK증권

채권형자산 증감율과 회사채 스프레드



자료 : 인포맥스, SK증권

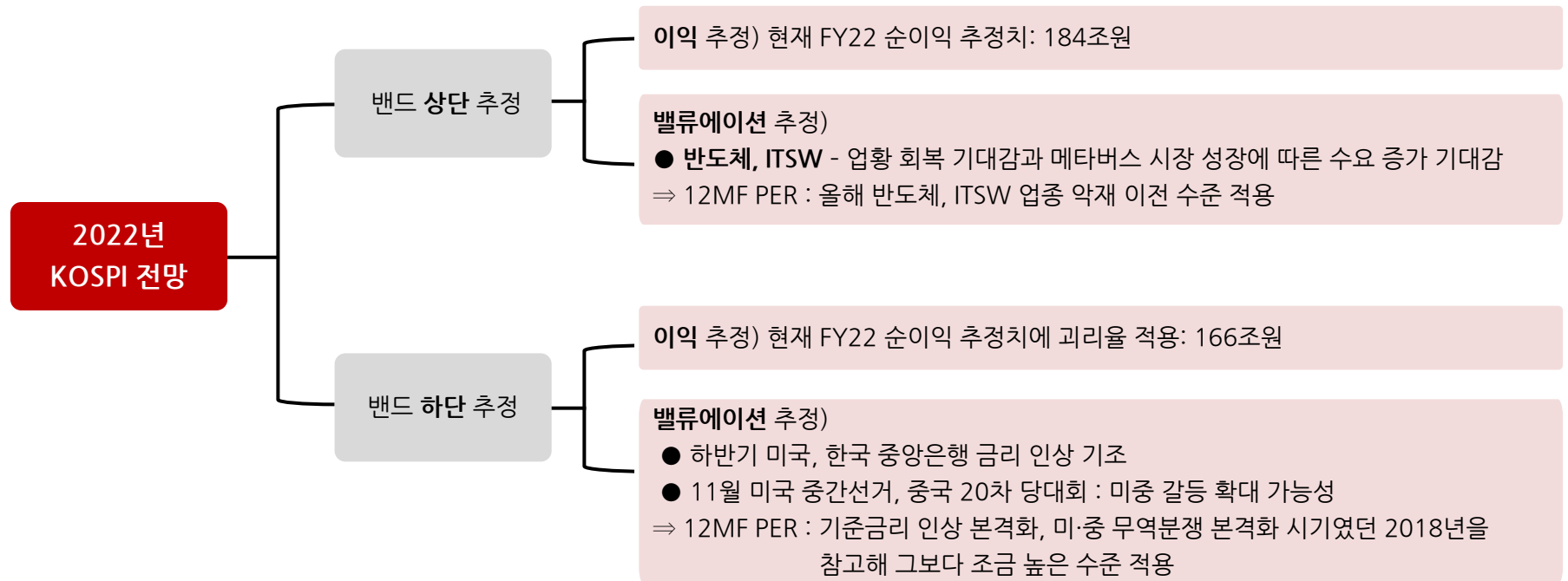


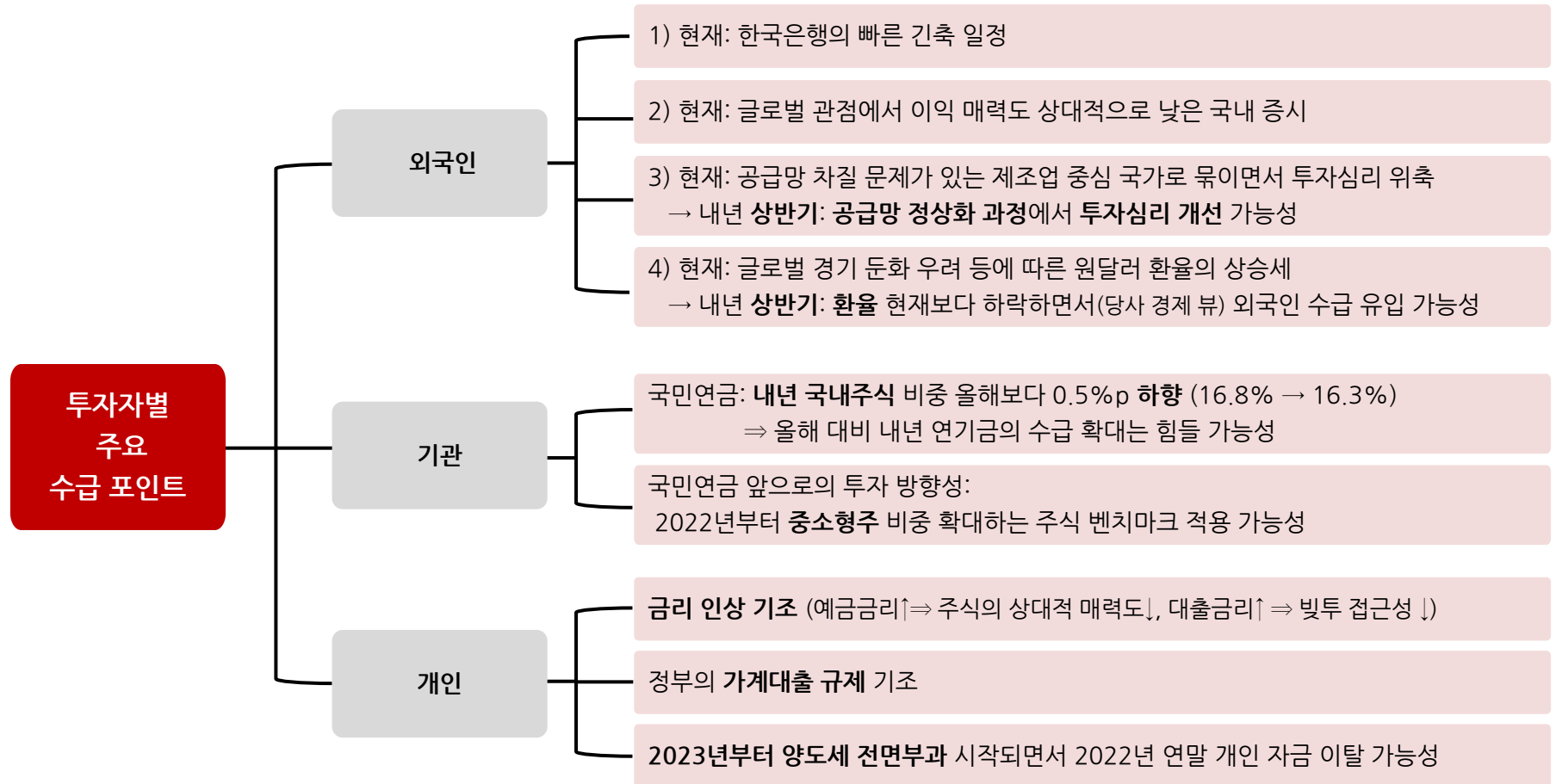
Part.04

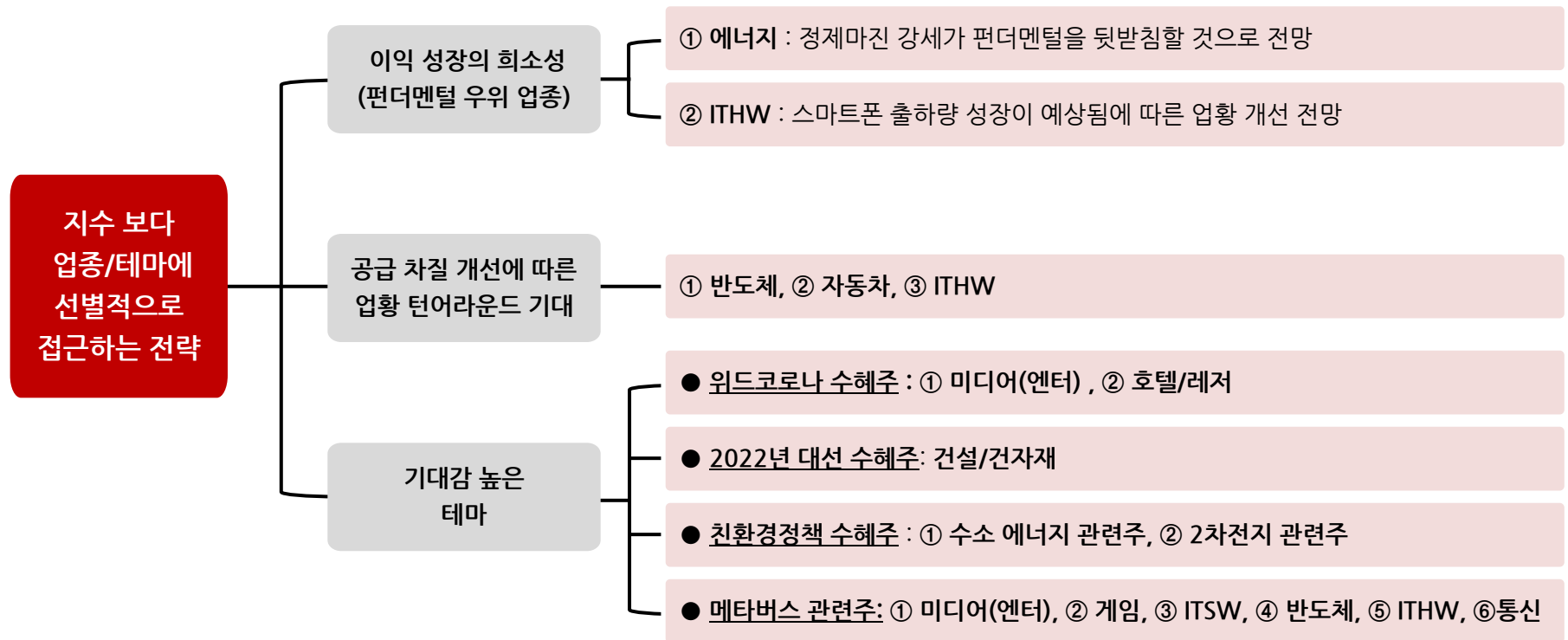
[주식] 체리 피킹 (Cherry picking)

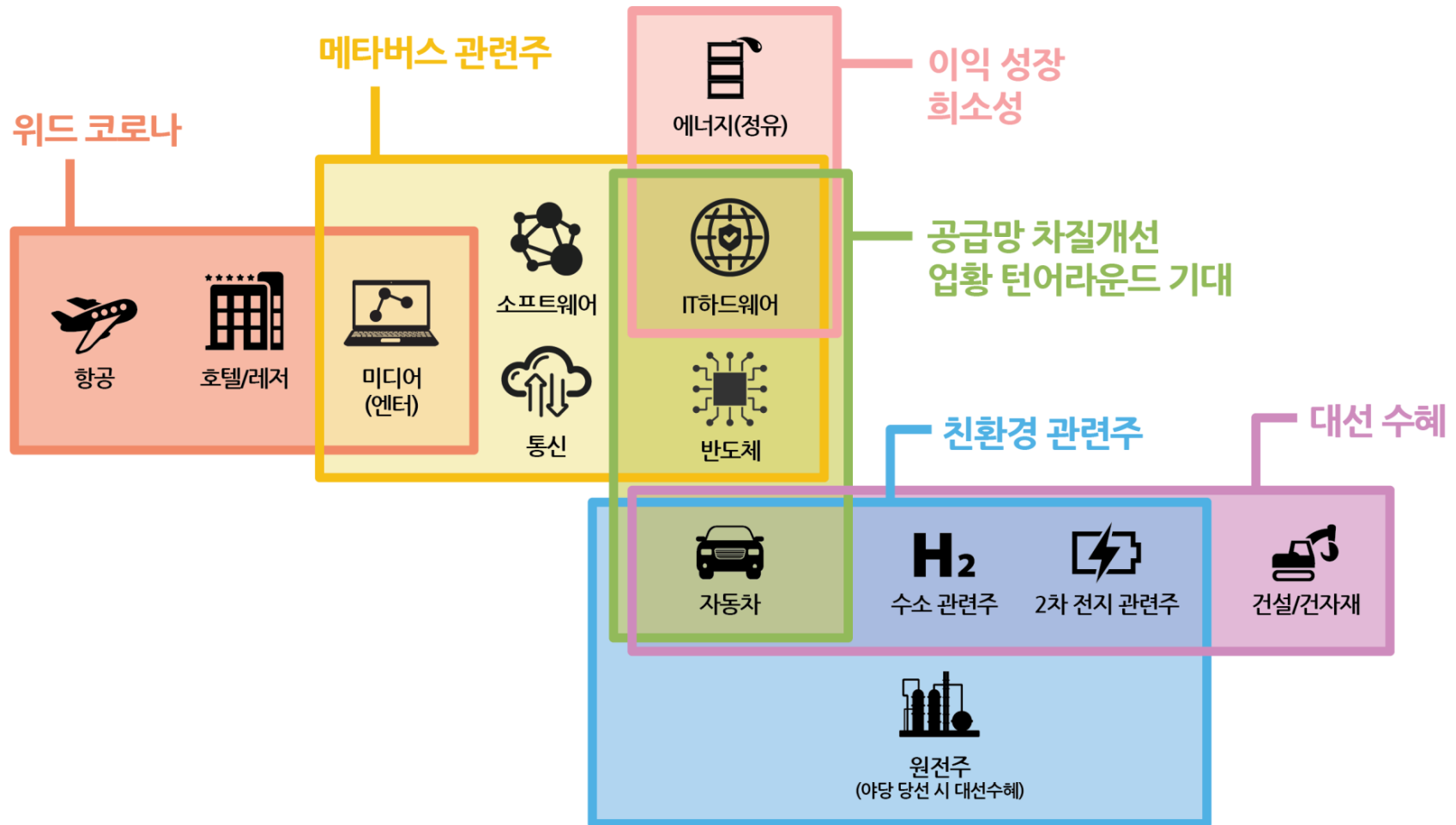
Equity. 이재윤











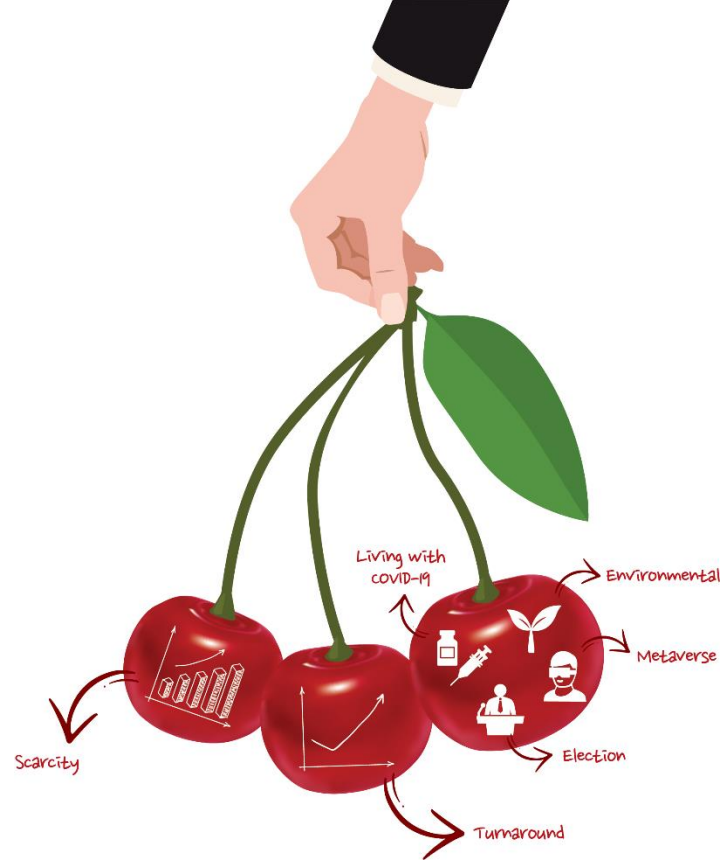
가장 많은 유형에 공통적으로 해당하는 업종: IT하드웨어, 자동차

Appendix. 2022년 이벤트 캘린더

※ 해외선거 및 국제 행사를 제외한 모든 시간은 한국시간 기준



1월	5~8 CES (미국) 7~9 전미경제학회 연례회의 17~21 다보스포럼 (스위스) 18 BOJ 통화정책회의 27 美 FOMC 월중 베이징북 월중 한국은행 통화정책회의 월중 韓/美/中 4Q GDP (잠정치)	2월	3 ECB 통화정책회의 3 BOE 통화정책회의 4~20 베이징 동계올림픽 7~10 제 51회 NABE 컨퍼런스 9 MSCI 분기 리뷰 28~3/3 MWC(스페인) 월중 한국은행 통화정책회의 월중 美 4Q GDP (예비치)	3월	9 대한민국 20대 대통령 선거 10 ECB 통화정책회의 17 美 FOMC 17 BOE 통화정책회의 18 BOJ 통화정책회의 3 월/4월중 보아오 포럼 (중국) 월중 정협 및 전인대 월중 베이징북 월중 FTSE 반기 리뷰 월중 韓/美 4Q GDP (확정치)	4월	1 2021 World Expo (터키) 14 ECB 통화정책회의 28 BOJ 통화정책회의 월중 한국은행 통화정책회의 월중 IMF 세계경제전망 월중 베이징북 월중 韓/美/中 1Q GDP (잠정치)
5월	5 美 FOMC 5 BOE 통화정책회의 12 MSCI 반기 리뷰 월중 한국은행 통화정책회의 월중 美 1Q GDP (예비치)	6월	1 대한민국 지방 선거 7 애플 WWDC 9 ECB 통화정책회의 10~12 Consensus 2022(미국) 16 美 FOMC 16 BOE 통화정책회의 17 BOJ 통화정책회의 월중 한국은행 통화정책회의 월중 디트로이트 모터쇼 월중 베이징북 월중 韓/美 1Q GDP (확정치)	7월	21 ECB 통화정책회의 21 BOJ 통화정책회의 28 美 FOMC 월중 한국은행 통화정책회의 월중 베이징북 월중 韓/美/中 2Q GDP (잠정치)	8월	4 BOE 통화정책회의 11 MSCI 분기 리뷰 월중 한국은행 통화정책회의 월중 연준 책출 미팅 월중 美 2Q GDP (예비치) 월중 중국 베이징다이하 회의
9월	2~6 IFA (독일) 8 ECB 통화정책회의 10~25 아시안게임(중국) 15 BOE 통화정책회의 22 美 FOMC 22 BOJ 통화정책회의 월중 베이징북 월중 FTSE 반기 리뷰 월중 韓/美 2Q GDP (확정치)	10월	27 ECB 통화정책회의 28 BOJ 통화정책회의 30~31 G20 정상회담 10월/11월중 제 20차 당대회 10월/11월중 ASEAN 정상회담(캄보디아) 월중 한국은행 통화정책회의 월중 베이징북 월중 韓/美/中 3Q GDP (잠정치) 월중 IMF 세계경제전망	11월	3 美 FOMC 3 BOE 통화정책회의 8 미국 중간선거 10 MSCI 반기 리뷰 11 中 광군제 21~12/18 FIFA 월드컵(카타르) 25 美 블랙 프라이데이 월중 한국은행 통화정책회의 월중 美 3Q GDP (예비치)	12월	1~2 OECD 글로벌 포럼 15 美 FOMC 15 ECB 통화정책회의 15 BOE 통화정책회의 20 BOJ 통화정책회의 월중 베이징북 월중 韓/美 3Q GDP (확정치)



1

2022년 KOSPI 전망

2022년 KOSPI : 2,700 ~ 3,400 pt 흐름 예상

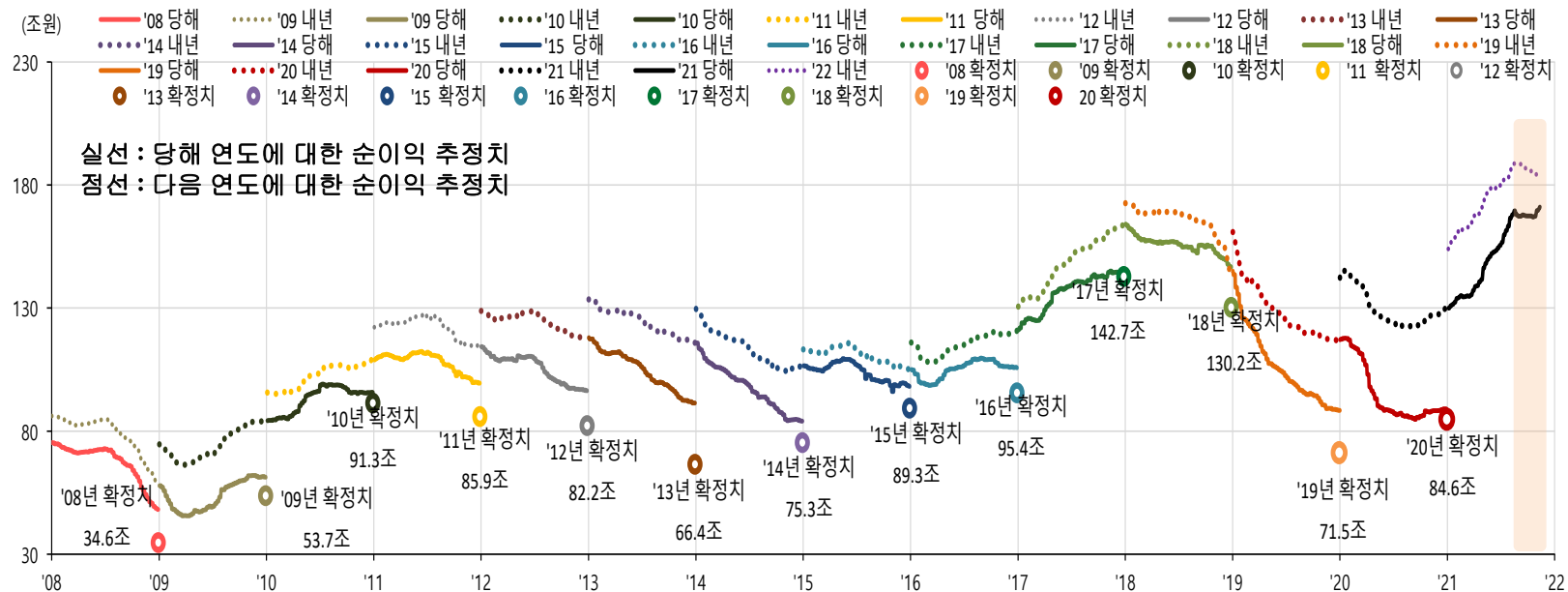
- 2022년 KOSPI 밴드는 2,700~3,400pt 으로 상고하저의 흐름 예상
- 2022년 KOSPI 상단 :
2022년 순이익을 약 184조원으로 가정한 12MF 순이익에 올해 반도체, ITSW 약재 부각 이전 수준의 12MF P/E 적용한 3,400pt
- 2022년 KOSPI 하단 :
2022년 순이익을 약 166조원으로 가정한 12MF 순이익에 2018년보다 조금 높은 수준의 12MF P/E 적용한 2,700pt



2022년 KOSPI 밴드 추정 - 낙관 편향이 나타나는 이익 추정치

- 매년 KOSPI의 당기 순이익 추정치는 갈수록 하향 조정 추세를 보이는 경우가 대부분
- 현재 KOSPI 2021년 순이익 컨센서스는 약 171조원 (NAVER 일회성 이익 14.9조원 차감 시), 2022년은 약 184조원으로 예상되는 상황
- 당해 연도보다 다음 연도의 순이익 추정치 레벨이 낮아지는 경우는 과거 경험상 거의 없었음 (2008년 이후)
- 이러한 경향은 대외 환경에 민감해 예상이 어려운 국내 증시 특징과 함께, 추정치의 낙관 편향이 나타나는 부분
- 2021년은 이익 추정치가 상향 조정세를 보였던 흔치 않은 시기
 - 2008년 이후 14년간, 당해 추정치가 갈수록 상향 조정 추세를 보였던 해는 2010년, 2017년, 2021년 뿐

2008년 이후 KOSPI 당기순이익(지배) 추정치 변화 추이. 최근 2022년 순이익 추정치는 하향 조정 중



자료 : Quantiwise, SK증권 / 주 : 2021년 순이익 추정치는 NAVER 일회성 순이익 반영된 시점부터 14.9조원 차감한 수치

- KOSPI 상단에 사용하는 예상 최대 2022년 순이익은 현재 추정치인 184조원으로 사용
 - 추정치가 초기에 낙관 편향이 나타나고 시간이 갈수록 하향조정되는 특성을 고려해 현재 추정치를 최대 예상 순이익으로 상정
- KOSPI의 12개월 선행 PER은 올해 초 개인 투자자들의 수급 유입 등에 힘입어 정점(14.7배)을 찍었음
- 이후 올해 각종 악재들이 나타난 영향으로 투자심리가 위축되며 현재 10배 중반까지 떨어진 상황
- 업황 개선에 대한 기대감과 메타버스 등 미래 트렌드에 대한 기대감은 향후 KOSPI의 멀티플을 높일 수 있는 부분
- **2022년 KOSPI 상단 :**
 2022년 순이익을 약 184조원으로 가정한 12MF 순이익에 올해 반도체, ITSW 악재 부각 이전 수준의 12MF P/E 적용한 3,400pt

