

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 11. 30 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

2022년 전망 시리즈 5 유틸리티_큰 게 온다(해설판)
2022년 전망 시리즈 6 은행_금리 그 다음(해설판)

오늘의 차트

오미크론 변이 우려와 신흥국 채권

칼럼의 재해석

Web3.0의 시대

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2021년 11월 9일 발간된
[2022년 전망 시리즈 5 - 유틸리티: 큰 게 온다] 임



▲ 유틸리티/철강
Analyst 문경원, CFA
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

2022년 전망 시리즈 5

유틸리티_큰 게 온다 (해설판)

- ✓ 대선 결과에 자유로운 수소 밸류체인, 수출 시장과 실적 개선주에 주목
- ✓ 한국전력은 2022년 대규모 적자 예상. 전력 요금 조정은 정권 상관없이 어려운 과제
- ✓ 2022년에는 실적 개선, 미국 인프라 패키지, 증설 등의 요인으로 재생에너지 산업의 Big-turnaround가 예상

시나리오별 2022년 전망

항목	변수	Worst	Base	Best
주 가 결 정 요 인	1. 국내 정책	<ul style="list-style-type: none"> 탈석탄 정책 둔화 요금 유지 	<ul style="list-style-type: none"> 현 발전 믹스 정책 유지 기후환경요금, 연료비조정단가 인상 	<ul style="list-style-type: none"> 재생에너지, 원전 동반 확대 기준연료비 본격 인상
	2. 원자재	<ul style="list-style-type: none"> 유가, 천연가스, 석탄 철강/금속 	<ul style="list-style-type: none"> 두바이유 2022년 90 달러 이상으로 상승 천연가스, 석탄 가격 재차 상승 금속 가격 연말 이후 추가 상승 	<ul style="list-style-type: none"> 두바이유 2022년 평균 80 달러 초중반 천연가스, 석탄 가격 4Q21 고점으로 점진적 하락 금속 가격 3Q21 고점으로 점진적 하락
	3. 수출 시장	<ul style="list-style-type: none"> 미국 2차 인프라 패키지 국내 수소법 개정안 EU Taxonomy 및 원자력 시장 	<ul style="list-style-type: none"> 2Q22 이후로 발표지연, 예산 규모 축소 CHPS 2Q21 이후로 발표 지연 EU Green Taxonomy 원자력 미포함. 원전 수주 실적 없음 	<ul style="list-style-type: none"> 12월 초 현안대로 통과 CHPS 통해 2022년 연 300MW 규모의 발전용 연료전지 수주 발생 EU Green Taxonomy 원자력 포함. 개도국에서 1~2기의 원전 수주
산업 투자 전략		<ul style="list-style-type: none"> 전체 업황에 대한 민감도가 낮은 실적 개선주 위주로 접근 단기 급등한 원전 관련 밸류체인은 투자 자제 	<ul style="list-style-type: none"> 정책 노이즈에 대한 민감도가 낮은 수소, 재생에너지 수출 업체 위주로 접근 실적 개선주에도 주목 	<ul style="list-style-type: none"> 원전 밸류체인 및 한국전력 위주로 접근 발전원을 가리기 보다는 전력기기 전반적으로 적극 Overweight 필요
Top-Picks		LS ELECTRIC, 한국가스공사, SGC 에너지	씨에스윈드, 두산퓨얼셀, LS ELECTRIC, 한국가스공사, SGC 에너지	한전기술, 한국전력, 씨에스윈드, 두산퓨얼셀

5년에 한번 유틸리티 산업에 찾아오는 분기점: 제 20대 대통령 선거

2022 유틸리티 최대 변수는 대선

정권 교체는 유틸리티 투자에 있어서 가장 큰 관심을 끄는 이슈 중에 하나이다. 전력요금 및 발전믹스 정책에 큰 영향을 주기 때문이다. 그 중에서도 2022년은 특히 중요한 대선이 될 것이다. 우선 전력요금의 인상이 절실하기 때문이다. 한국 전력은 유가 및 석탄 가격 급등, RPS, ETS 비용의 상승으로 인해 전면적 요금 인상 없다면 -5.4조원 가량의 역대급 적자를 기록할 전망이다. 또한 친환경 에너지로의 전환이 어느 때보다 중요한 상황에서 국내 정책 불확실성에 대한 우려가 존재한다. 발전 믹스 전환 정책에 대한 불확실성 해소가 필요한 시점이다.

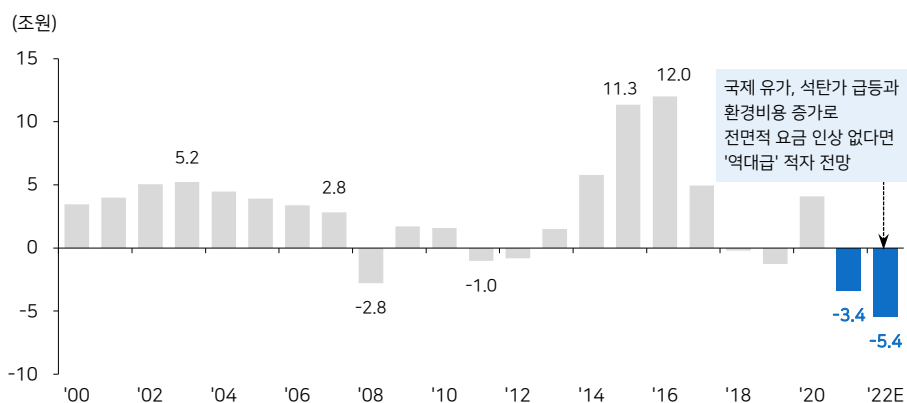
과거 유틸리티 공약 이행률 점검

과거 요금 관련 공약은 온전히 이행된 경우가 드물다. 전면적인 인상, 인하보다는 주택용/산업용 요금 격차를 줄이거나 누진제 최저 단계 요금을 인상하는 방식으로 이행되었다. 연료비 연동제 등 구조적 전력 요금 개편이 실제로 이루어진 경우는 희귀했다. 반면 에너지 관련 공약은 러시아-동북아를 잇는 가스파이프라인 연결 등 외교적 노력이 필요한 공약의 경우에는 이행되지 못한 경우가 있었으나, 전반적으로 요금 관련 공약 대비 이행률이 높은 편이다.

발전믹스 정책에 따라
탄소중립 속도 좌우될 것

따라서 에너지 산업에 있어 대선 최대 화두는 발전 믹스 정책이라고 볼 수 있다. 최근 5~6년간 2030년 기준 재생에너지 발전 비중 목표는 11.7%에서 30.2%로 빠르게 상승했으며, 차기 정부에도 해당 목표가 유지 혹은 상향될 수 있을 지에 주목 대해 주목해야 한다. 탄소국경세, RE100 등 갈수록 거세어져가는 국내외 압력을 고려할 때 '탄소중립' 아젠다 자체가 위협받는 시나리오는 나타나기 어렵지만, 그 시행 방법(전원 구성)과 속도는 정책에 따라 좌우될 수 있다.

그림1 한국전력 영업이익 추이 및 전망

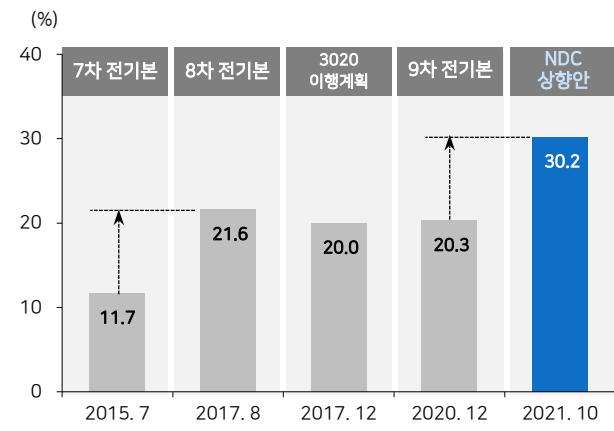


자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표1 정권별 에너지 관련 공약과 실제 이행 사항			
구분	주요 공약	정부 이행 내용	이행 여부
17대 대선 (이명박 대통령)	▪ 해외유전개발의 직접 투자를 적극 지원, 2007년 현재 3.8%의 자주 개발률을 두 배 이상으로 개선	▪ 한국석유공사, 가스공사 등 공기업들의 자원개발 프로젝트 진행	○
	▪ 러시아, 중앙아시아, 중국 등지와 원유, 가스 파이프라인 연결 추진	▪ 실현 X	X
18대 대선 (박근혜 대통령)	▪ 현재 추진 중인 러시아~북한~우리나라를 잇는 가스파이프라인 사업 지속 추진	▪ 실현 X	X
	▪ 현재 진행 중인 동해안 오일허브에 동북아시아 석유거래의 거점을 구축	▪ 실현 X	X
	▪ 온실가스를 2020년까지 배출전망치(BAU) 대비 30% 감축한다는 국제공약 이행	▪ 2018년까지 탄소배출량 지속 증가세	X
19대 대선 (문재인 대통령)	▪ 신규 원전 전면 중단 및 건설 백지화. '설계 수명이 다한 원전 즉각 폐쇄	▪ 신규 원전 건설 없음	○
	▪ 신고리 5,6호기 공사 중단. 월성 1호기 폐쇄	▪ 5,6호기 공사 중단 및 월성 1호기 폐쇄	○
	▪ RPS 비율 상향 조정. 신재생에너지에 대한 민간투자 활성화 등을 통해 신재생에너지 보급 확대	▪ RPS 비율 대폭 상향. 2016년 3.5%에서 2022년 13% 예상	○
	▪ 남해안의 풍부한 풍력자원을 이용한 해상풍력에 집중 투자	▪ 전남 신안 등 해상풍력 2030년까지 12GW 설치 계획 발표	○
	▪ 재생에너지의 전력생산 비율을 2030년까지 20%로 상향 조정	▪ 2020년 신재생에너지 발전 비중 약 5%. 2030년 재생에너지 발전 비중 목표 30%로 상향	△

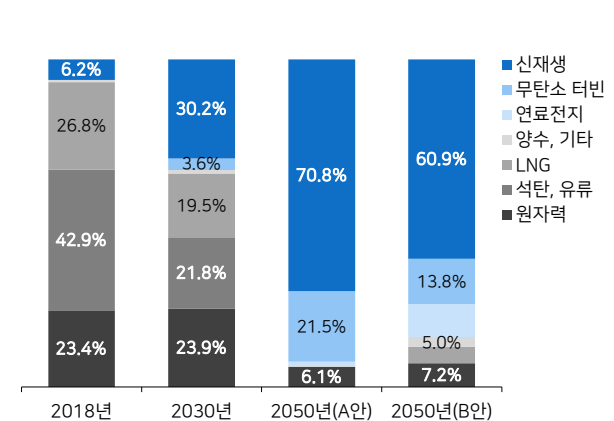
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 2030년 기준 재생에너지 발전 비중 목표 상향 추이



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림3 현재(2021.10) NDC 상향안의 발전 믹스 전환 계획



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

명확하게 갈린 에너지 정책 방향

2022년 20대 대선 관련하여 참고할 만한 정식 공약이 나온 상황은 아니나, 언론 보도 등을 통해 대략적인 방향성은 추측 가능하다. 공공요금보다는 에너지 전환, 탄소 배출 저감 관련 발언이 많이 노출된 상황이다. 주요 세부 주제는 탄소세 도입 여부, 탄소중립을 위한 발전 믹스 구성, 녹색 일자리 창출, 내연기관차의 신규 판매 금지 등이다. 특히 후보마다 발전 믹스 정책의 방향성이 뚜렷하게 달라, 어느 후보가 당선되느냐에 따라 재생에너지, 원자력 산업에 대한 투자 방향이 달라질 것으로 보인다.

