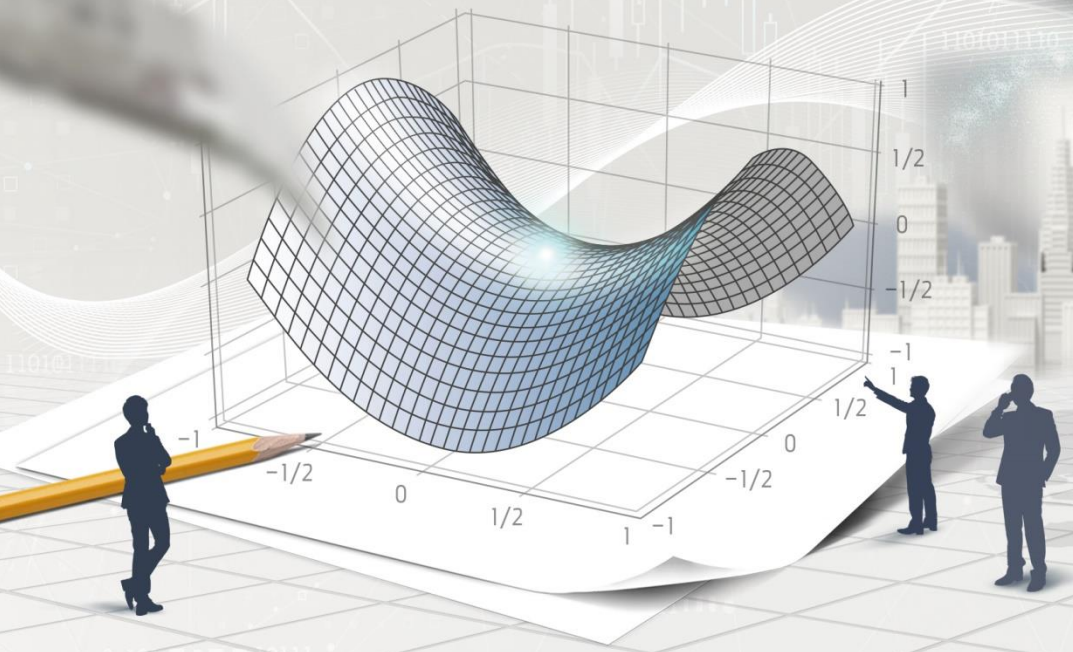
| 리서치센터 투자전략팀 | 2023년 10월 25일

## 2024년 금융시장 전망

# 새로운 균형 (saddle point)

**경제** 김유미 helloym@kiwoom.com
**주식전략** 한지영 hedge0301@kiwoom.com
**채권전략/ESG** 안예하 yhahn@kiwoom.com
**퀀트** 최재원 cjw5056@kiwoom.com
**디지털자산/원자재** 심수빈 sb.shim@kiwoom.com
**시황/투자전략** 김지현 jeehyun12@kiwoom.com

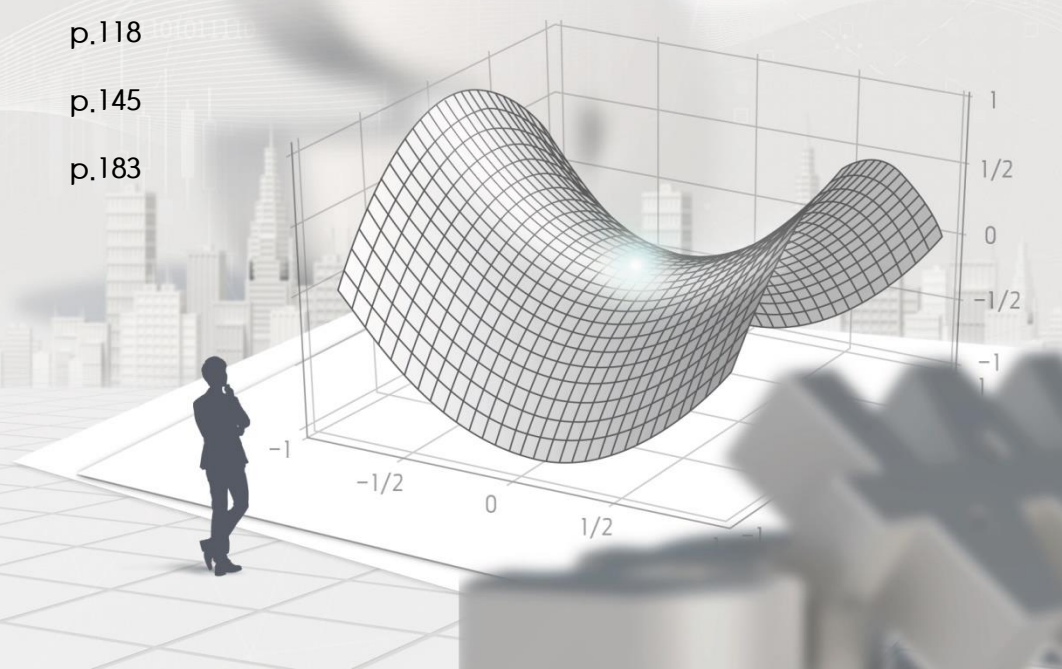
**RA** 김현정 hyun.k@kiwoom.com
**RA** 이성훈 shl076@kiwoom.com
**RA** 조재환 idirection@kiwoom.com



키움증권

# Contents


| | |
|---|---|
| **Summary** | p.3 |
| I. **경제/FX** 혼재된 사이클과 차별화 | p.5 |
| II. **전략** Another manual book | p.63 |
| III. **퀀트** 스타일과 실적 장세의 로테이션 | p.94 |
| IV. **시황** 선거의 해, 에너지 전환 공방 | p.118 |
| V. **채권** 적정금리 수준 찾기 | p.145 |
| VI. **원자재** 공급으로 돌아온 관심 | p.183 |

# Summary

## Ⅰ. 경제 / FX: 혼재된 사이클과 차별화

- 한국 경제는 점진적인 수출 회복을 바탕으로 연간 2.2% 성장 전망. 재고순환 바닥 확인 과정으로 제조 생산의 추가 위축 가능성은 낮아지겠으나 대내외 소비 조정이 후행적으로 진행되면서 회복 여부를 둘러싼 불확실성 증가. 투자 사이클의 수혜를 받을 수 있는 중간재 수출 중심의 회복 기대. 이에 산업·기업간 회복 시차는 차별화될 전망.
- 수출 개선과 내수 부진이 혼재되면서 정책 불확실성 지속. 물가는 평탄치 않겠지만 둔화 흐름 유효함에 따라 2분기말에서 3분기 초 정도 한국과 미국 금리 인하 전망. 달러/원 환율은 연준 통화정책과 미 달러에 영향을 받으며 추가 상승은 제한, 1,300원대에서 등락 이후 1,200원대로 하향 안정화될 것으로 예상

## Ⅱ. 주식: Another manual book

- 2024년 증시는 이전의 사이클과는 상이한 흐름을 전개해 나갈 전망. 고금리 불확실성 등이 상존하나 연준의 금리인하 사이클(금융장세)과 실적 호전 사이클(실적장세)의 조합으로 국내 증시의 우상향 흐름 예상. 다만, 1분기 중 연준의 금리인하 시기 불확실성, 4분기 중 미국의 대선 이후 정치 지형 변화로 친환경, 무역과 같은 정책 불확실성 등이 연초, 연말의 주가 변동성을 만들어낼 것으로 예상
- 연간 KOSPI Band로 2,300~2,900pt를 제시. 분기별 대응 업종으로 A) 1분기 : 반도체, 기계, B) 2~3분기: 건강관리, 소프트웨어, IT 하드웨어, C) 4분기: 필수소비재, 인프라를 제시

## Ⅲ. 퀀트: 스타일과 실적 장세의 로테이션

- 2024년 코스피 영업이익은 252조원(YoY, 45.9%)으로 전망되며 역대 최고 실적을 기록한 2021년(242조원) 수준을 넘어설 것으로 예상 다만, 실적 급변 폭이 큰 반도체/유틸리티 업종을 제외하면 성장률이 20%대로 전망되며, 실적 회복이 소수 업종에 쏠려 있는 점은 부담. 그럼에도 증시 밸류에이션 부담이 낮아지고, '23년 3분기 어닝시즌을 기점으로 이익모멘텀 개선 움직임 등이 나타나는 점은 긍정적
- 스타일 측면에서는 연초까지도 연준의 통화정책 불확실성으로 금리 상방 리스크가 상존한 점을 감안했을 때, 가치 스타일 중심의 대응이 안정적일 것으로 판단. 다만, 시장 금리의 고점 확인 이후 기준금리 인하가 이루어지기 전까지는 가치 또는 성장 스타일의 혼재된 흐름이 연출될 것으로 판단. 따라서, 시장 금리 고점을 확인하는 구간에서는 가치형 수출주 중심의 대응 그리고 금리 인하 시점이 구체화되기 전까지는 이자부담이 낮고, 실적 턴어라운드 탄력이 두드러질 업종 중심의 대응 제안

# Summary

## Ⅳ. 시황: 선거의 해, 에너지 전환 공방

- 미국 11월 대선, 유럽 6월 의회 선거, 한국 4월 총선 예정. 공통적으로 쟁점이 되는 부분은 물가 및 에너지 가격 안정이며, 고유가 지속 및 무탄소 에너지에 대한 관심 확대, 제조업 비용 상승으로 인한 수출 경쟁력 제고 측면에서 신재생 에너지, 원전 섹터 내 긍정적인 변화 기대
- 신재생 에너지: 트럼프 당선 시 완전한 정책 되돌림 불가능, 유럽 전력시장개혁안 및 NZIA 입법 시 CfD 및 PPA 보조금 지원 등 모멘텀
- 원전: 기후변화 정책 속도조절 시 RE100의 대안으로 CF100 부각, 독프 원자력 합의로 정체된 유럽 입법 가속화, 국내 원전관련 예산 증액

## Ⅴ. 채권: 적정금리 수준 찾기

- 2024년 채권시장은 통화정책 불확실성에 1분기까지는 변동성 높은 장세 이어질 것으로 예상. 여전히 물가가 목표치를 상회한다는 점에서 금리 동결기 지속과 서비스 경기 둔화에도 금리 인하 기대가 빠르게 조성되기는 어렵기 때문.
- 단, 2분기부터는 긴축 정책이 완화되면서 채권시장 강세가 본격적으로 나타날 것으로 예상. 고금리 수준이 이어지면서 수요 둔화를 확인하는 가운데 단기자금시장을 통해 타이트한 금융 여건이 확인되면서 미 연준의 정책금리 인하가 시작될 것으로 전망하기 때문. 한국은행 또한 정부의 강한 재정긴축 의지 속에서 민간의 금융여건 완화를 위한 금리 인하가 단행될 것으로 전망. 미 연준의 금리 인하 단행으로 인해 정책 여력이 확보되면서 금리 인하에 나설 수 있을 것으로 예상. 한미 모두 연내 3차례 금리 인하 전망

## Ⅵ. 원자재: 공급으로 돌아온 관심

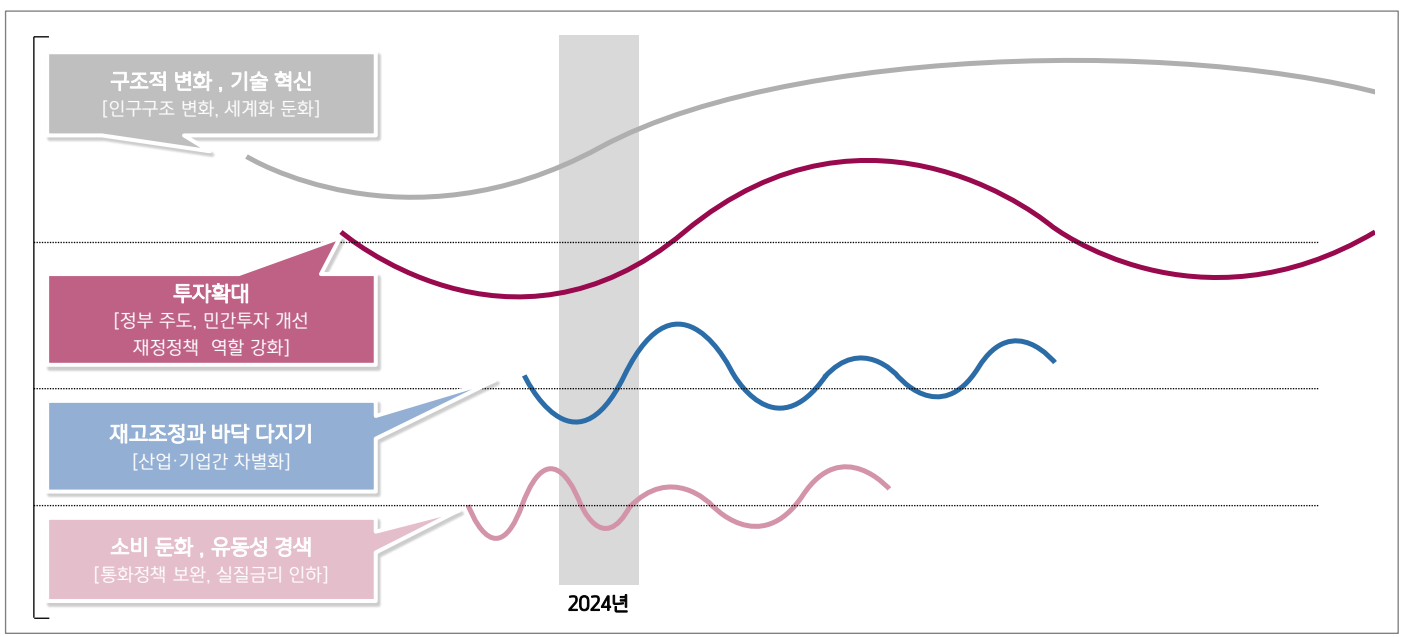
- 2024년 국제유가는 WTI 기준 배럴당 $70~$95 사이 등락 예상. 타이트한 수급 여건 속 공급 이슈에 민감한 흐름 전망. 글로벌 원유 수요가 코로나19 이전 수준을 회복하면서 석유 수요 정점 시기가 논의되는 가운데 사우디 정부의 석유의존도는 여전히 높은 상황. 사우디의 산업 다변화를 위해서는 고유가 장기화 필요
- 특히 2010년대 고유가 상황과 달리 비OPEC의 공격적인 증산 가능성도 부재. 이에 사우디는 유가 중심의 생산 전략을 유지하며 증산에 신중할 것으로 예상. 이런 가운데 발생한 중동의 지정학적 리스크는 공급 부족 우려를 수시로 자극할 수 있다는 점에서 관련 이슈의 흐름에 따른 상반기 유가 변동성 확대 주의