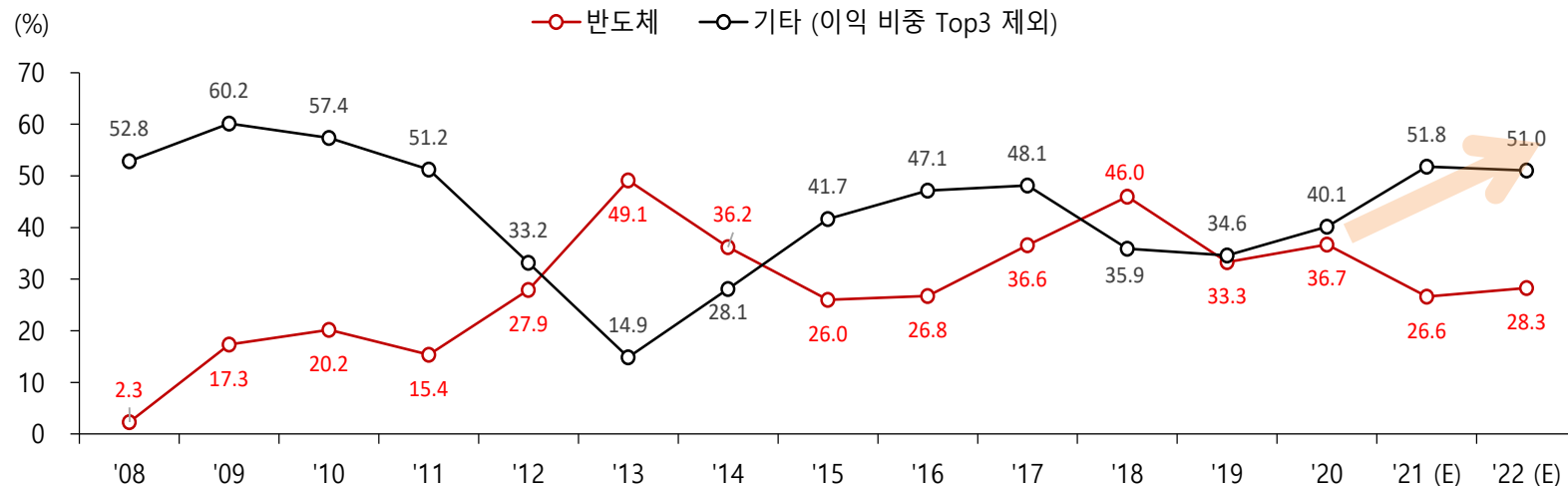
올해 연초 이후, 국내 증시는 대외 불확실성 및 국내 정책 규제 등의 악재에 민감하게 반응하며 투자심리 위축된 상태



KOSPI 밴드 **상단** 추정 ② 이익 추정: 예상 최대 순이익은 현재 추정치 수준

- 현재 2022년 KOSPI 순이익 추정치는 184조원
 - 2022년 이익 추정치의 업종별 비중은 반도체(28.3%) > 은행(11.2%) > 자동차(9.5%) > 화학(5.8%) 순
 - 올해부터 이익 비중의 특정 업종에 대한 쏠림 현상이 완화될 것으로 예상되는 점은 긍정적
 - 2012년 이후 이익 비중 Top1 자리 유지 중인 반도체 업종, 올해부터 코스피에서 이익 비중 20%대로 하락할 것으로 추정
 - 반면, 이익 비중 Top3 업종을 제외한 기타 업종의 비중이 올해와 내년 50% 이상으로 올라갈 것으로 추정
 - 현재 KOSPI 이익 추정치에서 향후 특정 이익 비중 상위 업종에 의한 변동성이 과거대비 줄어들 가능성
- ⇒ KOSPI 상단에 사용하는 예상 최대 2022년 순이익은 현재 추정치인 184조원으로 사용

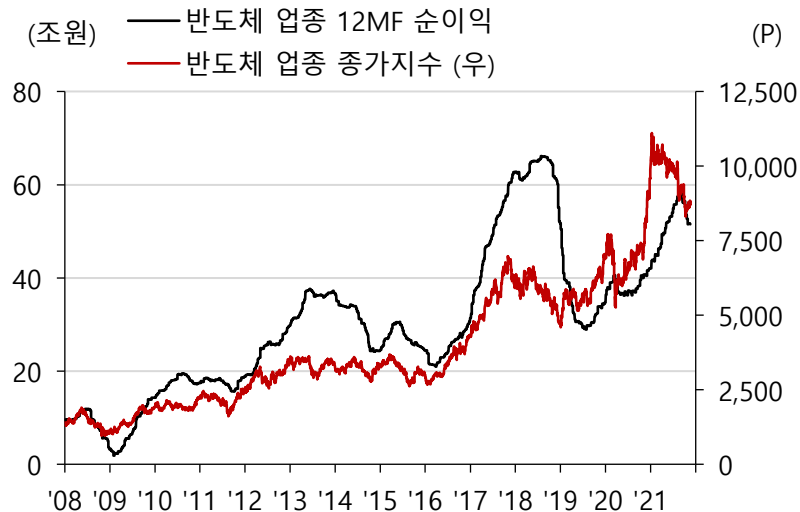
이익 비중 상위 업종에 대한 의존도가 점차 감소 중



KOSPI 밴드 **상단** 추정 ③ 밸류에이션 추정: 시총 상위 업종의 투심 개선될 경우

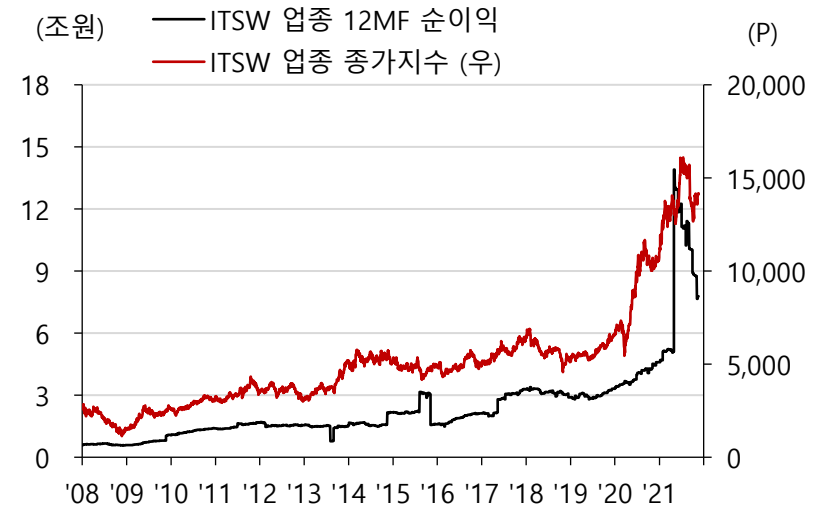
- 시가총액 비중 높은 업종인 반도체, ITSW 업종에서의 투자심리 개선이 KOSPI의 Valuation을 높일 수 있는 요인으로 기대
 - 올해 반도체 업종은 D램 가격 하락세 우려, ITSW업종은 정부의 플랫폼 규제 이슈에 투자심리가 위축된 바 있음
 - 업황 개선 가능성과 함께 메타버스 산업에 대한 기대감이 높아질 경우, 반도체 및 ITSW 업종에 대한 멀티플 상승 예상
 - 반도체 업종 : 하반기부터 DDR5 적용 확대, 메타버스 시장 확대는 반도체 산업에 모멘텀을 줄 것으로 기대
 - ITSW 업종 : 메타버스 산업 성장 기대감과 함께 플랫폼 규제 관련 법안 마련될 경우 불확실성 해소 차원에서 투자심리 개선 예상
- ⇒ KOSPI 상단에 사용하는 최고 12MF P/E는 올해 반도체와 ITSW 업종에 대한 악재가 부각되기 전 수준의 12개월 선행 P/E 적용

시가총액 1위 반도체 주가 흐름 및 12개월 선행 순이익 추이



자료 : Quantiwise, SK증권

시가총액 2위 ITSW 업종의 주가 흐름 및 12개월 선행 순이익 추이



자료 : Quantiwise, SK증권

KOSPI 밴드 하단 추정 ① 종합

- 2021년이 대부분 경과했기 때문에 2021년 이익 추정치는 어느정도 정확도가 높다고 볼 수 있으나, 2022년 이익 추정치는 낙관 편향으로 점차 하향 조정되는 경향을 감안해 밴드 하단에 사용할 2022년 최소 이익을 예상할 필요
- 2022년 KOSPI 순이익 추정치는 지난 9월부터 현재까지 -2.7% 하향 조정되어 184조원
- 과거 이처럼 이익 추정치가 상승했다가 꺾였던 시기는 2018년 초. 당시 이익 추정치 변화 추이를 참고
- 밸류에이션 측면에서도 내년 투자심리를 위축시킬 수 있는 통화 긴축 기조, 미·중 갈등 우려 가능성이 과거 2018년과 비슷
- **2022년 KOSPI 하단 :**
2022년 순이익을 약 166조원으로 가정한 12MF 순이익에, 2018년보다 조금 높은 수준의 12MF P/E를 적용한 2,700pt

보수적으로 접근할 경우, 과거 2018년 2분기와 비슷한 흐름이 나타날 가능성

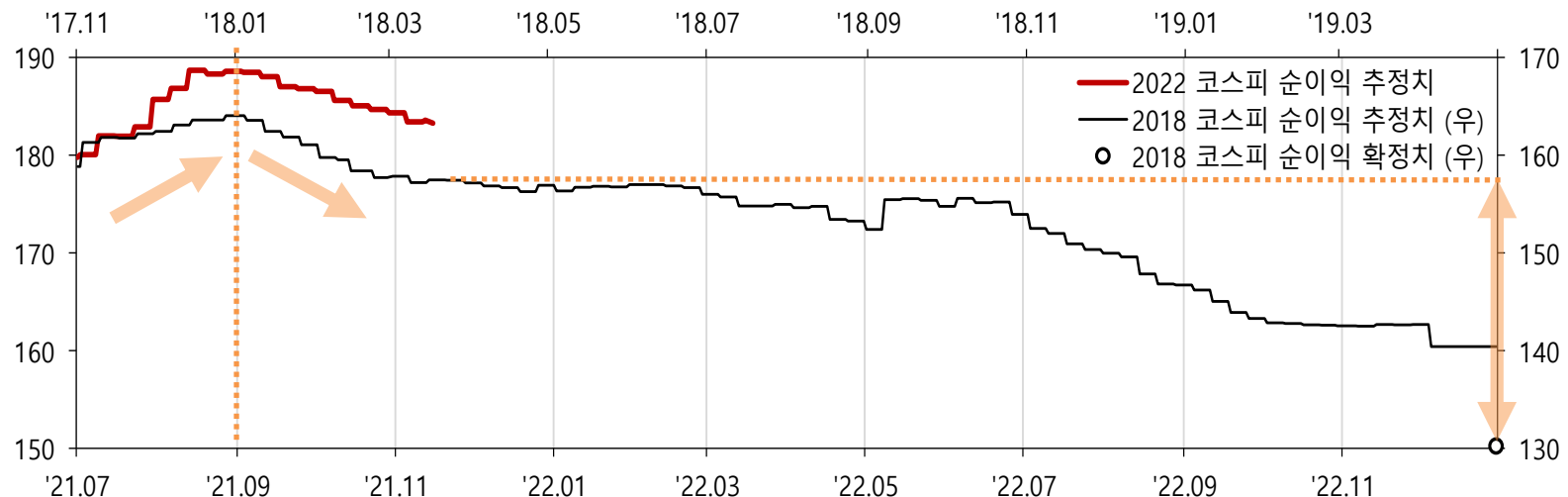


KOSPI 밴드 하단 추정 ② 이익 추정 : 2018년 초와 비슷한 변곡점

- 2022년 KOSPI 이익 추정치는 올해 상향 조정세를 보이다가 9월을 변곡점으로 하향조정 중 (약 2개월 동안 -2.7% 하향 조정)
 - 과거 2018년 연초에도 이처럼 이익 추정치가 상향 조정세를 보였다가 꺾였음 (변곡점 이후 약 2개월 동안 -4.2% 하향 조정)
 - 당시 실제 2018년 순이익 확정치와 변곡점 이후 2개월 후의 추정치와의 괴리율은 약 -17%
 - 당시와 비례한 비율로 괴리율 발생 시, 2022년 추정치는 현재보다 약 -10.9% 하향된 약 164조원 수준까지 하락 가능성
 - 다만, 2022년은 이익 비중이 반도체에 편중됐던 2018년 대비 업종별 이익 비중이 균등할 것으로 예상되기 때문에 괴리율은 이보다 작을 것으로 판단. 현재 추정치에 -10% 괴리율 적용한 166조원 예상
- ⇒ KOSPI 하단에 사용하는 예상 최소 2022년 순이익은 166조원으로 사용

KOSPI 순이익에 대한 기대감이 상승했다가 꺾이기 시작한 시점. 2021년 9월 vs 2018년 연초

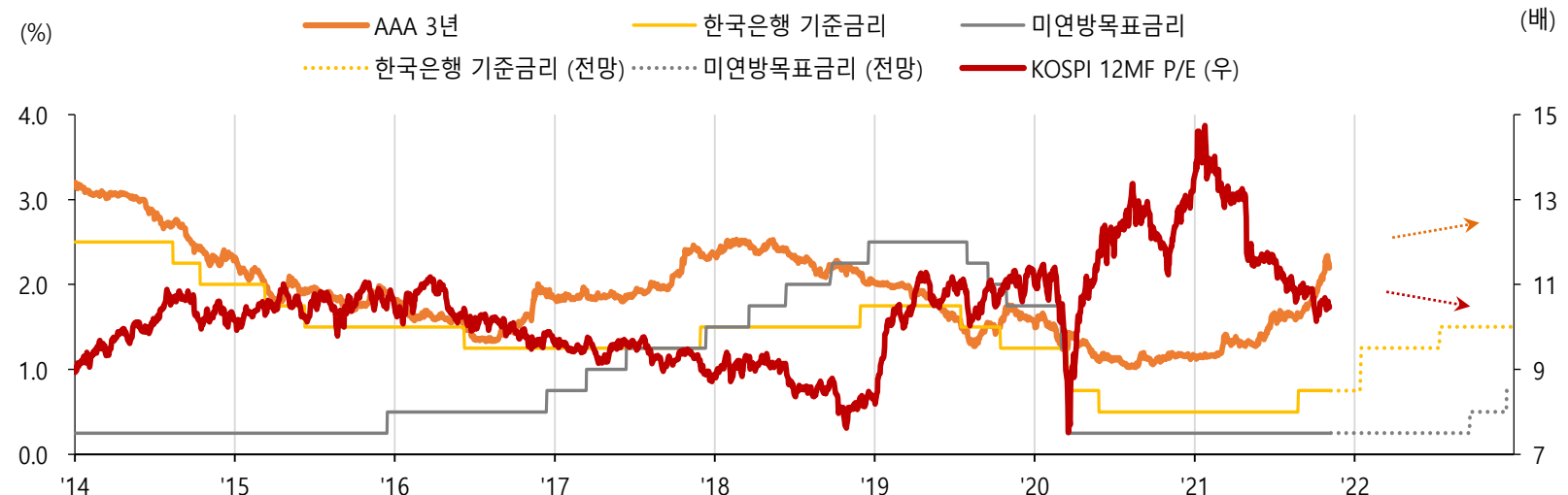
(단위 : 조원)



KOSPI 밴드 하단 추정 ③ 밸류에이션 추정 : 1) 금리인상 본격화

- 금리 인상에 따라 할인율이 커지는 것도 주식에 대한 투자심리를 위축시킬 수 있는 요인
- 2017년 중순 한-미 기준금리 차이가 줄어들면서부터, 이후 한은의 기준금리 향방은 미 연준의 금리 정책과 궤를 같이 함
- 2022년에는 연준의 테이퍼링이 6월 종료되고, 하반기부터 금리 인상이 시작될 것으로 예상되고 있음
- 한국은행 또한 2022년 1분기, 3분기에 2차례 금리 인상을 단행할 것으로 전망(기준금리 1.5%로의 상향 조정. 당사 금리 전망)
- 국내 회사채 금리는 한은의 기준금리 변화 추이에 동행해 움직이는 경향. 한은의 통화 긴축 기조에 따라 시중 금리 상승 예상
- AAA 3년 금리를 할인율의 proxy로 사용했을 때, KOSPI의 12개월 선행 P/E(투자심리)와 역의 상관관계 뚜렷
 - 시중 금리 중 AAA 3년 금리가 KOSPI의 12MF P/E와 가장 상관성이 높았음 ('17년 이후 0.85)

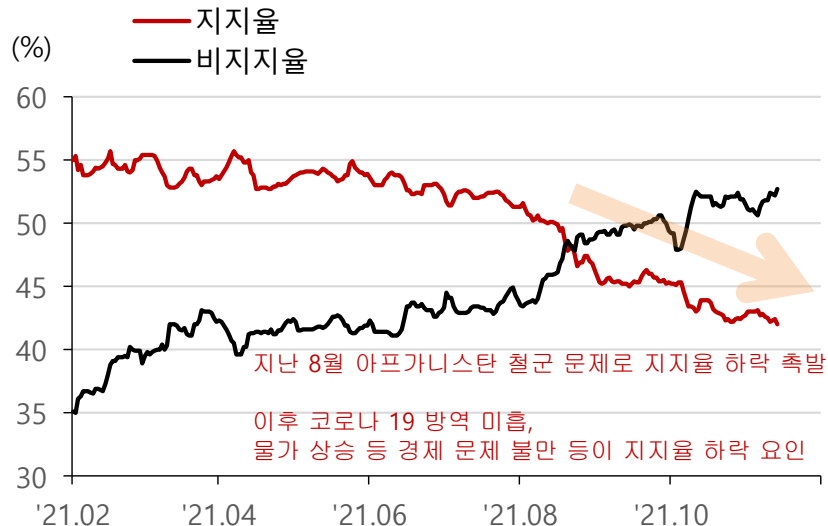
각국 중앙은행의 긴축 기조는 주식의 밸류에이션을 저하시킬 수 있는 요인



KOSPI 밴드 **하단** 추정 ③ 밸류에이션 추정 : 2) 미·중 정책 불확실성

- 내년 하반기 미국과 중국의 정치 이벤트 앞두고 경계감 높아질 가능성 (미·중 무역분쟁 격화 시작됐던 2018년과 비슷한 상황)
 - 미국 11월 8일 중간 선거 예정
 - 최근 미국은 중국에 무역협정 이행 미흡을 지적하고 있음. 바이든 대통령의 지지율이 하락 중인 가운데, 대중 압박 강화로 이어질 가능성
 - 중국 11월쯤 제20차 당 대회 예정
 - 시진핑 주석의 3연임 확정 시도. 3연임 초석이 마련된 19기 6중대회 직후 바이든 대통령, 화웨이와 ZTE를 겨냥한 '보안장비법'에 서명한 사례
 - 다만, 2018년 트럼프 미 대통령이 촉발했던 극단적인 미국 우선주의/ 보호무역주의 만큼의 갈등 수준은 아닐 것으로 판단
- ⇒ KOSPI 하단에 사용하는 최저 12MF P/E는 2018년 당시 보다 조금 높은 수준의 12개월 선행 P/E 적용

미국 바이든 대통령 직무 수행 지지율, 하락세 지속 중

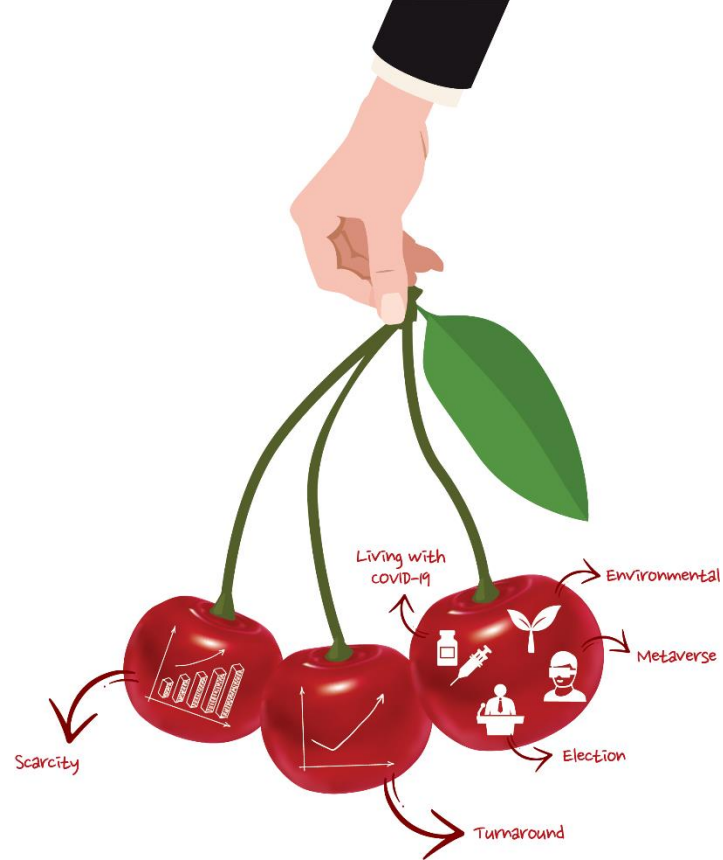


자료 : Realclearpolitics, SK증권

중국 시진핑 주석 장기 집권 확정 전 주요 일정



자료 : 언론, SK증권



2

투자자별 주요 수급 포인트

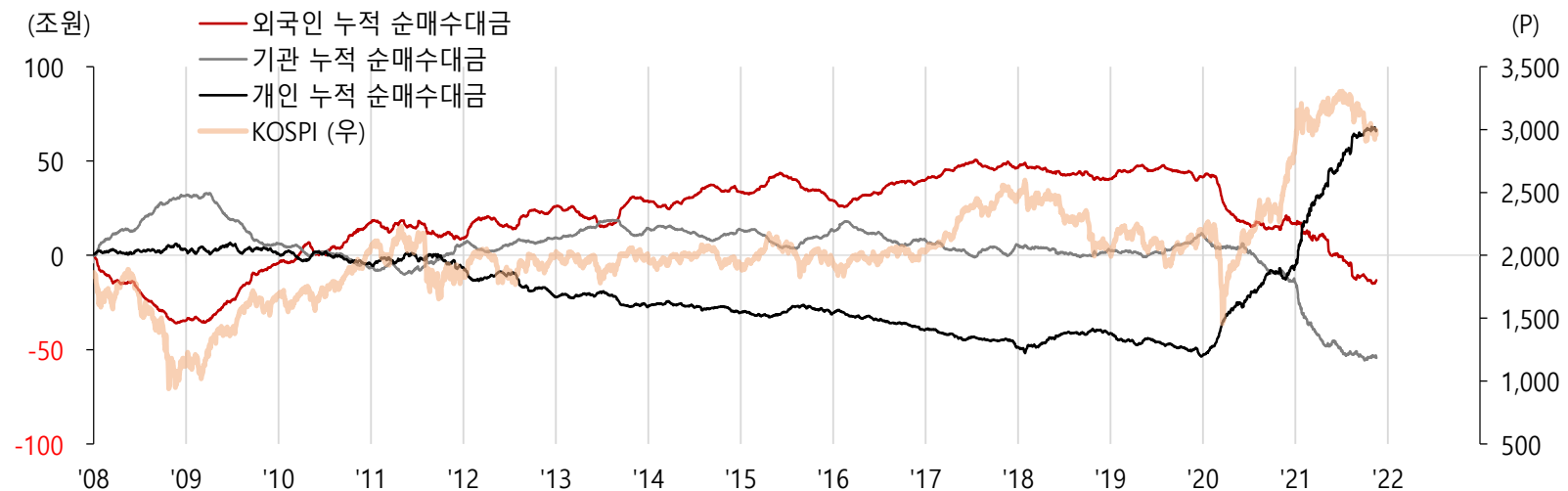
2022년 투자자별 수급 포인트 - Summary

- 2022년 기관과 개인의 강한 수급 유입은 제한될 것으로 예상되는 가운데, 외국인 수급의 회복 여부가 중요할 것으로 판단
- 2022년 수급 방향성 예상 (2021년 대비)

※ 투자자별 수급 방향성 예상

	외국인	기관	개인			상반기	하반기
상반기	↑↑		—	⇒ 종합	수급	↑	↓
하반기	↓	↓	↓↓				

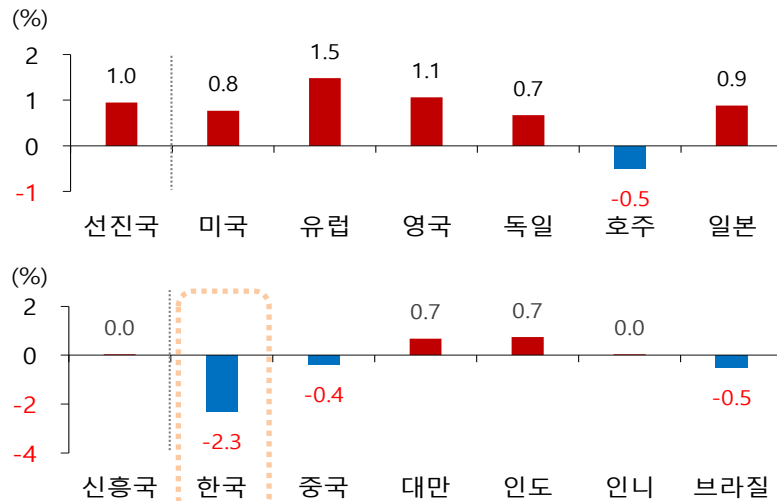
'08년 이후 KOSPI 시장 내 투자자별 누적 순매수대금 추이. '20년 이후 외국인과 기관의 매도세가 지속되는 반면, 개인의 매수세가 지수를 뒷받침



[외국인] 환율 하락과 공급망 정상화 과정에서 내년 상반기 수급 유입 기대

- 향후 국내 증시의 방향성을 외국인 수급이 결정할 가능성 크다고 판단
 - 최근 외국인이 국내 시장에서 이탈하는 이유
 - 1) 글로벌 시장에서 상대적으로 빠른 긴축. 한국은행, 올해 8월부터 기준금리 인상. 내년에도 금리 인상 기조 지속할 것으로 전망
 - 2) 글로벌 증시에서 한국의 이익 매력도 상대적으로 낮음. 이익 추정치 상향 조정되고 있는 선진국 대비 신흥국 주식의 투자 매력도 낮은 편
 - 3) 한국이 공급망 차질 이슈가 있는 제조업 중심 국가라는 점도 투자심리 위축 요인
 - 4) 글로벌 경기 둔화 우려 등에 원/달러 환율의 상승세도 외국인 수급에 부정적인 영향
- ⇒ 내년 글로벌 공급망이 정상화되는 과정에서 상반기부터 외국인 투자심리 개선 기대
- ⇒ 내년 원/달러 환율 상저하고의 흐름 전망 (당사 경제 뷰). 상반기 환율 하락에 따른 외국인 수급 유입 기대