표2 언론을 통해 언급된 대선 후보별 에너지 정책 관련 발언 요약

	더불어민주당 이재명	국민의 힘 윤석열	국민의당 안철수	정의당 심상정
탄소 중립	<ul style="list-style-type: none"> 2050년을 탄소 중립 목표로 삼되 2040년으로 조기 달성이 바람직 2040년부터 내연차 판매 금지 	<ul style="list-style-type: none"> 취임 후 탈탄소 로드맵 작성 	<ul style="list-style-type: none"> 2030년 탄소감축률 40% 달성 목표에 대해 "실현 불가능한 목표를 국제사회와 약속하는 것"이라고 비판(10월 20일 SNS) 	<ul style="list-style-type: none"> 2030년까지 탄소 배출량을 2010년 대비 50% 감축. 재생에너지 비중 50% 달성 2030년에 석탄·화력발전 종료. 내연기관차의 신규 판매도 금지
발전 믹스	<ul style="list-style-type: none"> 2030년까지 연평균 20GW 재생에너지 증설 신규 원전 금지, (기존 원전은) 가동 기간 내 사용, 노후는 시간 경과 후 폐지 	<ul style="list-style-type: none"> 원자력의 효율성 등을 생각하면 탈원전은 조금하게 할 문제가 아니라는 입장(7월 7일 원자력공학 간담회) 탈(脫) 석탄을 추진하되 시한을 못 박기 어렵다는 답변(9월 30일 중앙일보 인터뷰) 	<ul style="list-style-type: none"> 원자력발전 없는 탄소중립은 허구라고 발언, 탈원전 정책 폐기하고 SMR, 4세대 원전 등에 투자한다고 강조(10월 25일 한빛원자력본부와 만남) 	<ul style="list-style-type: none"> 임기 안에 재생에너지 용량 20GW에서 100GW로 증설
수소	<ul style="list-style-type: none"> 전기차·수소차 시대를 앞당겨 수송 부문과 관련한 에너지 수입 '제로'를 지향 경기도지사로서 2022년 안산 수소 시범도시 조성. 평택항 일대를 대한민국 최초 탄소중립 수소복합지구로 조성 계획 발표 	<ul style="list-style-type: none"> 수소산업을 울산의 장기적인 미래 먹거리로 육성할 수 있도록 적극 지원(10월 23일 울산 방문) 강원도가 핵심 전략산업으로 추진하고 있는 바이오, 액화수소를 집중 육성(10월 말 강원일보 서면 인터뷰) 	<ul style="list-style-type: none"> 2차전지, 디스플레이, 차세대 원전, 수소에너지, 바이오 산업 등 5가지 등을 5가지 '초격차 분야'로 선정 	-
탄소세	<ul style="list-style-type: none"> 탄소세 적극 도입 후 탄소세수 일정부분은 산업전환 지원에 사용 탄소세 수입을 전 국민에게 지급하는 '기본소득 탄소세' 제안 	<ul style="list-style-type: none"> 탄소세 단계적 도입 필요성. 다만 국민 부담, 각국 상황 검토 후 결정 	-	<ul style="list-style-type: none"> 탄소세를 도입하여 2030년까지 단계적 세율 인상
기타	<ul style="list-style-type: none"> 기후에너지부 신설 인공지능 기반의 능동형 송·배전망인 '에너지 고속도로'를 건설. 녹색 일자리 100만개 창출 	-	-	<ul style="list-style-type: none"> 기후에너지부 신설 GDP의 2%를 기후위기와 녹색전환에 투자

자료: 매일경제, 머니투데이, 조선일보, 데일리안, 뉴시스, 메리츠증권 리서치센터

Big Noise에 영향을 받지 않는 투자 옵션 찾기

방향성이 명확한 수소에 투자

탄소 중립을 위한 발전 믹스 구성은 각계에서 다양한 의견이 나올 수 있는 주제이다. 다만 Energy Carrier로서 수소는 어떤 방향으로 나아가든 필요하다. 각 후보들도 공통적으로 수소 관련 공약을 내세우고 있다. 1)수소는 태양광, 풍력, 원자력 발전을 이용한 수전해 기술(그린 수소), 가스 개질(그레이 수소, 블루 수소) 등 생산 방법이 다양하고, 2)철강, 정유화학, 시멘트, 장거리 운송 등은 수소 외에는 마땅한 탄소 중립 계획이 부재하기 때문이다. 단기적으로는 연말/연초 CHPS 도입과 두산퓨얼셀의 발전용 연료전지 수주가 단기적으로 투자 심리를 개선시킬 수 있는 주요 이벤트가 될 것으로 보인다.

국내 대선 노이즈에서 자유로운 해외 수출 기업에 집중

또한 국내와 달리 해외의 경우 정책 불확실성이 덜하다는 판단이다. 수출 비중이 높은 업체에 주목할 필요가 있다. 중국 外 글로벌 재생에너지 설치용량은 2021년, 2022년 꾸준히 성장을 이어가갈 전망이며, 특히 최근 각국의 정책 강화로 설치량 전망치 상향이 기대된다.

관심종목:

LS ELECTRIC, SGC에너지,
한국가스공사

또한 정책을 떠나 LS ELECTRIC, SGC에너지, 한국가스공사는 4Q21을 기점으로 실적 개선세가 두드러질 실적 개선주로서 관심을 가질 필요가 있다. 특히 SGC에너지는 한국전력에게 전력을 판매하는 발전사로서, 전력 판매 가격(SMP) 상승세에 혜택을 받을 수 있는 사업 구조를 가지고 있다. SMP는 국제유가에 5~6개월 후행하는 뚜렷한 양의 상관관계를 가지고 있다. 11월 들어 130원/kWh 수준까지 상승했으며, 1Q22까지는 추가 상승을 기대할 수 있다. SGC그린파워의 증설 효과(전력 기준 20% 증설 효과), G3의 전소전환을 통한 REC 판매량 증가 그리고 탄소배출권 가격 상승세도 긍정적으로 작용한다. 한국가스공사는 총괄원가체가 적용되는 가스 도매요금 시장의 특성 상 정책 리스크가 낮은 편이다. 배당 매력에도 주목해야 한다. 손상차손 이슈의 소멸로 2021년 배당 정상화가 예상되며, 2022년에는 실적 개선 및 환차손 개선으로 배당 여력이 추가적으로 강화될 전망이다.

전력 요금 조정: 정권 성향과 관계 없이 어려운 과제

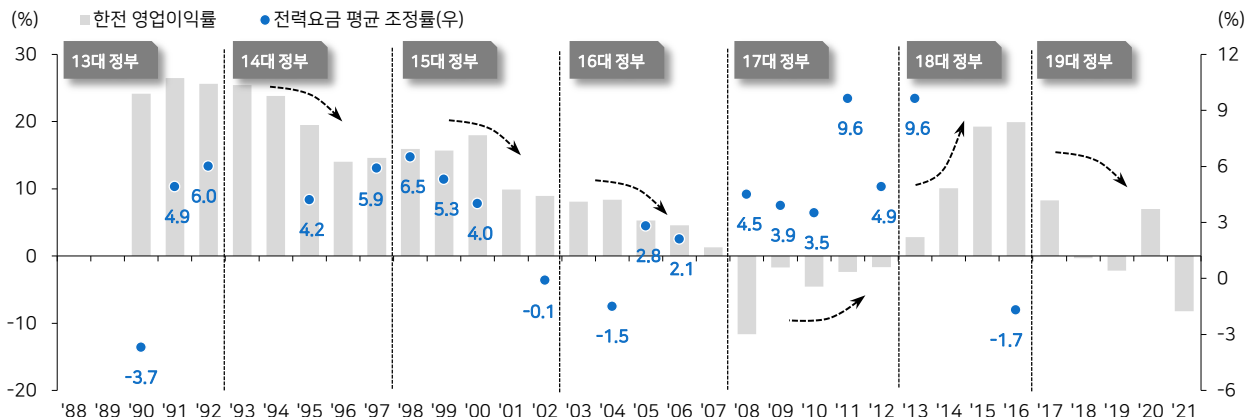
근본적인 인식변화가 필요한 전력
요금 체계

전력 요금 조정은 국민 정서상 대선 결과와 상관없이 어려운 과제로 보인다. 친환경 전환에 요금 인상이 필수적이라는 사실을 설득하기까지 상당 시일이 걸리기 때문이다. 정책 방향이 바뀌더라도 점진적인 개선이 예상된다. 과거 한국전력의 영업이익 추이를 보면 정권 초기 보다는 후기에 방향성이 바뀌었다. 최근 가파른 소비자 물가 상승세는 부담으로 작용, 기재부는 연말까지 공공요금 동결을 시사했다.

전력 요금 상승이 필요한 시점

단기적으로는 12월 20일 연료비 조정단가, 연초 기준연료비 및 기후환경 요금 조정 가능성에 주목해야 한다. 기후환경요금은 처음 부과된 시점(2021년 1월 1일)으로부터 1년이 경과된 시점인 2022년 1월 1일 전후로 조정 될 전망이다. 당사의 Base 시나리오는 +3원/kWh의 요금 인상을 가정한다. 보다 중요한 것은 연말/연초 총괄원가 조정 과정에서 기준연료비가 변동될 가능성이다. 기준연료비는 연료비 조정요금이 아닌 전력량요금에 속하기에 상/하한(+/-5원/kWh)이 적용되지 않을 수 있다. 한국전력의 2022년 연간 실적 전망의 최대 변수이며, 기준연료비 조정 실패 시 5조원 이상의 적자가 예상된다. 한국전력의 영업 BEP 달성을 위해서는 +22% YoY 이상의 전력요금 인상이 필요하다.