I. 경제/FX

# 혼재된 사이클과 차별화

# 01. 혼재된 사이클 구간, 차별화 심화

- 기술혁신과 인구구조 변화, 세계화 둔화 등 구조적인 변화 지속. 이전보다 높은 물가로 인해 통화정책을 통한 경기 부양은 제약을 받을 전망. 정부 주도의 투자 사이클을 통한 중장기 성장 제고로 이동
- 정부 주도 하에 유발되는 투자 사이클은 2024년에도 확장적. 다만, 코로나19 이후 나타난 소비와 제조 생산 활동의 조정 시차는 산업별, 기업별로 다른 환경에 놓이게 할 것으로 예상
  - 고금리 상황은 레버리지 여건을 제약, 자금조달 및 투자에 대한 보수적인 태도가 강화되며 처해질 유동성 여건은 산업별, 기업별로 다를 전망
  - 소비 수요 둔화 전망을 고려할 때 대내외 투자 정책의 수혜 여부에 따라 재고 사이클의 반등 시점도 차별화될 전망



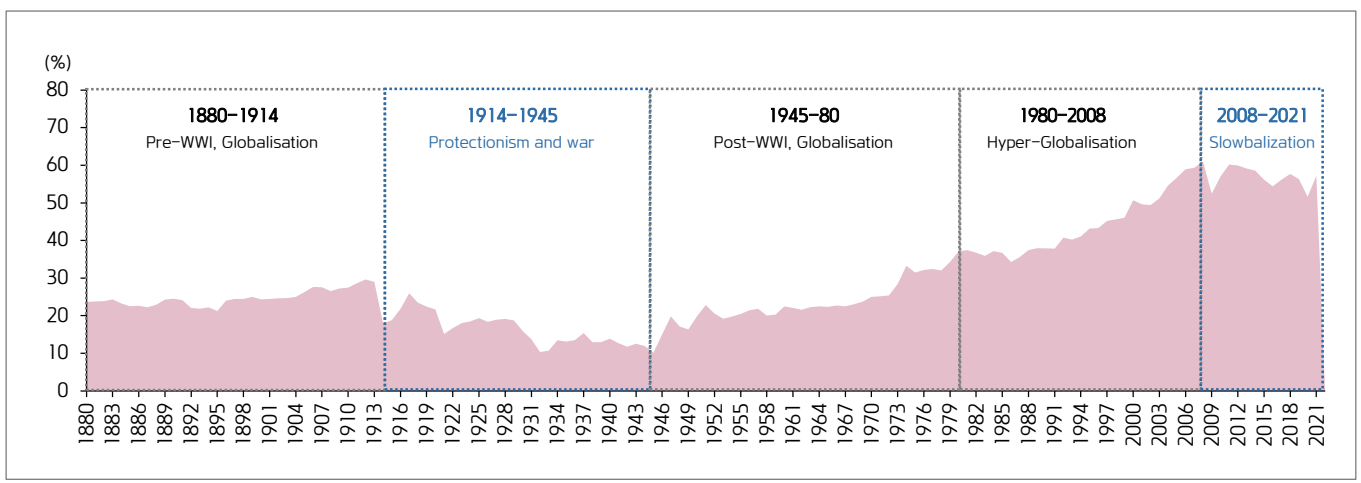



키움증권

## 02. 구조적인 변화, 통화정책의 거시안정정책 역할 약화

- 2008년 글로벌 금융위기 이후 세계화는 둔화되는 조짐을 보였으며 코로나19와 우크라이나 전쟁 이후 보다 가시화. 자유로운 교역을 통한 성장 제고보다 경제 및 에너지 안보의 중요성 더욱 부각
- 주요 선진국을 중심으로 경제 및 에너지 자립도의 필요가 높아지며 자국우선주의, 블록경제, 프렌드쇼어링 등의 형태로 무역 및 경제 정책을 전환하는 모습
- 이전보다 높아진 비용과 자원 부존국의 가격 결정 권한 증대에 따라 공급 측면에서 인플레이션 우려는 수시로 부각될 것으로 예상. 인플레이션 대응으로 인해 통화정책을 통한 경기 부양 여력은 이전보다 약화

글로벌 교역량/전세계 GDP 추이




자료: IMF, 키움증권 리서치센터

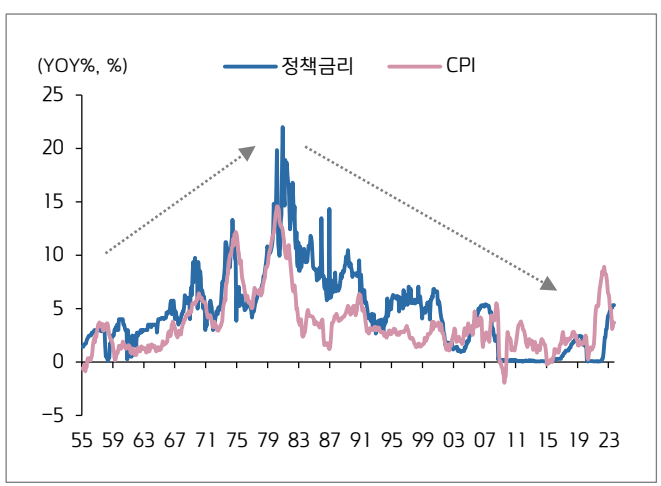


키움증권

# 03. 혼재된 수요 흐름, 차별화된 수혜와 복잡해진 통화정책 방향

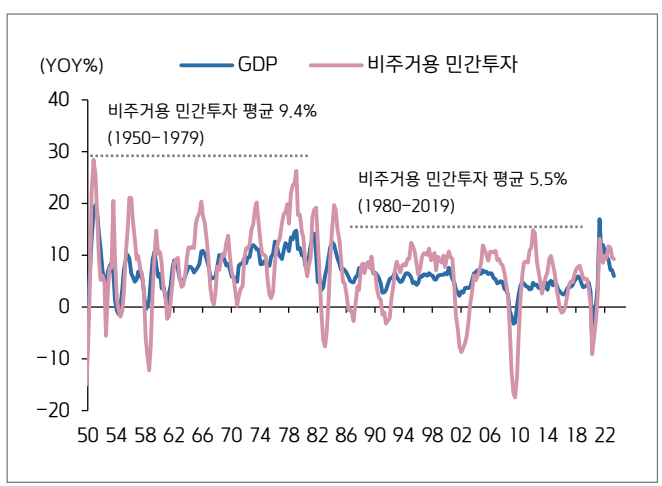
- 통화정책을 통한 경기 부양 효과가 제한적인 상황에서 정부 주도의 투자라는 거시안정정책으로 이동
- 미국에서는 인프라법, 반도체 지원법 등 정부가 조성한 투자 환경이 민간 투자를 유발하는 형태로 반영 중
  - 미국 비주거용 투자의 성장기여도는 2021년 이후 점진적으로 개선
- 소비 수요 둔화와 투자 사이클 확장이라는 조합은 과거에 비해 통화정책 방향의 예측을 어렵게 만드는 중
  금리 변동에 따른 민간 경제주체의 유동성 여건은 이전보다 제약적일 전망
  - 민간 신용 창출의 위축으로 물가가 어느 정도 통제 가능한 범위 안에 있다고 판단되면 실질금리 부담을 낮추기 위한 금리 인하가 가능해질 전망. 인플레 환경이 불확실함에 따라 금리 인하 폭은 과거에 비해 제한적

미국 기준금리와 소비자물가 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 경제성장률과 비주거용 투자 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

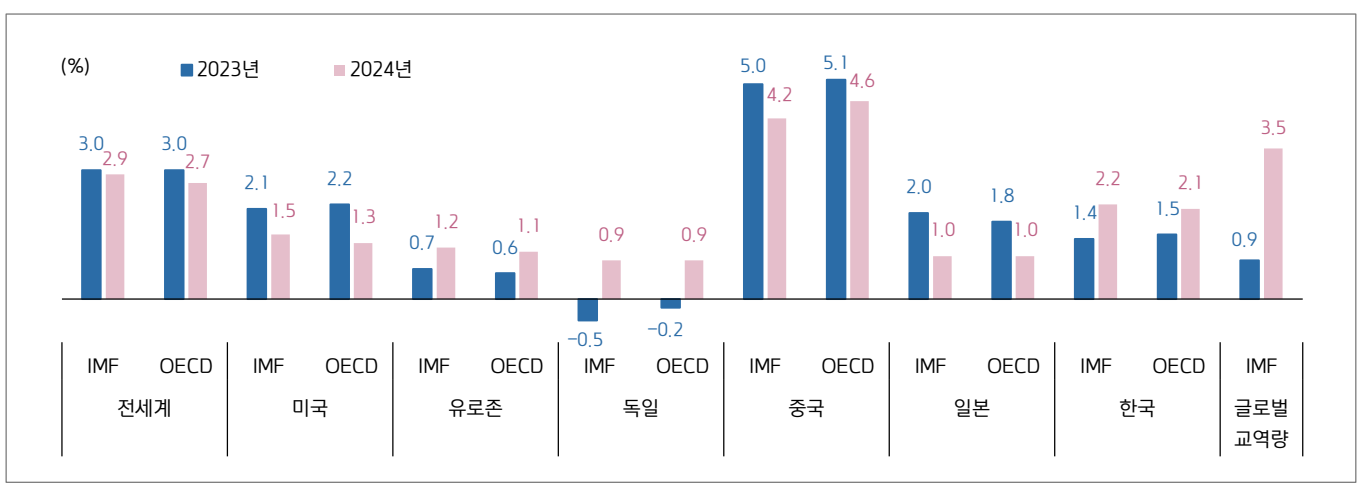


키움증권

# 04. 2024년 글로벌 경제 둔화 속 국가·지역별 차별화

- IMF(10월 전망)와 OECD(9월 전망)는 2024년 글로벌 성장률에 대해 각각 연간 2.9%, 2.7% 전망.
  선진국 중심으로 긴축 부담과 서비스 수요가 약화되면서 전세계 성장에 대한 전망치 둔화
- 하지만, 2024년 한국 경제성장률은 연간 2% 초반 수준으로 컨센서스 형성되며 2023년 1% 초반보다 확대
  - 선진국의 서비스 수요는 약화되나 제조 생산활동과 점진적인 수출 개선을 바탕으로 성장률의 반등 전망
  - 제조 생산 기반의 독일 경제성장률은 마이너스에서 플러스 전환 전망('23년 -0.5%. '24년 0.9%)
  - IMF, 글로벌 교역량 전망치는 2023년 0.9%에서 2024년 3.5%로 개선 전망

주요 연구기관 경제성장률 전망치




자료: IMF, OECD, 키움증권 리서치센터
주: IMF는 23/10월 전망, OECD는 23/09월 전망



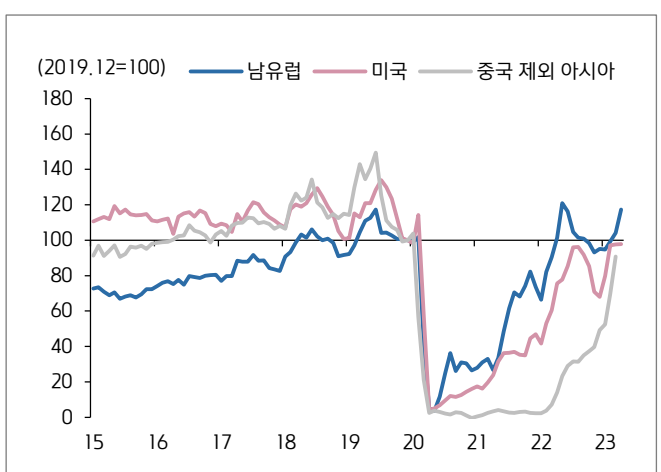
키움증권

# 05. 2023년 성장을 견인했던 서비스 수요 둔화

▶ 2023년에는 서비스 소비로 선진국 주도의 성장이 양호했지만 '24년에는 소비 여력 및 이연 수요 둔화에 성장 견인력은 약화될 것으로 예상. 서비스 소비 및 관광업 비중이 높은 국가 중심으로 성장은 둔화 전망

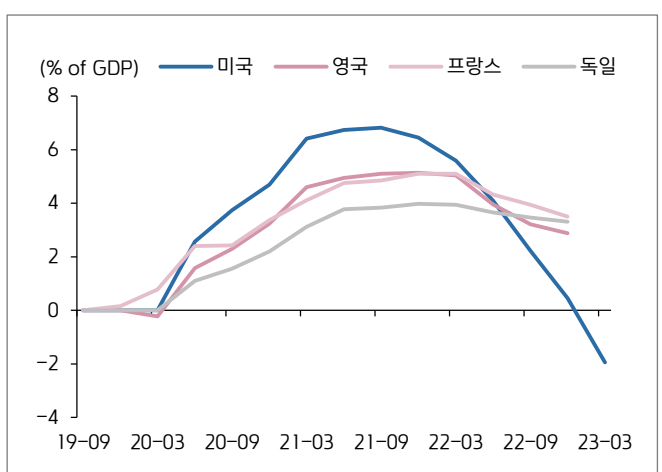
- 미국과 남유럽의 외국인 관광객 수는 코로나19 이전 수준으로 정상화
- 주요 선진국의 서비스 소비를 견인했던 초과 저축도 둔화. 특히, 미국의 경우 2023년 중 빠르게 축소
- IMF 기준 GDP(%, '23년, '24년): 미국(2.1%, 1.5%), 이탈리아(0.7%, 0.7%), 스페인(2.5%, 1.7%)