최근 한 달간 국가별 주식시장 이익 전망치(12MF EPS) 변화



자료 : Refinitiv, SK증권 / 주: MSCI 국가별 주식시장 12MF EPS 한 달간 변화율

코스피 시장 내 외국인 수급 흐름. 환율에 반비례하는 경향

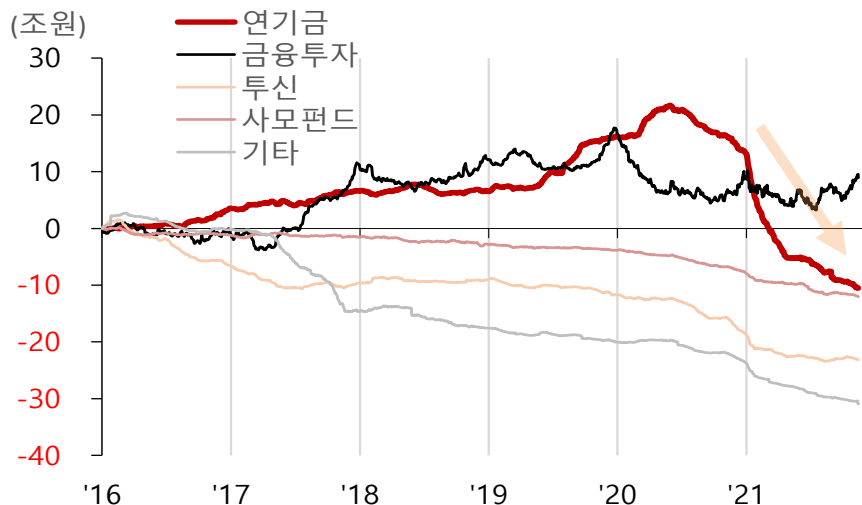


자료 : Quantwise, SK증권

[기관] 국내 주식 목표 비중 하향으로 수급 유입 제한 가능성

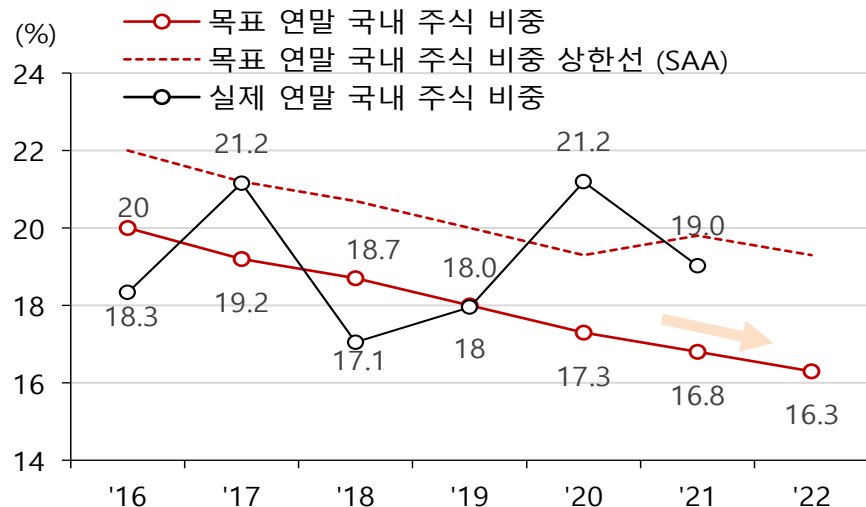
- 내년 기관 투자자의 경우, 올해 대비 강한 수급 유입은 제한될 가능성
- 올해 KOSPI 시장에서 기관의 매도세는 연기금 ‘큰 손’인 국민연금의 국내 주식 비중 관리에 따른 매도 영향이 컸음
- 국민연금은 국내 주식에 대한 목표 비중을 점차 줄이면서 내년에는 올해 대비 강한 수급 유입은 힘들 것으로 예상
 - 내년 목표 국내 주식 비중을 올해 16.8%보다 0.5%p 낮은 16.3%로 하향. 다만, 허용범위 확대로 올해 초와 같은 강한 매도 가능성 낮음
 - 국내 주식 비중 점차 축소해 2026년 14.5%까지 줄일 것으로 결정 (반면, 해외주식 비중은 35.5%까지 확대)
- 국민연금의 앞으로의 투자 방향성: 중소형주 비중 확대
 - 지난 7월 국내 주식 벤치마크 개선 방안 발표: 2022년부터 투자에 적용할 가능성
직접 운용) KOSPI 200 → KOSPI 200 + KOSDAQ 50, 위탁 운용) KOSPI + KOSDAQ100 → KOSPI + KOSDAQ150

최근 KOSPI 시장에 대한 기관 주체별 누적 순매수대금 추이



자료 : Quantiwise, SK증권

국민연금의 국내 주식에 대한 목표 비중과 실제 비중 추이

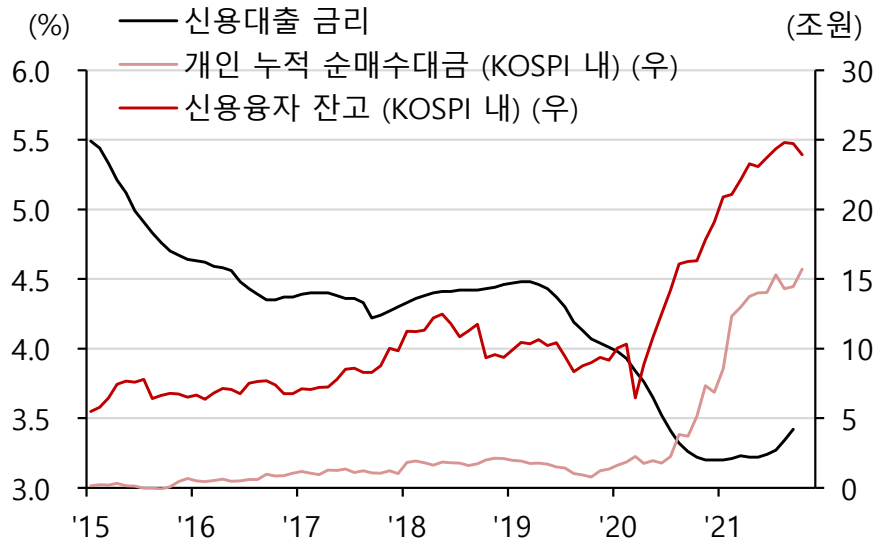


자료 : 국민연금, SK증권 /주: '21년부터 목표 비중에서 SAA 허용범위는 $\pm 2\% \rightarrow \pm 3\%$ 로 변경, '21년 수치는 '21년 8월말 기준

[개인] 금리 상승, 규제 영향으로 수급 유입 제한 가능성

- 올해 KOSPI 지수를 뒷받침했던 것은 외국인과 기관 투자자의 매도세에도 불구하고, 개인 투자자의 지속적인 매수세 덕분
- 다만, 내년 하반기 개인 투자자의 경우, 올해 대비 강한 수급 유입은 제한될 것으로 예상
 - 1) 2022년 한국은행의 금리 인상 기조 (22Q1, 22Q3 인상, 당사 금리 전망)에 따라 예금 및 대출금리도 상승할 것으로 예상
 - 예금금리↑⇒ 주식의 상대적 매력도↓, 대출금리↑ ⇒ 레버리지를 이용해 주식 투자를 하기 위한 대출에 대한 수요 ↓
 - 2) 가계대출 규제 기조도 투자심리 위축 요인- '개인별 DSR 40%' 규제 조기 시행 ('22년 1월부터 2억원 초과 대출, 7월부터 1억원 초과 대출에 적용)
 - 3) 2023년부터 주식 양도세 전면 부과 시작. 연말 개인 투자자 자금 유출 확대 가능성

'20년부터 대출금리 하락은 개인투자자의 빚투에 대한 접근성을 높였음

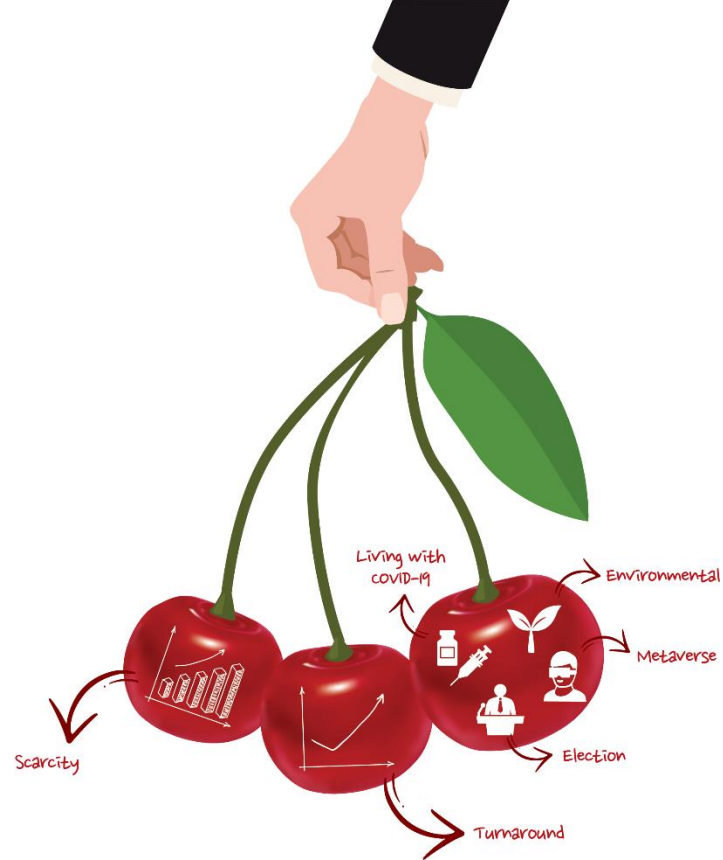


자료 : Quantiwise, SK증권

2023년부터 주식 양도세 전면 부과 시작

	현행	2023년
주식 양도세	X (대주주에 한해 적용)	국내 주식, 공모 주식형 펀드 합산해 5천만원 이 넘는 차익에 대해 20% , 과세표준 3억원 초과 는 25% 양도세 부과 (해외주식·비상장주식·채권·파생상품 소득은 하나로 묶어서 250만원공제) (당해연도에 차익이 아닌 손실이 날 경우, 5년간 공제)
증권 거래세	0.23%	0.15%

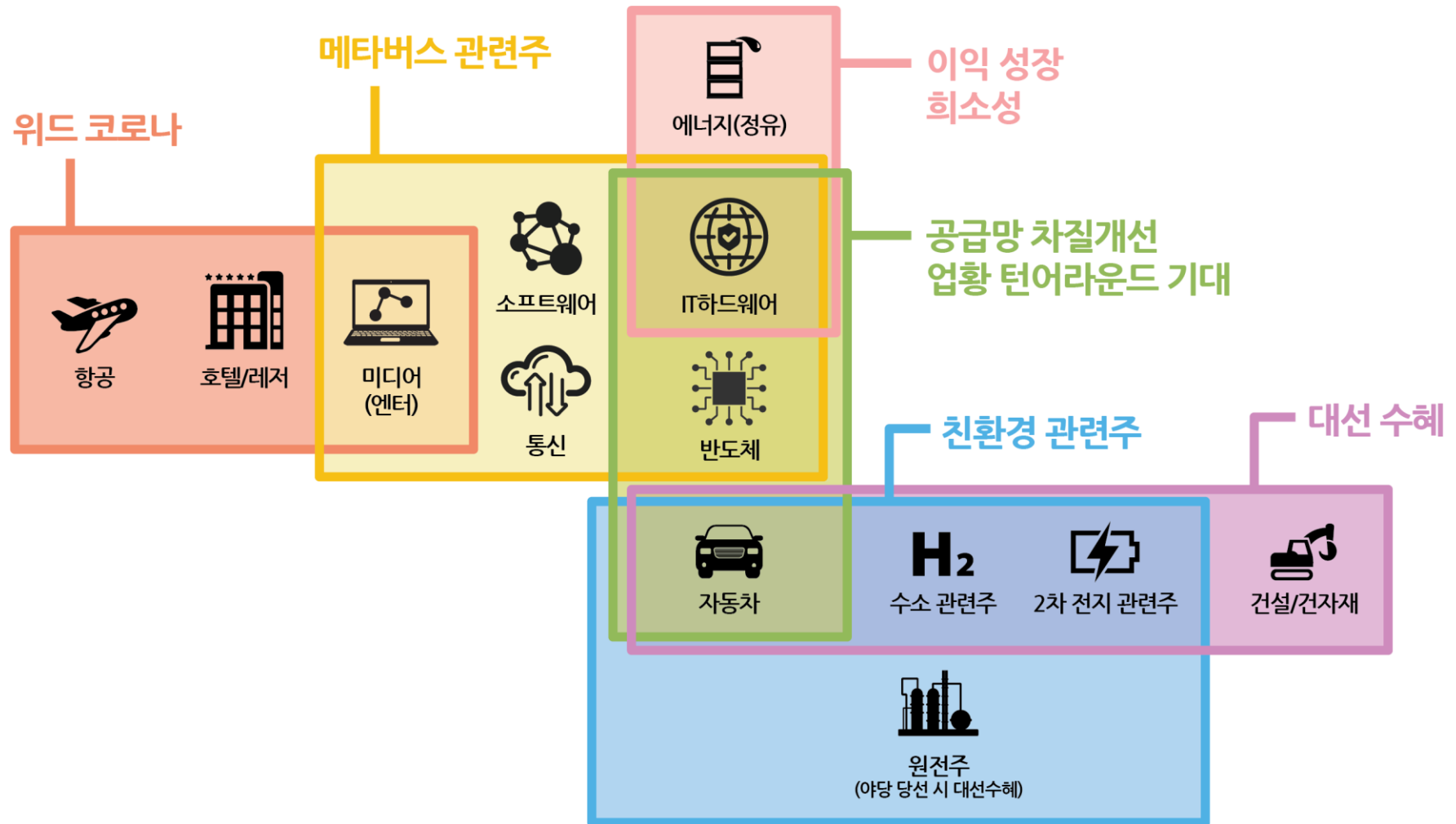
자료 : 기획재정부, SK증권 /주: '22년까지 매수 주식은 '22년 말 취득으로 간주해 양도세 부과



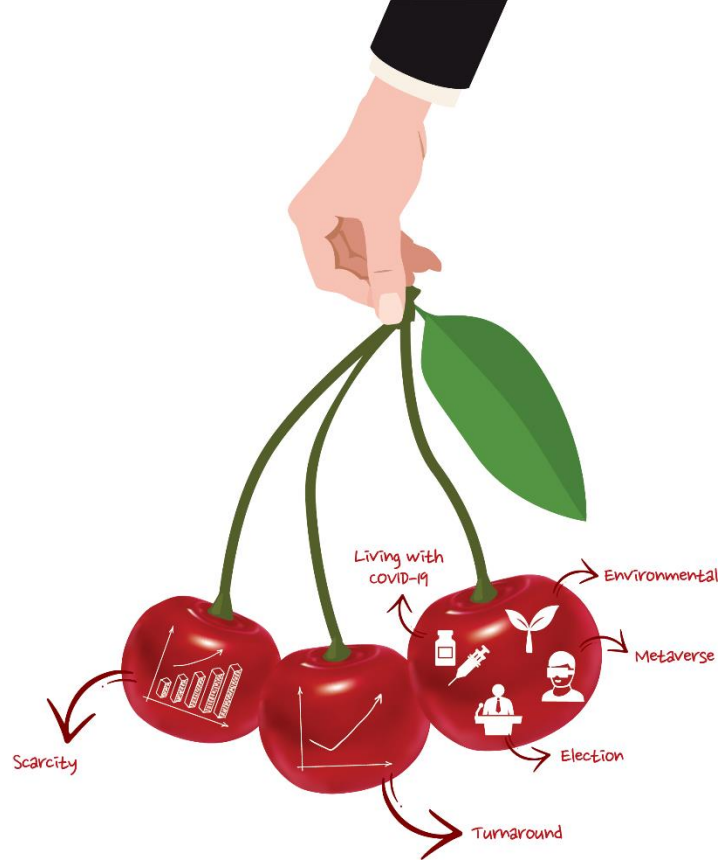
3

2022년 긍정적 업종/테마

2022년 긍정적 업종/테마 - 요약



가장 많은 유형에 공통적으로 해당하는 업종: IT하드웨어, 자동차



3

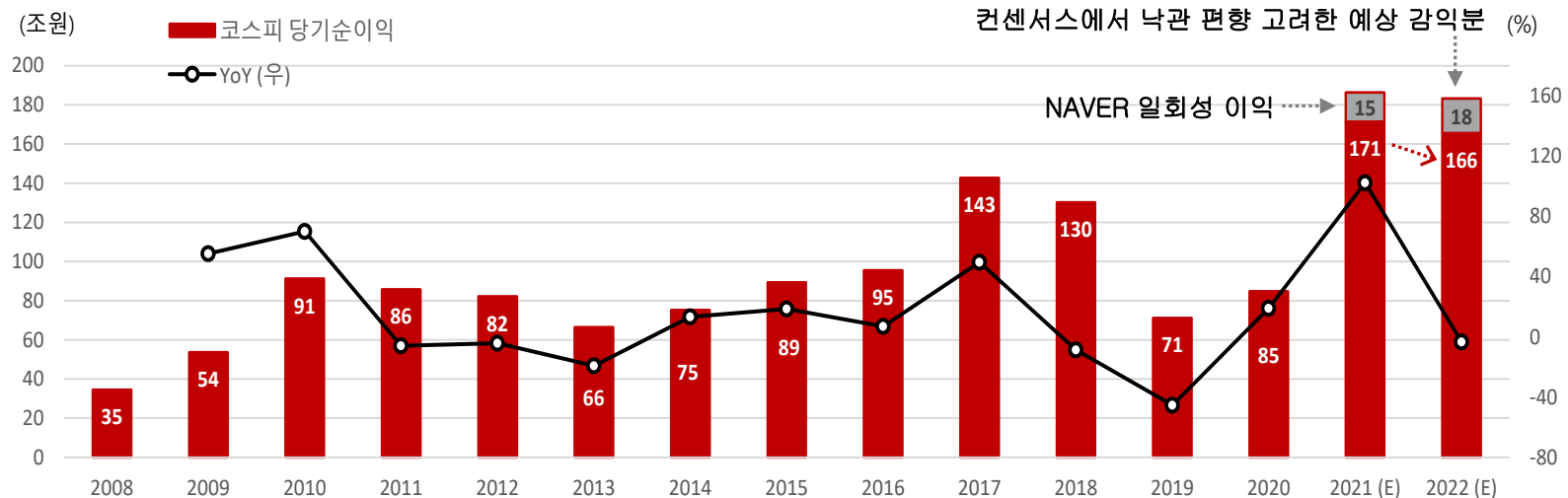
2022년 긍정적 업종/테마

1) 이익 성장의 희소성 (펀더멘털 우위 업종)

2022년, 이익 성장이 제한적일 것으로 전망

- 2021년에는 전년대비 큰 폭의 순이익 성장이 나타날 것으로 예상되는 가운데, 약 186조원 달성 가능성 높음
- 하지만, 2022년 순이익은 2021년 수준보다 감익할 가능성
 - 최근 2개월 간 2022년 순이익 추정치가 지속 하향조정되고 있는 중
 - 컨센서스의 낙관 편향을 고려해 보수적으로 보면, 현재 순이익 추정치보다 -약 10% 정도 감익된 금액인 약 166조원까지 내려갈 가능성
- 지수 상승에 베팅하기보다는 지수 내 긍정적 업종/테마에 선별적으로 접근하는 전략이 좋을 것으로 판단
- 글로벌 긴축 기조로 유동성 모멘텀이 약해지면서, 실적이 주가에 미치는 영향력이 더 커질 것으로 전망
- 이런 상황에서, 2022년 상대적으로 이익 성장이 크게 나타날 업종의 희소성 가치가 부각되면서 차별화 예상

연도별 순이익 확정치 및 추정치 추이



펀더멘털 양호 업종의 희소성 높아지며 차별화 예상

- 2022년 이익 성장의 희소성에 대한 가치가 부각될 것으로 전망 (상대적으로 전년대비 이익 성장이 크고, 이익 추정치 상향 조정이 빠른 업종)
- 2022년 전년대비 이익 성장 높을 것으로 기대되는 업종 : 호텔레저, 미디어/교육, 조선, IT가전, 운송, 에너지, 자동차 등
☞ 동시에 2022년 이익 추정치가 최근 2개월간 크게 상향 조정된 업종: 에너지, IT하드웨어

2022년 업종별 예상 이익 컨센서스

(단위 : %, 십억원)

	순이익				영업이익			
	2022 YoY (E)	2021(E)	2022(E)	추정치 2M 변화율	2022 YoY (E)	2021(E)	2022(E)	추정치 2M 변화율
1 호텔레저	292.3 (흑전)	-269.4	518.0	-20.5	713.4 (흑전)	-131.9	809.0	-8.7
2 미디어/교육	150.4	324.2	811.6	-4.2	91.3	695.6	1,330.5	0.8
3 조선	98.3 (적지)	-3,490.7	-60.1	35.3	115.0 (흑전)	-3,430.5	515.4	74.2
4 IT가전	77.3	2,957.8	5,245.6	0.7	28.9	5,511.4	7,102.1	0.9
5 운송	44.3	5,684.8	8,201.7	37.6	7.4	10,061.6	10,803.7	11.3
6 에너지	17.3	4,148.1	4,866.2	10.5	5.3	8,651.2	9,109.7	12.4
7 자동차	15.2	15,158.0	17,456.3	-0.4	16.0	17,072.0	19,807.1	-1.2
8 IT하드웨어	13.9	2,519.8	2,870.2	12.7	16.2	3,223.8	3,747.1	6.8
9 화장품/의류	10.0	4,166.5	4,583.0	-4.5	8.7	6,479.1	7,042.3	0.3
10 통신서비스	8.7	4,398.0	4,781.0	1.8	10.7	4,051.0	4,485.3	0.1
11 필수소비재	8.2	3,051.9	3,302.4	-15.7	4.1	5,125.4	5,334.2	-6.9
12 기계	6.3	1,755.0	1,865.5	10.6	8.0	3,540.8	3,825.6	29.5
13 건설/건자재	4.9	5,861.4	6,150.0	0.2	18.5	7,687.8	9,106.8	-1.6
14 은행	4.1	19,720.0	20,535.7	7.3	5.7	27,199.9	28,742.7	5.6
15 반도체	4.0	49,724.0	51,722.8	-15.5	4.1	65,817.0	68,515.3	-5.1
16 건강관리	0.7	3,169.3	3,190.1	0.9	1.3	4,074.8	4,125.7	-16.9
17 상사/자본재	-2.4	8,746.4	8,538.9	4.7	9.3	15,060.6	16,456.4	1.0
18 보험	-5.5	6,265.2	5,921.7	6.6	-7.0	8,495.0	7,902.5	6.7
19 화학	-9.7	11,906.6	10,752.5	4.3	-2.2	15,274.2	14,945.4	2.1
20 비철/목재	-9.9	1,349.0	1,215.4	-2.0	-2.0	1,682.4	1,648.3	-10.8
21 철강	-12.6	9,435.0	8,242.9	25.0	-7.9	13,406.9	12,345.0	10.1
22 증권	-19.7	6,269.5	5,032.2	2.8	-14.9	7,759.3	6,601.3	3.2
23 유틸리티	-26.2 (적지)	-2,508.3	-3,165.6	-774.8	-151.0 (적지)	-1,315.0	-3,300.2	-451.8
24 디스플레이	-33.0	1,470.6	985.3	-19.4	-31.0	2,391.2	1,649.9	-8.7
25 소매	-39.5	3,296.1	1,995.1	2.0	39.7	2,277.0	3,180.4	3.3
26 소프트웨어	-67.9	20,586.7	6,613.1	-3.3	45.9	5,189.4	7,571.0	-1.3

이익 성장의 희소성(펀더멘털 우위 업종): ① 에너지, ② IT하드웨어

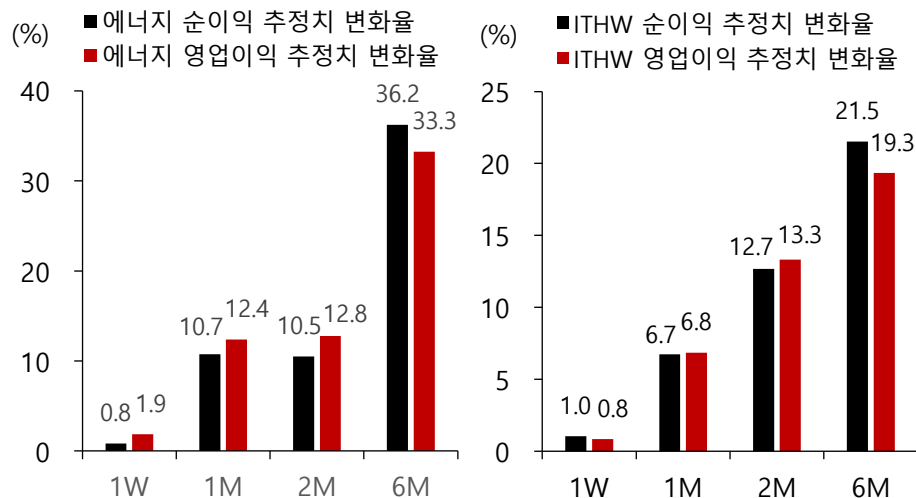
● 에너지 : 정제마진 강세가 펀더멘털을 뒷받침할 것으로 전망

- 국제유가 상승에 따른 정제마진 강세가 펀더멘털을 뒷받침할 전망. 내년 위드코로나에 따른 등유, 경유 수요 회복 기대
- 다만, OPEC+ 감산 정책 종료 시점 가까워지고, 하반기로 갈수록 국제사회의 OPEC+에 대한 증산 압박에 유가 상승세 둔화 가능성 (당사 섹터, 경제 뷰)
- 주가는 1Q가 가장 좋은 상고하저의 흐름 나타날 가능성