그림4 정권별 전력요금 및 연료비 스프레드 추이



자료: 한국전력, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

Big Turnaround: 재생에너지에 다시 주목

전통 에너지가 각광받은 2021년

2021년은 전통 에너지 밸류체인이 재조명 받은 반면, 친환경 에너지 관련주는 부진했다. 한국가스공사, SK가스, SGC에너지 등 가스 및 유가 가격이 주요 지표인 종목 주가는 +15~40% 상승한 반면, 씨에스윈드, 두산퓨얼셀, LS ELECTRIC, 삼강엠앤티 등 친환경 에너지 전환 관련 종목들은 -5~30% 하락했다.

신재생 업종 실적 컨센서스 부진:

1) 원자재 및 물류비용 상승

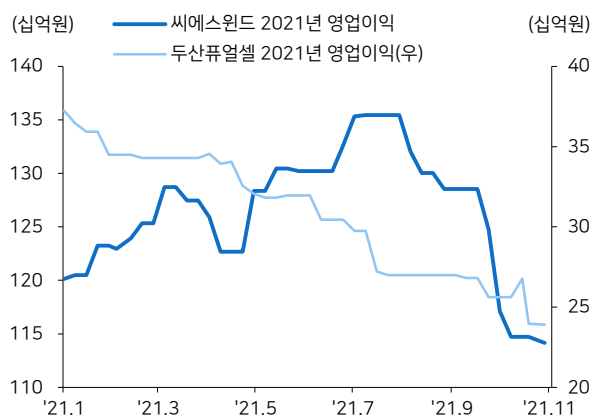
2) 정책 모멘텀의 부재

주가뿐만 아니라 실적 컨센서스도 꾸준히 악화되었다. 원인은 크게 두 가지다. 1) 공급 쇼티지: 철강, 구리 등 원자재 가격 및 물류비용 급등. 운송 차질로 인한 선적 지연 등이 글로벌 풍력 터빈 업체들의 실적을 악화시켰으며, 결과적으로 국내 풍력 관련주들의 주가 하락 빌미를 제공했다. 2) 정책 모멘텀 부재: 유럽 'Fit for 55', 한국 NDC 상향 등 중장기적인 로드맵은 발표되었으나 실질적 지원책은 부재했다. 북미 지역에서는 PTC 지급 종료로 2022년 역성장 우려가 제기되었다.

원자재 가격에 민감한 풍력 업종

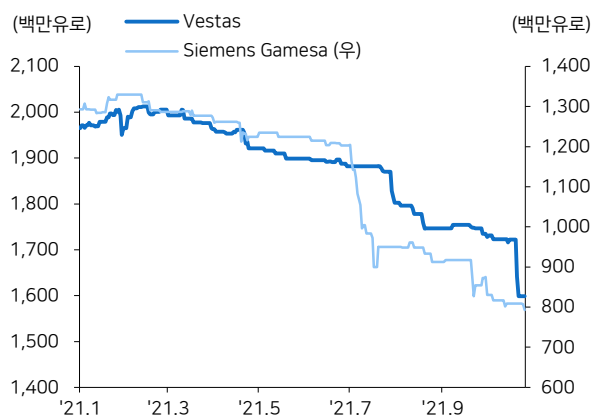
풍력 터빈의 원재료는 무게 기준 70~80%의 철강, 15~20%의 플라스틱 및 레진, 5~10%의 주철, 1%의 구리, 1%의 알루미늄으로 구성되어 있다. 풍력 산업의 실적 개선 여부를 판단하기 위해 철강/금속 산업의 상황에 주목해야 하는 이유이다. 최근 중국 등 아시아 철강/금속 가격은 완전한 하락세를 보여주고 있다. 미국, 유럽 등지에서도 9월 이후 하락세가 나타나고 있다. 급격한 변화는 어려울 수 있겠으나, 3Q21을 저점으로 원자재 가격 급등 영향은 완화될 전망이다. 원자재 가격 상승세가 2020년 10월 이후 1년 이상 지속되고 있는 만큼 서서히 판가에 전이되고 있다는 점도 긍정적이다.

그림5 국내 풍력, 수소업체들의 2021년 영업이익 컨센서스 추이



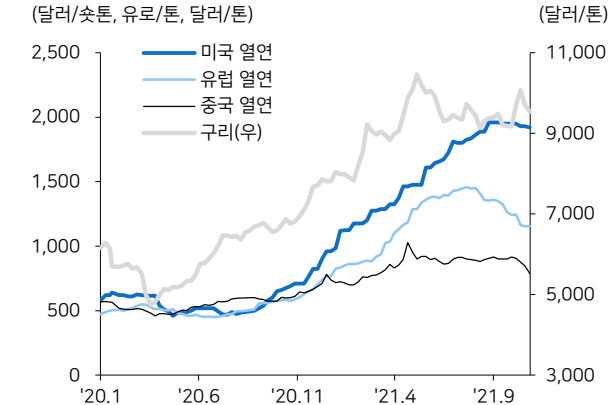
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 글로벌 풍력 터빈 업체들의 2021년 EBITDA 컨센서스 추이



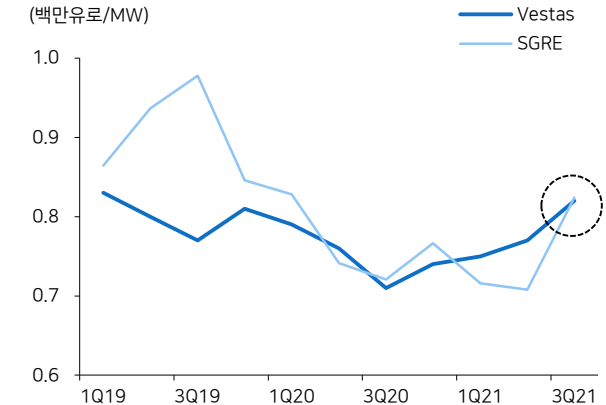
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 풍력 관련 주요 원자재들의 유통 가격 추이



주: 미국은 달러/숏톤, 유럽은 유로/톤, 중국은 달러/톤
자료: Bloomberg, 자원정보서비스, 메리츠증권 리서치센터

그림8 Vestas, Siemens Gamesa의 ASP 추이



주: 수주 기준이 아닌 판매 기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

2H22부터 매출액 반영 본격화

타라인 측면에서는 우선 국내 업체들의 증설 효과에 주목해야 한다. 2020년 주가 상승 및 시장 확대에 대한 기대감과 함께 풍력, 수소 대표 기업인 씨에스윈드, 두산퓨얼셀은 유상증자를 통해 자금을 조달했다. 2021년 투자를 실행했으며, 2022년에는 매출액에 효과가 반영될 전망이다. 최근 주가 하락과 맞물려 밸류에이션 매력 또한 확보된 상황이다. 각 업체들의 증설 효과는 2022년 하반기부터 본격화될 전망으로, 이에 따라 실적도 상저하고 형태가 예상된다.

바이든 정부 인프라패키지,
친환경 모멘텀으로 작용할 전망

실적, 밸류에이션 측면에서 긍정적인 신호가 감지되는 가운데, 바이든 정부의 시그니처 정책인 인프라패키지(Build Back Better)가 주가 반등 트리거로 작용할 전망이다. 1차 인프라 패키지는 11월 5일 하원 통과, 친환경 예산 다수가 담겨있는 2차 패키지 역시 연말 상원 표결에 부칠 예정이다. 여전히 일정 상 불확실성 남아 있으나 연말까지는 통과되는 것이 Base 시나리오이다. 일부 민주당 의원의 반대에 부딪혀 2차 인프라 패키지의 3.5조달러 규모가 1.75조달러로 조정되었으나 핵심인 친환경 세제 혜택 정책은 건재한 상황이다.

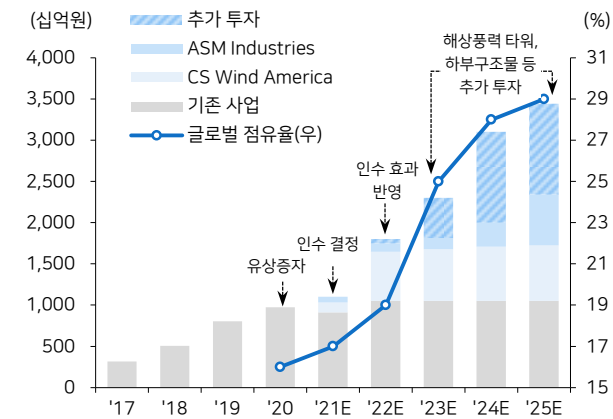
풍력 발전소 설치량 재반등 기회

특히 재생에너지 산업이 직접적인 혜택을 받을 예정이다. 현 상황에서는 2021년 PTC 종료로 인해 2022년 미국 풍력 설치량은 감소가 예상되는 상황이나, 2차 인프라 패키지가 통과된다면 재반등이 가능할 전망이다. 글로벌 풍력 시장의 Swing Factor로 작용하는 미국이기에, 글로벌 시장에 대한 임팩트는 더 크다. 국내 업체들의 미국 증설 결정도 미국 2차 인프라 패키지 통과 이후 본격화될 수 있다는 점에서도 인프라 정책은 중요하다.

그린 수소 생산 보조금 지급 전망

수소 산업에 주는 긍정적 영향도 상당하다. 미국 인프라 패키지는 그린 수소 생산 시설에 kg당 최대 3달러의 보조금 지급하는 방안을 포함하고 있다. 현 그린 수소 생산 단가가 kg당 5~6달러 수준임을 감안하면, 보조금을 통해 화석 연료와 경쟁 가능한 임계점인 2달러에 도달 가능하다는 판단이다.