지역·국가별 외국인 관광객 추이




자료: IMF, 키움증권 리서치센터

선진국, 누적된 초과 저축 규모 추이




자료: IMF, 키움증권 리서치센터

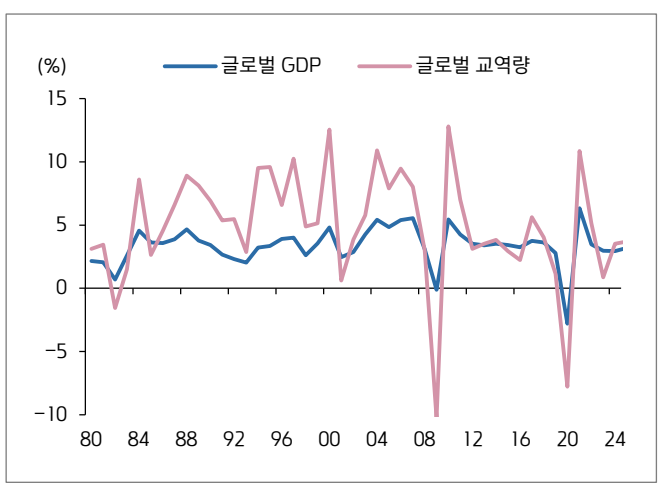


키움증권

# 06. 모멘텀, 교역을 통한 대외 수요로 이동

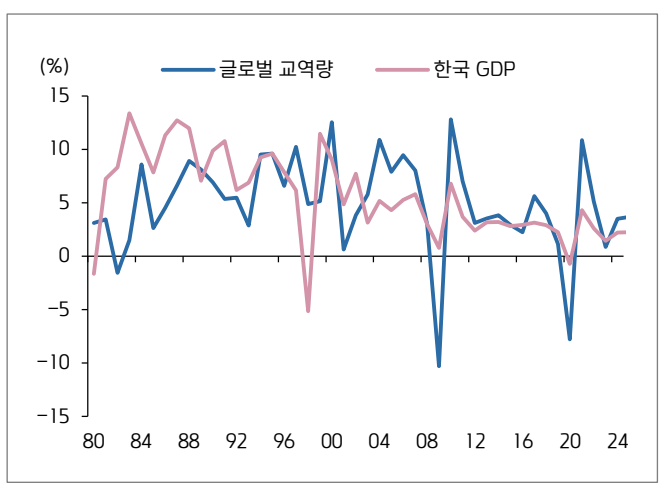
- 2024년에는 전세계 교역량 증가율이 경제성장률을 상회할 전망, 대외 수요의 혜택을 받는 국가에 우호적
  - IMF 전망: 2023년 글로벌 GDP 3.0%, 교역량은 0.9%. '24년 GDP 2.9%, 교역량 3.5%
  - 글로벌 교역량(평균): 1980년대 4.6%, '90년대 6.7%, '00년~'07년 7.4%, '08년 ~'19년 3.3%
- 대외 수요 의존도가 높은 한국 경제에서 글로벌 교역량 회복은 성장률에 긍정적인 변수

글로벌 경제성장률과 교역량




자료: IMF, 키움증권 리서치센터

글로벌 교역량과 한국 경제성장률




자료: IMF, 키움증권 리서치센터

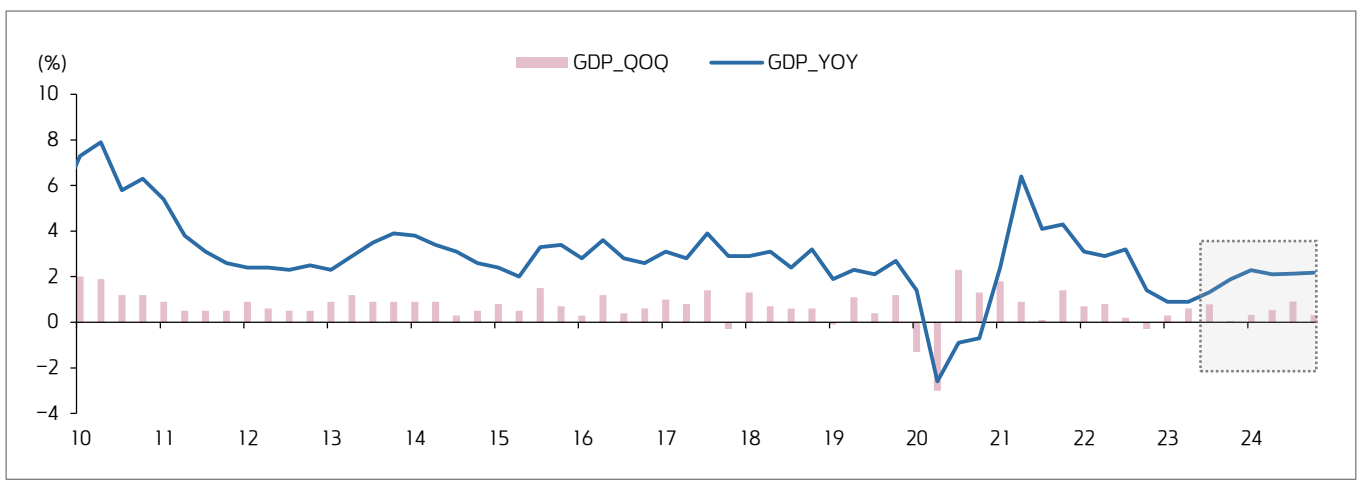


키움증권

# 07. 2024년 한국 경제성장률 연간 2.2% 전망

- 한국 경제성장률은 2023년 연간 1.2%, 2024년 2.2% 전망
  - 2024년 경제성장률에 대한 시장 컨센서스는 1.3~2.6%에서 형성, 중간 값은 2.1% 정도로 2% 초반의 성장을 전망
  - 2024년 대내외 연구기관 전망: IMF 2.2%, OECD 2.1%, 한국은행 2.2%, KDI 2.3%, 현대경제연구원 2.2%
- 내수는 소비와 건설투자를 중심으로 상반기에도 부진하겠으나 수출이 대외 수요 회복을 바탕으로 점진적인 개선을 보이면서 경제성장률은 점진적인 반등 흐름을 보일 것으로 예상

한국 경제성장률 추이와 전망치




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
주: 붉은 음영은 당사 전망치

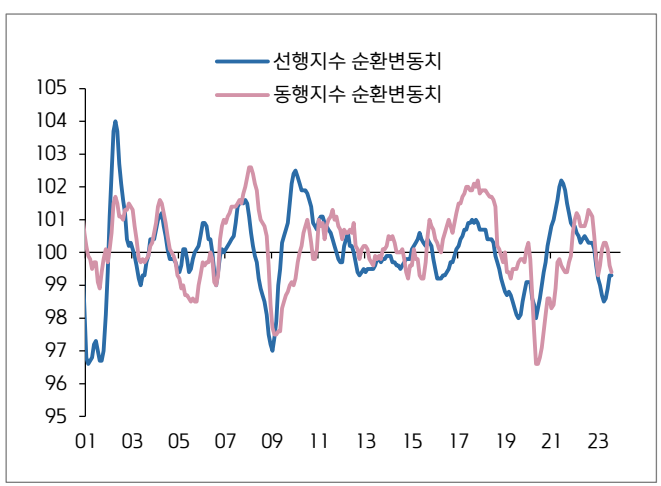


키움증권

# 08. 경기선행지수 반등, 경기 바닥 시그널을 시사하나

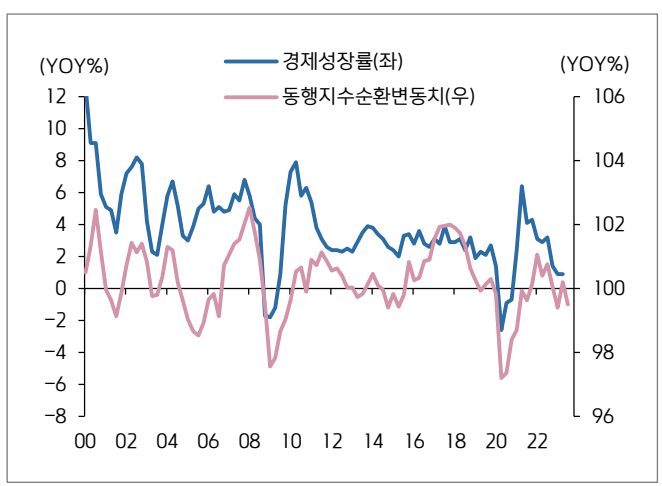
- 한국 OECD경기선행지수는 '23년 2월 저점 이후 반등세, 선행지수 순환변동치도 4월 저점 형성
- 한국 선행지수 순환변동치가 반등할 경우 이후 시차를 두고 동행지수 순환변동치도 상승하며 경기 회복 국면으로 진입하는 패턴이 일반적
  - 동행지수 순환변동치는 기준선(100)을 하회하고 있어 생산 및 소매판매 등 동행지표의 부진은 당분간 지속될 전망
  - 동행지표의 회복도 시차가 불가피. 대외수요 수혜를 받는 수출과 이와 관련한 생산을 중심으로 우선 개선될 것으로 기대

한국 선행지수 순환변동치와 동행지수 순환변동치




자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

한국 동행지수 순환변동치와 경제성장률




자료: 한국은행, 통계청, 키움증권 리서치센터

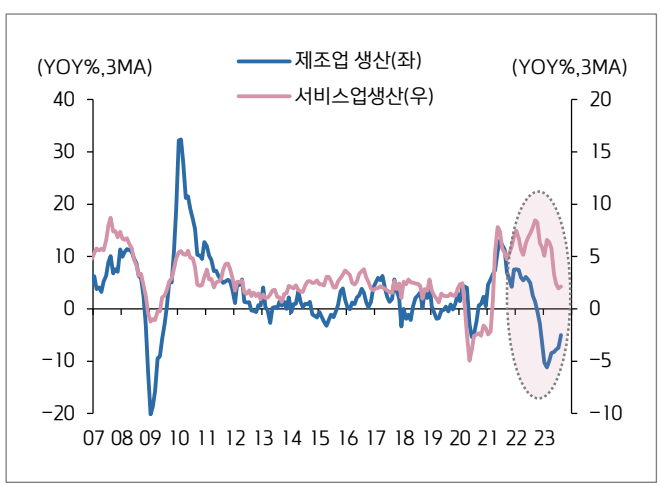


키움증권

# 09. 소비 수요의 조정이 뒤늦게 나타나면서

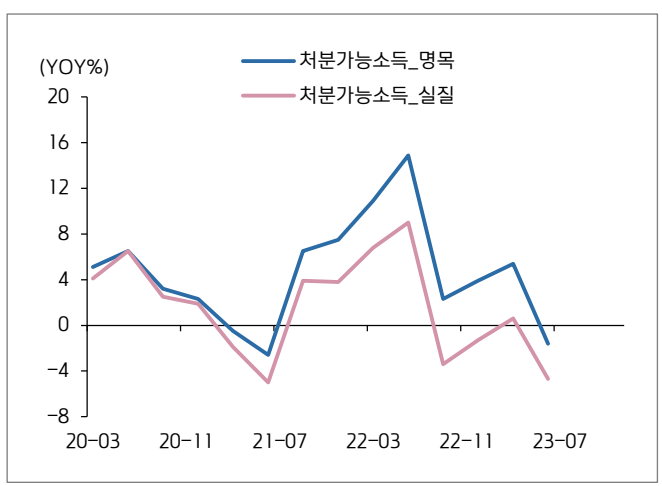
- 과거에는 경기선행지수의 하락이 경기 둔화 우려를 높이며 제조와 서비스 부문이 함께 조정을 보였고, 이후에 바닥을 다지며 비슷한 시점에 회복 사이클로 진입하는 패턴이 일반적
- 하지만, 이번 사이클에서는 경기 둔화에 대응해 제조 분야의 생산 및 재고 조정이 선제적으로 진행되었지만 서비스업 분야는 이연 수요로 상대적으로 양호한 수요가 유지되는 차별화된 흐름이 나타남
  - 2023년 미국과 유로존, 중국에서도 리오프닝에 따른 이연 수요로 서비스업은 양호하고 제조업은 상대적으로 부진
- 하반기 후반에서 적어도 2024년 상반기까지 소비여건은 비우호적. 이연 수요 약화 및 고금리에 따른 이자비용 증가, 소득 둔화 등에 소비 및 서비스 수요의 약화는 불가피한 상황

한국 제조업과 서비스업 생산




자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

한국 처분가능소득 추이




자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

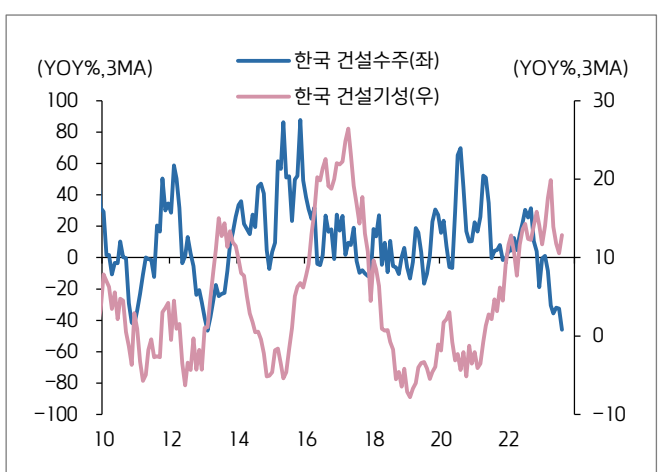


키움증권

# 10. 투자도 당분간 부진할 가능성을 고려해야

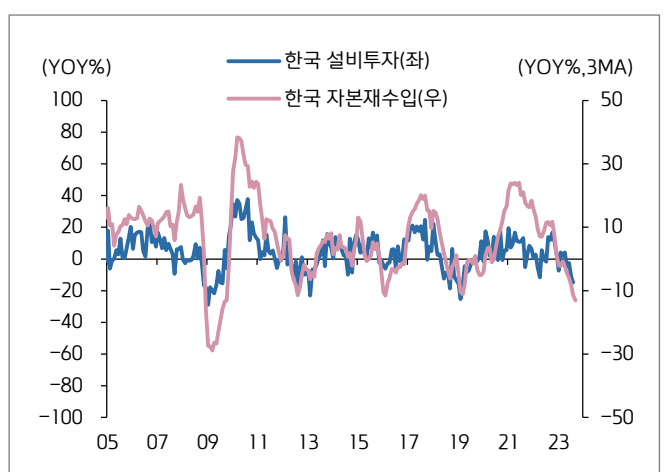
- 투자도 건설투자를 중심으로 부진할 것으로 예상. 건설투자의 선행지표인 주택착공의 감소세가 지속되고 있으며 부동산 가격은 소폭 반등하고 있지만 거래는 부진한 상황. 부동산 시장 내에서 양극화 예상
- 설비투자는 점진적인 수출 개선을 통해 관련 수요를 기대해볼 수 있으나 단기적으로 자본재 수입액의 감소 흐름을 고려할 때 단기적으로 부진한 흐름 지속될 전망