● IT하드웨어 : 스마트폰 출하량 증가에 따른 업황 개선 전망

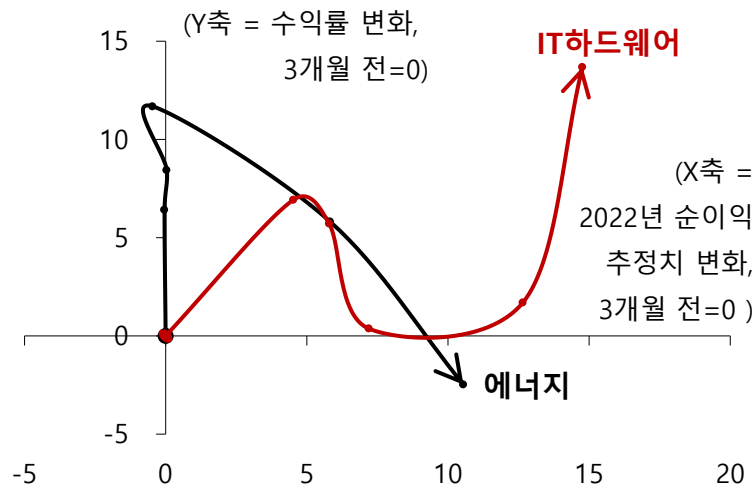
- 동남아 공장 재가동 시작하면서 반도체 수급 이슈로 인한 생산 차질 내년 점차 개선 전망. 다만, 동남아 지역 코로나 확진자 추이 주시할 필요
- 삼성전자와 Apple의 출하량 성장이 예상되면서 업황 개선되는 흐름. 스마트폰 출하량 1Q22 저점 후 2Q22부터 반등 전망 (당사 섹터 뷰)
- 주가는 업황에 3~6개월 정도 선행해 상반기 상승세 기대

에너지, ITHW 업종의 2022년 순이익 및 영업이익 추정치 변화율

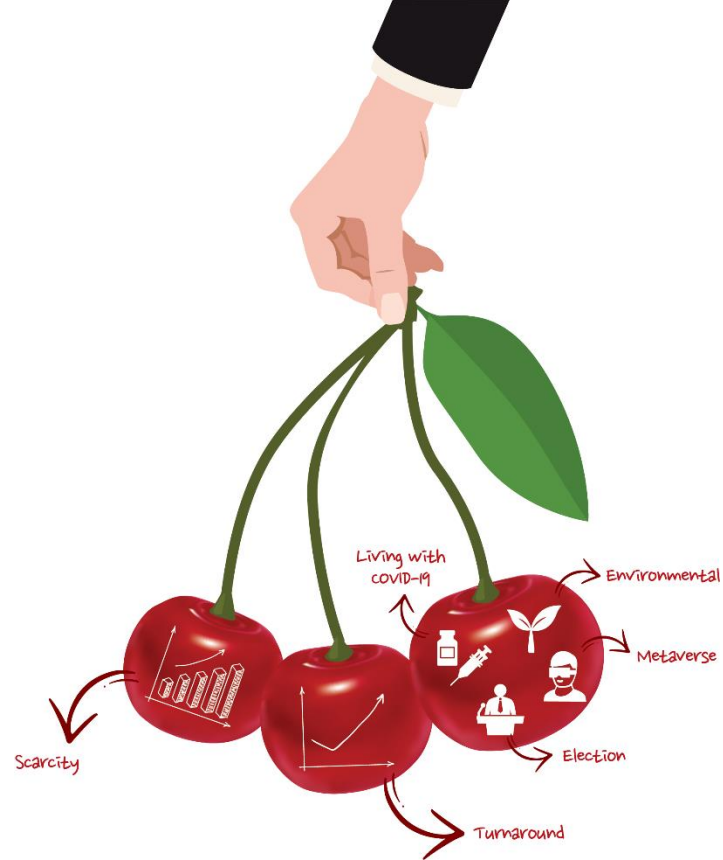


자료 : Quantiwise, SK증권

에너지, ITHW 업종의 최근 3개월간 2022년 순이익 추정치 및 수익률 변화



자료 : Quantiwise, SK증권



3

2022년 긍정적 업종/테마

2) 업황 턴어라운드 기대 (공급망 차질 개선)

업황 점차 개선될 것으로 기대되는 업종에 주목

- 업황이 점차 개선되면서 내년 분기 이익 추정치가 전분기 대비 성장할 것으로 예상되는 업종의 주가 상승 기대
- 특히, 반도체 공급망 차질에 대한 우려가 높아지면서 주가 조정을 받았던 업종들에 주목할 필요

☞ 반도체, 자동차, IT하드웨어

업종별 분기별 이익 흐름 예상

(단위 : 시가총액: 조원,
이익 추정치: 코스피는 조원, 업종은 십억원)

	시가총액	상고하저 /상저하고	순이익				영업이익			
			21Q1(E)	21Q2(E)	21Q3(E)	21Q4(E)	21Q1(E)	21Q2(E)	21Q3(E)	21Q4(E)
코스피	2,097.1		38.5	35.4	39.6	36.3	56.5	52.5	57.4	53.7
1 반도체	507.1	상<하	11,926.9	11,308.5	13,585.5	14,384.4	15,901.4	15,339.5	18,088.8	19,191.6
2 소프트웨어	223.4	상<하	1,490.7	1,563.2	1,685.9	1,664.6	1,658.7	1,778.1	1,921.3	1,971.5
3 건강관리	157.8		31.2	54.9	40.4		376.0	413.4	205.2	137.6
4 자동차	138.2		3,890.5	4,436.8	4,049.7	3,885.4	4,326.5	5,003.2	4,540.4	4,483.6
5 화학	130.3		1,560.2	1,572.9	1,526.2	1,450.3	2,859.7	2,984.8	2,991.1	2,883.6
6 은행	123.8	상>하	5,436.6	5,542.3	5,503.4	3,748.0	7,627.8	7,763.3	7,651.7	5,308.7
7 IT가전	89.9		1,336.9	1,177.3	1,374.8	1,148.5	1,806.9	1,658.2	1,827.6	1,602.7
8 상사/자본재	78.6						2,753.2	2,457.6	2,397.9	1,911.3
9 화장품/의류	74.5	상>하	537.6	541.5	524.8	471.0	1,192.2	1,190.8	1,223.3	1,008.4
10 운송	54.4		2,093.3	1,869.9	1,828.3	1,719.5	2,339.0	2,384.3	2,510.9	2,531.0
11 필수소비재	50.6	상<하	669.0	620.2	825.9	635.9	1,111.2	1,096.0	1,380.2	1,084.0
12 건설/건자재	50.0		878.0	940.5	922.2	899.0	1,412.4	1,484.8	1,459.4	1,530.5
13 보험	47.3	상>하	1,396.4	1,198.8	1,052.4	773.5	2,056.0	1,721.3	1,493.1	1,263.8
14 에너지	42.2	상>하	1,081.0	965.3	847.2	675.8	2,014.4	1,847.5	1,638.7	1,600.7
15 철강	38.2	상<하	2,382.4	2,059.3	2,103.9	2,489.8	3,114.8	2,511.9	2,585.5	3,304.0
16 통신서비스	36.7	상>하	1,326.7	1,383.3	1,356.1	1,122.6	1,174.8	1,204.0	1,162.0	918.1
17 기계	36.3	상<하	19.2	38.8	30.9	36.8	679.0	138.9	96.3	124.1
18 IT하드웨어	35.9	상<하	506.0	489.0	688.5	711.6	778.2	726.5	1,031.2	1,082.5
19 증권	32.0	상>하	1,362.6	1,202.4	1,191.9	1,129.5	1,778.3	1,581.4	1,572.7	1,489.3
20 유틸리티	30.3		-254.0	-2,128.0	-740.0	-2,021.0	-78.0	-2,387.0	-567.0	-2,305.0
21 미디어/교육	27.4		80.1	88.5	65.2	106.1	154.9	158.7	177.1	222.0
22 조선	27.0		-70.2	-135.1	-57.6	12.9	-6.1	43.6	82.9	293.2
23 소매	21.6	상<하	358.7	243.9	481.1	495.5	661.3	519.5	787.7	816.3
24 비철/목재	21.6	상<하	248.4	254.0	280.9	292.9	359.4	359.0	366.5	389.7
25 호텔레저	12.5	상<하	20.3	34.5	39.9	55.9	121.5	148.3	209.9	176.0
26 디스플레이	8.9	상<하	174.3	69.5	336.3	370.4	353.2	261.0	465.4	567.5

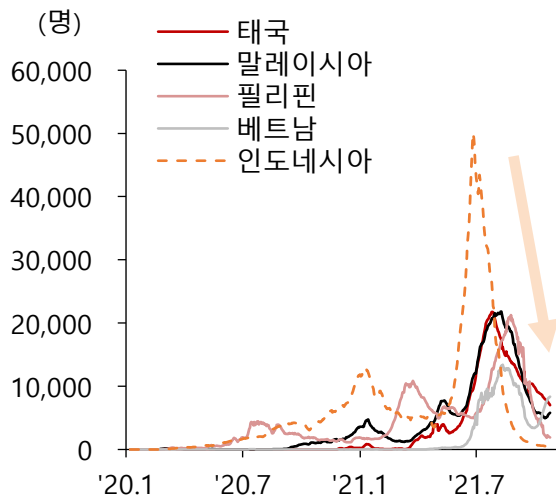
자료 : Quantiwise, SK증권 / 주1: 시가총액 순 정렬.

주2: 노란색 음영은 상반기 이익이 하반기보다 높을 것으로 예상, 하늘색 음영은 상반기 이익이 하반기보다 높을 것으로 예상되는 업종

업황 턴어라운드 (공급망 차질 개선) 기대 업종: ① 반도체, ② 자동차

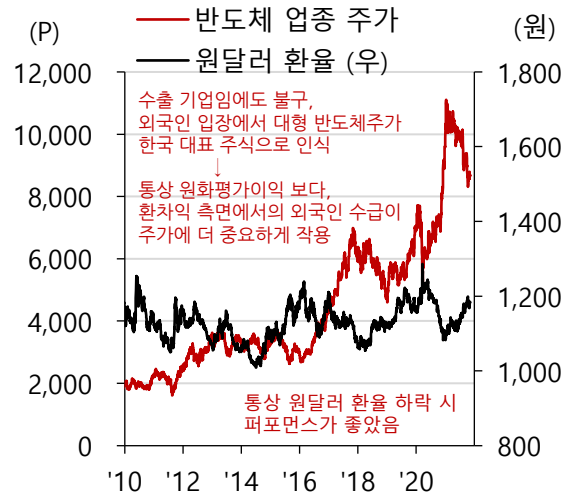
- 업황은 내년 하반기로 가면서 본격 턴어라운드 예상되나, 통상 주가가 3~6개월 선반영한다는 점에서 상반기 상승세 예상
- 동남아 지역 공장이 재가동됨에 따라 반도체 공급망 차질 점차 완화될 가능성. 다만, 동남아 지역 코로나 확진자 추이 주시할 필요
- **반도체** : DDR5의 적용 확대와 메타버스 산업 성장에 따른 DRAM 수요 긍정적
 - 하반기부터 DDR5 적용 확대. 또, 메타버스 산업의 성장은 모바일 DRAM 수요를 증가시킬수 있어 반도체 산업에 모멘텀을 줄 것으로 기대
 - 현재 밸류에이션 매력 높고, 내년 상반기 원달러 환율이 현재 수준보다 하락할 가능성(당사 경제 뷰) 있어 외국인 수급 회복 가능성
- **자동차** : 전기차 판매 확대 전망과 대선 수혜 기대감
 - 2022년 전기차 판매 확대 기대감과 신차 확대 및 전용플랫폼 증가로 밸류에이션 할인 요인 해소 전망 (당사 섹터 뷰)
 - 현재 두 유력 대선 후보 모두, 친환경 자동차 확대를 기후변화 대응 정책 중 하나로 공약

동남아 주요국 7일 평균 코로나19 확진자 수 추이



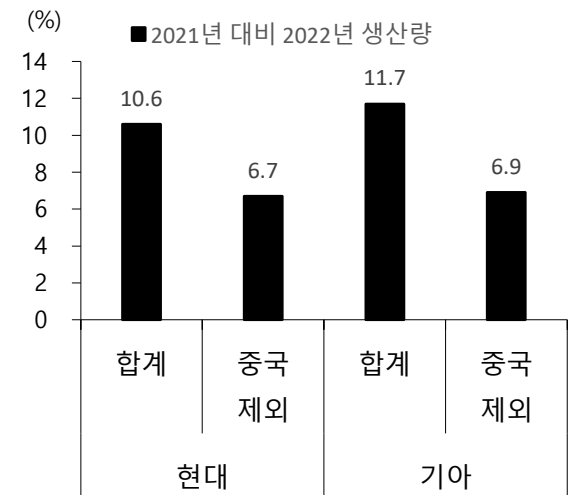
자료 : Bloomberg, SK증권

반도체주는 환율 흐름과 반대로 움직이는 경향

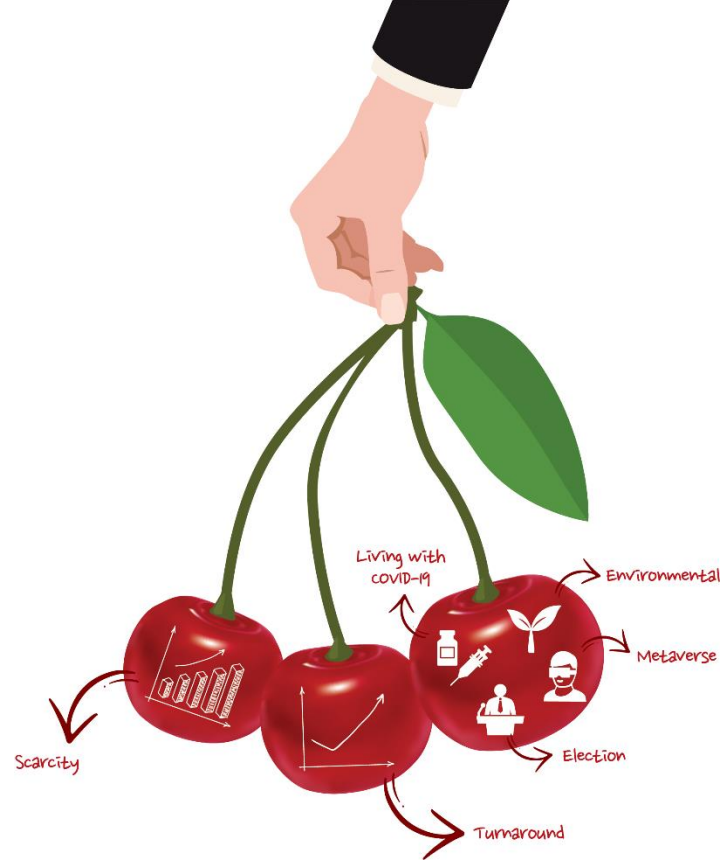


자료 : Quantiwise, SK증권

현대차그룹 생산량 전망



자료 : 현대차, 기아, SK증권 담당 섹터 애널리스트 추정



3

2022년 긍정적 업종/테마

3) 기대감 높은 테마

2022년 KOSPI 밸류에이션을 높일 수 있는, 기대감 높은 테마

- 이벤트성 호재 및 구조적 성장으로 투자심리 긍정적일 것으로 예상되는 테마 : 위드코로나, 대선, 친환경, 메타버스
 - ☞ 해당 테마들에 대한 기대감이 KOSPI의 밸류에이션을 높이면서 이익 하향 우려를 상쇄시킬 것으로 전망

① 위드코로나 수혜주: 미디어(엔터), 호텔/레저

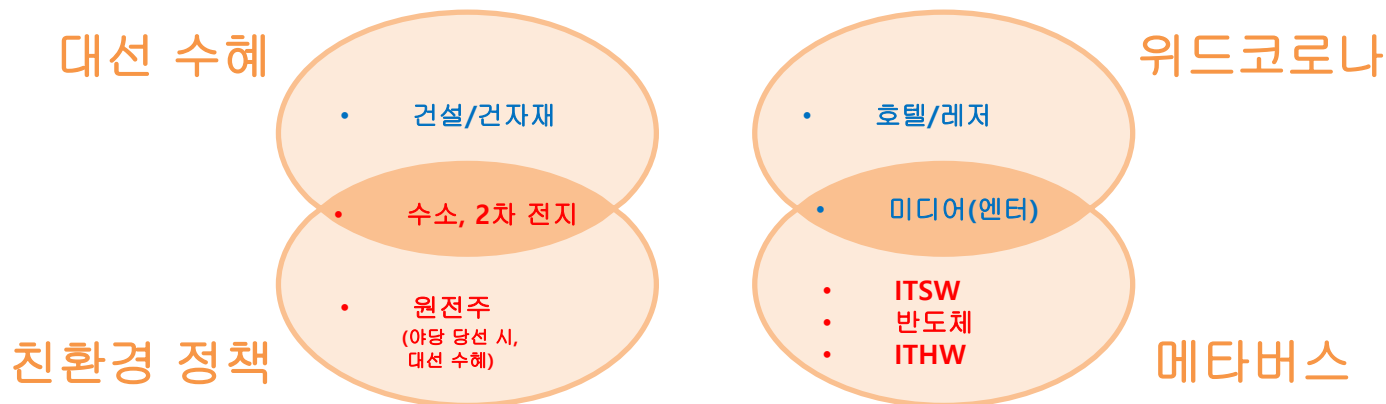
② 2022년 대선 수혜주 : 건설/건자재 업종 (더불어, 올해 건설수주 증가에 따른 2022년 이익 반영 가능성)

③ 친환경 관련주: 수소, 2차 전지 관련주, 원전주(야당 당선 시, 대선 수혜 전망)

④ 메타버스 관련주 : 미디어(엔터), 게임, ITSW, 반도체, ITHW, 통신 업종 등

☞ 위드코로나 & 대선 수혜주는 이벤트 초기 단계에서 관심도가 단기적으로 높을 것으로 판단되며,
친환경 정책 & 메타버스 관련주는 구조적 성장이 이뤄지는 산업이기에 기대감이 장기화될 수 있다는 판단

2022년 국내 증시에 대한 투자심리를 뒷받침할 수 있는 테마들



기대감 높은 테마 1) 위드코로나 수혜주: ① 엔터주, ② 호텔/레저

● 엔터주 : 오프라인 콘서트 재개와 NFT 사업 확대에 따른 기대감

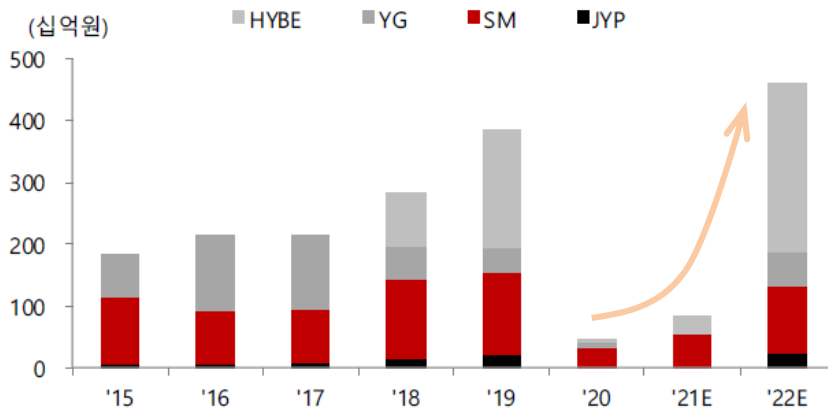
- 위드코로나에 따른 오프라인 콘서트 재개
- 메타버스 관련주로 엮이면서 메타버스 시장 성장에 따른 기대감 (국내 메타버스 관련 ETF 4종 모두 엔터주들을 높은 비중으로 편입)

● 호텔/레저 : 위드 코로나 전환 국가 증가에 따른 업황 개선 기대

- 글로벌 위드 코로나(단계적 일상회복)로 전환되면서 업황 시간 흐름수록 개선 기대
- 미국, 11/8부터 코로나 백신 접종을 완료한 모든 외국인을 대상으로 국경을 전면 개방

● 다만, 코로나 확진자 수 변동에 따라 위드코로나 효과가 나타나는 시기는 불확실성 상존

국내 기획사 4사 합산 콘서트 수익 추이 및 전망



자료 : 각 사, SK증권 담당 섹터 애널리스트 추정

주요국 위드코로나 정책 비교

	이스라엘	미국	영국	싱가포르	덴마크	호주	한국
위드코로나 전환	6/1~	6/15~	7/19~	8/10~	9/10~	10/11~	11/1~ (1단계)
거리두기 규정	실내 ~50인, 실외 ~100인 모임 허용	(뉴욕주) 모든 실내외 모임·영업제한 등 해제	모든 실내외 모임·영업제한 해제 마스크 의무화 해제	5인까지 모임 허용 ↓ 확진자 증가로 2인까지 허용 (9/27)	모든 실내외 모임·영업제한 해제	(NSW주) 자택 방문 20인까지, 실외 50인까지 모임 허용	수도권 ~10인, 비수도권 ~12인 마스크 의무화
백신 패스 도입	도입 (3/7) →해제 (6/1) →재도입 (7/21) 요구시설 축소	뉴욕시 도입 (1차 접종자 도 발급)	정치권·시민 반발로 도입 철회	도입 완료	접종률 증가·확진자 감소 ↓ 도입해제	NSW주에서 운영	접종증명·음성 확인제 도입

자료 : 언론 보도, SK증권

기대감 높은 테마 2) 대선 수혜주: 건설/전자재 업종

- 2022년 3월 9일, 우리나라 20대 대통령 선거 예정
- 역대 정권 출범 시기마다, 주요 정책에 대한 수혜 기대 업종의 강세가 나타났음
 - 노태우 대통령 정부: 200만호(수도권 90만호, 지방도시 110만호) 주택 공급 정책을 임기 초 발표하며 건설주 강세('89년)
 - 이명박 대통령 정부: 대운하 등 대규모 토목공사 공약에 관련 건설주 강세 ('08년)
- 현재 여야 두 대선 유력 후보 모두, 세부 내용은 다르지만 주택 공급 확대에 대해서는 궤를 같이 하는 상황
- 민간 주도의 공급 확대, 규제 완화 입장인 야당의 정책이 건설주에 더 호재. 하지만, 어느 쪽이든 건설사들에게 수주 확대 기회
- 정책 모멘텀이 주가에 크게 작용하는 업종 특성 상, 이번 대선이 다가오면서 추가 수주에 대한 기대감이 긍정적일 것으로 기대

두 대선 후보의 부동산 관련 공약 비교

더불어민주당) 이재명 후보		국민의 힘) 윤석열 후보	
> [기본 주택] • 임기 내 250만호, 기본주택 100만호 공급 • 건설 원가 수준의 저렴한 임대료로 30년 이상 평생 살 수 있는 주택 • 역세권 등 입지가 좋은 곳, 고품질과 충분한 면적을 보장하는 공공 주택 • 공공 부문을 통한 주택 공급 • 5년 임기 내 신규주택 공급 250만호 목표, 이 중 100만호를 기본주택으로 공급 • 기본주택 공급 통해 장기임대 공공주택 비율 10%까지 확대 목표	주택 공급 확대	> [청년 월가 주택] • 청년 중심 무주택 가구에 85㎡이하 주택 건설 원가로 공급. 임기 내 30만 가구 공급 > [역세권 첫집] • 역세권에 공공분양주택 공급. 임기 내 20만호 공급 • 민간 부문을 통한 주택 공급 • 5년 동안 전국 신규주택 250만호 이상 (수도권 130만호 이상) 공급 • 1기 신도시 주택의 재건축	
• 집값 안정과 투기 차단을 위한 규제 강화 • 주택담보대출 등 금융 거래 더 제한. 주택도시부, 부동산감독원 등 전담기관 신설 • 분양가상한, 분양원가공개, 후분양 등의 제도 시행 • 국토보유세로 투기 근절. 대신, 실효보유세를 1%선까지 확대	부동산 시장 규제	• 시장 원리에 따른 문제 해결, 규제 완화 • 실수요자에 대한 대출규제 완화와 세제 정상화 • 역세권 민간 재건축 단지의 용적률 300% → 500% 상향 • (민간 재개발·재건축 규제 완화) • 종부세 및 양도세 낮춰 거래 확대	

기대감 높은 테마 3) 친환경 관련주: ① 수소 관련주, ② 2차 전지 관련주

- 국제사회에서 탄소 중립 목표 이행하는 과정에서 화석연료 가격 급등. 이를 해결하기 위해 친환경 관련 정책 더욱 가속화될 가능성
- 국내에서도 새 정부를 맞이하기 앞서, 양당 모두 친환경 관련 정책을 내세우면서 관련주에 기대 심리 자극할 것으로 전망
- **수소 에너지 관련주** : 정부의 육성 정책과 기업의 적극적인 투자 기대
 - 2022년부터 청정수소발전 의무화(CHPS). 이를 준비하기 위한 발전사들의 발주 기대
 - 국내 대기업들도 수소 사업에 적극적인 투자를 밝히면서 수소 경제 성장 가시화
- **2차 전지 관련주** : 친환경 관련주 중 상대적으로 펀더멘털 긍정적
 - 2차 전지주는 친환경 정책 수혜를 받는 성장주 중 비교적으로 실제 이익을 잘 내고 있는 테마
 - 미·중 갈등에 따른 국내 기업 반사이익 가능성

☞ 수소, 2차 전지, 원전 관련주(야당 당선 시)에 대한 긍정적 심리 내년에도 나타날 것으로 기대

대선 유력 후보의 기후변화 대응 관련 공약 비교

더불어민주당) 이재명 후보

- 탄소세 도입
- 2030년까지 연평균 20GW의 재생에너지 생산시설 확충
- 기후에너지부 신설
- 친환경 미래차 시대 앞당겨 수송 부문 에너지 수입 제로 지향

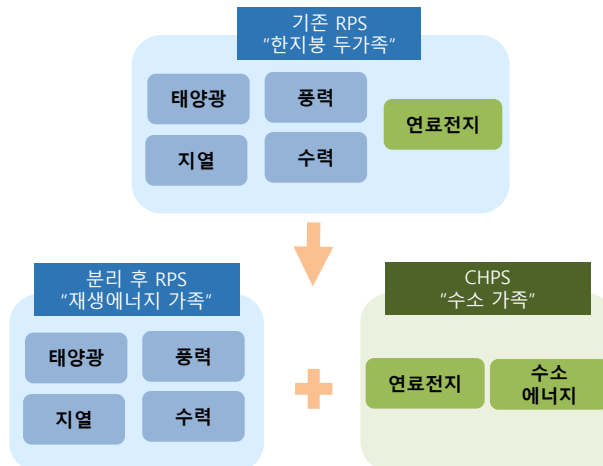
국민의 힘) 윤석열 후보

- 탄소세 단계적 도입 (국민 부담과 각 국 상황 검토 후 결정)
- 스마트 원전 (탈원전 정책 폐기), 소형모듈원자로(SMR) 도입
- 지리적 특성 감안한 재생에너지 특구 지정
- 친환경 자동차 (클린 모빌리티), 스마트 교통 선도국가