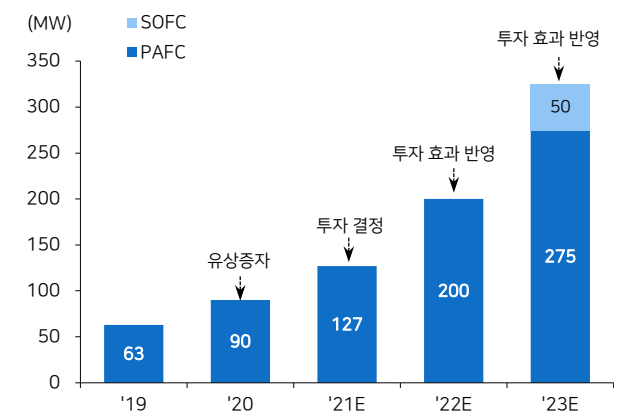
그림9 씨에스윈드 중장기 매출 목표 재구성
(2024년 30억 달러 매출액 달성)



주: CSW America와 ASM Industries 사업 목표와 2024년 30억 달러 매출액 달성 목표는 회사의 중장기 경영 목표에 포함된 수치. 이외는 회사 목표에 맞추어 메리츠증권이 재구성한 수치

자료: 씨에스윈드, 메리츠증권 리서치센터

그림10 두산퓨얼셀 CAPA 증설 계획



주: 연말 기준

자료: 두산퓨얼셀, 메리츠증권 리서치센터

원자력 관련주들의 주가 상승 어떻게 봐야 할까

원자력 비중 확대 기대감 반영

최근 원자력 관련주들의 주가 상승은 국내 에너지 시장의 뜨거운 감자이다. 구체적인 수주 가능성보다는 원자력의 EU Taxonomy로의 편입 가능성, SMR 기술의 부각, 선진국들의 원전 필요성 강조 등 '큰 그림' 변화에 대한 기대감이 커진 것이 주가 상승의 주요 요인으로 작용했다.

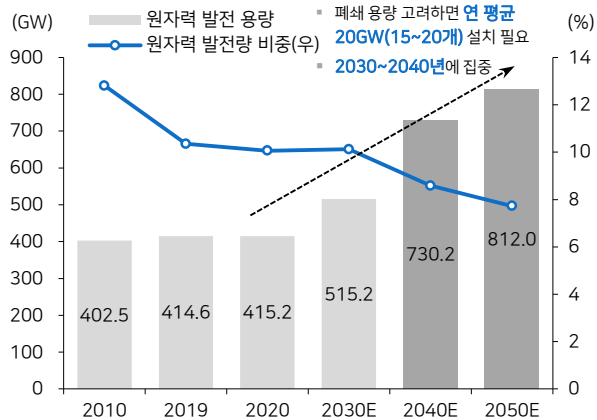
중장기 성장성 충분한 원자력

단기적인 주가 급등으로 투자 매력은 다소 떨어졌으나, 산업 자체의 성장성은 충분하다. 원자력 발전 비중이 일정 부분 유지된다고 가정하면(2020년 10% → 2050년 8%), 향후 30년 동안 연간 15~20개의 원자력 발전소 착공이 필요하다. 발전 비중이 유지된다고 보더라도 전력 수요 증가에 따라 설비 용량 절대량이 증가하고, 기존 노후 원전이 폐쇄되는 용량도 대체해야 하기 때문이다. 반면, 현재 글로벌 착공 건수는 연 5~6기 수준에 불과하다. 다만 선진국에서는 현재 구체적인 원자력 증설 계획을 내놓고 있지 않다. 2022년 초 발표될 것으로 기대되는 EU Taxonomy 내 원자력 포함 여부가 중요한 분기점이 될 전망이다.

공격적인 증설계획 발표하는 중국

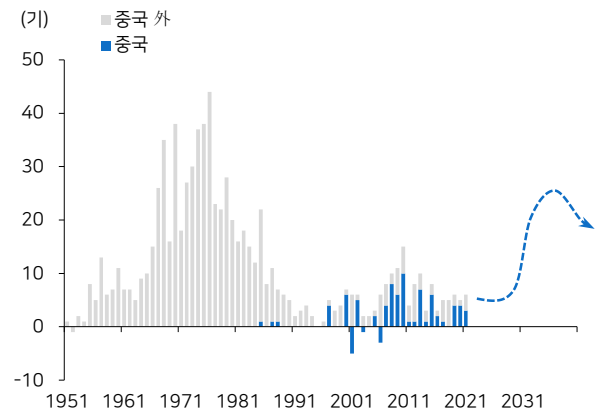
현재 원자력 발전 착공에 가장 적극적인 국가는 중국이다. 보도에 의하면 중국 정부는 2035년까지 150기(147GW)의 원자력 발전소 증설을 고려 중이다. 이는 연간 10기 이상 착공이 이뤄져야 가능하다. 현재 원자력 발전 비중은 2% 수준으로 글로벌 평균(10%)을 크게 밑돈다. 중국 전력 수요의 증가분까지 감안하면 150기 설치하는 합리적인 목표라고 볼 수 있다. 자국 모델을 사용하는 중국 시장의 특성상, 국내 업체의 수출 가능성은 우선 보수적으로 판단한다. 다만 과거 미국, 프랑스 등이 수출했던 사례를 고려하면 가능성을 완전히 닫아둘 수는 없다.

그림11 IEA 탄소 중립 시나리오 상 원자력 발전용량 전망



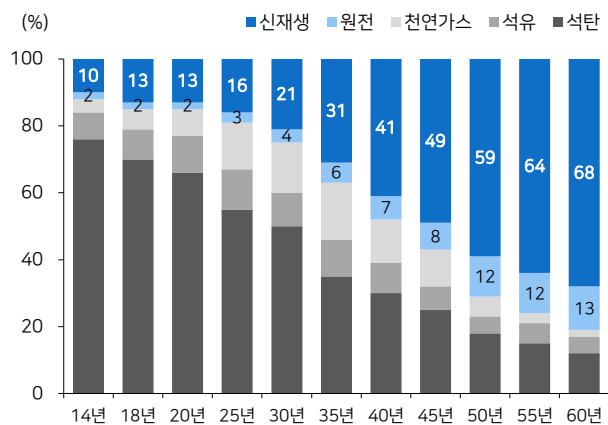
자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

그림12 글로벌 원자력 발전소 착공 추이



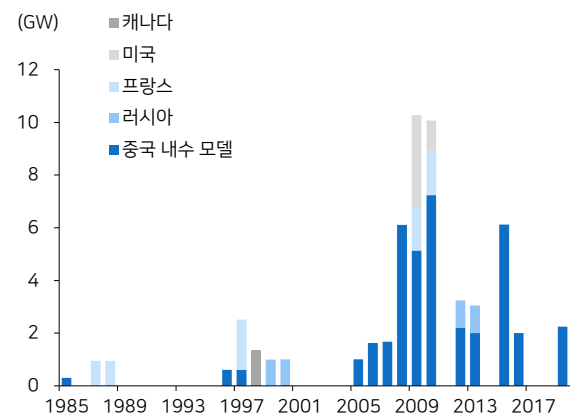
자료: WNISR 2021, 메리츠증권 리서치센터

그림13 중국의 에너지원 구조 변화 전망



자료: 청화대학교, 메리츠증권 리서치센터

그림14 원자로 공급 국가별 중국 원자력 착공 용량 : 7GW 이상에서 열렸던 수출 시장



자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2022년 11월 10일 발간된
[2022년 전망 시리즈 6 - 은행: 금리 그 다음] 임



▲ 은행
Analyst **은경완**
02. 6454-4870
kw.eun@meritz.co.kr

2022년 전망 시리즈 6

은행_금리 그 다음 (해설판)

- ✓ FY21 Review: 금리 상승, 호실적 발표, 규제 리스크 정점 통과로 코스피 대비 초과수익 기록
- ✓ FY22 Outlook: 단계적 기준금리 인상과 함께 은행 이익 개선에 기반한 어닝 모멘텀 지속
- ✓ Digital Transformation: 자산 성장 동력 및 차별화 된 수수료이익 기반 확보 여부 중요
- ✓ Top picks: KB금융·JB금융지주

시나리오별 2022년 전망

항목		변수	Worst	Base	Best
주가 결정 요인	1. 금리	<ul style="list-style-type: none">■ 기준금리■ 코로나19	<ul style="list-style-type: none">■ 0.75%■ 재확산	<ul style="list-style-type: none">■ 1.50%■ 위드코로나	<ul style="list-style-type: none">■ 2.00%■ 집단면역
	2. 실적	<ul style="list-style-type: none">■ NIM■ Loan growth■ Credit cost	<ul style="list-style-type: none">■ 1분기 이후 하락 전환■ 경기 침체로 대출 성장률 둔화■ 코로나19 추가 총당금 적립	<ul style="list-style-type: none">■ 연중 내내 완만한 상승 기조■ 실 수요 중심의 6% 성장■ 소폭 증가	<ul style="list-style-type: none">■ 기업대출 금리 정상화로 추가 NIM 개선■ 강한 경기 회복으로 6% 이상 성장■ 기 적립한 코로나19 총당금 환입
	3. 밸류에이션	<ul style="list-style-type: none">■ 주주환원정책■ 규제 리스크	<ul style="list-style-type: none">■ 배당성향 후퇴■ 코로나19 금융지원 재연장	<ul style="list-style-type: none">■ 대형은행 중심의 주주환원정책 강화■ 코로나19금융지원 종료/DSR 도입	<ul style="list-style-type: none">■ 자사주 매입 및 소각 정례화■ 가계대출 관련 규제 완화
	4. 수급	<ul style="list-style-type: none">■ 환율■ 핀테크	<ul style="list-style-type: none">■ 1,200원/달러■ 기관/외국인 수급 이탈	<ul style="list-style-type: none">■ 1,130원/달러■ 낮은 밸류에이션 환기	<ul style="list-style-type: none">■ 1,100원/달러■ 밸류에이션 재평가
산업 투자 전략			Underweight	Overweight	Overweight
			<ul style="list-style-type: none">■ 비은행 자회사 포트폴리오 보유로 이익안정성 높은 은행 중심으로 대응	<ul style="list-style-type: none">■ 금리 보단 자본력 또는 주주환원여력이 높은 은행 매수	<ul style="list-style-type: none">■ NIM의 금리 민감도가 높고 기업여신 중심의 자산 포트폴리오 보유한 은행 매수
Top-Picks			<ul style="list-style-type: none">■ KB금융■ 신한지주	<ul style="list-style-type: none">■ KB금융■ JB금융지주	<ul style="list-style-type: none">■ KB금융■ 지방은행/기업은행

FY21 Review

코스피 대비 아웃퍼폼

2021년 은행주는 통화정책 정상화 및 경기 회복 등에 따른 금리 상승으로 코스피 대비 20.4%p 초과 상승했다. 1) 조달금리 하락에 따른 NIM 개선, 2) 코로나19 금융지원 재연장 등 건전성 지표 하향안정화, 3) 비은행 자회사(증권, 보험 등) 약진 등으로 시장 기대치를 상회하는 호실적을 기록하며 주가 상승을 지지했다. 규제 측면에서도 연초 금융당국 배당 자체 권고 현실화로 관련 우려 정점 통과하며 투자심리 개선에 일조했다.