한국 건설수주와 민간 건설기성액 추이




자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

한국 설비투자와 자본재 수입액 추이




자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

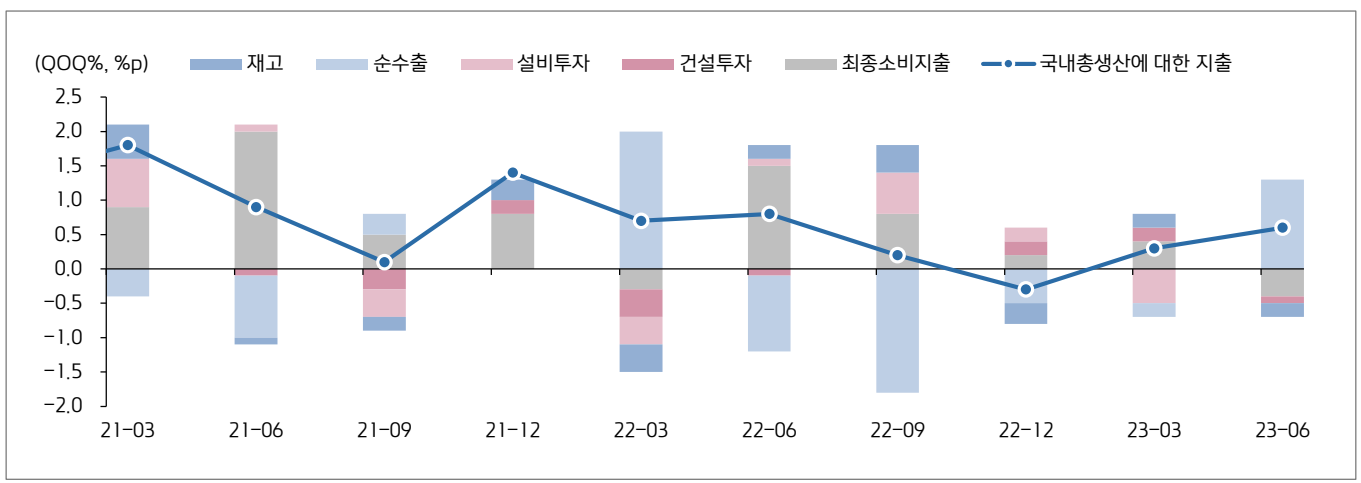


키움증권

# 11. 수출에 기댄 성장 흐름

- 민간 소비는 리오프닝에 따른 서비스 수요를 중심으로 상대적으로 양호했으나 2024년에는 비우호적인 소비 여건(고물가, 고금리)과 부채 조정에 따른 소비 여력 약화 등에 부진할 가능성
- 설비투자가 더딘 회복세를 보이고, 건설투자도 민간 부동산 시장 불안에 개선은 제한적일 전망
- 하지만, 수출이 점진적인 회복을 통해 순수출의 성장기여도가 높아지면서 경제 성장을 뒷받침할 것으로 전망
  - 2분기 경제성장률의 순수출 개선은 수입이 수출보다 더 감소한 데 따른 불황형 성장이었지만 2024년에는 수출 증가에 의해 순수출이 개선될 것으로 예상

한국 분기 경제성장률과 항목별 성장 기여도 추이




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

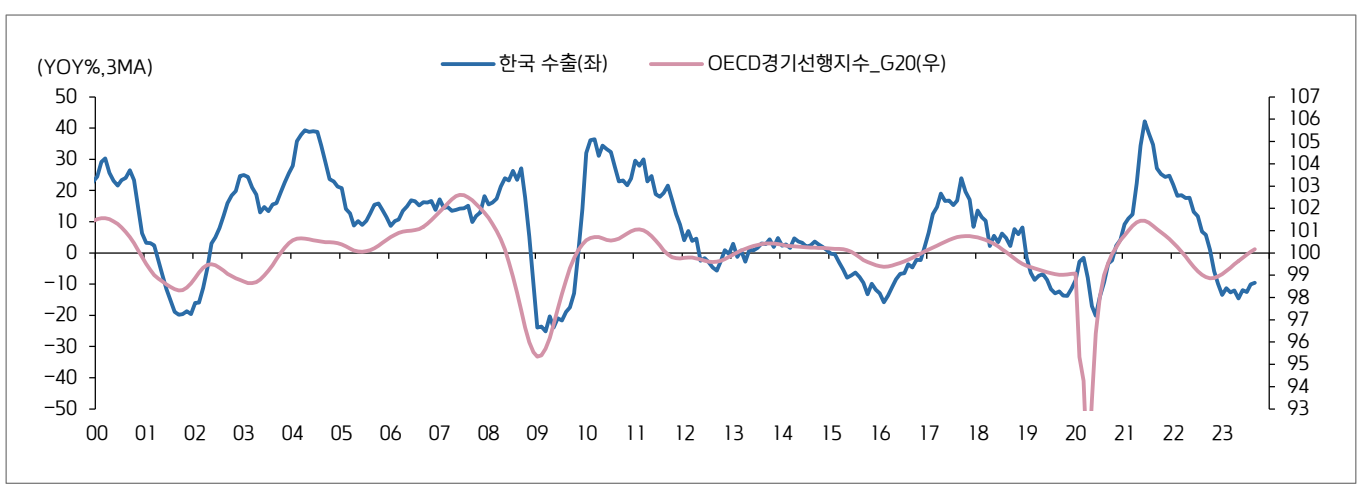


키움증권

# 12. 수출, OECD 경기선행지수 반등과 바닥 다지기

- 한국 수출과 밀접하게 움직이는 OECD경기선행지수(G20)는 2022년 10월을 저점으로 점진적으로 반등 중 '23년 8월 기준선(100)을 상회하며 2개월 연속 확장국면 진입
- 한국 수출 증가율도 3개월 이동 평균 기준으로 바닥을 다지며 대외 수요의 회복 기대감을 높이는 상황

한국 수출과 OECD경기선행지수(G20)




자료: 산업통상자원부, OECD, 키움증권 리서치센터

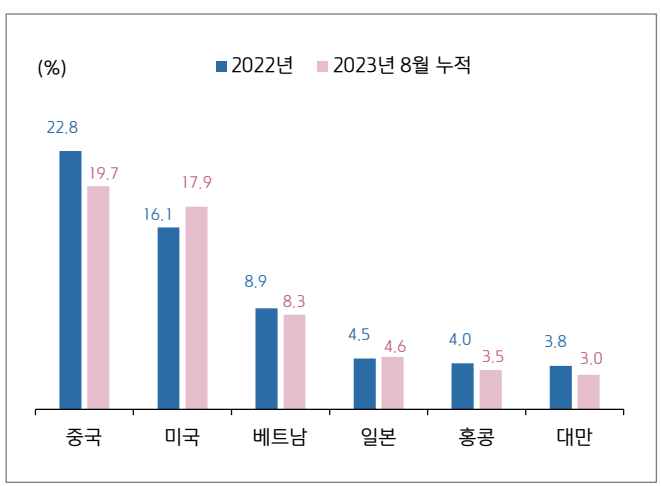


키움증권

# 13. 대미국 수출 비중 증가, 미국 수요의 역할 확대

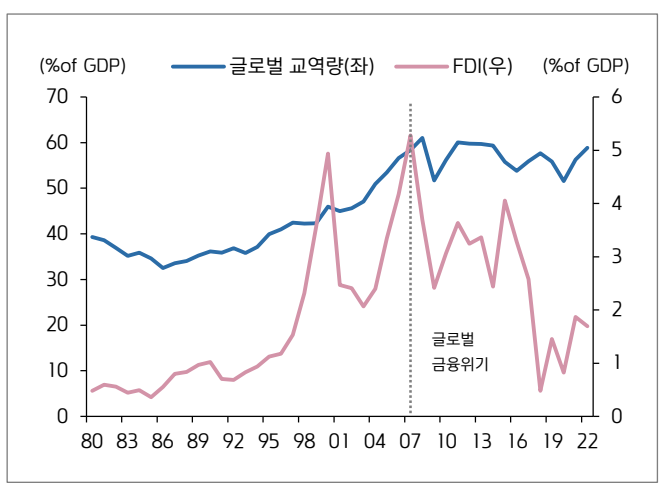
- 한국 주요 수출 지역에서 가장 비중이 컸던 대중국 수출이 2023년 들어 대미국 수출 비중과 비슷한 수준으로 축소. 한국 수출의 중국 의존도가 점차 낮아지며 다변화되고 있음을 시사
- 세계화 둔화와 탈중국화 흐름이 점차 가시화될수록 한국 수출에 있어 미국 수요는 더욱 중요해질 전망
  - 미국을 중심으로 자국우선주의와 리쇼어링이 확대되고 프렌드쇼어링 등의 형태로 경제블록이 형성되는 상황
  - 글로벌 교역량에 비해 전세계 외국인직접투자(FDI) 빠르게 축소, 무역정책 결정에 있어 지정학적 요인을 고려하는 방향으로 이동하고 있다는 반증
  - 미국에 대한 한국 수출 의존도가 커지는 만큼 미국의 경제 및 무역정책 방향과 관련 수혜 유무에 대한 중요도는 더욱 높아질 것으로 예상

한국 전체 수출 주요국 비중




자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

글로벌 교역량과 FDI




자료: IMF, 키움증권 리서치센터

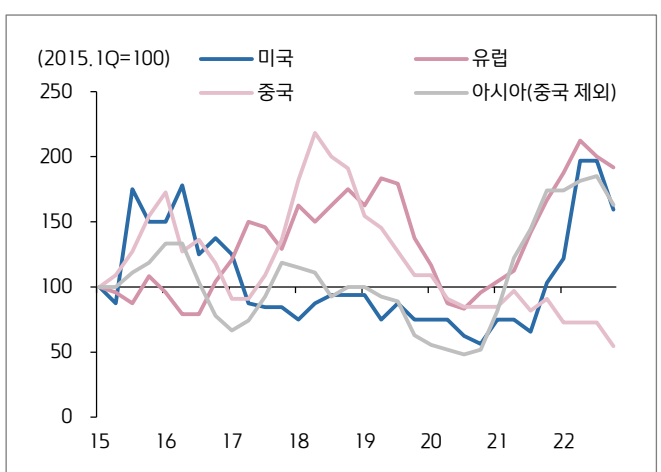


키움증권

# 14. 주요 섹터, 미국으로 FDI 유입 중

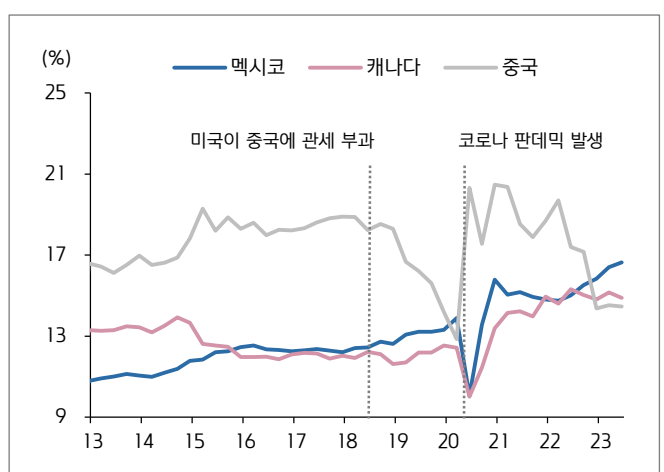
- 우크라이나 전쟁 이후 주요 섹터들의 FDI은 미국과 지정학적 입장이 비슷한 나라로 자금이 유입되는 중
  - 중국에 투자된 미국의 자금은 다른 아시아 국가와 유럽으로 이동하고 있으며 특히, 신흥 유럽을 제외하면 중국으로의 FDI는 축소되어 탈중국화 흐름이 점진적으로 나타나고 있음
- 반도체 중심으로 전략적인 섹터 측면에서 국가, 지역별 FDI 를 살펴보면 2022년 이후 중국으로의 자금은 빠르게 축소된 반면 미국의 유입 규모는 증가
  - 미국의 주요국 수입액 비중을 보더라도 멕시코 등 동맹관계 및 니어쇼어링 형태로 주변국에서 늘어나는 모습

반도체 섹터 국가·지역별 FDI 흐름 추이




자료: IMF, 키움증권 리서치센터
주: FDI 건수를 4분기 이동평균

미국의 주요국 수입액 비중




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

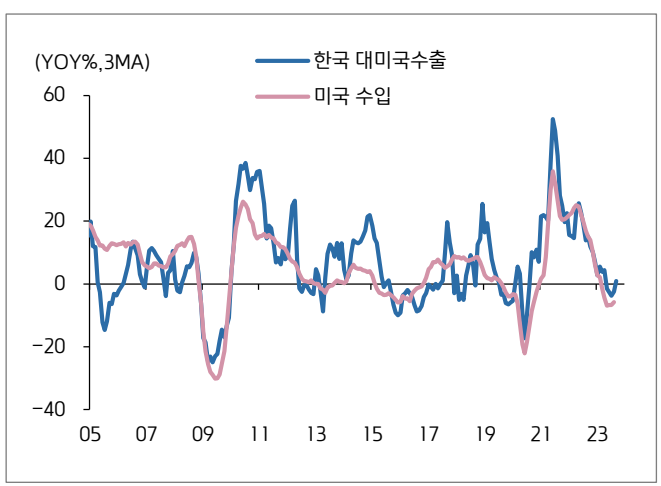


키움증권

# 15. 대미국 수출 개선, 미국 수입 수요의 점진적 반등

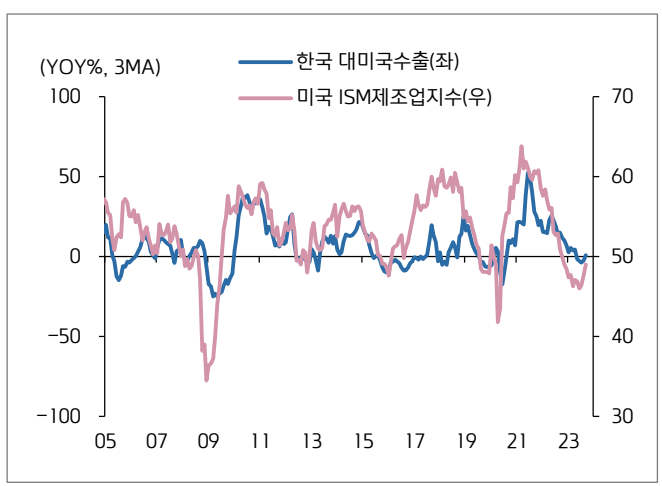
- 한국 대미국 수출 증가율은 2023년 8월 플러스로 전환하며 2개월 연속 상승
- 미국의 수입 증가율은 마이너스 권에 아직 머물러 있지만 2023년 6월을 저점으로 감소폭 축소 중
- 한국의 대미국 수출에 선행성을 갖는 ISM제조업지수도 6월 저점으로 3개월 연속 개선되며 제조 생산활동을 중심으로 수요 회복에 대한 기대를 조성

한국 대미국 수출과 미국 수입 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 대미국 수출과 ISM제조업지수 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