자료 : 다수 언론, SK증권

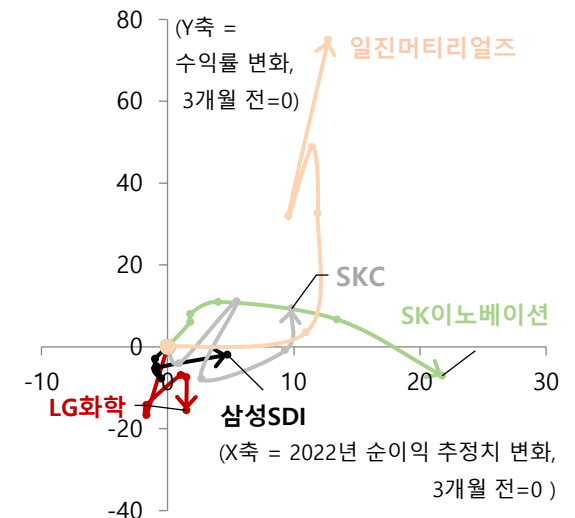
2022년부터 청정수소발전의무화제도(CHPS) 도입

● CHPS 도입 기본 방향



자료 : 산업통상자원부, SK증권

주요 배터리 셀/소재 기업들의 순이익 추정치 및 수익률 변화

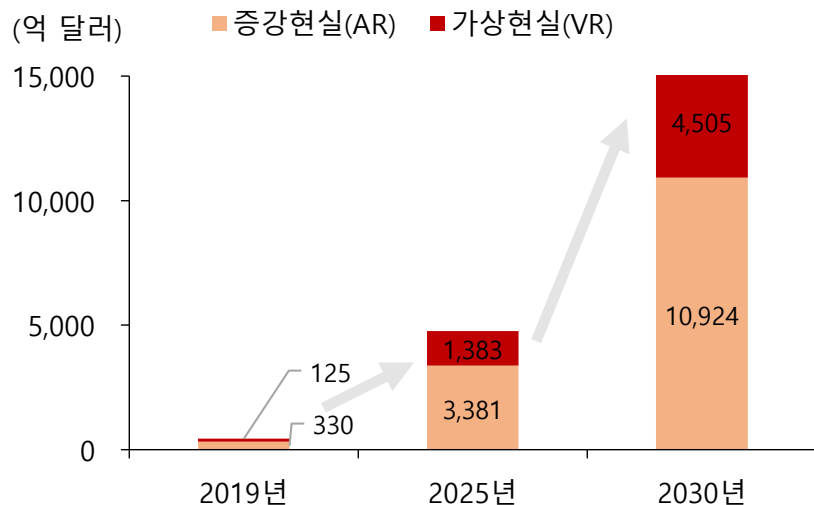


자료 : Quantwise, SK증권

기대감 높은 테마 4) 메타버스 관련주: ① 미디어(엔터), ② 게임, ③ 반도체, ④ ITHW

- 메타버스 시장의 향후 중장기적 성장에 대한 기대
 - PwC, 2019년 50조원이던 메타버스 경제 규모가 2025년 540조원, 2030년 1700조원으로 성장할 것으로 예상
 - 페이스북, MS 또한 메타버스 산업의 미래 성장성에 주목하며 메타버스 사업 추진
- 먼저 부각된 미디어(엔터), 게임 뿐 아니라 메타버스를 구현하기 위한 기기 수요 ↑ 전망 → 관련 반도체, IT하드웨어 에도 주목 필요
- 반도체: 3차원 메타버스를 구현하기 위한 연산능력이 비약적으로 향상되고, 저장용량도 확대된 반도체 수요 증가 기대
- IT하드웨어: 주변 환경과 움직임 등을 정확히 감지할 수 있는 카메라와 3D 센싱 모듈의 수요가 빠르게 증가할 것으로 기대
- 국내 관련 업체들로는 삼성전자, LG이노텍, 삼성전기, LGD, 엠씨넥스, 파트론, 옵트론텍, 뉴프렉스, 심텍, 대덕전자 등

향후 메타버스의 시장 전망



자료 : PwC, SK증권

메타버스 관련 반도체, IT하드웨어 종목들의 내년 예상되는 펀더멘털 상황 (단위 : 십억원, %)

종목명	시장	시가총액	업종명	FY22 순이익 YoY (E)	FY22 순이익 추정치 변화 (2M)
삼성전자	KS	420,869.7	반도체	5.1	-12.1
삼성전기	KS	12,025.7	IT하드웨어	13.8	12.6
LG디스플레이	KS	7,335.2	디스플레이	-33.0	-18.0
LG이노텍	KS	5,052.9	IT하드웨어	-2.8	18.7
심텍	KQ	1,232.8	IT하드웨어	29.6	23.4
대덕전자	KS	929.0	IT하드웨어	53.4	3.3
엠씨넥스	KS	828.3	IT하드웨어	110.3	6.5
파트론	KQ	552.4	IT하드웨어	17.2	-2.3
옵트론텍	KQ	208.0	IT하드웨어	209.1	4.6

자료 : Quantwise, SK증권/ 주: 계량분석에 의한 단순 참고용

기대감 높은 테마 4) 메타버스 관련주: 국내 주요 메타버스 ETF 4종

- 국내 메타버스 ETF 4종에는 미디어(엔터주 포함) 25% / 소프트웨어 20% / 게임 16% 업종이 대부분을 구성

국내 메타버스 ETF 4종의 구성종목

KODEX K-메타버스액티브				
종목명	비중	시장	업종명	시가총액
1 하이브	9.2	KS	미디어	15,190.8
2 카카오게임즈	8.5	KQ	게임	7,357.4
3 아프리카TV	8.1	KQ	소프트웨어	2,724.3
4 위메이드	8.1	KQ	게임	6,302.3
5 펠어비스	8.0	KQ	게임	7,569.1
6 NAVER	7.3	KS	소프트웨어	68,580.0
7 와이지엔터테인먼트	5.7	KQ	미디어	1,348.1
8 JYP Ent.	5.3	KQ	미디어	1,924.0
9 넥스터	5.1	KQ	미디어	666.9
10 제이콘텐츠	5.0	KS	미디어	1,137.8
11 크래프톤	4.6	KS	게임	22,789.3
12 NEW	4.0	KQ	미디어	460.5
13 에스엠	4.0	KQ	미디어	1,909.9
14 YG PLUS	3.5	KS	미디어	516.3
15 위지웍스튜디오	2.9	KQ	미디어	1,655.9
16 자이언트스텝	2.9	KQ	소프트웨어	1,115.2
17 CJ ENM	2.1	KQ	미디어	3,769.6
18 카카오	1.7	KS	소프트웨어	55,892.9
19 LG이노텍	1.5	KS	전자장비	5,052.9
20 다날	1.1	KQ	소프트웨어	644.7
21 키이스트	1.0	KQ	미디어	256.4
22 에이스토리	0.5	KQ	미디어	332.7

TIGER Fn메타버스				
종목명	비중	시장	업종명	시가총액
1 하이브	11.2	KS	미디어	15,190.8
2 JYP Ent.	10.0	KQ	미디어	1,924.0
3 와이지엔터테인먼트	9.7	KQ	미디어	1,348.1
4 위지웍스튜디오	8.9	KQ	미디어	1,655.9
5 NAVER	8.3	KS	소프트웨어	68,580.0
6 LG이노텍	7.8	KS	전자장비	5,052.9
7 카카오	7.0	KS	소프트웨어	55,892.9
8 LG디스플레이	6.8	KS	디스플레이패널	7,335.2
9 엔씨소프트	5.7	KS	게임	13,765.2
10 넥스터	4.6	KQ	미디어	666.9
11 자이언트스텝	4.0	KQ	소프트웨어	1,115.2
12 NEW	2.7	KQ	미디어	460.5
13 맥스트	2.7	KQ	소프트웨어	605.7
14 APS홀딩스	2.0	KQ	디스플레이장비	344.7
15 이랜텍	1.6	KQ	핸드셋	271.9
16 옵트론텍	1.5	KQ	전자장비	208.0
17 씨이랩	1.2	KQ	소프트웨어	289.0
18 한컴MDS	1.1	KQ	소프트웨어	201.8
19 바이브컴퍼니	1.1	KQ	소프트웨어	228.2
20 코세스	1.0	KQ	반도체	214.0
21 선익시스템	0.9	KQ	디스플레이장비	215.8

KBSTAR iSelect메타버스				
종목명	비중	시장	업종명	시가총액
1 하이브	11.4	KS	미디어	15,190.8
2 에스엠	9.9	KQ	미디어	1,909.9
3 NAVER	9.0	KS	소프트웨어	68,580.0
4 LG이노텍	8.2	KS	전자장비	5,052.9
5 카카오	8.0	KS	소프트웨어	55,892.9
6 넷마블	7.4	KS	게임	11,302.9
7 와이지엔터테인먼트	6.9	KQ	미디어	1,348.1
8 CJ ENM	6.6	KQ	미디어	3,769.6
9 위지웍스튜디오	6.2	KQ	미디어	1,655.9
10 엔씨소프트	5.6	KS	게임	13,765.2
11 넷툰	4.2	KQ	게임	928.8
12 자이언트스텝	3.6	KQ	소프트웨어	1,115.2
13 넥스터	3.4	KQ	미디어	666.9
14 알체라	2.0	KQ	소프트웨어	515.9
15 열게임	1.2	KQ	게임	218.9
16 씨이랩	0.9	KQ	소프트웨어	289.0
17 바이브컴퍼니	0.8	KQ	소프트웨어	228.2
18 와이제이엔터테인먼트	0.8	KQ	핸드셋	150.1
19 이스트소프트	0.7	KQ	소프트웨어	192.7
20 줌백스링크	0.6	KQ	의류	126.3
21 한빛소프트	0.6	KQ	게임	146.9
22 아이오케이	0.5	KQ	미디어	140.0
23 옵티시스	0.5	KQ	통신장비	119.5

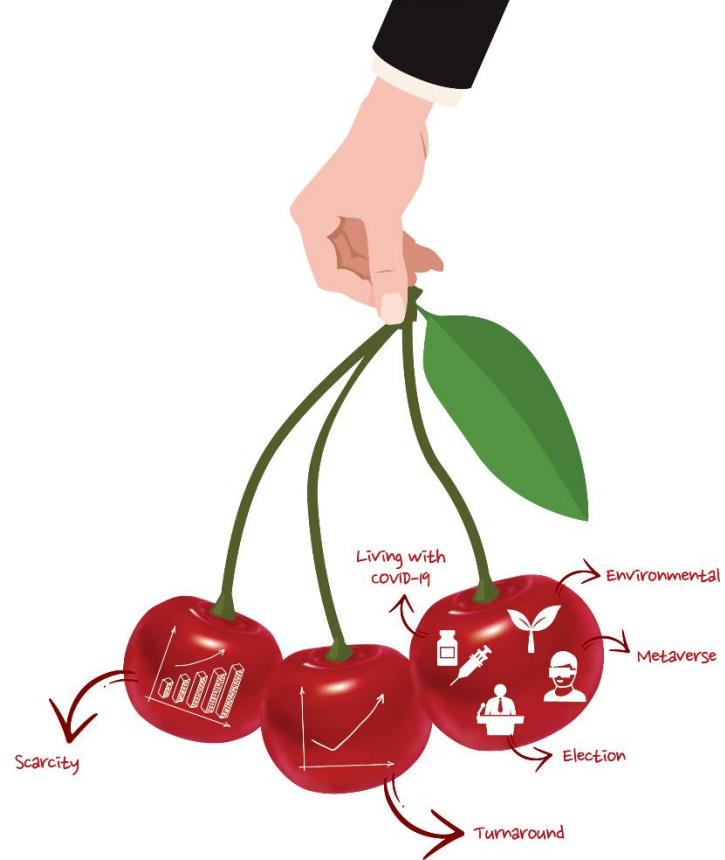
HANARO Fn K-메타버스MZ				
종목명	비중	시장	업종명	시가총액
1 펠어비스	12.5	KQ	게임	7,569.1
2 하이브	12.5	KS	미디어	15,190.8
3 NAVER	9.7	KS	소프트웨어	68,580.0
4 LG이노텍	8.6	KS	전자장비	5,052.9
5 LG유플러스	8.3	KS	통신서비스	6,265.4
6 현대모비스	7.8	KS	자동차부품	23,556.1
7 엔씨소프트	6.6	KS	게임	13,765.2
8 JYP Ent.	4.4	KQ	미디어	1,924.0
9 위지웍스튜디오	3.1	KQ	미디어	1,655.9
10 와이지엔터테인먼트	3.0	KQ	미디어	1,348.1
11 엠씨넥스	2.3	KS	핸드셋	828.3
12 에이스테크	1.8	KQ	통신장비	629.6
13 넥스터	1.6	KQ	미디어	666.9
14 뉴지랩파마	1.3	KQ	통신장비	380.3
15 알체라	1.1	KQ	소프트웨어	515.9
16 가온미디어	0.9	KQ	전자제품	287.7
17 APS홀딩스	0.8	KQ	디스플레이장비	344.7
18 지니뮤직	0.7	KQ	미디어	353.9
19 에스티아이	0.7	KQ	반도체	248.5
20 청담라닝	0.6	KQ	교육	285.5
21 씨이랩	0.5	KQ	소프트웨어	289.0
22 와이제이엔터테인먼트	0.5	KQ	핸드셋	150.1
23 바이브컴퍼니	0.5	KQ	소프트웨어	228.2
24 선익시스템	0.4	KQ	디스플레이장비	215.8
25 에이트윈	0.4	KQ	기타자본재	113.1
26 톱크웨어	0.3	KQ	전자제품	188.7
27 줌백스링크	0.3	KQ	의류	126.3
28 동운아나텍	0.3	KQ	핸드셋	99.5
29 동아엘텍	0.3	KQ	디스플레이장비	111.4

※ 하이브, NAVER, 와이지엔터, 넥스터, 위지웍스튜디오, LG이노텍
: 4개 메타버스 ETF 모두 보유하고 있는 종목들
☞ 메타버스 기대감이 높아지면, 해당 종목들에 패시브 수급이 뒷받침 될 수 있을 것

※ 4개 메타버스 ETF 구성종목들의 업종 비중

(단위:%)

미디어	소프트웨어	게임	핸드셋	통신장비	디스플레이장비	전자제품	반도체	전자장비	기타자본재	교육	자동차부품	통신서비스	의류	디스플레이패널
25.0	19.6	16.1	7.1	5.4	5.4	3.6	3.6	3.6	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8



4

SK 섹터 Views

당사 섹터 애널리스트들의 2022년 산업 전망 및 Top-picks

IT	반도체	통신	통신 서비스
	소프트웨어		
	IT하드웨어		
경기관련 소비재	자동차	금융	은행
	미디어(엔터)		증권
산업재	소매(유통)	소재	화학
	조선		철강/비철
	운송		
		건강관리	건강관리(제약/바이오)
		에너지	에너지(정유)

● 2022년 전망

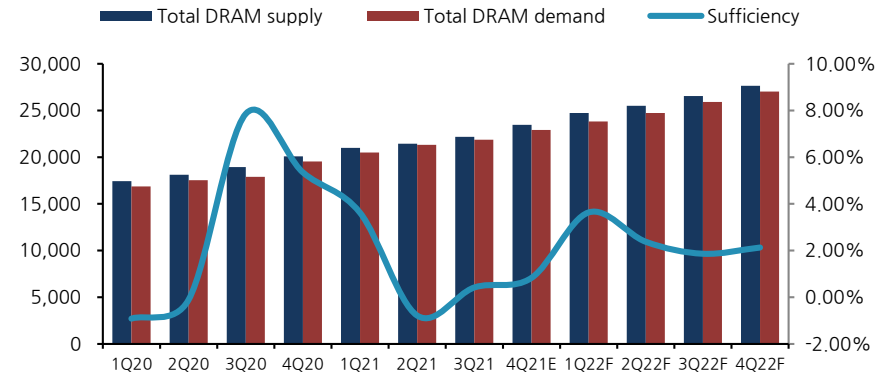
- 메모리 반도체 업황을 둘러싼 부정적인 이슈는 2022년 점차 해소될 것
- 인텔 Sapphire Rapids 서버 칩 '22Q2 본격 양산 예정
- DDR5 전환 본격화 시 초기 공급 부족으로 인한 가격 프리미엄 형성
- 부진했던 스마트폰 업황은 '22Q1 정상화 및 '22Q2 강한 반등 기대
- 메모리 업체 재고의 하향 안정화와 보수적 Capex 투자 스탠스 긍정적 요인
- 메모리 반도체 업황 반등은 '22Q2을 시작으로 내년 하반기 본격화 전망
- 시스템반도체의 경우 메타버스, 자율주행, AI, MEC 키워드 주목
- 내년 Apple VR 헤드셋 출시 예정 → 메타버스 산업 성장 본격화

● Top-picks : SK하이닉스

- 업황 우려는 이미 주가에 충분히 반영. 내년 업황 반등 모멘텀에 주목
- 메모리 반도체 업황 턴어라운드 고려 시 매출액 exposure 상대적으로 큰 SK하이닉스 매력적
- '22년 상반기는 동사의 NAND 경쟁력을 확인할 수 있는 좋은 기회가 될 것. 176단 3D NAND의 수율 여부에 따라, 과거 대비 훨씬 양호한 수익성을 기대해 볼 수 있을 것
- 동사 실적은 '21Q3를 고점으로 '22Q2까지 하락이 예상되나, '22Q3부터 '23년까지 상승하는 사이클 예상

DRAM 수급 전망

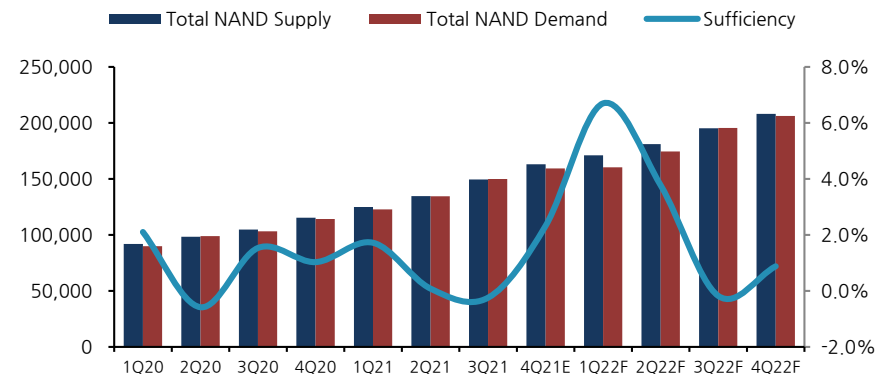
(Unit: Million 2Gb Equiv.)



자료 : Trendforce, SK증권

NAND 수급 전망

(Unit: Million 8Gb Equiv.)

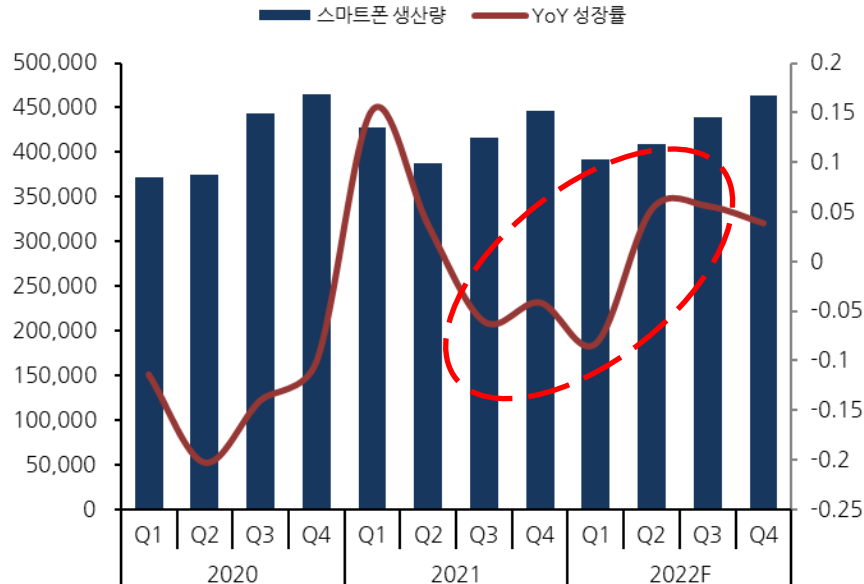


자료 : Trendforce, SK증권

● '18~'19년 공급 과잉이 주도한 Down 사이클과는 다른 접근 필요

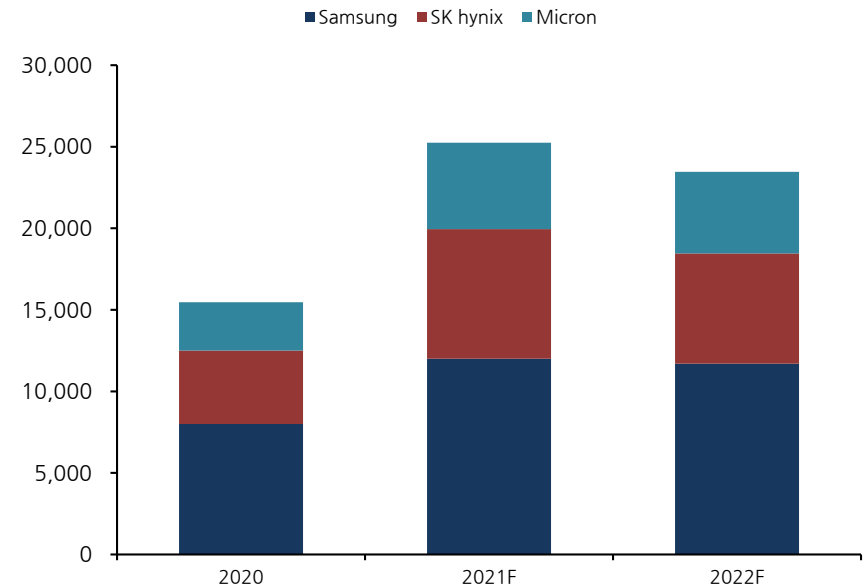
- 메모리 반도체 직전 다운사이클을 주도한 것은 공급 요인으로, 과도한 Capex 투자와 이로 인한 재고 축적 → bit Demand는 꾸준한 증가 추세
- 반면 '21년 하반기 미니 다운사이클은 Sapphire Rapids 서버칩 출시 연기와 반도체 쇼티지로 인한 스마트폰 부진 등 일시적 수요 요인
- 글로벌 메모리 3사의 '22년 Capex 투자 기조는 아직까지 보수적이며, 메모리 반도체 재고는 낮은 수준 → 공급 여건 긍정적
- 수요 측 문제는 '22년 점차 해소될 것으로 전망되며, 2Q'22 업황의 본격적인 턴어라운드 시점까지는 재고조정과 함께 바닥을 높여가는 구간
- 업황에 대한 우려 장기간 주가에 선 반영. 이제는 '22년 하반기에 존재하는 메모리 반도체 모멘텀 점차 주가에 반영될 시점

반도체 쇼티지로 부진했던 스마트폰 업황 2Q'22 기점 본격적인 반등 전망



자료 : Trendforce, SK증권
(단위: kpcs)

메모리 3사의 2022년 DRAM Capex 투자는 보수적일 것



자료 : Trendforce, SK증권
(단위: Million USD)

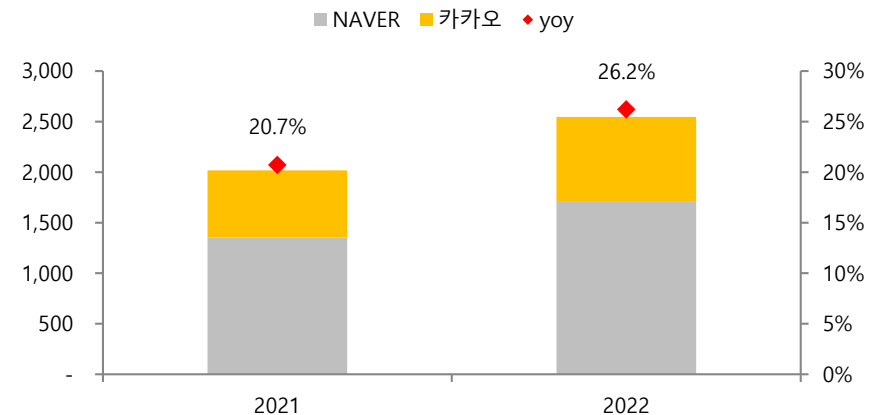
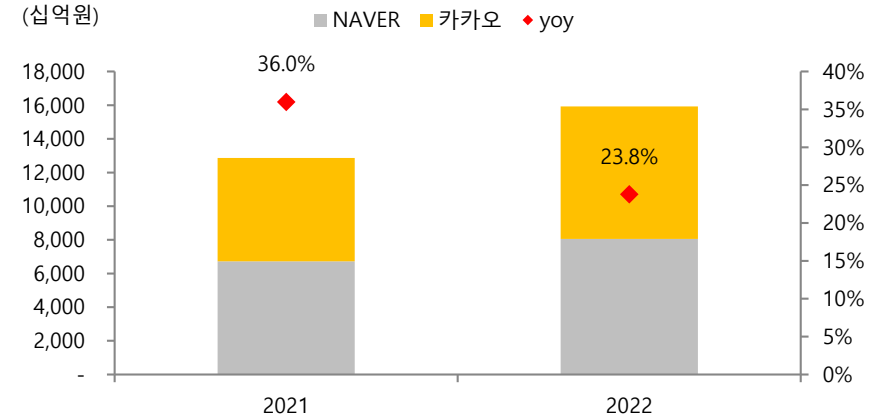
● 2022년 전망