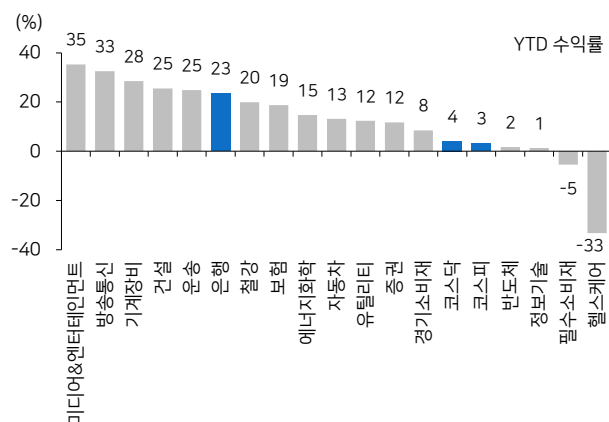
지방은행의 상대적 강세

큰 방향에선 종목간 동행관계가 유지되고 있으나 수익률 격차는 확연했다. 1) NIM의 높은 금리 민감도, 2) 지역 주력 산업 및 부동산 경기 회복, 3) 내부등급법 승인에 따른 자본비율 상승 등 자체 주가 상승 모멘텀이 풍부했던 지방은행 수익률이 시중은행을 압도했다.

돌아온 외국인 수급

수급 측면에선 기관은 1.05조원 순매도했으나 외국인이 1.99조원 순매수하며 주가 상승을 주도했다. 다만 외국인 매수세 유입에도 KB금융, 하나금융지주, JB금융지주를 제외하곤 코로나19 이전 외국인 지분율을 회복하지 못하는 모습을 보였는데, 시중은행은 카카오뱅크 상장 등에 따른 수급 분산, 지방은행은 MSCI 지수 편출 등의 영향으로 추정된다.

그림1 KRX 업종별 YTD 수익률



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림2 외국인 매수 vs. 기관 매도



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

FY22 Outlook

국내 통화정책의 결정 요인1: 금융불균형

국내 통화정책 정상화 기대가 앞당겨진 결정적 요인은 가계부채와 부동산이 대표하는 금융불균형이다. DSR 조기도입 등 직접적인 가계부채 규제 시행과 함께 금리 정상화까지 조합하며 가계부채 대응에 총력을 다하고 있다. 부동산은 최근 강세가 누그러지고 있긴 하나 내년 대선 전후로 가격안정 여부가 통화정책 정상화의 척도가 될 것으로 예상된다.

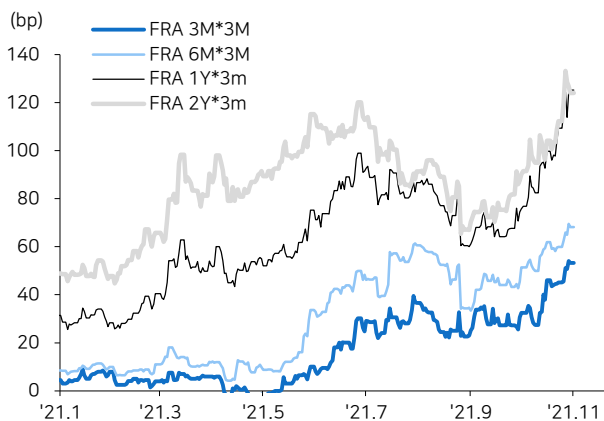
국내 통화정책의 결정 요인2: 수출

한국 경제의 핵심인 수출도 국내 통화정책의 중요한 변수이다. 현재는 양호한 수출 경기 수준을 보이고 있으나 중국 경기둔화 여파로 내년 상반기까지 유지될 수 있을지는 의문이다.

국내 기준금리 적정 수준은 1.50%로 추정

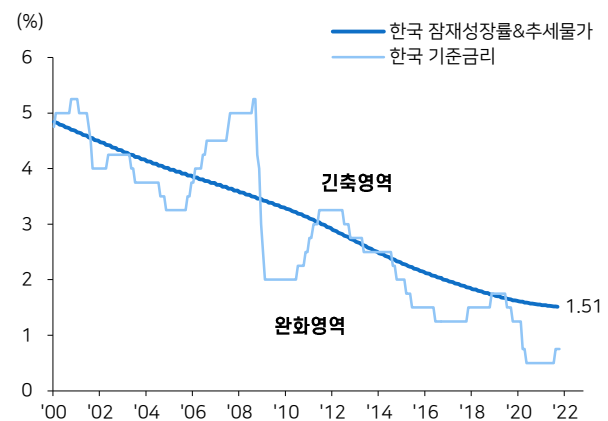
현재 선도금리(FRA)에 반영된 국내 통화정책 정상화 기대는 1년 이내 125bp 인상이다. 이는 국내 채권시장 수급붕괴까지 더해진 결과물로 단기 오버슈팅 구간으로 판단된다. 우리는 금융위기 이후 국내 통화정책 실제 정상화는 기대치만큼 달성한 경험이 없었다는 점을 강조하며, 한국의 잠재성장률과 추세물가의 중간 값을 기준으로 국내 기준금리 적정 수준은 1.50%로 추정한다.

그림3 기준금리 125bp 정상화 가능성을 반영한 선도금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 국내 기준금리 1.5% 전망



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

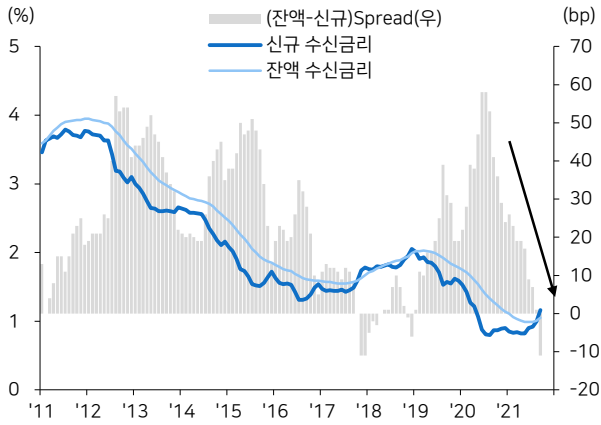
예상보다 가팔랐던 NIM 개선 폭

2021년의 NIM 개선 폭은 예상보다 가팔랐다. 상장은행의 3분기 누적 평균 NIM(그룹기준) 상승 폭은 약 9bp이다. 지난 해 75bp 기준금리 인하 영향 소멸 및 저원가성 자금 유입에 따른 조달비용 하락이 주효하게 작용했고, 여기에 가계 대출 증가율 관리를 위한 우대금리 축소, 가산금리 상승도 일조했다.

조달금리 하락 효과 마무리 대출금리 상승 본격화

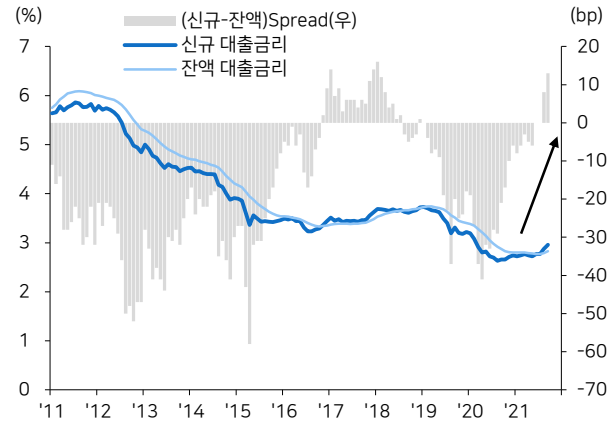
2021년 NIM 개선을 주도했던 조달금리 하락 효과는 이제 마무리 국면에 진입했다. 실제 지난 9월을 기점으로 신규 수신금리가 잔액 수신금리를 역전했다. 마이너스 상태를 유지하던 (신규-잔액) 대출금리 Spread는 8월 이후 플러스로 전환했다. 조달금리 대비 대출금리의 Re-pricing 주기가 빠른 만큼 향후 기준금리 인상 Cycle에서 NIM 개선 흐름은 지속될 것으로 전망한다.

그림5 신규 수신금리 > 잔액 수신금리



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림6 신규 대출금리 > 잔액 대출금리



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

가계부채 관리 강화방안 발표

지난 10월, 금융당국은 4월 29일에 발표된 가계부채 관리 강화 방안의 후속 보완 과제 및 추가 대응방안을 발표했다. DSR 조기 도입 등 가계부채 양적 관리와 함께 분할상환 확대 등 질적 건전성 개선 노력을 병행할 예정이다. 동시에 중·저신용자 대상 중금리대출 확대 기조 유지, 서민금융상품 공급 확대 정책은 유지된다.

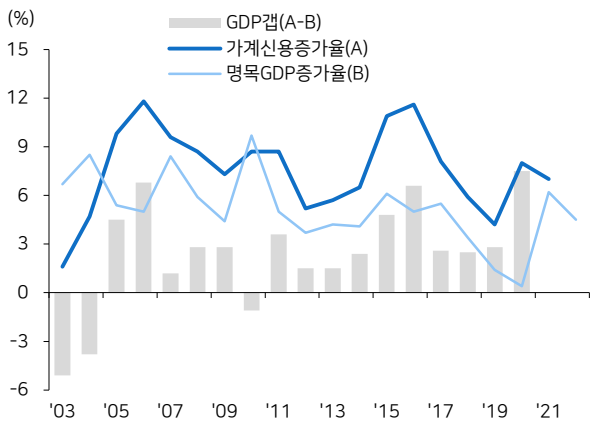
FY22E 가계대출 증가율 5%

금융당국의 강력한 의지를 감안시 FY22E 가계대출 증가율은 정책 목표인 4~5% 내외에 수렴할 전망이다. 연간 목표치가 명확해진 만큼 은행권에선 상반기 집중 공급보단 분기별로 안분해 안정적인 자금 공급을 예상한다.

2022년 3월말 코로나19 금융지원 종료 예정

지난 9월말 종료 예정이던 코로나19 금융지원이 델타변이 확산 등의 이유로 2022년 3월말까지 재차 연장되었다. 은행권 관련 대출잔액은 7월말 기준 86.5조 원으로 전체 금융권 지원 금액 120.6조원 중 71.7%를 차지한다. 단기 실적 불확실성을 제거했다는 점은 긍정적이나 2022년 건전성 악화 우려가 점증하고 있다.