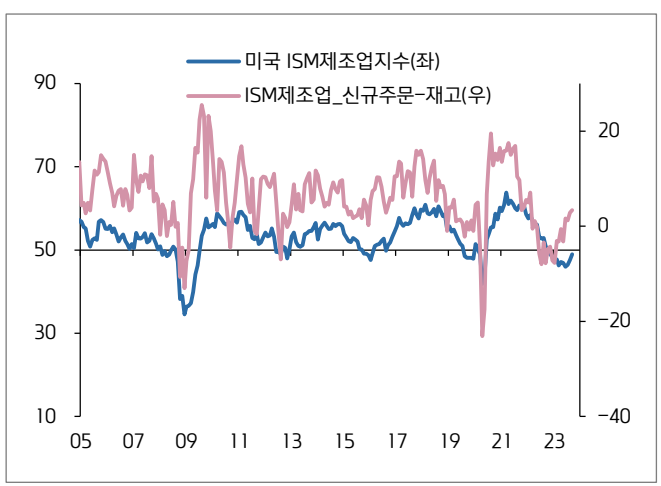


키움증권

# 16. 미국 제조 기반의 생산활동 회복 조짐

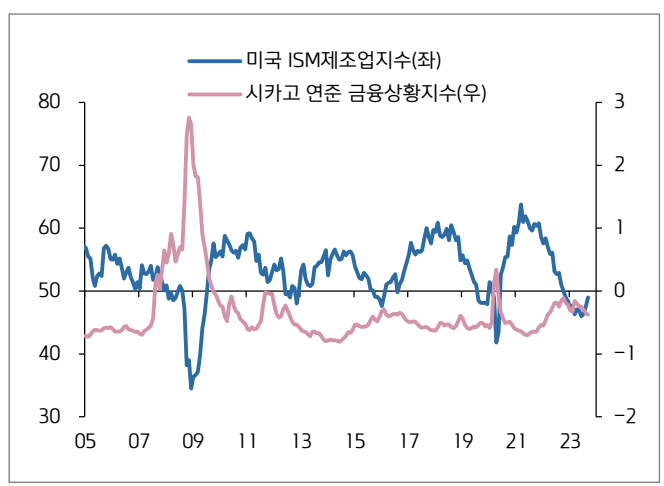
- 2022년 하반기부터 부진했던 미국의 제조 관련 생산활동은 점진적으로 회복되는 흐름
  - ISM 제조업지수에 선행하는 신규주문과 재고의 스프레드 개선은 제조업 체감경기 반등의 지속 가능성을 뒷받침
- 물론, 미국 연준의 통화 긴축에 따른 고금리 환경은 기업들의 유동성 여건에 부담이나 금융여건은 과거와 비교할 때 우려보다 양호. 산업·기업간 고금리 상황이 미치는 영향이 차별화될 가능성을 시사
  - 시카고 연준에서 집계하는 금융상황지수는 연준 고강도 긴축에도 불구하고 기준선(0)을 하회. 금융여건이 여전히 완화적임을 의미

미국 ISM제조업지수와 ISM제조업 신규수주와 재고 차이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 ISM제조업지수와 시카고 연준 금융상황지수




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

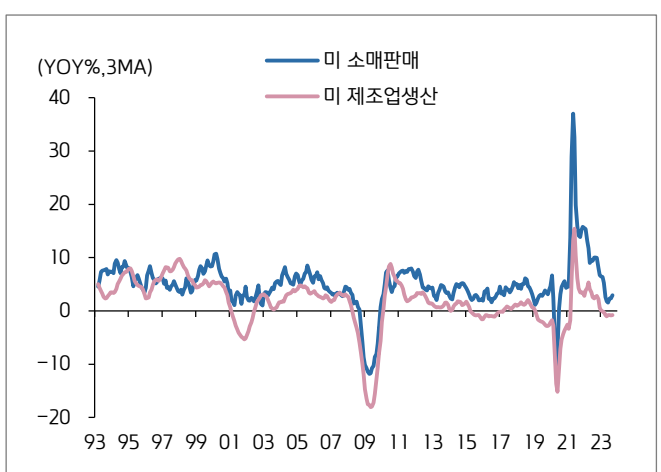


키움증권

# 17. 물론, 뒤늦은 소비 수요 둔화는 부담

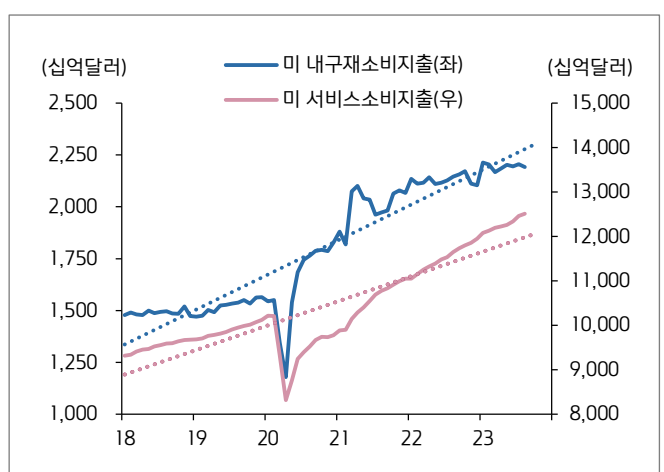
- 2022년 하반기 이후 미국의 제조 생산활동은 조정을 보였지만 소비는 서비스 수요에 의해 양호한 흐름 지속
  - 코로나19로 공급망 차질이 발생하고 대면 활동이 제약을 받으면서 2020년 하반기에서 2022년 초까지 내구재 소비는 급증하고 이에 맞춰 재고도 큰 폭 증가. 하지만 2022년 후반 내구재 소비가 감소하면서 ISM제조업지수도 함께 위축
  - 2022년 후반 이후 내구재 소비는 부진했지만 서비스 수요가 늘어나면서 제조업 생산과 소매판매와는 괴리
  - 2022년 ISM제조업지수 위축에 올해 초 미국 경기 침체 우려를 높였으나 서비스 소비 증가에 경기는 예상보다 양호
- 하지만, 미국 소비는 이연수요 약화 및 고금리 환경, 초과저축 소진 등에 둔화될 가능성이 높은 상황

미국 소매판매와 제조업 생산 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 개인소비지출, 내구재와 서비스 지출 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

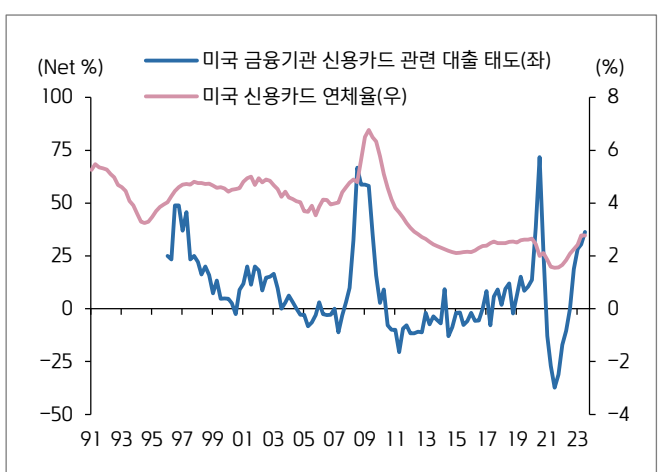


키움증권

# 18. 소비, 급격한 위축보다 지지부진한 둔화라면

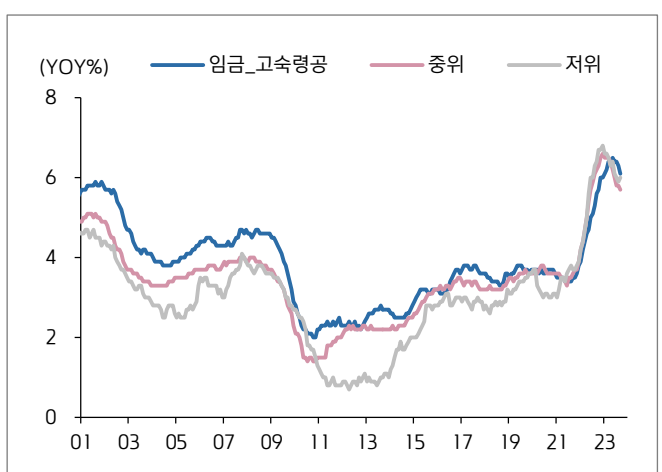
▶ 미국의 소비는 급격한 위축보다는 뜨겁지도 차갑지도 않은 미지근한 둔화 흐름을 보일 것으로 전망
- 금융기관의 보수적인 대출태도가 지속되며 신용을 통한 소비 여건은 이전보다 비우호적으로 진행, 초과저축 소진 역시 소비 둔화의 가능성을 높이는 부분
- 다만, 내구재 지출이 선제적으로 조정을 진행했고 과거에 비해 높은 임금 수준과 낮은 가계 부채 등 상대적으로 가계의 재무건전성이 양호하다는 점은 급격한 소비 위축을 가능성을 제한해줄 것으로 예상
- 임금 상승세는 둔화되나 리쇼어링 흐름에 고위 기술의 숙련공을 중심으로 높은 임금 수준 유지 가능

미국 신용카드에 대한 금융기관 대출태도와 신용카드 연체율




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 임금 상승률




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

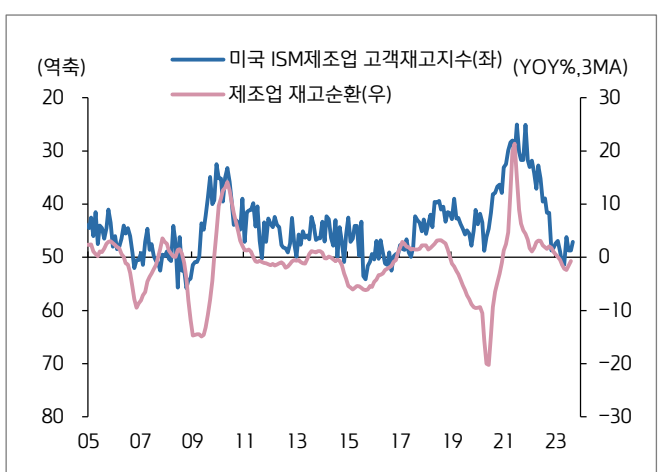


키움증권

# 19. 재고 사이클 반등에 기댄 생산활동 회복을 기대해볼 수 있어

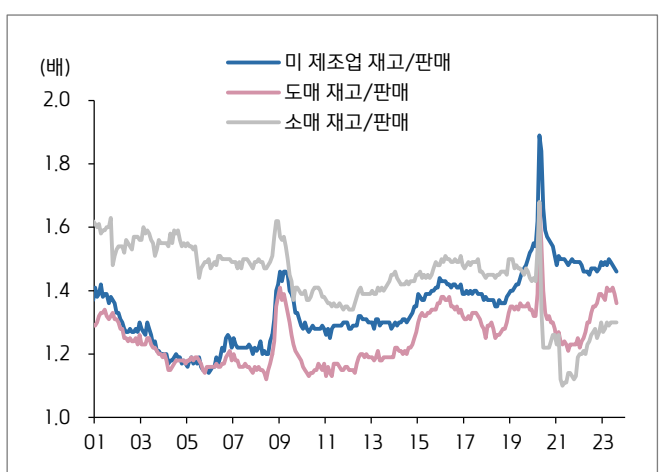
▶ 미국 제조 분야의 재고 조정에 따라 점진적으로 생산 활동은 개선될 것으로 예상
- ISM제조업 고객재고지수가 기준선(50)을 하회하며 하락한 가운데 제조업 재고순환지표도 바닥을 다지며 반등 중
- 소매업의 재고가 아직 많은 상황이나 제조업의 판매/재고 비율의 반등과 도매 재고의 조정은 후반부에 진입
- 소비 수요 둔화 환경에서 산업·기업별로 재고 조정의 정도에 따라 차별화된 생산 흐름을 보이겠지만 재고 조정이 선제적으로 진행된 점을 고려하면 생산 위축보다는 반등의 강도를 제약하는 요인으로 작용할 것으로 예상

미국 ISM제조업 고객재고지수와 제조업 재고순환 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 제조·도·소매 판매/재고 비율




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

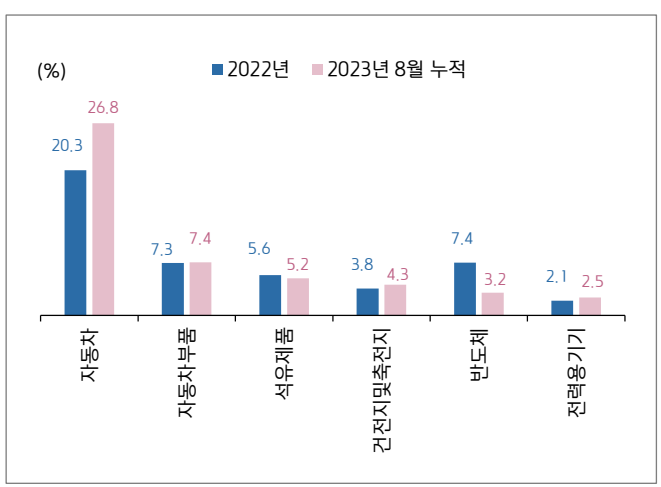


키움증권

# 20. 한국 대미국 주요 수출 품목, 재고 부담 점차 낮아져

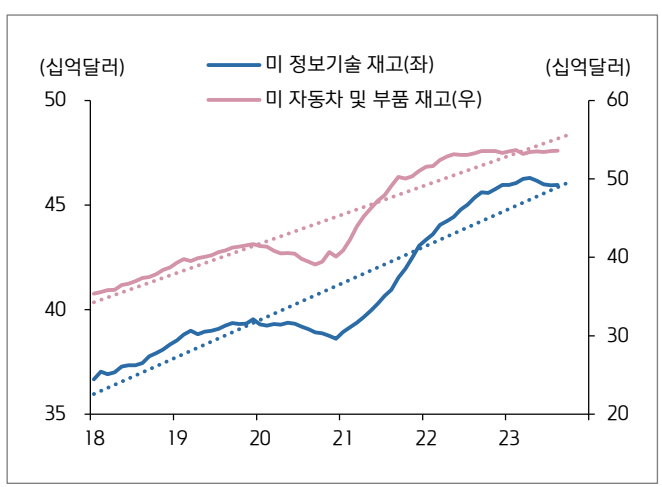
▶ 한국 수출, 대미국 수출의 주요 수출품목 중 정보기술과 자동차 분야의 재고 부담도 크지 않은 상황
- '23년 8월 누적 기준 한국 전체 수출품목 비중(%): 반도체(14.5), 자동차(11.4), 석유제품(8.0)
- '23년 8월 누적 기준 한국 대미국 수출품목 비중(%): 자동차(26.8), 자동차부품(7.4), 석유제품(5.2)
- 미국의 정보기술 분야의 재고는 올해 초 추세선을 상회하며 부담이 컸지만 꾸준히 축소
- 자동차 및 부품 재고는 추세선을 하회하며 재고 부담은 낮은 상황

한국 대미국 수출의 주요 품목 비중




자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

미국 정보기술, 자동차 및 자동차 부품 분야 재고 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