- 2021년에 이어 국내 인터넷 업체는 높은 성장세가 이어질 것으로 전망
- 국내에서는 커머스, 엔터테인먼트, 금융플랫폼 등 기존에 진출한 사업부문에서 본격적인 성장세가 이어질 것으로 예상
- 국내 인터넷 업체의 약점으로 지적됐던 글로벌 확장도 현지 업체 인수 및 제휴를 통해 의미있는 성과가 기대됨
- 2022년은 매출액 성장률 보다 영업이익 성장률이 더 높은 본격적인 이익회수 기간이 될 전망
- 2021년 하반기 부가되었던 플랫폼 기업에 대한 규제 이슈는 관련 법안이 마련될 경우 불확실성 해소 차원에서 추가에는 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상함

● Top-picks : NAVER

- 라인을 통한 동남아시아 진출, 왓패드 인수, 제페토 등 글로벌 확장 측면에서 높은 잠재력을 보유하고 있음
- 광고 뿐 아니라 파이낸셜, 웹툰, 커머스 등 다양한 부문에서 국내 시장지배력이 강화되고 있음
- 플랫폼 규제 측면에서 해외 매출 비중이 높아 상대적으로 그 영향에 따른 영향이 상대적으로 적음

2022년 인터넷업체 매출액(위) 및 영업이익(아래) 전망 (단위: 십억원)



자료 : 각 사, SK증권

● 광고매출의 지속적인 증가 & 간편결제 시장의 고성장세 전망

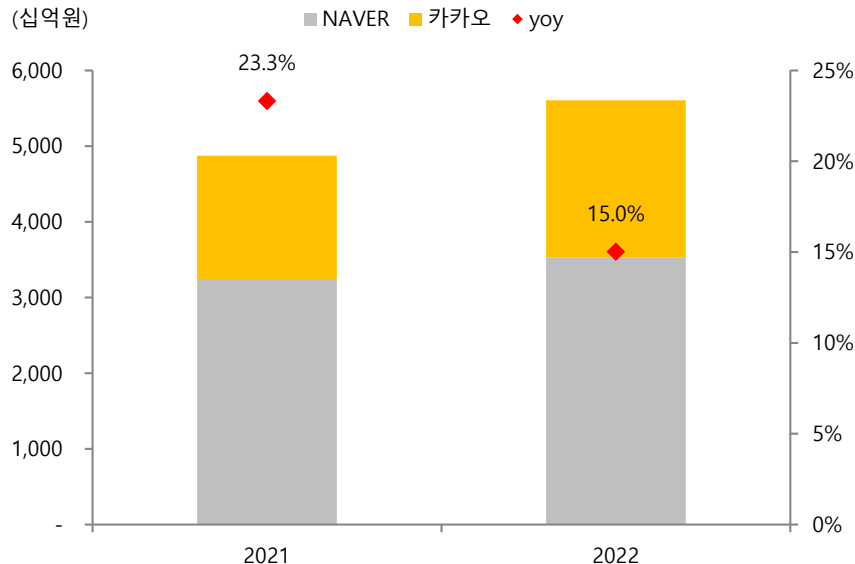
- 신규상품 출시, 광고상품 고도화 등에 상품의 선택권이 다양해짐에 따라 신규 광고주의 지속적인 유입
- 코로나로 성장한 간편결제 시장은 오프라인 및 후불결제로 2022년에도 높은 성장 전망

● 정부의 플랫폼 업체 규제 이슈, 정확한 규제의 범위와 강도가 정해지지 않았다는 측면에서 단기적으로 부정적 이슈

- 하지만, 플랫폼업체 규제의 핵심은 공정한 거래를 위한 법적근거 마련에 있으므로 일방적으로 플랫폼 업체에 불리하다고 할 수는 없고, 플랫폼업체의 등장으로 소비자 효용이 증가한 부분도 고려해야 할 것
- 2022년 구체적인 규제안 확정 시 불확실성 해소 측면에서 추가에는 긍정적인 영향을 미칠 전망

2022년 인터넷 업체 광고매출 전망

(단위: 십억원)



자료 : 각 사, SK증권

주: NAVER는 서치플랫폼, 카카오는 특비즈 부문

온라인플랫폼 중개거래의 공정화에 관한 법률안(정부안)

구분	내용
법안명	온라인 플랫폼 중개거래의 공정화에 관한 법률안
제안자	정부
제안일자	2021-01-28
제안이유	최근 온라인 플랫폼 거래시장의 급격한 성장으로 온라인 플랫폼 제공사업자의 경제적 지위가 강화되면서 영세 소상공인이 대부분인 온라인 플랫폼 이용사업자에 대한 불공정거래행위 등이 지속적으로 발생하고 있으나, 현행의 공정거래제도로는 이러한 불공정거래행위 등에 대한 효과적인 대응이 어려움에 따라 온라인 플랫폼 중개거래계약서 교부의무, 온라인 플랫폼 중개사업자의 불공정거래행위 기준, 사업자 간 분쟁해결제, 위반행위에 대한 공정거래위원회의 조사·처리 및 온라인 플랫폼 중개사업자의 손해배상책임 등에 관한 사항을 정하여 공정한 온라인 플랫폼 중개거래 질서를 위한 제도적 기반을 마련하려는 것임.
주요내용	가. 온라인 플랫폼 중개거래계약서 교부의무 등(안 제6조) 나. 온라인 플랫폼 중개사업자의 사전통지 의무(안 제7조) 다. 온라인 플랫폼 중개사업자의 불공정거래행위 기준 마련(안 제9조) 라. 사업자 사이의 분쟁조정(안 제12조 및 제16조부터 제18조까지) 마. 공정거래위원회의 위반행위조사 및 처리(안 제20조, 제22조, 제24조 및 제26조) 바. 공정거래위원회의 서면실태조사(안 제29조) 사. 온라인 플랫폼 중개사업자의 손해배상책임(안 제30조)

자료: 의안정보시스템

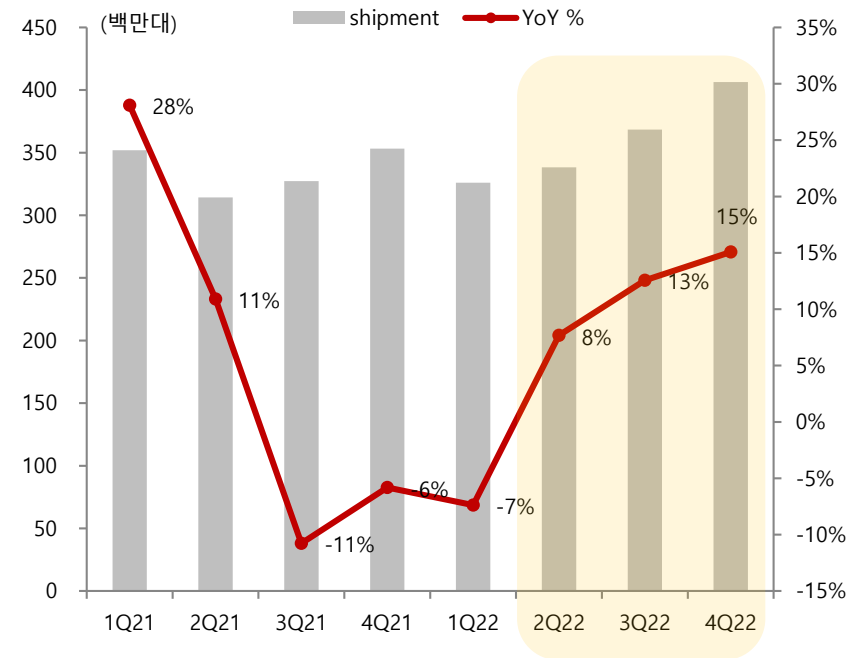
● 2022년 전망

- 주요 비메모리 부품 부족, 중국 전력난, 동남아(주요 생산거점) 확진자 증가 등 비우호적인 영업 환경 1Q22까지 지속
- 부품 공급 부족이 4Q21부터 점차 완화됨에 따라 1Q22 저점 이후 2Q22부터 스마트폰 출하량 반등 전망. 강한 상저하고를 예상.センチメント 개선은 이보다 1-2개 분기 선행하기에 4Q21말 supply chain 주가 반등 전망
- 2021년 스마트폰 출하량은 13.5억대로 YoY +4%에 그칠 것으로 예상. 당사 Base case 시나리오를 통한 2022년 전망은 YoY +7%로 전년 대비 개선되나 경쟁 심화로 업계 전반적인 이익 레벨 상향은 쉽지 않음
- 모바일에 편중된 전통 부품보다는 산업, 전장 등으로 전방 application을 다변화시켜 가는 업체가 이익 상향과 valuation premium 부여에 유리. 수동부품, 폴더블, 패키지기판 업계를 주목

● Top-picks : 삼성전기, 대덕전자, 아비코전자

- 4Q21 중 주가 반등 예상
- 삼성전기: 패키지 기판, MLCC의 안정적인 이익 기여
- 대덕전자: FC-BGA 수급 불균형 2022년에도 지속
- 아비코전자: 자회사의 턴어라운드 + DDR5 관련 수혜

스마트폰 분기별 출하량 전망



자료 : SK증권

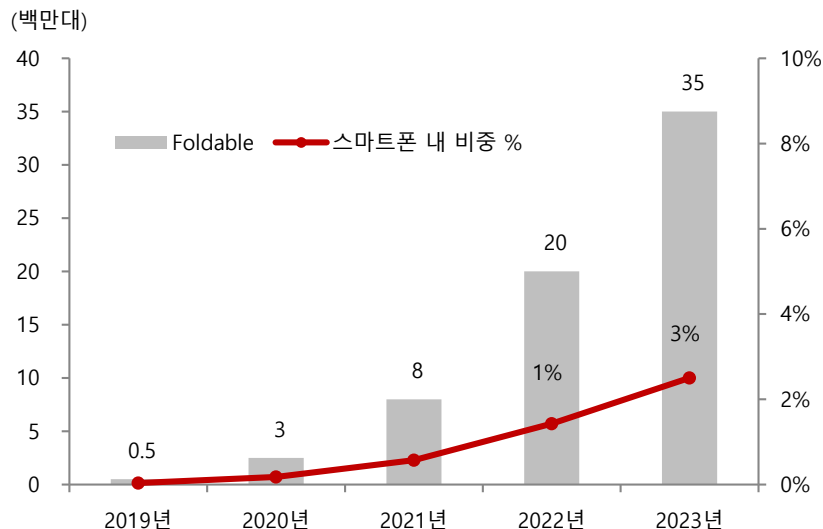
● 꺼지지 않은 불 삼성전자의 ‘폴더블폰’, 2022년 2천만대 시장 돌파

- 4분기 비메모리 부품과 UTG 수급, 베트남 생산 라인 이슈가 출하의 관건이 될 전망
- 올해 7-800만대 수준에서 내년 2000만대 이상, 내후년 3500만대 이상의 시장이 형성될 것으로 보임에 따라 커져가는 시장 성장폭에 초점

● 2022년 다시 한번 수동부품

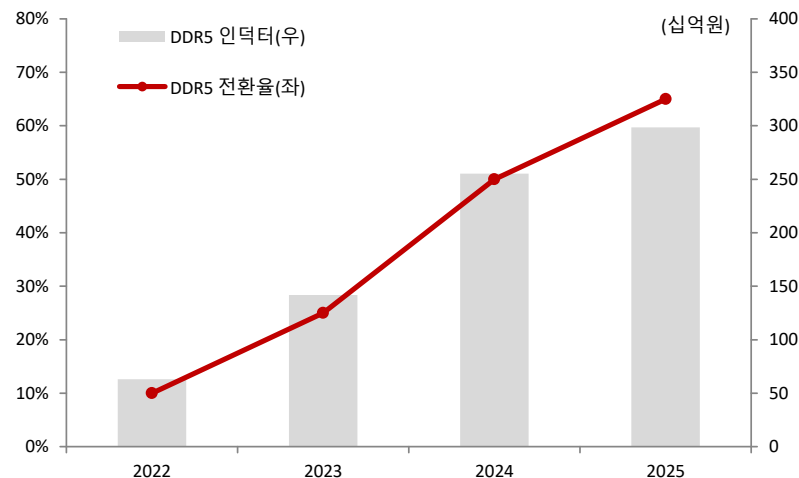
- 수요의 구조적 변화로 수동부품 전반의 긍정적인 낙수 효과 기대
- 모바일 시장은 전방의 완전한 회복세에도 5G, 폴더블, 중가 라인업 등 출하가 늘어나며 대당 수동부품 탑재량 증가세
- 전기차 보급 확대, wearable 기기의 등장 및 폭발적인 성장세도 수동부품 수요를 자극
- DDR5로의 전환으로 메모리 모듈 내 MLCC, 인덕터 신규 채용. MLCC 대비 관심이 덜했던 인덕터와 저항기 시장도 주목.

폴더블 스마트폰 출하량 전망



자료 : SA, SK증권

DDR5 전환율에 따른 DDR5 인덕터 시장 규모 추정



자료 : SK증권

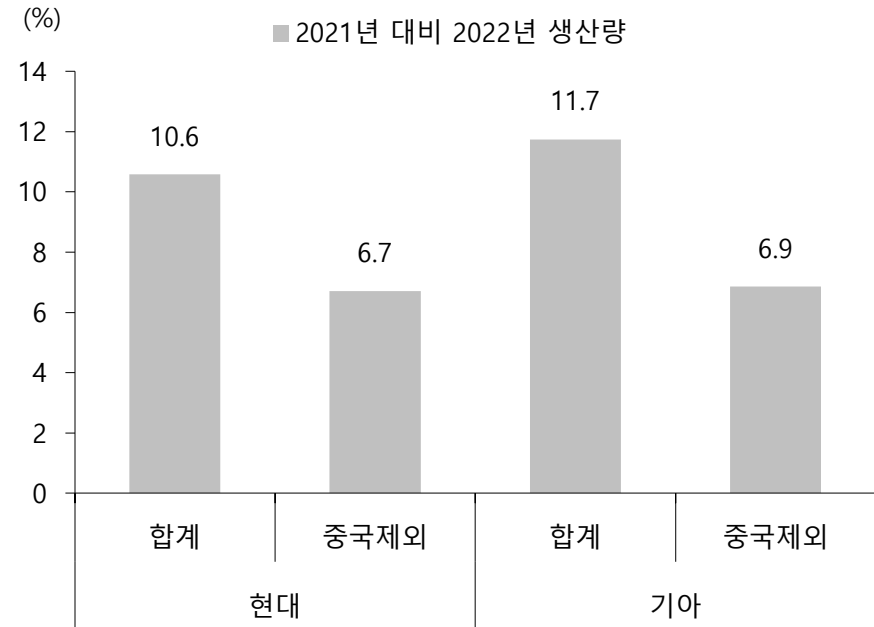
● 2022년 전망

- 2021년 부정적인 요인들은 점차 해소 판단됨에 따라 상승 여력 존재
- 하반기로 갈수록 생산정상화 가속화 기대. 상저하고의 흐름 예상
- 연초 이후 지속되던 부품수급 차질 및 원재료 가격 상승은 점차 완화될 것으로 판단. 낮은 재고 상황을 감안하면 경쟁심화 가능성도 낮은 상황
- 부품사/타이어 종목에서는 생산량 증가로 인하 고정비 부담 완화와 물류차질 완화에 따른 운반비용 감소도 기대
- 2022년에도 전기차 판매 확대 기대, 신차 확대와 전용플랫폼 증가로 수익성 개선이 기대됨에 따라 valuation 할인 요인 해소 전망
- 자율주행의 경우, 업체들의 소프트웨어(SW) 전략에 주목할 필요

● Top-picks : 현대모비스

- 실적 개선과 신규 제품 및 고객 확대를 기반으로 주가 상승 예상
- 차량용 반도체 부족으로 생산량 감소가 진행되었으나 2022년은 올해 대비 현대차 +10.6%, 기아 +11.7% 생산량 증가 전망, 이익개선 기대
- 전동화부문 매출 확대는 지금도 진행 중. 완성차그룹의 신차스케줄을 감안하면 내년부터 본격적인 외형 및 수익성 개선 가능하다는 판단

현대차그룹 생산량 전망



자료 : 현대차, 기아, SK증권 추정

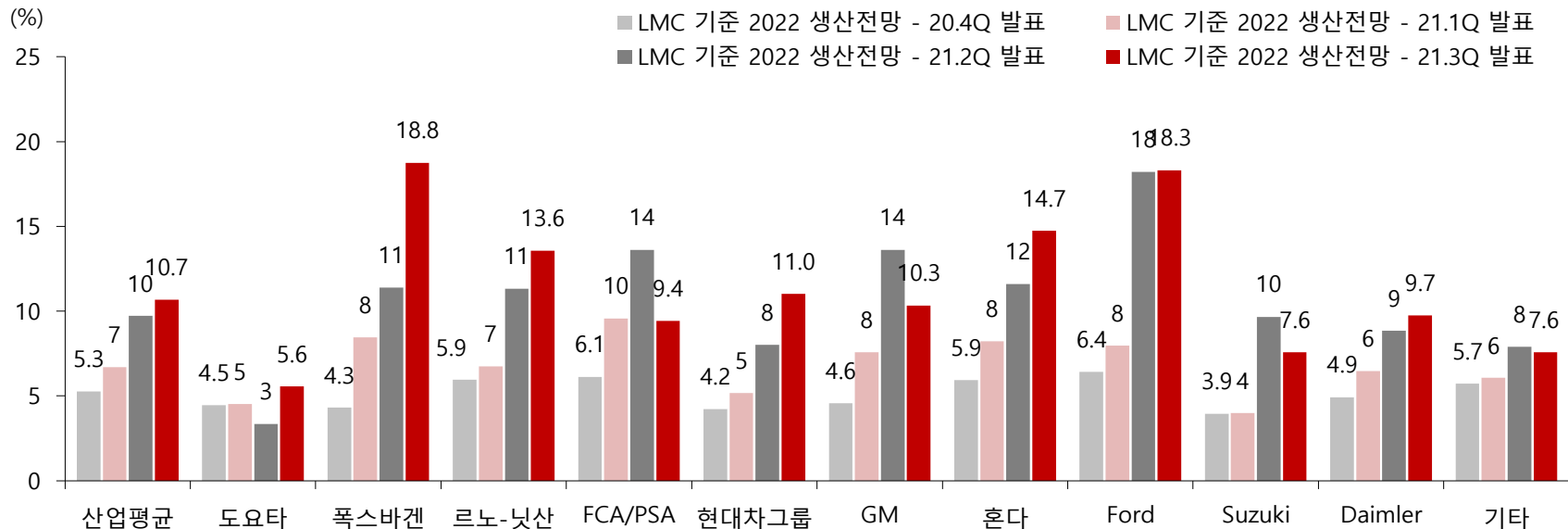
● 2022년 생산차질은 일부 완화 예상, 가시성 높은 이익증가 기대

- 2022년 전망치는 2021년 생산전망치가 낮아지면서 증가폭 상승. 산업평균으로는 +10.7%, 현대차그룹은 +11.0% 예상. 여전히 변수가 많지만, 현상황에서 추가적으로 악화되기보다는 개선 혹은 현상 유지가 될 가능성이 높다는 판단
- SK증권에서는 2022년 자동차 섹터의 추정치를 YoY 기준으로 영업이익은 +2.0%, 당기순이익은 +17.0% 성장 전망

● 생산만 정상화되면 전반적인 환경은 양호

- 생산만 정상적으로 이루어진다면 수요와 재고 상황 등은 자동차 섹터에 우호적
- 최근 주요 지역에서 수요가 둔화되긴 했지만, 대기수요 감소나 구매력 약화라기보다 팔 수 있는 재화가 없었던 영향이 큰 상황

LMC 2022년 생산전망 - 생산차질은 일부 완화될 것으로 기대. 산업 평균으로 +10.7% 성장 예상



미디어(엔터테인먼트) : 오프라인 활동 재개에 따른 탄탄한 음반/원 수익

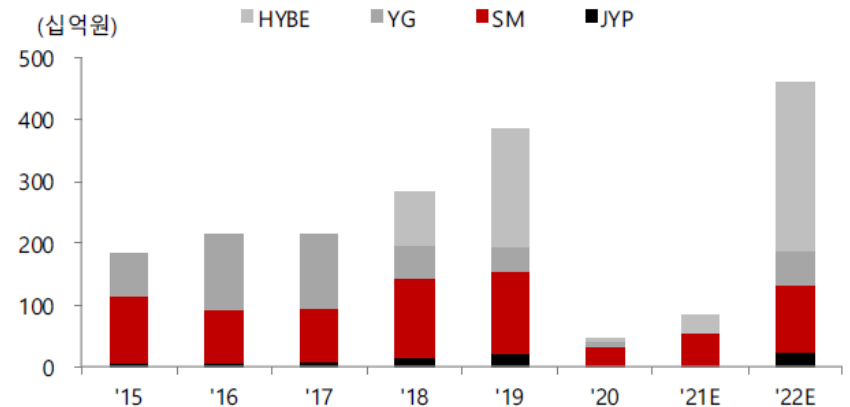
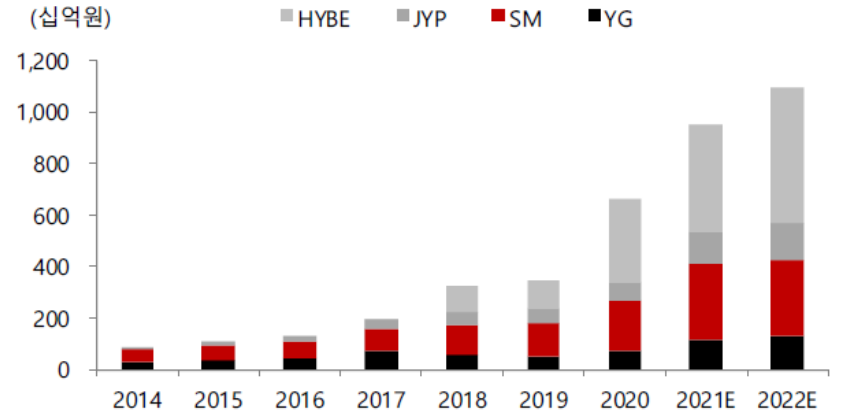
● 2022년 전망

- 최근 기획사들은 NFT 사업 확대에 따른 기대감이 반영되며 견조한 주가 상승세를 보이고 있음. 실제로 하이브, 에스엠 등 NFT 사업에 대해 구체적인 계획을 내놓고 있어 내년에 이러한 사업들이 가시화된다면 주가의 견조한 흐름은 지속될 수 있을 것
- 또한 지난 2년간 부재했던 오프라인 투어도 재개. 공연은 코로나19 이전 대비 Q, P 모두 상승할 것. 공연 가능한 아티스트 수 및 국가 증가에 더해 콘서트 러닝 개런티 상승, 온라인 공연 병행으로 22년 콘서트 수익은 19년 대비 20.1% 증가 예상
- 2022년 기획사 4사 합산 영업이익은 5,961억원(YoY 50.8%) 전망. 오프라인 활동이 재개됨에 따라 탄탄한 음반/원 수익에 더해지고, 보유 IP 기반 간접 매출이 증가할 전망

● Top-picks : 하이브(BUY/ TP 45만원)

- 내년 상반기까지 위버스 신규 플랫폼 출시, 해외 아티스트 영입, 신인 그룹 최소 2팀 데뷔, 오리지널 IP 기반 웹툰/웹소설 공개, NFT 사업 가시화 등 주가 상승을 이끌 수 있는 재료들 풍부
- 최근 IP를 활용할 수 있는 신기술 및 지분 투자에 적극적인 모습을 보이고 있고, 특히 플랫폼 사업에서의 실적 상향 여력이 높다고 판단
- 기존 기획사 3사 대비 밸류에이션은 높지만, 적극적인 플랫폼 사업 확장으로 가치가 상승하며 지속 차별화될 전망

기획사 4사 합산 상) 음반/원 수익, 하) 콘서트 수익 추이 및 전망



자료 : 각 사, SK증권

미디어(엔터테인먼트) : 오프라인 활동 재개에 따른 탄탄한 음반/원 수익

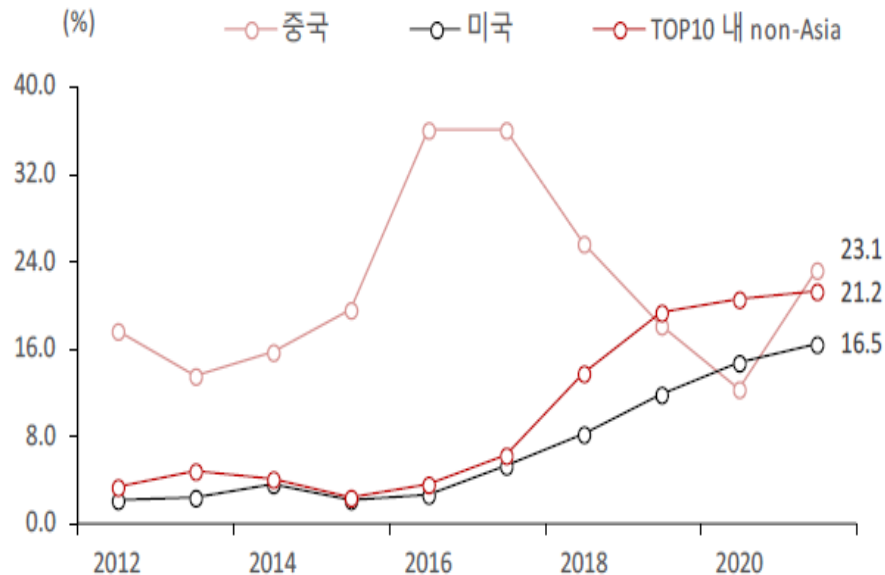
● K-POP 소비 국가 증가

- 음반 수출 상위 10개 국가 중 non-Asia 지역의 비중은 18년 13.7%에서 21년 누적 21.2%까지 상승

● 앨범, 뮤직비디오, 굿즈 등을 NFT 형태로 출시 가능

- NFT 콘텐츠 영역에는 한계가 없기 때문에 IP를 기반으로 하는 모든 것을 자산화해 새로운 수익 모델을 만들 수 있음
- K-POP은 아티스트라는 강력한 IP 보유, 이를 바탕으로 한 팬덤 문화로 커뮤니티가 형성되어 있어 NFT와 잘 결합될 수 있음
- 기획사와 NFT 플랫폼의 협업 사례 증가 추세 ('21년 7월 JYP Ent.-람다256 업무 협약 체결, 11월 하이브-두나무 지분 교환, 에스엠-솔라나 활용 등)