그림7 GDP 갭 추이



자료: 금융위, 메리츠증권 리서치센터

표1 만기연장·상환유예 대출채권 잔액(2021년 7월말)

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

자료: 금융위, 메리츠증권 리서치센터

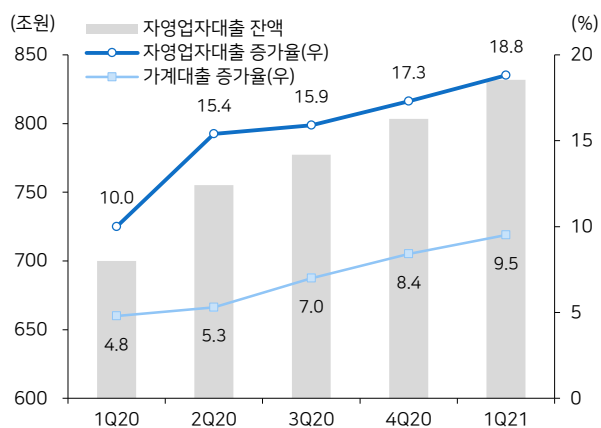
가파르게 증가한 자영업자 대출

하향안정 추세인 건전성 지표, 충분한 충당금 적립 등에도 시장의 건전성 관련 우려가 지속되는 배경엔 코로나19 이후 가파르게 증가한 자영업자 대출이 한 몫한다. 실제 자영업자 대출은 가계대출 증가율을 큰 폭으로 상회하며 2021년 1분기 말 기준 830조원을 돌파했다.

건전성 악화 징후는 아직

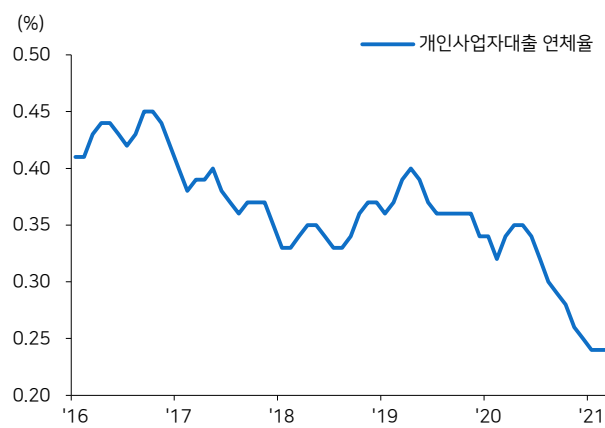
가파른 자영업자 대출 잔액 증가에도 건전성 악화 징후는 아직 포착되지 않는 상태이다. 실제 개인사업자대출 연체율은 가계대출 연체율 수준인 0.25% 내외에서 관리되고 있다. 다만 취약업종(숙박음식, 도소매, 여가서비스 등) 중심으로 고금리 대출(저축은행, 여신전문금융회사, 대부업 등) 잔액 및 비중이 증가하고 있는 만큼 과거대비 자산의 질이 악화된 것은 분명하다.

그림8 자영업자대출 증가율 > 가계대출 증가율



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림9 개인사업자 대출 연체율 추이



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

불편한 동행은 내년 상반기까지

자영업자 대출을 포함해 현재로선 자산 건전성 악화 가능성에 대한 막연한 우려를 극복할 방안이 부재하다. 다만 대손비용과 은행주의 괴리율을 감안시 현 주가는 상기 불확실성을 상당부분 반영한 것으로 판단한다.

FY22E 순이익 4.7% 증가

전술한 내용들을 근거로 FY22E 지배주주순이익을 컨센서스에 부합하는 19.1조원(+4.7% YoY)으로 추정한다. ROE가 소폭 하락하는 점이 부담일 수 있으나 1)절대 주가 레벨이 과거대비 낮으며, 2) 주주환원정책 확대 여부에 따른 ROE 개선 여지도 남아있는 만큼 큰 우려 사항은 아니라는 판단이다. 또한 은행업종의 보수적인 실적 추정 관행을 감안시 실제 이익은 현재의 예상치를 상회할 가능성이 다분하다.

Digital Transformation

카카오뱅크 IPO 흥행 성공

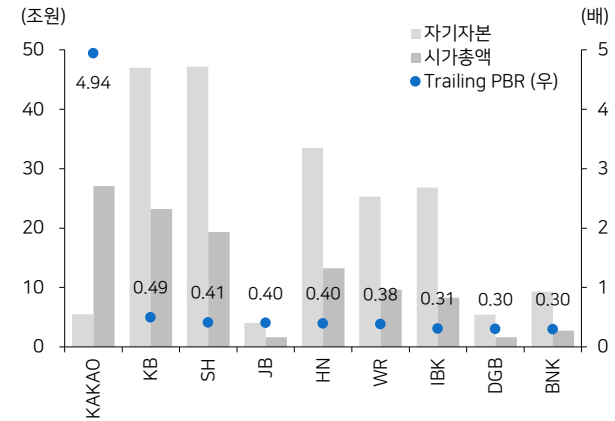
지난 8월 6일, 카카오뱅크가 코스피에 상장됐다. 상장 전 고평가 논란에도 불구하고 1) 플랫폼 경쟁력 부각, 2) 코스피200, MSCI EM 조기편입 등 수급 효과로 초기 흥행에 성공했다. 최근 주가 부진에도 약 27조원 내외의 시가총액을 형성하며 은행업종 대장주의 지위를 유지 중이다.

표2 카카오뱅크 멀티플 산정을 위한 해외 Peer Group

구분	산식	Rocket Companies, Inc.	Pagseguro Digital Ltd	TCS Group Holding PLC	Nordnet AB publ
기준시가총액 (백만원)	(A)	43,184,655	18,918,666	16,522,978	4,923,031
자본총계 (백만원)	(B)	9,404,053	2,152,996	2,057,841	644,004
PBR (배)	(A)/(B)	4.6	8.8	8	7.6
적용 PBR 거래배수 (배)		7.3			

자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

그림10 은행업종 시가총액과 자기자본, Trailing PBR 현황



자료: 각사, KRX, 메리츠증권 리서치센터

토스뱅크 영업 개시

지난 10월 5일에는 토스뱅크가 영업을 개시했다. 케이뱅크(2017년 4월), 카카오뱅크(2017년 7월)에 이은 국내 세 번째 인터넷전문은행으로 별도의 App 출시 없이 기존 토스 App에서 은행 서비스를 제공 중이다. 본인이 신청시 자기자본은 2,500억이나 최근 3,000억원의 유상증자를 진행하며 자본금 확충에 성공했다.

마이 데이터 서비스 시작

12월 1일부로는 국내 마이 데이터(My data) 서비스가 개시될 예정이다. 정보 주체로부터 위탁 받은 제3자가 오픈 API를 통해 금융·비금융 정보를 분석 후 개인 맞춤형 금융상품을 추천 가능한 서비스이다. 마이 데이터 도입에 맞춰 금융권에선 자사 역량을 강화하는 동시에 비금융권과의 협력에도 적극적인 모습을 보이고 있다.

명확한 기업가치 평가론 부재

카카오뱅크 IPO, 토스뱅크 영업 개시, 마이데이터 서비스 시작 등 국내 핀테크 기업의 가파른 성장에도 명확한 기업가치 평가 방법론은 아직 부재한 상태이다. 같은 이유로 카카오뱅크 주가는 플랫폼 경쟁력이 부각되는 구간에선 상승, 규제 리스크 또는 수급 노이즈가 불거지면 하락하는 현상을 반복 중이다.

표3 마이 데이터 제도 도입에 따른 영향

구분	영향
금융산업 내 경쟁 치열	<ul style="list-style-type: none"> 고객의 데이터 접근 원활, 금융상품 간 비교 가능성 확대로 소비자 효용 증대 대형 은행이 누리는 과점적 지위 사라짐
금융상품 제조방식 변화	<ul style="list-style-type: none"> 기존에는 자체 축적한 고객 데이터에 의존한 금융상품 제조 개별 금융회사 입장에서 고객의 종합적 재무상황 알 수 없어서 패턴화 작업에 한계 존재 정교한 금융상품 만들기 가능 고객의 상환능력 예측하는 새로운 지표 발굴해 활용 가능
금융산업의 효율성 제고	<ul style="list-style-type: none"> 온라인 채널을 통해 자동화된 서비스를 제공하므로 다수의 고객 응대에 더 효율적 업권 특성상 내외부 데이터 유입과 접근이 용이하고 방대하므로 잠재가치와 활용도 높음

자료: 금융위, 메리츠증권 리서치센터

표4 은행권의 마이 데이터 대응 현황

구분	내용
국민은행	KB스타뱅킹을 통한 고객 중심 맞춤서비스 제공 예정
하나은행	<ul style="list-style-type: none"> 마이데이터 플랫폼 합(HAP) 준비 중 SK플래닛과 업무협약 체결
신한은행	<ul style="list-style-type: none"> MY자산 플랫폼 리뉴얼 및 고도화 CJ올리브네트웍스, LG유플러스와 마이데이터 공동 프로젝트 업무협약 체결
농협은행	<ul style="list-style-type: none"> NH마이데이터 서비스 준비 중 11번가의 유통데이터를 결합한 CB모델 구축
우리금융	<ul style="list-style-type: none"> 우리WON뱅킹 내 마이데이터 서비스 오픈 KT와 마이데이터 합작사 설립
SC제일은행	SK텔레콤과 클라우드 구축
전북은행	카카오엔터프라이즈와 데이터, 인공지능 관련 협력

자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

플랫폼 경쟁력이 주가에 투영

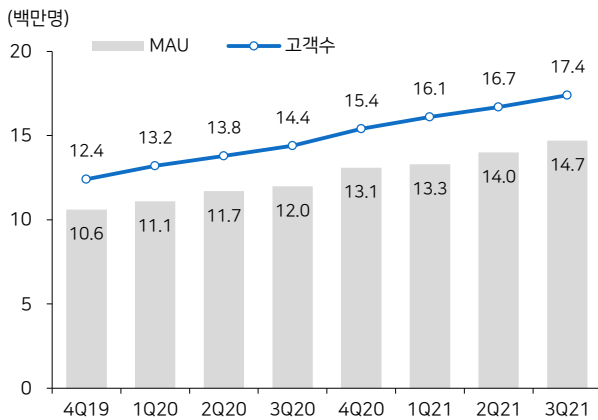
이익체력, 자본력 등 전통적인 가치 척도로는 현재의 카카오뱅크의 기업가치는 설명할 수 없다. 결국 당장의 이익보다 1) App의 높은 편리성, 접근성, 활동성에 기반한 채널 경쟁력, 2) 낮은 비용 구조에서 오는 가격 경쟁력, 3) 플랫폼 기능을 활용한 상품 경쟁력 등 성장 잠재력에 높은 가치를 부여하게 된다.