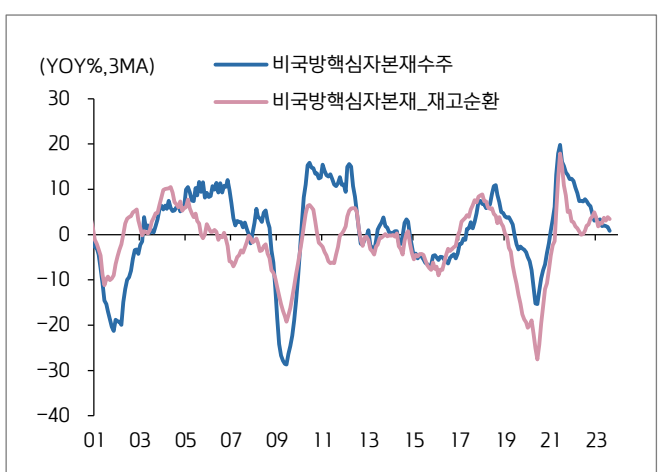


키움증권

# 21. 미국 투자 개선과 관련 수입 기대

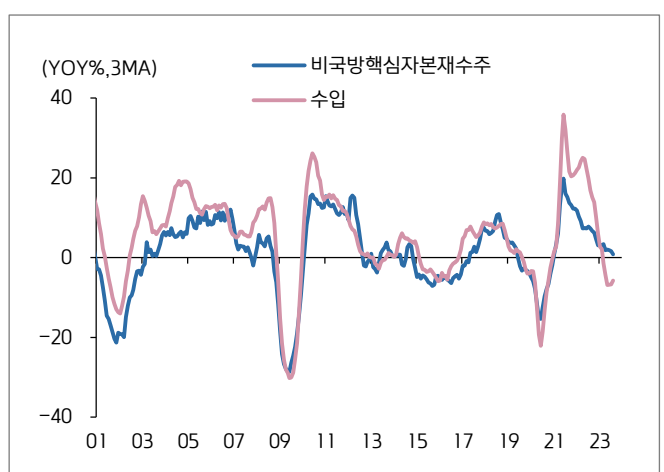
- 미국 바이든 정부의 리쇼어링과 인프라 투자 정책 등에 비주거용 투자의 성장 기여도는 상승
  - 비주거용투자 성장 기여도(%p): '15년~'19년(0.5) '20년 (-0.7), '21년(0.9). '22년(0.6), '23년 1H 평균(0.9)
  - 2023년 중 한국의 전체 수출은 부진했지만 미국 정책 수혜를 받은 자동차 등 관련 수출 품목은 상대적으로 양호
- 미국 비국방 핵심 자본재 수주 증가율은 둔화되었으나 선행성을 보이는 재고순환 지표의 반등세를 고려할 때 수입 수요도 시차를 두고 늘어날 것을 예상
  - 비국방 핵심자본재 수주 증가율은 둔화되었지만 금액은 우상향 흐름 지속
- 미국 정부의 투자 주도의 성장을 고려하면 한국의 대미국 중간재 수출 개선 기대 유효

미국 비국방핵심자본재 수주와 재고 순환 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 비국방핵심자본재 수주와 수입 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

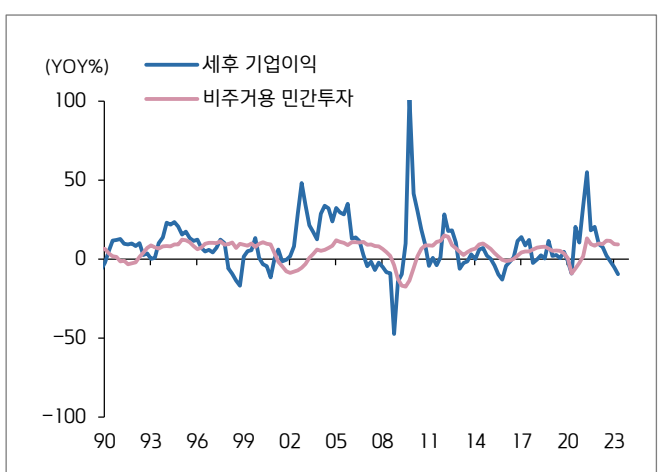


키움증권

# 22. 고금리 부담에도 추세적인 투자 증가세

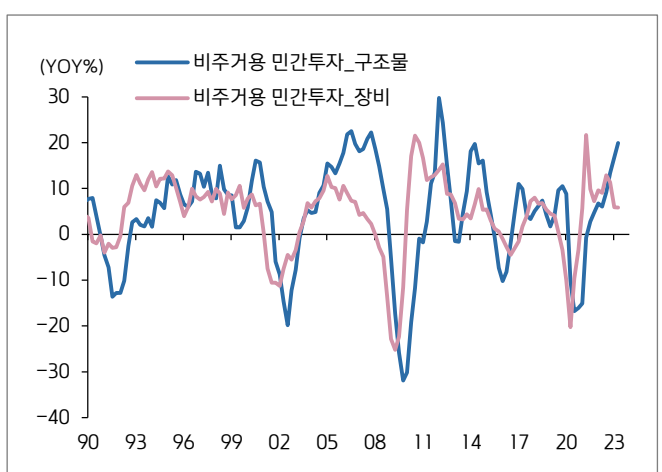
- 물론, 고금리 장기화에 따라 미국 기업이익의 감소가 민간 투자를 제약할 것으로 예상
- 하지만 비주거용 민간투자 내에서 장비 투자는 둔화되고 있지만 여전히 한 자릿수의 증가를 보이고 있으며 구조물투자는 두 자릿수의 증가세가 지속되며 관련 투자 수요는 유효한 흐름
  - 특히, 금번 경기 사이클에서는 코로나19와 정부 지출 확대에 따른 가계의 초과 저축으로 내구재와 서비스 소비가 같은 구간에 나타나지 않았고, 이에 선제적으로 진행된 내구재 소비 둔화 구간에서 기업의 생산과 투자 조정도 함께 진행됨에 따라 기업이익 둔화 영향을 일부 완충해줄 것으로 기대
  - 산업장비 관련 투자는 소비 수요 약화 등에 다른 투자에 비해 상대적으로 약한 흐름

미국 세후기업이익과 비주거용 민간투자




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 비주거용 민간투자 중 구조물과 장비 투자




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

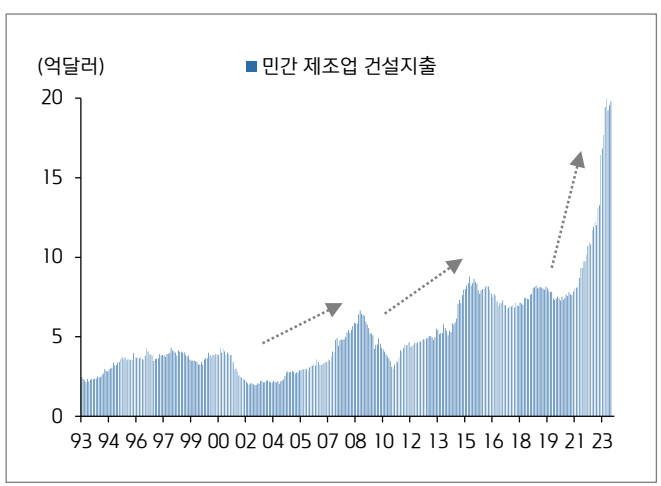


키움증권

# 23. 미국 우선주의 정책 기조가 유효하다면

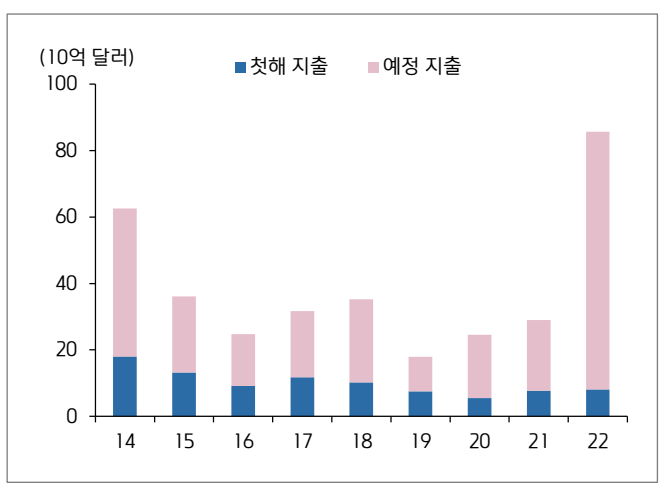
- 미국 대선이 2024년 11월에 예정됨에 따라 재정건전화 이슈와 정부 주도의 성장 전략에 대한 우려 점증
- 대선 후보자간 친환경, 신재생 에너지 관련 투자에 대한 시각 차이는 있으나 미국 우선주의 정책은 공통적인 입장. 이에 리쇼어링 정책이나 인프라 투자, 반도체 등 핵심산업 성장 제고 흐름은 유효할 것으로 예상
  - 미국 민간 제조업 건설지출은 2022년 후반부터 증가, 중기 투자사이클 주기를 보통 8~10년 정도라고 본다면 2~3년의 투자 확장기를 기대해볼 수 있음.
  - 미국 그린필드 FDI 예정 지출을 고려할 때 투자를 통한 성장 제고 기대는 유효
- 바이든 정부의 예산안은 재량적 지출 통제에도 R&D 등 첨단기술에 대한 투자 지출에 집중
  - 1990년 후반 클린턴 정부 시절 페이고 정책을 활용해 경기 부양항목에 집중하는 선별적인 재정지출 방식으로 진행 가능

미국 민간 제조업 건설지출 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 그린필드 투자에 대한 현재/예정된 투자 지출




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

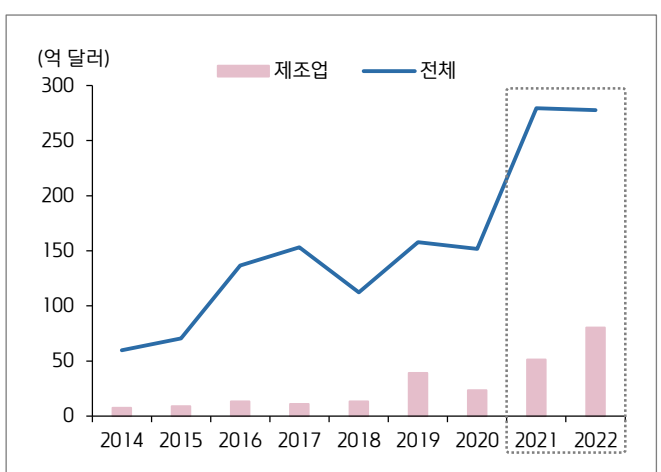


키움증권

# 24. 대미국 중간재 수출 기대 지속

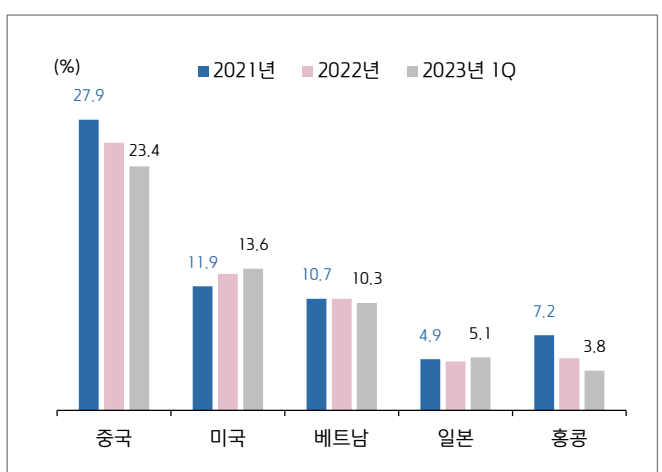
- 한국 기업이 선진국 내 해외직접투자 및 해외 진출이 늘어난다는 점은 해당 신규투자를 위한 중간재 중심의 수출이 증가할 수 있다는 의미
- 미국의 민간 투자를 꾸준히 늘려간다면 관련 수요 역시 중간재 비중이 높은 한국 수출에 우호적
  - 한국 가공단계별 수출 비중(2022년 기준, %): 중간재(74.2), 자본재(13.0), 소비재(11.8), 1차산품(0.6)
  - 한국 수출에서 기술별 중간재 수출 비중(2022년 기준, %): 저위기술 중간재(10.2), 중위기술(27.3), 고위기술(33.6), 고부가가치로의 수출 비중이 높음
  - 2016년에서 2022년 동안 대미국 고위기술 중간재 연평균 수출 증가율은 13.6%, 베트남 10.1%, 인도 12% 증가

한국 기업의 대미 투자 진출 현황 및 제조업 투자 진출 현황




자료: 수출입은행, 키움증권 리서치센터

한국의 국가별 중간재 수출 동향




자료: 한국무역협회, 키움증권 리서치센터



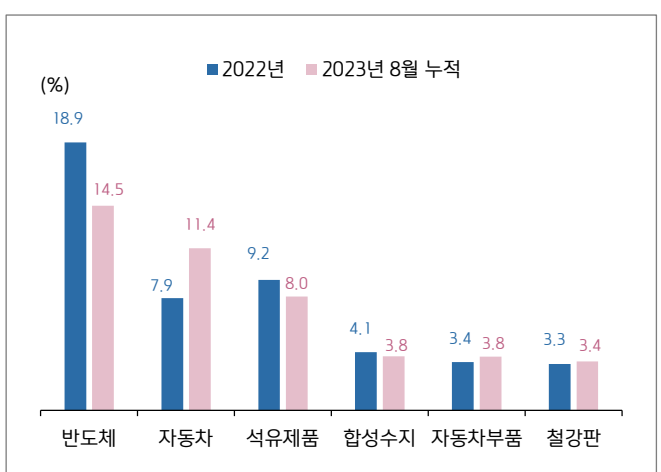
키움증권

# 25. 한국 수출, 다변화에도 중국은 아직 중요

▶ 한국수출에서 중국 차지하는 비중은 약 20% 정도, 주력 수출 품목은 반도체이며 국가별 비중을 살펴보면 중국이 약 40%로 많은 비중을 차지

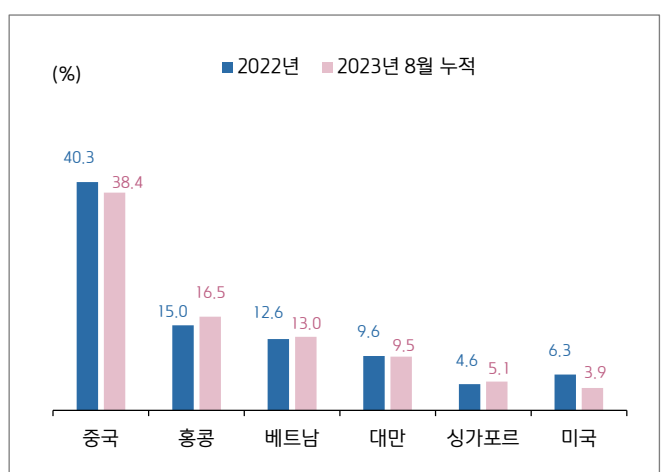
- 2023년 8월 누적 한국이 국가별 수출 비중(%) : 중국(19.7), 미국(17.9), 베트남(8.3), 일본(4.6), 홍콩(3.5), 대만(3.0), 유럽은 약 15% 내외
- 한국 반도체 수출(%): '05~'10년(10.0), '11~'15년(10.3), '16~'20년(17.5), '21~22년(19.4), 23년 8월 누적(14.5)