해외 지역 음반 수요 강화→ non-Asia 비중 상승



자료 : 관세청, SK증권

엔터테인먼트 산업의 NFT 활용 사례

기획사/아티스트	활용 사례
브레이브걸스	5번째 미니앨범 출시를 기념해 업비트를 통해 일리스트를 NFT로 발행
매드몬스터	재발매 싱글 특별 영상을 NFT로 발행
어비스컴퍼니	NFT 플랫폼 '디파안'과 업무협약 체결
밴드 이날치	NFT 매니아, 히트곡 <범 내려온다>를 NFT로 발매
ACE	해외 NFT 플랫폼 왁스가 ACE의 굿즈를 NFT로 제작
도끼 더블케이	메타버스 플랫폼 Xverse가 NFT 카드 제작
위켄드	디지털 음원과 아트웍을 NFT로 판매해 229만 달러의 수익 달성
케이티 페리	올 연말 라스베이거스에서 여는 콘서트 관련 콘텐츠를 NFT로 발행할 계획
린제이 로한	자신의 모습이 담긴 NFT 아트웍을 6만 달러에 판매
세븐	신곡 <모나리자>를 NFT로 발매
JYP Ent	두나무 자회사 람다256과 NFT 업무 협약 체결
CJ올리브네트웍스	람다256과 NFT 플랫폼 내 미디어 기술 협업, NFT 서비스 사업 등에 협력

자료 : 언론 보도, SK증권

소매(유통): 온라인 투자를 잘 하는 곳만 골라 담기

● 2022년 전망

- 온라인화 더딘 전통 유통 채널들은 현재 주가 대비 레벨 다운될 전망
- 2022년 중 상저하저 흐름 보일 것
- 주요 온라인 기업들 거래액 및 매출액 성장률이 2021년 상반기 대비 2022년 상반기에 더딜 것이기 때문에 조정세 전망됨
- 전통 유통 채널들의 이커머스 견제 위한 Capex 지출이 2022년도에 늘어날 전망인데, 투자 방향성 뚜렷하지 않은 기업들 주가 힘 못쓸 것

● Top-picks : GS리테일

- 요기요 인수에 성공했기 때문에 GS리테일의 커머스 사업부(편의점, 슈퍼마켓, 홈쇼핑)는 온라인 GMV 기준 Valuation 적용해야 함
- 현재 딜리버리히어로, 메이투안, 딜리버리를 요기요 + GS리테일의 peer로 볼 수 있고, 이들 P/GMV가 2021년 추정치 기준 0.9배, 2022년 추정치 기준 0.75배 수준으로 판단됨
- GS리테일과 요기요 합산 GMV를 감안한 GS리테일 커머스 가치는 4.7조원 수준이며 기타 지분 가치를 합산하면 4.8조원 이상의 가치를 지닌 것으로 판단돼 온라인 GMV 본격화되는 2022년 주가 상승 폭 클 전망

GS리테일 SOTP Valuation

GS Retail Commerce(CVS + SSM + Home Shopping) Valuation								
Unit: Billion USD	Dark Store	Region	Mkt Cap	2020 GMV	2021E GMV	2022E GMV	2021 Fwd P/GMV	2022 Fwd P/GMV
JustEat	X	Europe	16.21	23.78	33.64	37.32	0.48	0.43
Delivrey Hero	O	Ko/la+Europe+Emerging	32.59	25.72	38.35	42.54	0.85	0.77
Meituan	O	China	217.49	125.25	200.87	274.99	1.08	0.79
Deliveroo	O	UK	6.59	5.59	8.66	9.60	0.76	0.69
DoorDash	O	USA	67.2	24.66	39.65	45.41	1.70	1.48
GS Retail	O	Korea		1.11	1.68	2.26		
DH Korea	O	Korea		2.50	2.79	3.13		
Target P/GMV = Average Delivery Hero, Meituan, Deliveroo Fwd P/GMV							0.90	0.75
GS Retail + DH Korea GMV							4.47	5.39
Target Cap							4.02	4.03
GS Retail Commerce Value (A)							4.71	조원
GS Retail Hotel Valuation								
Peer Group						호텔신라	강원랜드	
EV/EBITDA (2021E)						14.82	68.15	
EV/EBITDA (2022E)						11.59	10.03	
Target EV/EBITDA = Average 호텔신라, 강원랜드 EV/EBITDA (2022E)						10.81	배	
Hotel 12M Fwd EBITDA						0.04	조원	
Hotel EV						0.44	조원	
Hotel Net Debt						0.54	조원	
Hotel Value (B)						-	조원	
GS Retail etc Valuation								
etc Book Value						0.12	조원	
Target PBR						1.00	배	
etc Value (C)						0.12	조원	
GS Retail Total Value								
Total Value = (A) + (B) + (C)						4.83	조원	
# of Shares Outstanding						1.05	억주	
Target Price						45,000	원	
Current Price						32,350	원	
Upside Potential						39.1%		

자료 : SK증권

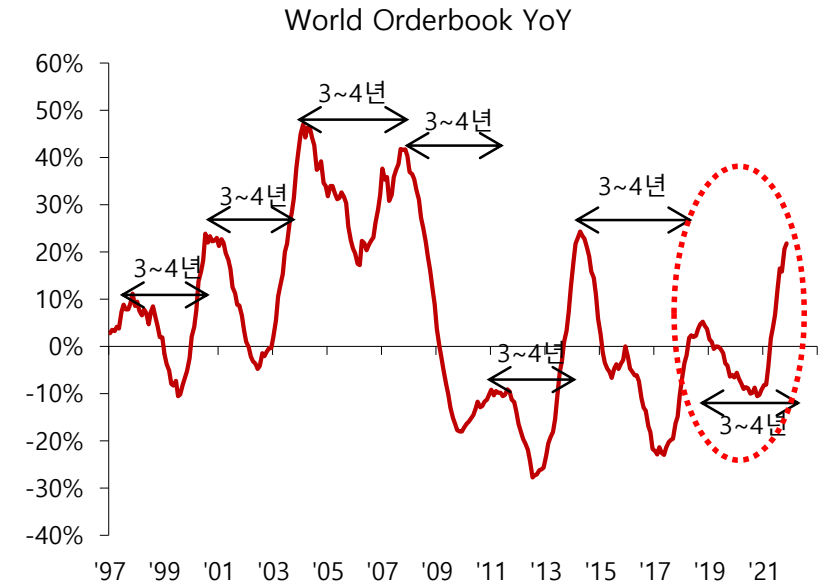
● 2022년 전망

- 현재 주가 대비 레벨 다운될 전망
- 2022년 중 상고하저하는 흐름 보일 것
- 3 ~ 4년 주기의 전 세계 수주 잔고 Cycle이 연말 혹은 연초를 기점으로 peak-out하는 흐름이 나타날 것이기 때문임
- 해운 업황이 2021년에 대한 역기저효과로 운임이 대폭 하락할 것으로 전망되기 때문에 조선사 수주 모멘텀 악화 불가피함

● Top-picks : 한국조선해양

- 현재 레벨 대비 추가 하락 여지 제한적임
- 이미 현대중공업 상장으로 인한 중간지주사 할인은 반영되었음
- 대우조선해양 매각과 관련해 EU의 기업결합심의가 지지부진한데, 이는 최근 LNG 캐리어 선가 인상 속도가 가팔라 수주금액 기준 한국조선해양과 대우조선해양 합산 시장점유율이 독과점으로 판단될 가능성이 농후하기 때문임
- 대우조선해양 매각 불발시 3자 배정 유상증자 예정이던 한국조선해양 주가 희석분이 회복할 가능성도 있음

글로벌 조선 수주잔고 YoY 추이



자료 : Clarksons Research, SK증권

● BRICs 랠리의 재림이 아니다

- 과거 2000년대 초반 중국을 중심으로 대규모로 발주된 선박들이 교체 발주되는 대(大) 사이클은 아직 시기상조임

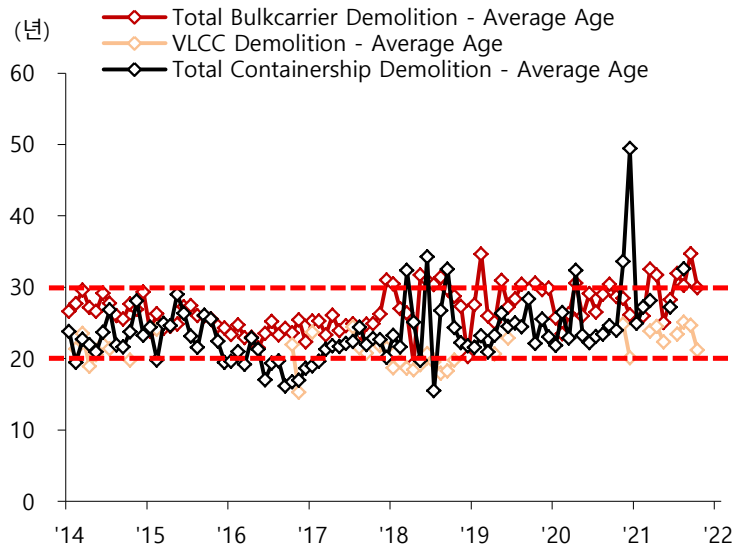
● 평균 폐선령을 감안시 몇 년 더 지나야 한다

- 주요 선종별 평균 폐선령은 대략 20 ~ 30년 수준의 밴드를 형성하고 있기 때문에 적어도 2023년 ~ 2024년은 되어야 대규모 교체발주 가능함

● 따라서 2022년은 2021년에 대한 역기저효과 불가피

- 올해 조선 수주량이 상당했기 때문에 2022년은 대(大) 사이클 진입전 소(小) 사이클 하락기에 진입할 전망이다

주요 선종별 평균 폐선령 추이



자료 : Clarksons Research, SK증권

글로벌 조선사 수주 잔고 추이



자료 : Clarksons Research, SK증권

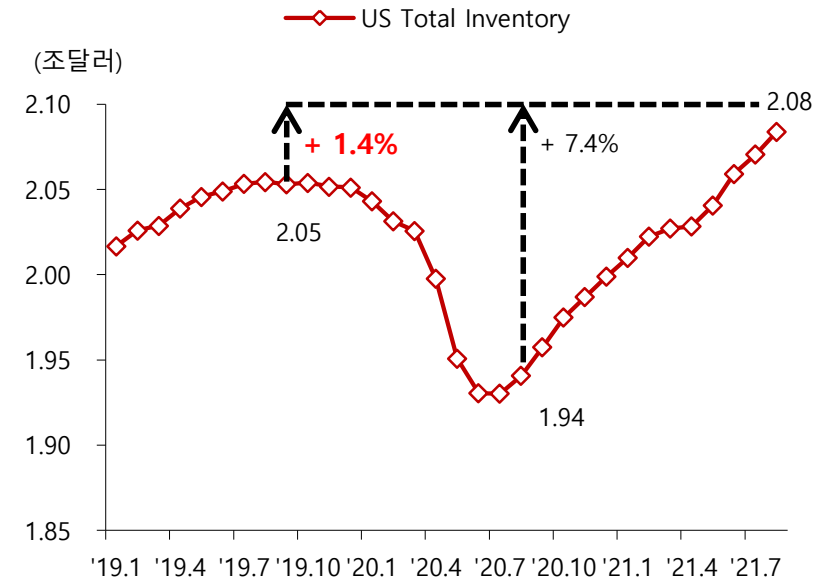
● 2022년 전망

- 해운이 현재 주가 대비 레벨 다운될 전망
- 2022년 중 상고하저하는 흐름 보일 것
- 북미 재고가 이미 너무 많아 추가 수입 수요 기대하기 어려운 상황
- 이에 2021년 대비 역기저효과로 운임이 대폭 하락할 것으로 전망됨
- 이는 항공 화물 운임 하락으로도 이어질 수 밖에 없음
- 항공 화물 수요가 해운 운임 하락으로 해운으로 이전할 것이기 때문임
- 위드코로나로 인한 여객 회복도 결국 belly cargo 증가로 인한 화물 운임 하락을 부추겨 FSC들 상대적 약세 흐름 보일 것

● Top-picks : 제주항공

- 현재 레벨 대비 추가 하락 여지 제한적임
- 화물이 없다는 점이 코로나19 국면에서 재무안정성을 저해했지만, 위드코로나 국면에서는 FSC처럼 여객과 화물간 tradeoff가 없어 수혜임
- 게다가 자본확충도 최근 마무리 지었다는 점에서 디폴트 리스크도 없음

미국 재고가 이미 너무 많아 해운 수요 줄어들 것



자료 : 미국통계국, SK증권

● 제조업, 도매업 재고가 너무 많다

- 미국 제조업과 도매업 재고가 작년 대비 대폭 상승해 미국의 추가적인 수입 수요가 제한되는 2022년이 전망됨

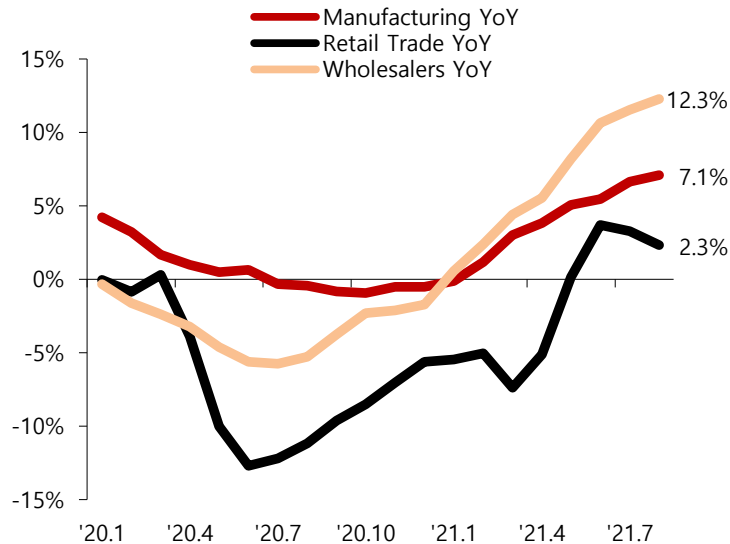
● 창고가 없다

- 평년 대비 재고의 대폭 상승으로 해상 운송된 화물들을 보관할 육지 창고가 쏟티지 이어지는 중

● 노동력 부족은 옛말

- 북미 선박 적체의 원인으로 지목되었던 항만, 철도, 트럭 노동자 부족 이슈는 미국 신규 실업수당 청구건수로 봤을 때 이미 해결된 상황임

미국 주요 카테고리별 재고액수 YoY 추이



자료 : 미국통계국, SK증권

미국 신규 실업수당 청구건수



자료 : Bloomberg, SK증권

● 2022년 전망

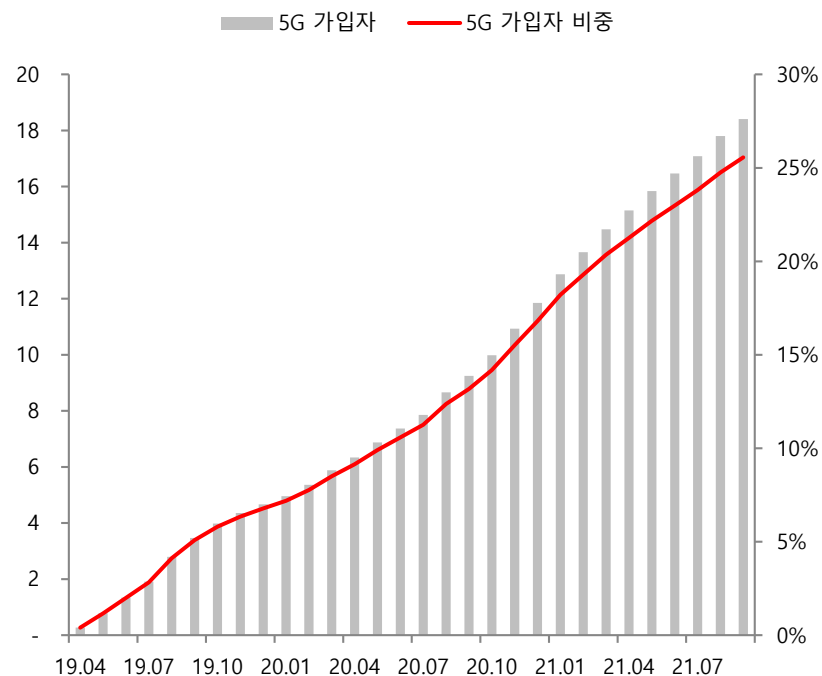
- 5G 가입자 증가에 따른 규모의 경제 효과 본격화로 이동통신 부문에서 본격적인 턴어라운드 전망
- 유료방송 시장 내 지배력 강화, 기가인터넷 가입자 증가 등 유선부문 양질의 가입자 기반의 실적 성장 지속
- 마케팅비용, 감가상각비에 큰 변수 없어 매출 증가에도 불구하고 안정적인 비용지출로 이익수준 레벨업 전망
- 안정적인 실적에도 불구하고 통신업체의 코스피 대비 멀티플 디스카운트 여전해 업종 밸류에이션 매력 충분하다는 판단

● Top-picks : SK텔레콤

- 11월 29일 분할 재상장 이후 통신부문과 지주부문의 합산 시가총액은 분할전 대비 상승할 가능성 높음
- 통신부문(SK텔레콤)의 경우 유무선 모두 2022년 호황이 예상되어 경쟁사 대비 이익 레버리지가 클 것으로 전망하며, 이에 따라 배당수준도 점진적인 상승을 기대할 수 있을 전망
- 지주부문(SK스퀘어)의 경우 원스토어, ADT 캡스 등 주요 자회사의 순차적인 상장 예정됨에 따라 자회사의 적정 가치가 주가에 반영될 것으로 예상

5G 가입자 증가에 따른 규모의 경제 효과 본격화 전망

(단위: 백만명)



자료 : 과학기술정보통신부

통신서비스: 5G 가입자 증가에 따른 이동통신 부문의 본격적 턴어라운드

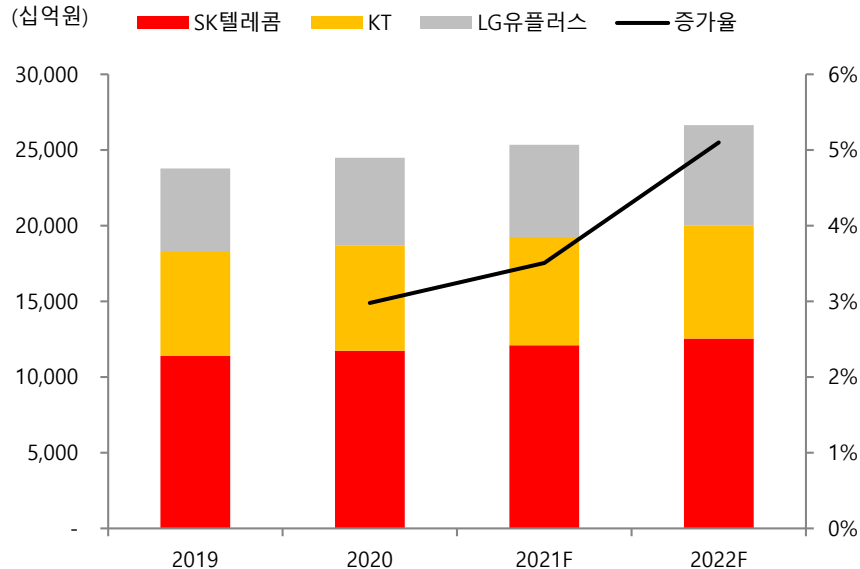
● 통신부문에서 안정적 성장

- 무선부문: 5G 가입자 증가에 따른 본격적인 규모의 경제효과 전망 (국내 통신3사 2022년 이동통신매출액은 +5.1% YoY 전망)
- 유선부문: 넷플릭스, 디지니플러스 등 외산 OTT가 국내 IPTV 업체와의 제휴 방식으로 국내에 진입하는 만큼 IPTV의 성장기조 지속 가능성

● 비통신부문에서 장기성장동력 확보

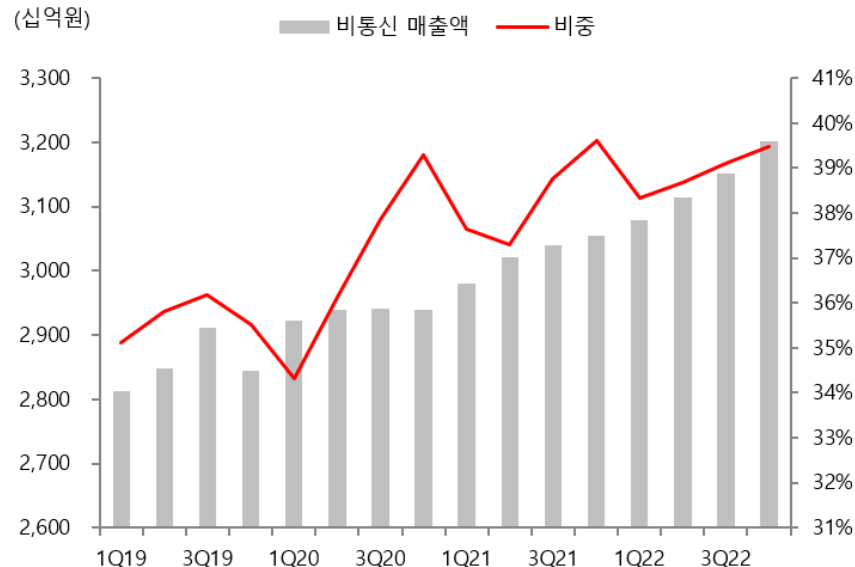
- SK스퀘어: 윈스토어, SK실더스(ADT캡스) 주요 자회사의 상장이 2022년부터 시작될 전망
- KT: DIGICO 부문의 투자 강화 (Epsilon, 현대 HCN, 밀리의서재 등 인수를 통한 B2B, 플랫폼 역량 강화)

이동통신 매출액 전망



자료 : 각 사, SK증권

SK텔레콤 비통신 부문 매출액 추이



자료 : SK텔레콤

주: 비통신부문은 이동통신 부문 제외

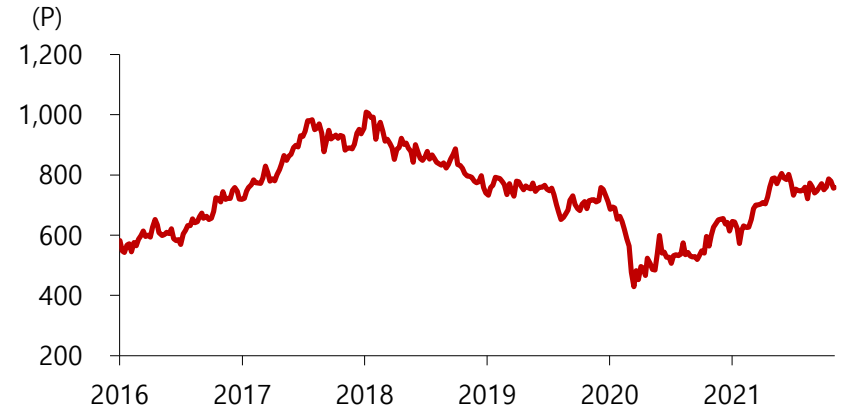
● 2022년 전망

- 금리 상승에 의한 NIM 확대에 힘입어, 은행주는 2022년 시장대비 양호한 수익률 예상
- 경험적으로 은행주는 주식시장이 강한 상승세를 보일 때보다 보합세를 기록할 때 상대적인 수익률이 더 양호
- 대출증가율은 크게 둔화되겠지만 경제성장율이 회복되고 각종 내수 관련 지원책들이 예상되어 대손비용은 크게 늘지 않을 전망. 단 과거에는 과잉대출 후에 대손비용 증가 사례가 많아, 주의해서 지켜 볼 필요 있음

● Top-picks : KB금융, JB금융지주

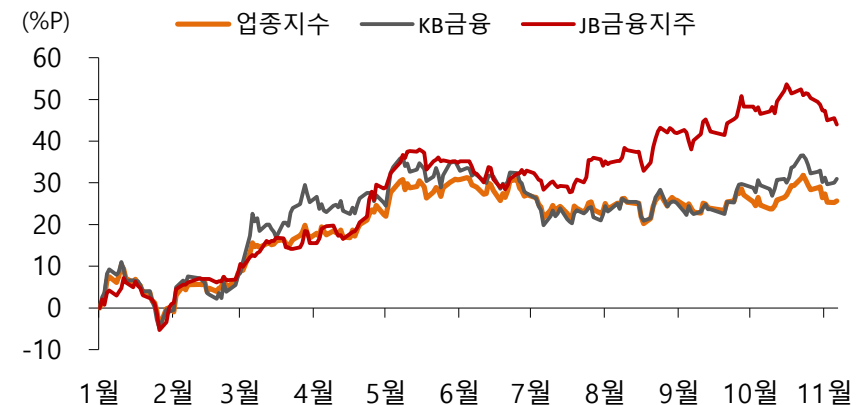
- 2021년 대형 은행주 중 Top Pick이었던 KB금융을 계속 추천. 은행들의 펀더멘털이 2022년 크게 변화할 것으로 예상되지 않아, 개별 은행주 사이에 수익률 편차가 크지 않을 전망
→ 업종 대표주로서의 장점이 유지될 전망
- 중소형 은행주 중 Top Pick이었던 JB금융지주는 여전히 매력적. 2021년 하반기에 업종지수를 크게 Outperform했음. 실적 양호하고 주주환원에 대해 적극적인 태도 보이는 중