밸류에이션 유지 조건1:

자산 성장 동력 확보

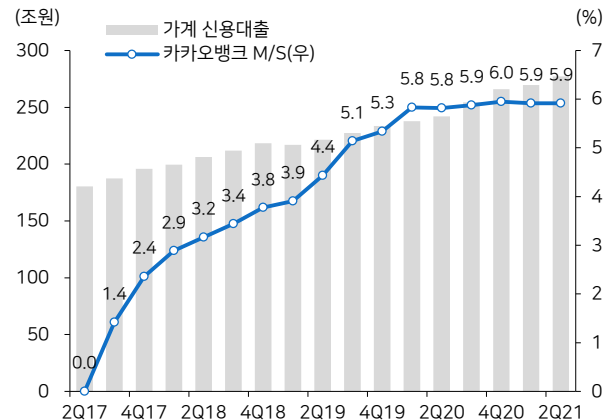
카카오뱅크의 높은 밸류에이션이 유지되기 위한 조건으로, 우선 자산 성장 동력 확보가 필요하다. 인터넷전문은행 특별법상 기업 대출 취급에 한계가 있고, 중금리 대출 취급 강제로 신용대출 시장에서의 헤게모니를 상실한 만큼 전월세자금, 모기지 등 부동산 자금 중심의 높은 성장률 확보가 필요한 상황이다.

그림11 카카오뱅크 MAU 및 고객 수 추이



자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

그림12 신용대출 시장에서의 침투율 둔화



자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

IPO 자금을 바탕으로

연내 주택담보대출 출시 예정

카카오뱅크는 이번 IPO과정에서 유입된 자금(약 2.55조원)을 바탕으로 연내 주택 담보대출을 출시할 예정이다. 금리 경쟁력만 갖출 수 있다면 성장률 확보엔 무리가 없을 것으로 전망하나 DSR 조기 도입 등 가계대출 관련 규제 강화로 당초 시장에서 기대했던 연간 30% 내외의 높은 자산 성장을 가져갈 수 있을지는 좀 더 지켜볼 필요가 있다.

밸류에이션 유지 조건2:

차별화된 수수료이익 기반 확보 여부

두 번째 조건으로, 플랫폼 경쟁력에 기반한 차별화 된 수수료이익 기반 확보 여부이다. 시중은행의 수수료이익이 핵심이익 내 10% 수준에서 정체 중인 것과 달리 카카오뱅크는 App 경쟁력, 상품 라인업 확대 등으로 추가 개선될 가능성이 높다는 것이 중론이다.

플랫폼 경쟁력은 있지만,

Fee&Platform 수익이 장기 성장 동력으로 작용할지 의문

카카오뱅크의 플랫폼 경쟁력은 인정하나 1)수수료 규제 가능성, 2)금융 서비스를 공공재로 간주하는 금융소비자 인식 등을 감안시 Fee & Platform 수익이 과연 장기 성장 동력으로 작용할 수 있을지 의문이다. 대형은행은 이를 타개하기 위한 방안으로 M&A, 비은행 자회사 증자 등의 전략을 구사했으나 카카오뱅크의 경우 자본력의 한계는 물론 동일 기업집단 내 카카오페이 존재로 신규 사업 진출에도 제약이 있다. 카카오페이 상장 이후 외국인 중심으로 차익실현 매물 출회된 것도 같은 이유로 해석 가능하다.

종목간 시가총액 변화에 주목필요

투자자 입장에서선 카카오뱅크가 기존 은행권 시가총액의 상당 부분을 흡수하고 있는 만큼 전술한 2가지 조건을 만족하는지 여부와 이에 따른 종목간 시가총액 변화가 나타날 수 있음에 주목할 필요가 있다.

Strategy & Top picks

투자전략: Overweight

은행업종에 대한 Overweight 투자의견을 유지한다. 현 주가는 수익성 대비 저평가 구간으로 과도한 우려가 선반영된 상태로 판단한다. 자산 건전성 악화 가능성, 인터넷전문은행 등 핀테크 기업의 침투, DSR 조기도입 등 각종 규제 리스크 등에 대한 우려가 점진적으로 해소되는 과정에서의 밸류에이션 할인율 축소를 전망한다.

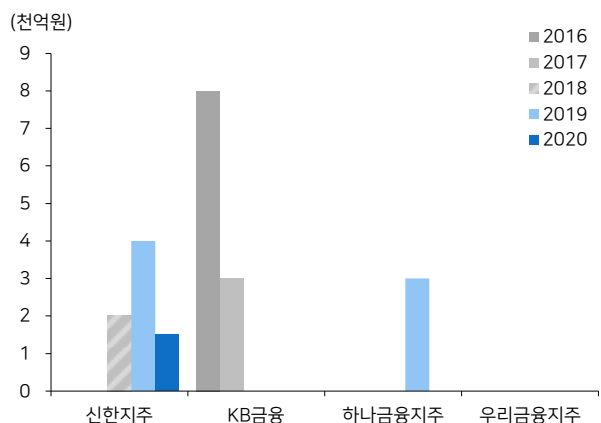
종목간 차별화 현상은 내년에도 지속 예상

모멘텀 발생 여부에 따른 종목간 차별화 현상은 2022년에도 지속될 것으로 예상된다. 2021년은 금리, NIM이 주요 주가 변수였으나 2022년은 다시 자본력, 주주 환원정책에 초점을 둘 필요가 있다. 실제 기준금리 및 시중금리 상승에 따른 NIM 개선은 정도의 차이일 뿐 업계 공통적인 사항이다.

투자전략: Top pick

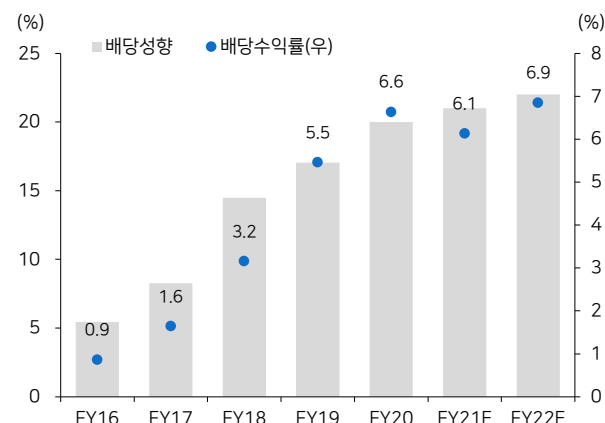
중간배당 정례화, 자사주 매입 및 소각 가능성 등이 열려 있는 KB금융, 실적 개선 및 내부등급법 승인 등으로 차별화 된 배당성향 상향이 기대되는 JB금융지주를 업종 내 최선호주로 추천한다.

그림13 4대 금융지주 자사주 매입 내역



주: 연도는 자기주식취득 신탁계약 체결 결정 기준
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림14 JB금융지주 배당성향·배당수익률 추이 및 전망

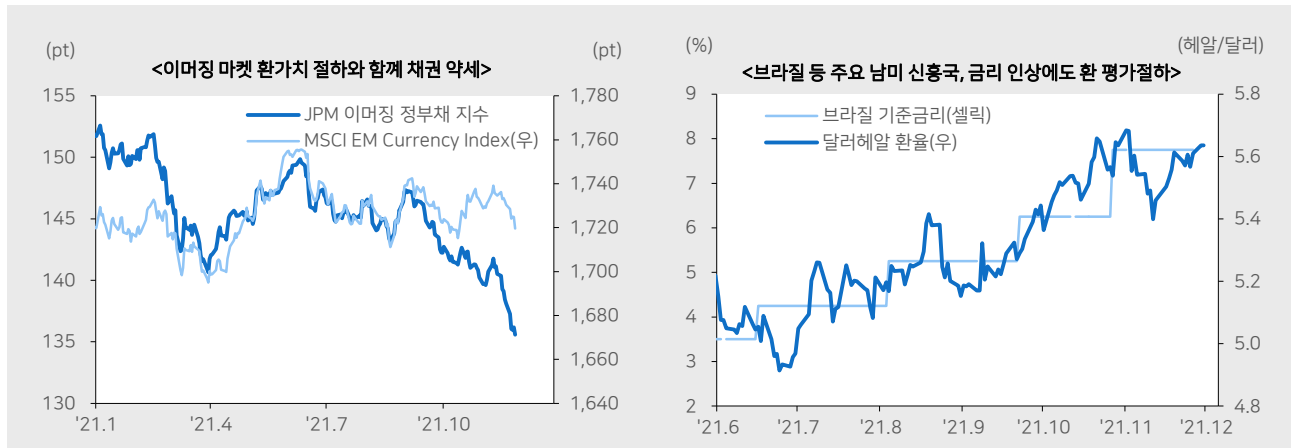


자료: JB금융지주, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

임제혁 연구원

오미크론 변이 우려와 신흥국 채권



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

안전자산 선호 심리 부각되며
이머징 채권 금리 급등세

코로나19 오미크론 변이의 영향으로 안전자산 선호심리가 부각되며 위험자산 성격이 강한 이머징마켓 금리가 큰 폭으로 상승, 채권가격이 급락하는 흐름을 보였다. 향후 추이를 살펴볼 필요가 있겠으나, 미국채 금리는 1.5%대까지 재차 반등하는 등 오미크론 우려가 일부 축소되었지만 이머징 채권의 강세전환은 제한되었다.

이는 인플레이션 대응 차원에서 남미의 브라질, 칠레, 아르헨티나 같은 국가들이 큰 폭으로 기준금리를 인상한 영향이 컸다. 그 외에 경기부양을 위해 금리를 인정한 터키의 경우에도 실업률이 높은 수준을 유지하는 등 경기 부진 우려가 확대되는 가운데 인플레이션 우려가 지속되며 금리가 큰 폭으로 상승하였다.

금리 인상에도 인플레이션 우려 지속
되며 채권 약세로 이어져

언급한 신흥국들은 추가적인 금리인상이 예상되나, 인플레이션이 통화정책에 민감하지 않은 기초 품목이 기여하는 바가 커 인플레이션 완화효과가 크지 않을 가능성이 있다. 또한, 변이 바이러스 확산세가 원유 수요 감소 기대로 이어져 유가는 하락, 단기적으로 인플레이션 기대가 축소된 측면도 있지만, 동시에 공급병목 현상을 심화하는 요인으로 작용하는 부분을 고려해야 한다. 유가 또한 12월 OPEC 회의에서 기존 증산 계획을 재검토할 전망이 많아 하락폭이 제한될 가능성이 있다.