한국 수출 주력 품목 비중




자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

한국 반도체 수출, 주요 수출국 비중




자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

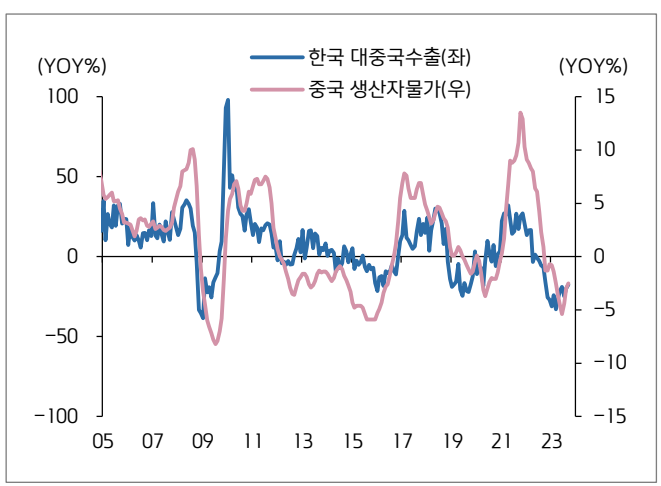


키움증권

# 26. 한국 대중국 수출 점진적 개선, 중국 지표의 바닥 다지기

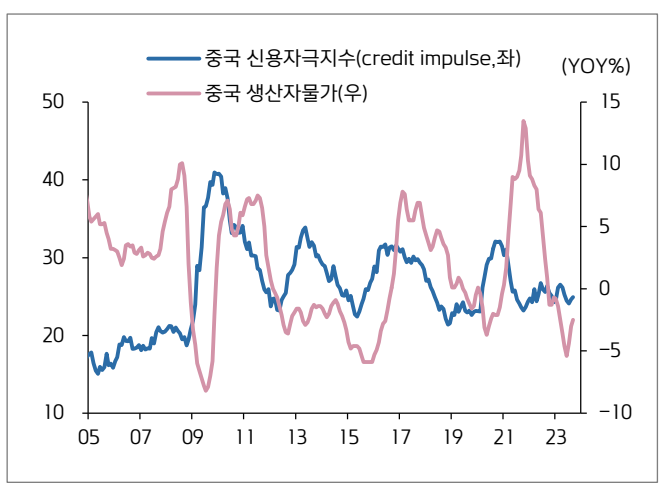
- 한국 대중국 수출은 마이너스권에 머물고 있지만 추가 하락은 제한, 대중국 수출의 선행성 지표들이 바닥을 다지며 회복 조짐을 보이고 있어 완만한 개선은 가능할 전망
  - 중국의 제조업PMI 지수 내 수입 지수는 아직 기준선(50)을 하회하며 불안정하나 이에 밀접하게 움직이는 생산자물가는 마이너스 폭을 축소하며 반등
  - 중국 신용자극지수의 선행성을 고려할 때 유동성 공급 확대를 통한 수요 개선은 중국 경기 하방 경직성을 강화하며 한국의 대중국 반도체 수출에 우호적일 전망

한국 대중국 수출과 중국 생산자물가 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 신용자극지수와 생산자물가




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

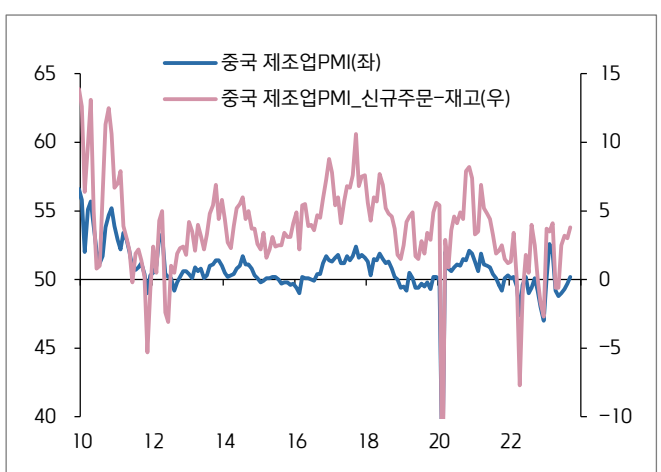


키움증권

# 27. 중국 정부의 부양 기조와 경기 하방 리스크 완화

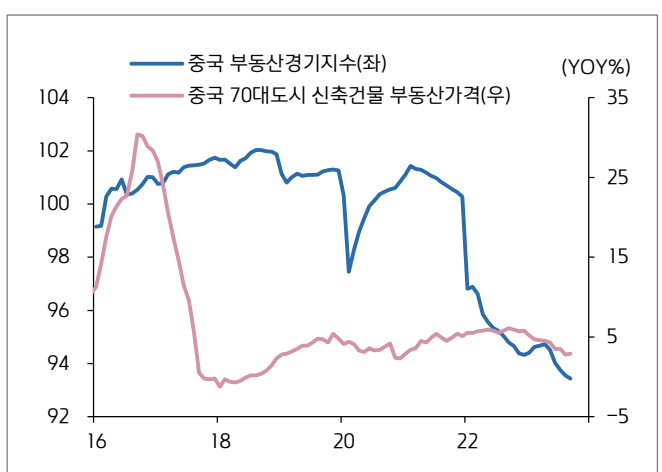
- 중국 제조업 생산활동은 정책당국의 부양 조치 등에 바닥을 다지며 점진적인 회복 중
  - 1년 대출우대금리는 '22년말 3.65%에서 '23년 9월 현재 3.45%로 인하
  - 대형은행 지급준비율은 '22년말 11%에서 '23년 9월 현재 10.5%로 인하
- 하지만, 부동산 시장에 대한 체감경기는 여전히 우려가 높고, 부동산 가격 하락세 지속
- 부동산 시장의 불안정성을 고려할 때 정책당국의 부양 기조 지속 가능, 이는 중국 경기의 하방 경직성을 강화하며 점진적인 수요 개선을 유도
  - 9월 중국 정부는 부동산 안정화 대책 발표, 완화적 통화신용정책, 주택구입 및 대출 규제 완화, 세제 혜택 등으로 구분
  - 생애최초 주택담보대출의 금리인하 조치에 따라 정부당국의 정책방향이 시장에 명확하게 전달되면서 심리 개선 가능

중국 제조업PMI지수와 신규주문과 재고 차이 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 부동산 경기지수와 부동산 가격 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

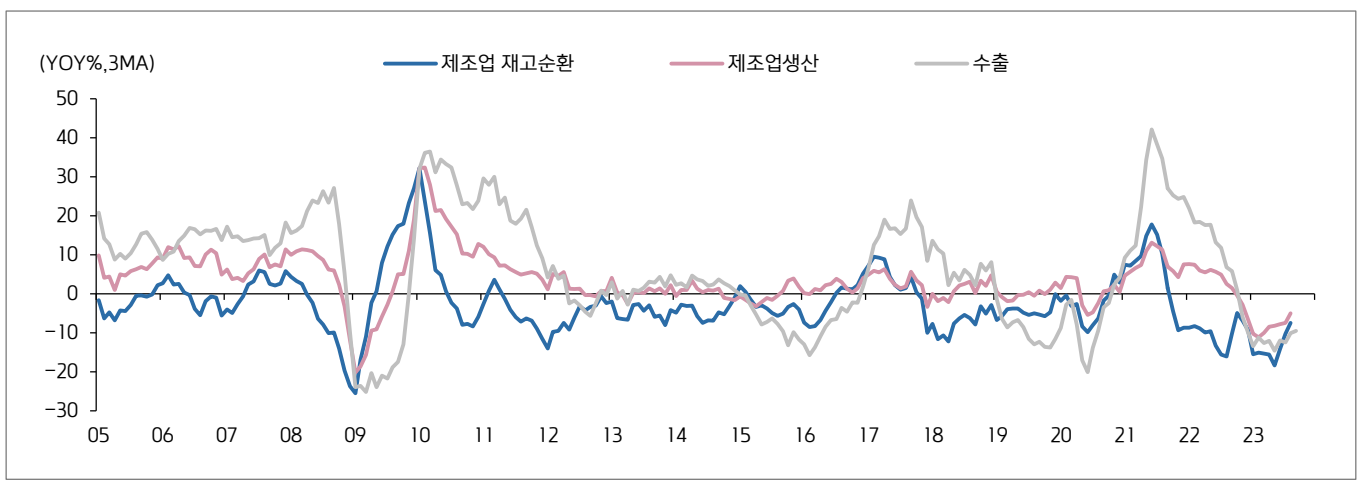


키움증권

# 28. 수출과 재고 사이클 점진적 반등. 하지만 전체적인 온기 확산은 제한적

- 글로벌 전체적인 경기는 둔화되지만 주요 수출 지역을 중심으로 제조 생산활동 및 투자 수요가 유효하다면 수출 역시 기저효과와 더불어 점진적인 개선 가능
- 물론, 국내 제조업 재고 순환지표의 점진적인 반등에도 상당수 업종의 재고조정으로 생산활동의 회복은 매우 더딜 가능성
- 이에 제조 생산활동의 회복 전망 속에서도 수요 회복이 더딘 만큼 산업·업종별 차별화는 불가피하며 이 과정에서 내수와 수출 기업간의 업황 차이도 커질 것으로 예상
  - 선진국 소비 수요 둔화 등을 고려할 때 수출 회복 속도는 점진적으로 진행될 수 있으며 이에 품목별로 대외 수요의 수혜 정도에 차이가 발생할 수 밖에 없음

한국 제조업 재고순환과 생산, 수출




자료: 통계청, 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

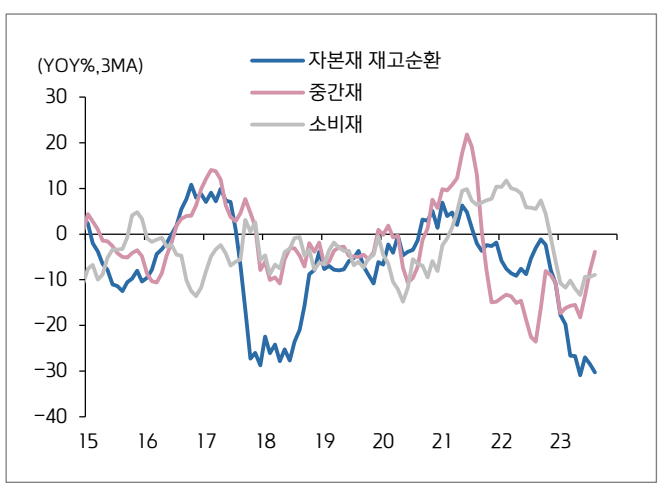


키움증권

# 29. 재고 소진 정도에 따라 산업별 회복 모멘텀 차별화될 전망

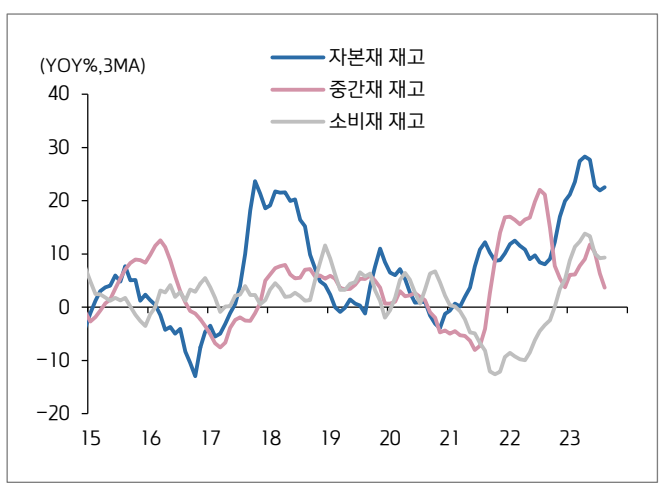
- 재고 조정 정도에 따라 업종 또는 산업별 회복 모멘텀은 차별화될 것으로 전망
  - 자본재와 소비재 재고는 중간재에 비해 여전히 높은 상황, 중간재 중심으로 점진적인 회복은 기대해볼 수 있으나 자본재와 소비재의 재고 조정은 추가로 필요, 관련 생산이 당분간 부진할 것으로 예상
  - 수요 회복 속도 차이에 기업간 재고 조정 기간도 차별화. 적정재고 수준에 근접하면서 가격반등과 물량 회복 기대가 조성되는 기업이 있는 반면, 적정재고 수준 이상으로 재고 조정압력이 높아지면서 적자 또는 파산 압박이 커질 가능성
- 수요 회복 전망이 긍정적으로 바뀌기 위해서는 정책적 지원이 필요. 이를 위해서는 우선 금리 인하를 통해 경기 회복 기대 조성 및 유동성 여건을 완화
  - 글로벌 수요 회복 기대가 조성된다면 재고 조정이 상당부분 진행된 기업을 중심으로 회복 모멘텀 강화 가능