KRX은행업종지수 장기 추이



자료 : KRX, SK증권

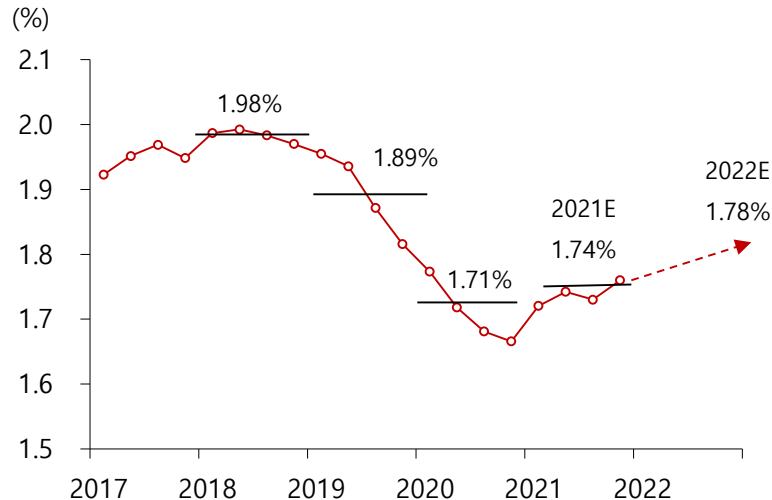
KR금융과 JB금융의 2021년 주가 흐름 비교



자료 : KRX, SK증권
주 : 일간수익률 누적치

- 실적의 변동성이 크지 않아 보여, 이익 자체보다는 NIM 등 수익성 지표가 주가에 더 중요할 전망
 - 9월 중순부터 시장금리가 크게 상승하면서 2022년 NIM 확대에 대한 기대감이 시장에 형성. 2022년 NIM은 전년대비 4bps 상승한 1.78% 예상
 - 금리 상승에 따른 정기 예금의 증가는 단기적으로 NIM에 부정적일 수 있으나, 유동성 및 자금 흐름 측면에서 은행에 장기적으로 유리할 전망
- 2022년 대출증가율은 5% 수준으로 낮아질 것으로 예상. 부정적으로 볼 필요는 없다는 판단
 - 2022년 대출증가율은 5%로 예상: 지난 2년간 각각 12%, 8%의 과잉성장을 기록했기 때문에, 일종의 연착륙이 필요한 시기
 - 마침 금리 상승 흐름이 시작되고 가계대출 규제가 강화되면서, 차주들의 대출 수요가 줄어들 전망

8개 은행주 순이자마진 (NIM) 추이 및 전망



자료 : 각 회사, SK증권 추정

국내 은행 대출증가율 추이와 전망



자료 : 한국은행 (BOK), SK증권

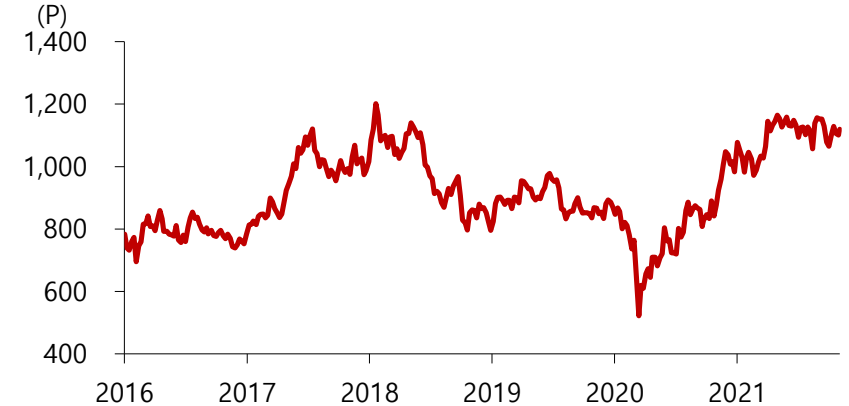
● 2022년 전망

- 2020년~2021년 초반, 과도하게 상승했던 주식시장의 거래회전율이 정상화되는 과정을 겪을 것이어서, 증권주가 시장대비 크게 상승하기는 어려울 것으로 예상
- 그룹에도 불구하고 금융시장 자금은 장기적으로 증권업으로 유입될 전망이어서, 부정적으로 볼 필요는 없음
- 시장금리 상승세는 완만히 진행될 것으로 보여, 증권주에 큰 악재나 호재로 작용하지 않을 전망
- 2022년 증시 거래대금 (일평균)은 29.3조원으로, 전년대비 5% 감소할 전망. 해외주식도 2022년 거래대금은 전년대비 12% 감소할 것으로 예상

● Top-picks : 삼성증권, 한국금융지주

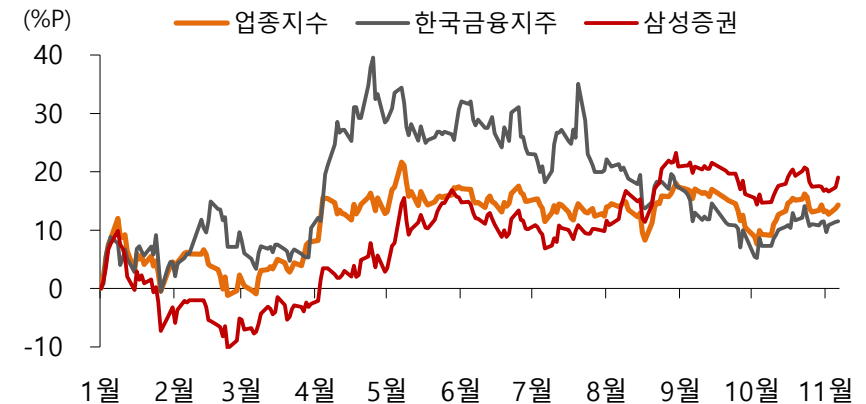
- 주식시장 거래대금이 완만히 감소하는 추세를 지속한다고 가정하면, 증시 민감도가 큰 종목보다는 삼성증권, 한국금융지주 등 WM과 IB에 강점을 가진 증권주가 유리
- 삼성증권은 WM에 가장 큰 강점을 갖고 있으며, IB에도 경쟁력을 갖고 있어 거래대금 감소의 영향을 적게 받을 전망. 배당 측면에서도 매력적
- 한국금융지주는 2021년 카카오뱅크 상장관련 이익이 발생하면서 2022년에는 기저효과로 인해 이익 모멘텀이 없어 보이지만, 실질적으로는 실적이 양호한 추세

증권업종지수 장기 추이



자료: KRX, SK증권

2021년 한국금융지주와 삼성증권의 주가 흐름



자료: KRX, SK증권
주: 일간수익률 누적치

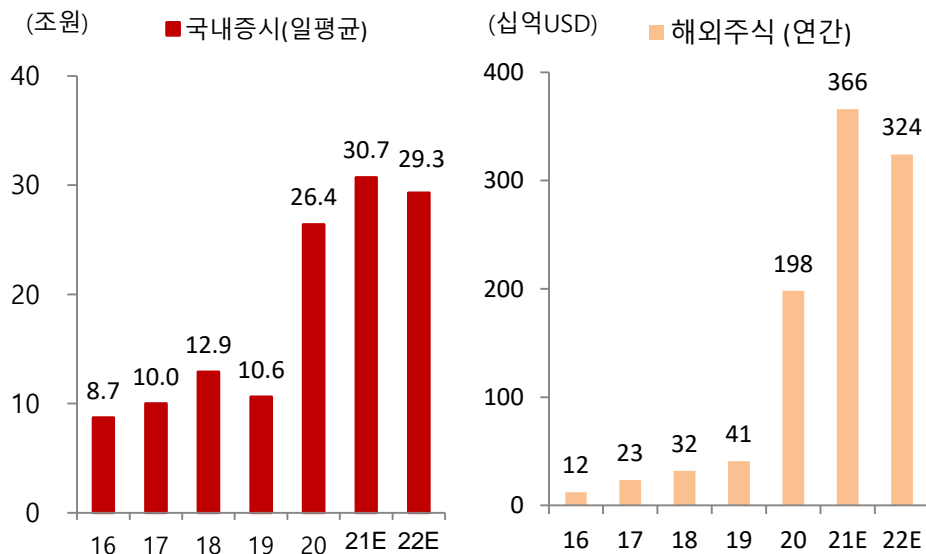
● 2022년 증시 거래대금은 다소 감소할 것으로 예상

- 2022년 증시 거래대금 (일평균)은 29.3조원으로, 전년대비 5% 감소할 전망
- 급격히 늘어난 해외주식 거래도 하반기부터 완만하게 조정받고 있어, 2022년 거래대금은 전년대비 12% 감소할 것으로 예상

● 2020년 과도하게 상승했던 거래회전율이 정상화되는 과정이 진행될 전망

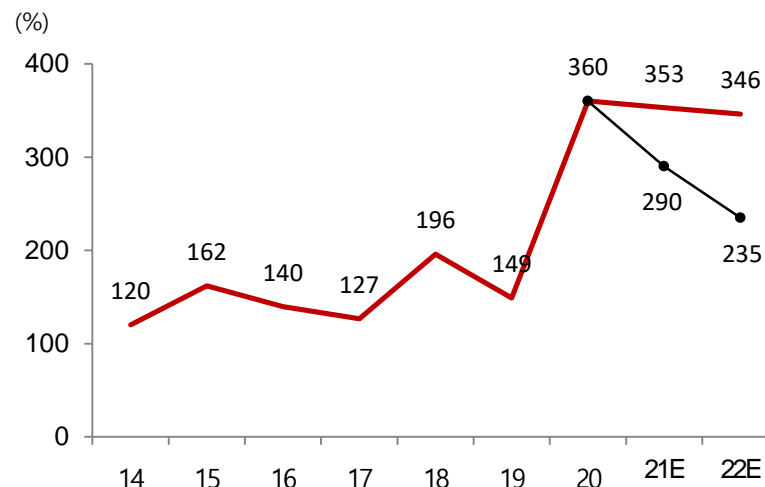
- 과거 주식시장 연간 거래대금은 시가총액의 120~200%에서 형성되었으나 2020년 360%로 상승
- 향후 2022년에는 235%로 정상화되는 과정이 진행될 전망

국내외 주식거래대금 전망



자료 : KRX, 예탁결제원, SK증권 추정
주: KOSPI+KOSDAQ+ETF 기준

국내 증시 시총회전율 전망 (거래대금/시가총액)



자료 : KRX, SK증권
주: 빨간 선은 이전 추정치, 검은 선은 변경된 추정치

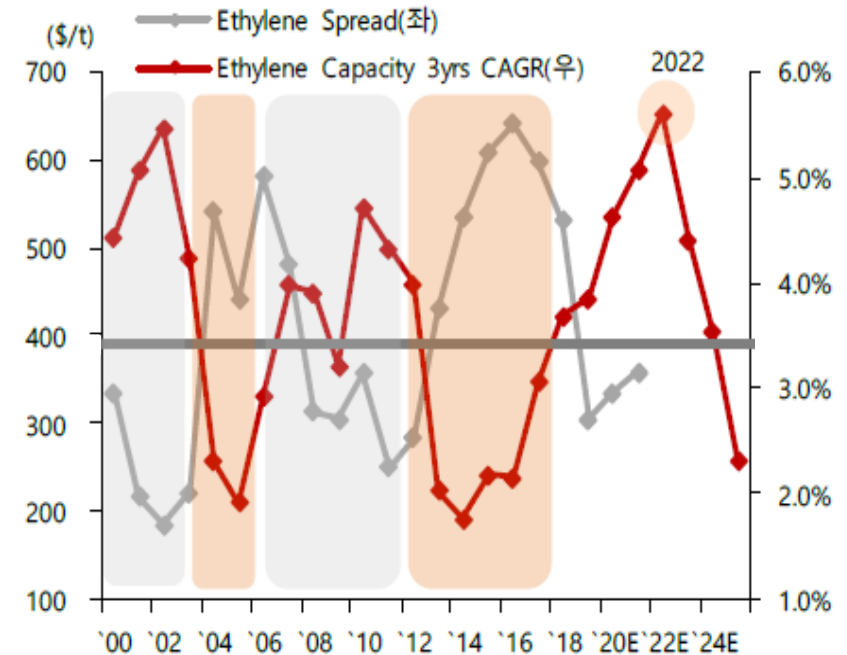
● 2022년 전망

- 올해 강세에 따른 역기저 효과와 가격 정상화에 따른 실적 하락으로 주가 부담 지속될 것으로 판단
- 주가 추이는 기업별로 상이 할 것으로 판단. 화학 기업의 경우 순수화학 대비 스페셜티 성향의 기업들이 상대적 강세를 보일 것으로 기대
- 순수 화학은 유가 상승으로 Spread의 큰 반등이 제한될 전망. 또한, 에틸렌 생산능력 3년 CAGR은 22년 +5.6%로 Peak를 앞두고 있기에 공급 부담이 지속
- 반면, 스페셜티는 높아진 멀티플이 부담이나, 시장(KOSPI)의 멀티플도 상승했다는 점과 Valuation 상승이 제한된 순수화학 대비 스페셜티는 지속적으로 성장 기대감을 부여받는다는 점에서 매력도를 높게 평가

● Top-picks : SKC

- 동박을 중심으로 한 2차전지 실적 및 주가 성장 유지될 것으로 판단
- 화학의 CASHCOW 역할에 더해 동박은 성장세 유효할 전망. 올해 말 기준 동박 5만톤 이상 CAPA 확보. 말레이시아 등 해외 생산능력을 추가 확대 중
- 신차 판매 내 전기차 판매 비중은 8%까지 확대되어 2차전지는 가파른 성장 예상돼 동박의 타이트한 수급 환경 예상
- 여기에 차세대 음극재 및 컴퓨팅용 반도체 글래스 기판 등 신규 성장 동력 마련에 장기적 우 상향 지속될 것으로 기대

에틸렌 생산능력 3년 CAGR은 22년 Peak를 앞두고 있기에 공급 부담 지속



자료 : 산업자료(2020), SK증권

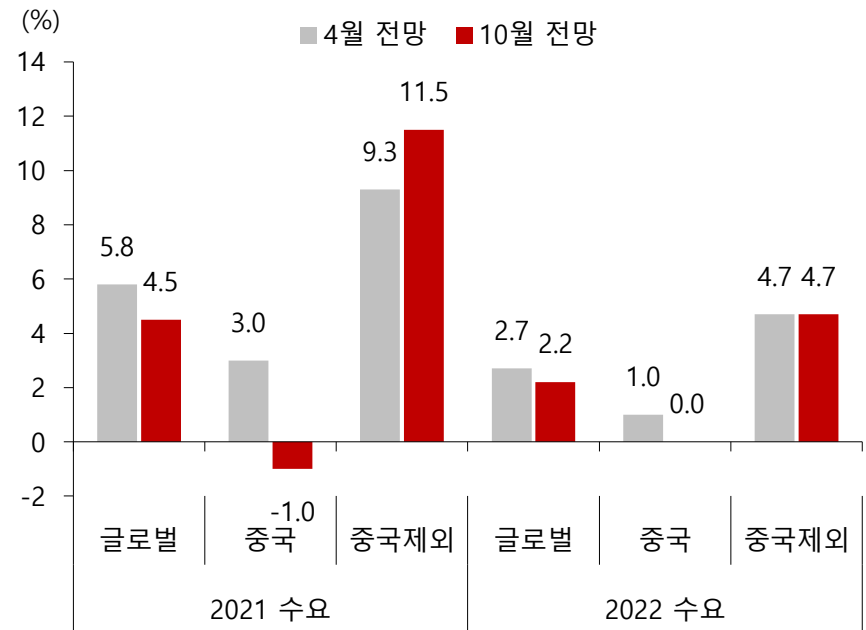
● 2022년 전망

- 2021년 호실적으로 높은 기저효과 발생, 2022년 감익은 불가피함에 따라 주가 조정 가능성이 높다는 판단
- 중국을 중심으로 외부변수의 영향에 따라 수요와 공급, 원재료 가격의 변동성이 높은 상황. 기저를 감안하면 상저하고의 흐름 예상
- 2021년 제품가격을 상승을 이끌었던 인프라 수요, 공급축소, 원재료 가격 상승 모멘텀은 점차 약화. 스프레드를 감안하면 안정적인 실적을 이어가겠으나 전체적인 이익 레벨은 낮아질 전망
- 제품가격 하락이 이어지면, 철강업종의 valuation 도 동반하향될 가능성이 높음. 대규모 부양책 혹은 감산정책 강화 등의 정책 이슈에 주목
- 상대적으로 비철금속의 양호한 흐름을 전망. 전방산업 수요도 양호하지만, 광산업체들이 ESG와 신규사업 등을 검토함에 따라 CAPEX 규모를 크게 늘리지 않는 등 공급을 제한하고 있다는 점이 중요

● Top-picks : 고려아연

- 2022년부터 신규사업인 동박 산업 매출 가시화. 본업에서 안정적인 이익 개선이 예상되는 가운데 신사업 확대를 통한 valuation 상향 기대
- 전력난으로 경쟁업체들의 가동률이 낮아짐에 따라 상대적 반사 수혜 기대, 제련수수료 협상도 긍정적으로 전개될 가능성이 높다는 판단
- 높은 상품가격이 유지될 전망, 금/은 가격, 원/달러 등도 동사에 우호적일 것으로 예상

2021년 및 2022년 철강 수요 전망



자료 : WSA, SK증권

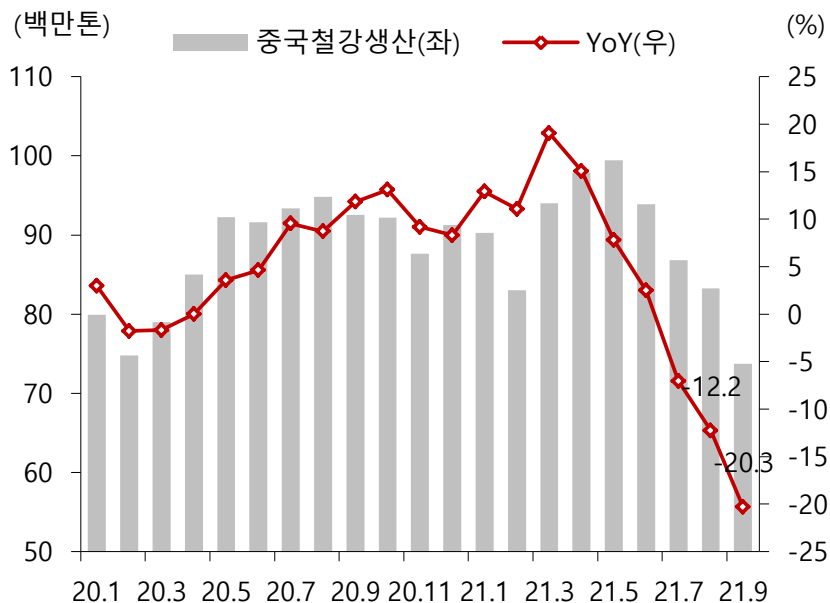
● 철강 : 불확실성이 높아진 중국의 수요와 공급

- 최근 중국의 철강수요는 (-) 성장. 수요감소가 커지는 이유는 철강 수요에서 가장 큰 비중을 차지하고 있는 부동산 시장의 축소로 판단
- 하반기부터 중국 정부의 감산정책 영향으로 인한 공급 감소는 긍정적. 내년 초 동계올림픽도 공급측면에서는 긍정적이나, 이후부터 불확실성 증가

● 비철 : 광산업체의 변화에 주목

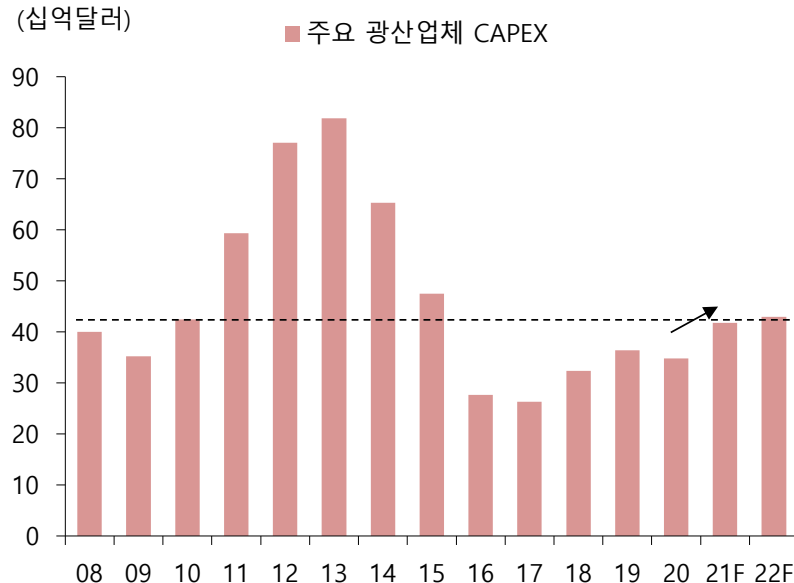
- 비철금속도 2021년 강세를 보였고, 이로 인해 광산업체의 12MF EPS도 상승. 다만 높은 수익성 개선에도 불구하고 CAPEX 증가는 제한적
- ESG 측면에서 전반적으로 낮은 점수. 다만, 'Environment&Social', 'Decarbonization'에 대한 관심 높아진 광산업체들의 변화에 관심 가질 필요

철강 수요가 줄고 있으나, 생산도 줄어들고 있다는 점은 긍정적



자료 : Bloomberg, SK증권

주요 광산업체 CAPEX – 수익성 개선에도 불구하고, 제한적 증가



자료 : Bloomberg, SK증권

● 2022년 전망

- 코로나19로 인해 코로나19 관련주들의 주가가 크게 상승하였으나 위드 코로나 시행 이후 옥석가리기가 시작되면서 거품이 빠짐
- 바이오시밀러와 바이오CMO 수출 성장률은 과거 고성장세를 시현, 2021년부터 성장률 둔화 지속 중
- 올해 좋지 못한 업체들의 실적이 낮은 base로 인해 2022년에는 양호한 실적 예상
- 2021년부터 지속 하락한 업종지수는 2022년초부터 상승세 예상
- 2022년에는 정상화되면서 코로나 이후 부각되지 못했던 신약개발 업체들의 성과가 학회를 통해 재평가될 전망

- Top-picks : 삼성바이오로직스

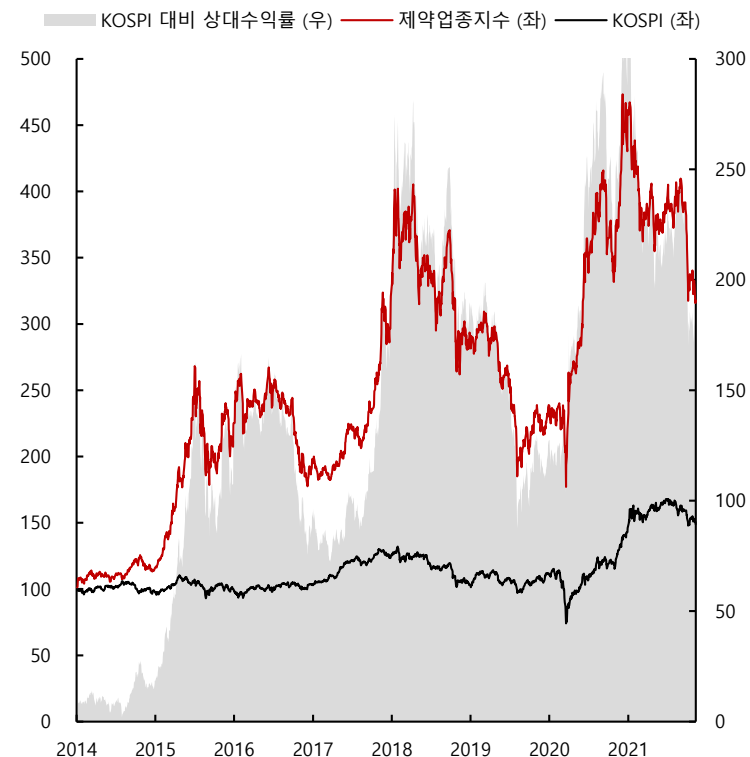
- 4공장 관련 수주가 나오기 시작할 예정
- 2022년 상반기 중 GMP 받을 예정, 연말에는 부분가동 전망
- 5,6공장에 대한 구체적인 내용도 2022년 중 확정 전망
- 따라서 중장기적인 스토리가 긍정적으로 판단

KOSPI 대비 제약업종 지수의 상대주가 흐름

(단위 : %, pt)

(2014=100, pt)

(%pt)



자료 : Dataguide, SK증권

● 수요의 회복과 높아진 유가 레벨

- 하반기 진입하면서 높아진 유가 레벨 및 정제마진은 긍정적. 현재 타이트한 수급 환경 감안 단기간 정유 업황은 우호적인 흐름 예상
- 위드 코로나에 따른 등유 및 경유의 수요 회복이 기대됨

● 가파른 에너지 전환 속도와 원유의 증산

- 정유제품의 수요는 대다수 교통(70%)에서 발생하는데 현재 전기차 보급 속도는 매우 가파름. 에너지 전환에 정유 제품 수요 둔화 가능성
- 매월 40만 bbl/일 원유 증산이 누적된다는 점과 OPEC+ 감산 정책 종료 시점이 가까워진다는 점에서 하방 리스크를 경계할 필요가 있음

정제마진 추이



자료 : Petronet, SK증권

OPEC+ 감산은 내년 9월까지 연장되었으나 점진적인 물량 증대는 진행 중

오펙 플러스, 내년 5월부터 원유 공급 확대 합의...하루 350 만배럴로 상향

(전략) 앞서 오펙 플러스는...(중략)...8월부터 12월까지 **매달 하루 40 만배럴을 증산하고** 내년 4월까지인 감산 완화 합의 기한을 오는 2022년 연말까지 연장하기로 의견을 모았으나 UAE가 이에 반대하면서 합의를 보지 못했다...(중략)...오펙 플러스 회원국들은 오는 **2022년 5월부터 이라크와 쿠웨이트의 하루 생산량을 각각 15 만배럴씩 늘리고 현재 1100 만배럴인 사우디아라비아와 러시아의 하루 생산량도 오는 1150 만배럴로 증산하기로 했다**...(중략)...한편 현재 하루 580 만배럴 수준인 감산 규모는 **오는 2022년 9월까지 단계적으로 폐지하기로 했다.**

자료 : News1(2021-07-18), SK증권