환 또한 평가절하되며
채권 투자 유인 줄어

이들 국가에서는 인플레이션과 높아지는 금리가 내수 부진으로 이어지고, 공급측 쇼티지로 산업생산이 위축되는 등 경기부진 우려가 확대되었다. 이를 반영하며 기준금리 인상에도 환가치는 약세가 지속되어 채권 투자 유인이 줄어들었다. 특히, 외환보유 대비 단기부채의 비율이 높아 재정리스크가 큰 국가들의 환 평가절하폭이 확대될 가능성이 있어 오미크론 변이 확산이 격화되는 경우 채권 약세가 심화될 가능성이 높아 보인다. 변이 바이러스로 인해 미국의 통화정책 정상화 기대가 밀리는 부분은 신흥국 채권에 있어 긍정적인 요소이나, 본격적인 통화정책 환수 이전 신흥국의 경기회복 모멘텀 회복이 뒷받침되어야 할 것이다.

칼럼의 재해석

김동희 연구위원

Web3.0의 시대 (Financial Times)

Web3.0은 주요 기업들이 게이트키퍼의 역할을 하고 있는 Web2.0시대에 새로운 흐름을 불러일으킬 것으로 해석된다. 사용자들이 데이터를 중심으로 온라인에서 상호작용할 수 있도록 만들어진 Web2.0시대에서는 구글, 페이스북 등의 기업들이 중간자 역할을 해왔다. Web3.0은 이러한 흐름에 반발을 가져오는 개념으로 볼 수 있다. 즉, 기업들이 중간자 역할을 하지 않는 블록체인 기반의 탈중앙화 시스템으로 구현된다. 플랫폼 기업들이 정보를 제공하는 자와 제공받는 자 사이에 있는 구조에서 벗어나, 사용자들이 스스로 정보를 공유하고 소유할 수 있다. Web3.0은 아직 이론적인 단계에 불과하고, Web3.0의 시대가 직접적으로 도래하기 전까지 그 정의를 완벽하게 내릴 수는 없지만, NFT, 블록체인, 그리고 메타버스의 개념과 결합하며 이러한 흐름은 지속적으로 힘을 얻고 있다. 빅테크 기업들도 메타버스와 블록체인의 흐름에 올라타고 있고, 벤처캐피털들은 Web3.0을 암호화폐 프로젝트 투자의 구심점으로 활용하면서 Web3.0으로의 움직임은 계속되고 있다.

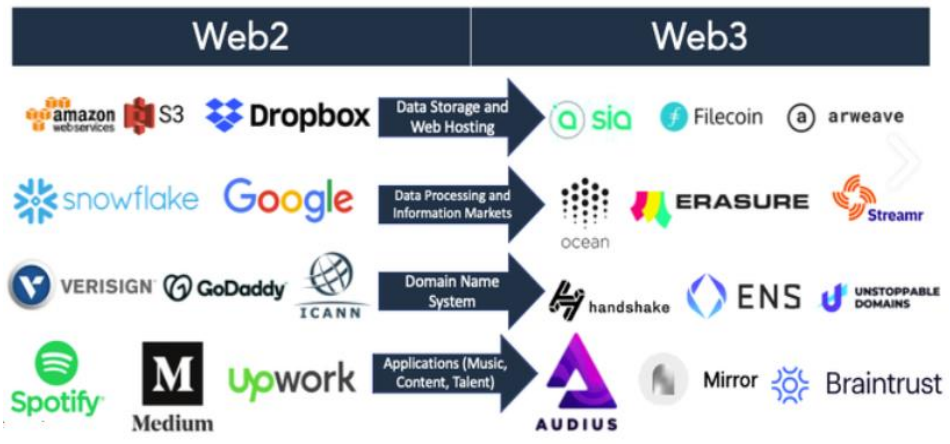
Web3.0이 가져올 세 번째 시대

Web 3.0은 웹 진화의 새로운 전환점이 될 것

Web3.0은 데이터 수집과 디지털 광고로 수익성이 높은 지금의 웹 시장을 밀어내고 분산형 인터넷 세계를 가져올 것으로 보인다. 주요 기업들이 중심이 되는 구조의 Web2.0에 변화를 일으킬 웹 진화의 새로운 전환점이라고 볼 수 있다. 쉽게 말해, 플랫폼 사업자들이 중간자 역할을 하는 중앙화된 구조의 Web2.0에서 벗어나, 블록체인 중심의 탈중앙화된 구조이며, 인공지능과 블록체인을 기반으로 한 분산화된 데이터 환경으로 구축된다. 그렇기 때문에, 중앙화된 구조로 인해 발생했던 해킹의 위험성과 개인 프라이버시 보호의 취약성에서 벗어날 수 있다는 특징을 가진다.

이더리움 기반 기술사 컨센시스(ConsenSys)는 DeFi(Decentralized Finance)가 프로그램이 집합적으로 소유되고 분산되도록 하는 혁신을 가져왔다고 소개한다. 이는 스테이블코인에서 차용 및 대출, 탈중앙화 거래소 등에 이르기까지 탈중앙화 금융 애플리케이션의 세계를 열었고, 암호화폐와 토큰은 금융과 돈을 변화시킬 뿐만 아니라 제작자가 가치를 창출하고 공유하기 위해 인터넷 기반 조직을 구성할 수 있도록 하는 방법이 되었다. 그리고 Web3.0은 이러한 변화 속에서 인터넷이 어떻게 설계되어야 하고 개인이 이 가치 창출에 대해 어떻게 공유해야 하는지에 대한 새로운 경제 아이디어를 보여주는 브라우저라고 볼 수 있다. 가상자산 운용사 그레이스케일에서 발간한 'Metaverse: Web3.0 Virtual Cloud'에 따르면, 현재의 메타버스는 Web3.0 인터넷의 진화의 선두에 있으며 NFT시장과 결합하여 향후 Web3.0시대를 열며, 연간 매출 1조 달러 규모까지 성장할 수 있다고 전망한다.

그림1 Web2 기업 VS Web3 프로토콜



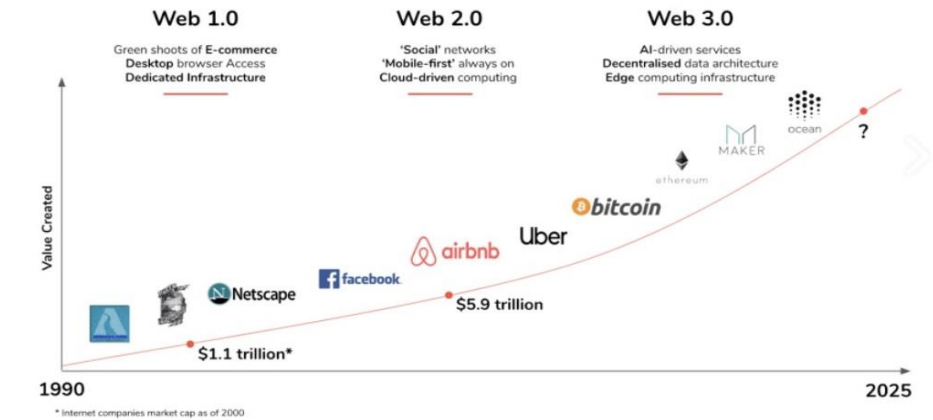
자료: Messari, 메리츠증권 리서치센터

Web1.0, Web2.0과 Web3.0의 등장

웹의 진화

처음 등장한 Web 1.0은 오픈 소스 정보들의 집합의 개념이었다. 즉, 정보를 단순히 전송 받는 형태로 누구나 콘텐츠를 만들 수 없는 구조였다. 업계에서는 1989년부터 2005년을 Web1.0으로 구분하였으며, 상호작용 없는 일방향적인 정보 전달 구조가 특징이며, 홈페이지가 있는 정부나 학교 등 선택된 소수만이 콘텐츠를 제작할 수 있었다. 이후 새롭게 등장한 Web2.0은 온라인에서 상호작용할 수 있도록 돕는 웹 개념으로, 구글과 같은 회사들이 중심을 이룬다. 누구나 콘텐츠를 직접 만들고 쓸 수 있으며, 콘텐츠를 제공하는 자와 사용하는 자 사이에 플랫폼 사업자들이 중간자 역할을 하는 구조이다. 상호적으로 유익한 정보들을 제공하고 전달하며, 정보가 중심을 이루는 현재의 모든 소셜 네트워크, 웹 브라우저를 아우르는 개념이다. Web3.0은 이러한 힘의 집중적인 구조에 반발을 가져올 것으로 보인다. Web3.0은 기업들이 더 이상 중간자의 역할을 하지 않는 형태의, 블록체인 기반의 탈중앙화 시스템을 제공할 것으로 전망된다. Web3.0에서 사용자는 스스로 정보를 제공받고, 보상으로는 토큰이 생성되며, 모든 것이 블록체인을 기반으로 투명하고 안전한 웹을 제공하는 것이 목적이다. Web3.0은 분산형 인터넷을 지칭하는 새로운 기술용어다. 기존의 Web2.0에서는 기업이 게임, 플랫폼을 통해 자산을 통제할 수 있는 구조였다면, Web3.0에서는 이용자가 자산에 대한 소유권을 가지고 가상 세계 내의 자산을 외부의 실물경제로 이동시킬 수 있다는 특징을 가진다.

그림2 웹의 진화



자료: medium, 메리츠증권 리서치센터

Web3.0으로의 움직임

Web3.0은 아직 이론적인 단계에 불과하지만, 변화의 흐름은 계속되고 있다

Web3.0은 아직 이론적인 단계에 불과하지만, 최근 유행하는 NFT, 공공 블록체인으로 운영되는 분산형 금융 프로젝트 등으로 인해 힘을 얻고 있다. 벤처캐피털은 이미 Web3를 암호화폐 프로젝트 투자의 구심점으로 활용하고 있다. 11월 미국 투자회사 패러다임(Paradigm)은 25억 달러 규모의 신규 가상자산 투자 전용 VC 펀드 '패러다임 원(Paradigm One)'을 결성했고, 앤드리스 호로위츠(Andreessen Horowitz)도 6월 22억 달러 규모의 가상자산 펀드를 결성했다. 또한, 현재 빅테크 기업들도 이러한 변화의 흐름을 따르고 있다. 대표적으로 트위터는 암호화폐-블록체인 전담 '트위터 그립토'를 구성했고, 페이스북은 사명을 '메타'로 바꾸면서, 빅테크 기업들이 이러한 움직임에 동참하는 것으로 해석할 수 있다. 이처럼 Web2.0의 기술 기업들의 초기 투자가 시작되면서, Web3.0이 현실화 되기 전에 하나의 새로운 장벽을 만들어 낼 것을 예고하고 있다.

원문: Web3: the future of the internet will not spell the end of Big Tech (Financial Times)