한국 재별 재고순환 추이




자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

한국 재별 재고 추이




자료: 통계청, 키움증권 리서치센터



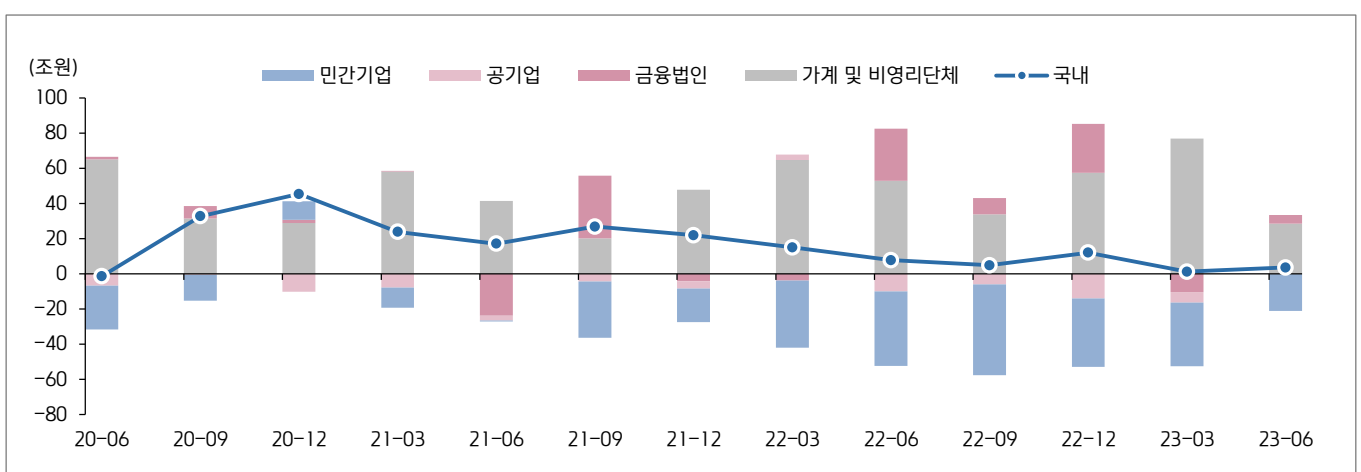
키움증권

# 30. 고금리 상황은 국내 경제 주체들의 유동성 여건에 부담

▶ 2023년 2/4분기중 국내 부문의 자금운용 및 조달 차액은 3.6조원으로 전년동기(7.8조원)에 비해 순자금운용 축소

- 경제부문은 가계 및 비영리단체와 금융법인으로 현재 자금잉여 상황이나 2022년말에 비해 축소
- 가계의 경우 높은 수준의 부채가 고금리 위험에 노출되어 있으나 자금잉여 상황이 일부 완충역할을 해줄 것으로 기대
- 비금융법인인 민간기업과 공기업은 지난 해 같은 기간에 비해 순자금조달은 축소 되었으나 자금 부족 상황 지속
- 고금리 충격이 기업에 부담으로 작용하며 자금경색에 따른 부작용 노출

한국 경제부문별 자금운용 및 조달 차액




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

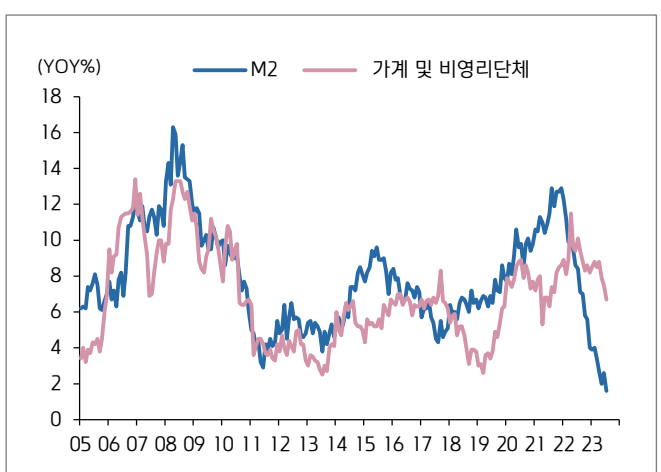


키움증권

# 31. 기업 중심의 자금 경색은 내수 부진을 심화

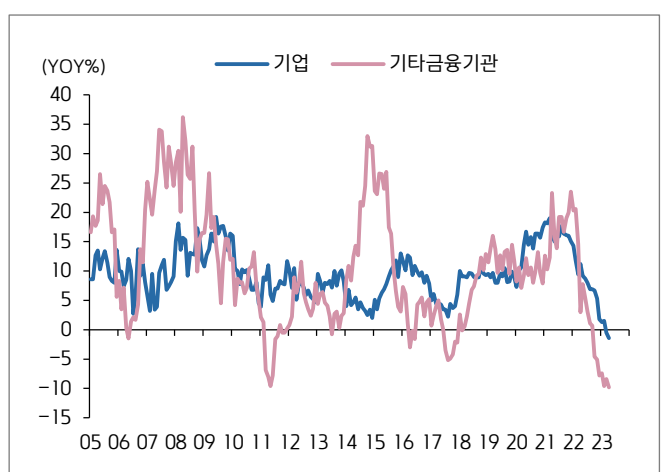
- 한국 M2 증가율은 기준금리 인상과 함께 빠르게 둔화. 특히 기업과 기타금융기관이 보유하는 M2 규모가 빠르게 줄어들며 고금리에 따른 유동성 축소를 반영
- 반면, 가계 및 비영리단체가 보유하는 M2 증가율은 둔화되지만 상대적으로 양호한 상황
- 고금리에 따른 부작용은 가계가 좀더 버틸 여력이 있음을 짐작해볼 수 있으며 유동성 축소에 따른 충격이 우선적으로 기타금융기관과 기업을 중심으로 나타나고 이후 감원이나 고용 감소 등이 가계에 부담이 될 전망

한국 전체와 가계 및 비영리단체 보유 M2 증가율




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 기업과 기타금융기관 보유 M2 증가율




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
주: 기타금융기관은 예금취급기관 이외의 금융기관(보험회사, 증권회사, 여신전문금융기관 등)

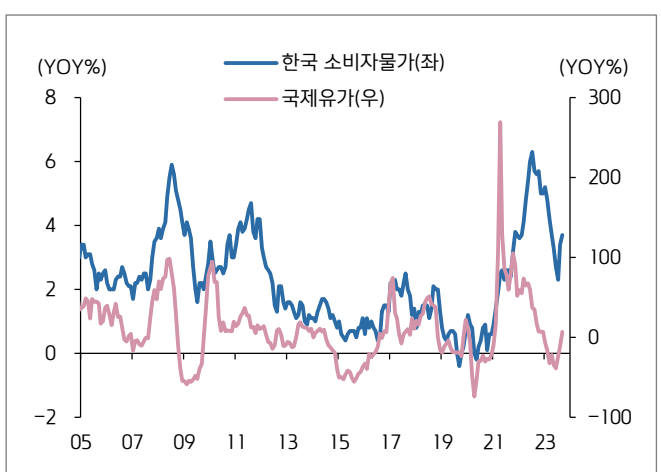


키움증권

# 32. 한국 통화정책, 물가 부담은 조금씩 완화될 듯

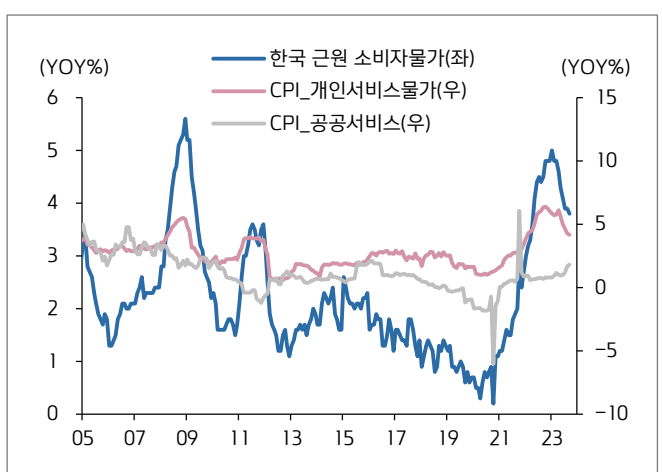
- 한국 소비자물가 상승률은 완만한 둔화세를 보일 것으로 전망하나 국제유가 변동에 따라 헤드라인 물가 지표의 변동성은 이전보다 커질 가능성
- 정부 관리하에 공공요금 등이 통제되고 내수 수요 약화에 근원물가는 완만한 하락세 이어질 전망
- 인플레이션 경계감을 완전히 해소하기 어려우나 근원물가의 점진적인 둔화세로 통화정책 방향성 결정에 있어 물가 변수의 영향력은 점차 완화될 것으로 예상

한국 소비자물가와 국제유가




자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

한국 근원물가와 개인서비스와 공공서비스




자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

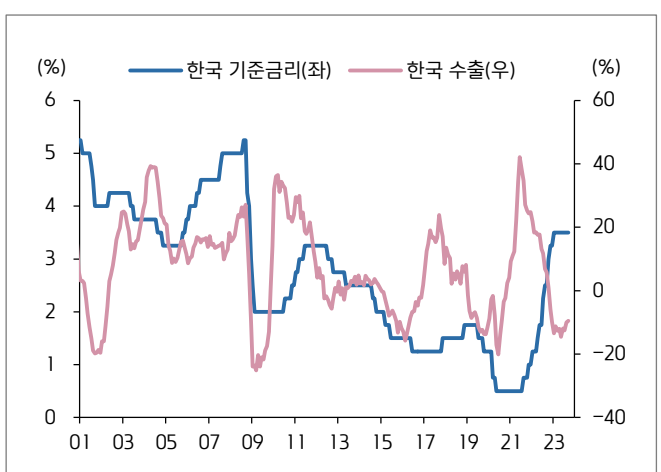


키움증권

# 33. 한국 기준금리 조정, 미국 통화 방향 중요

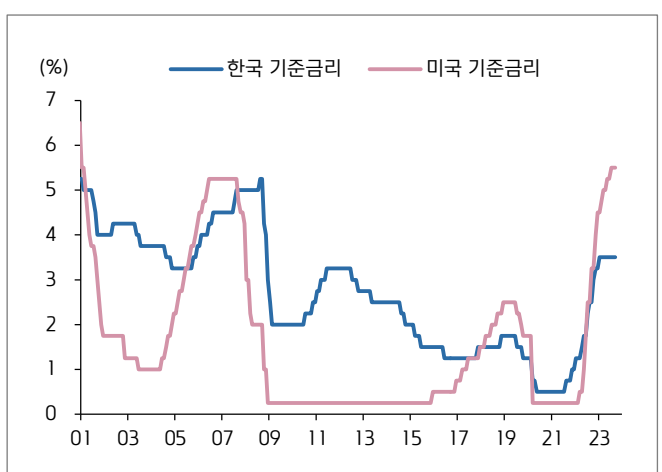
- 한국 물가 상승률이 둔화되면서 통제 가능한 범위 안에 있다면 결국 성장 측면에 통화정책의 초점이 맞춰질 것으로 예상. 다만, 혼재된 경제 상황은 통화정책 변화를 제약할 수 있음.
  - 민간 기업들의 자금 경색 우려가 확산되고, 내수 부양을 위한 추경 필요 등에 통화정책 완화 요구가 점증할 전망
  - 하지만 내수는 부진하지만 수출이 점진적인 반등세를 보이고 있으며 최근 대출 증가율이 반등하고 있다는 점도 가계부채 증가 우려 측면에서 금리 인하의 명분을 약화
- 결국 대외적인 여건이 조성될 필요. 미국 금리 인하 가능성이 높아져야 자금 경색 완화를 통한 경기 방어 차원에서 금통위 금리 인하 가능
  - 2024년 2분기 후반 중 미국 기준금리 인하가 가능할 것으로 예상하며 한국도 비슷한 시기에 금리 조정 가능할 듯

한국 기준금리와 수출




자료: 한국은행, 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

한국과 미국 기준금리




자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

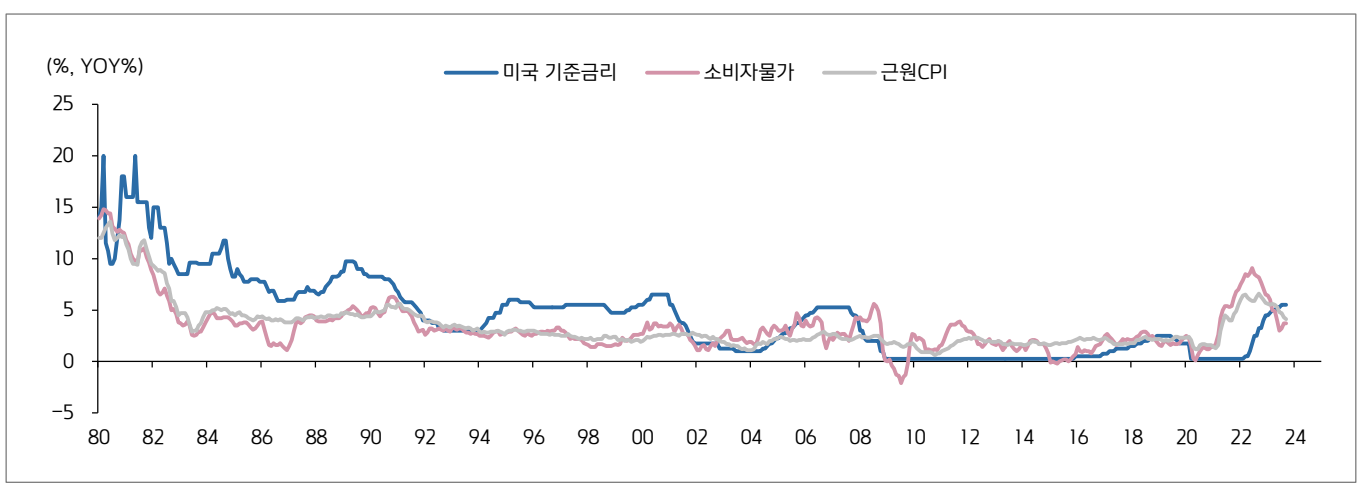


키움증권

# 34. 미국 통화정책 변화, 물가의 하향 안정화 필요

- 미국 기준금리는 2023년 10월 현재 5.25~5.50%까지 인상, 소비자물가 수준을 상회
- 연준 통화 긴축의 주된 배경이 인플레이션 억제인 만큼 물가 지표의 둔화는 긴축 효과가 나타나고 있다는 신호로 볼 수 있으며 이는 추가 긴축의 가능성을 낮출 수 있음.
- 금리 인하를 위해서는 물가의 하향 안정화 지속 여부가 중요하며 2분기 말에서 3분기 초 정도 금리 인하를 시작해 세 차례 정도 낮출 것으로 전망

미국 기준금리와 소비자물가, 근원 소비자물가




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

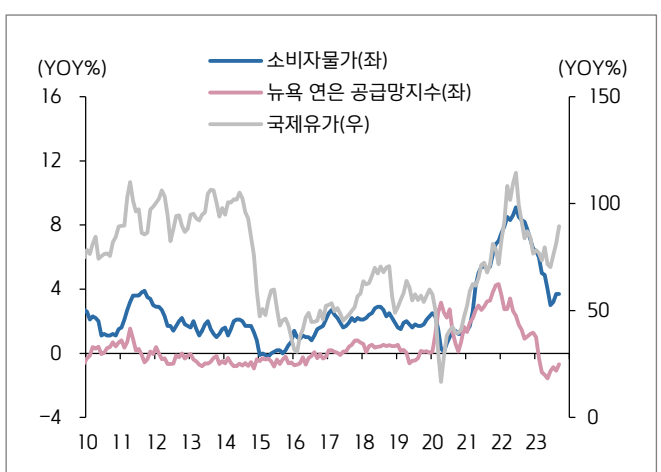


키움증권

# 35. 물가, 평탄하지 않을 수 있지만 기조적으로 둔화 흐름 이어갈 듯

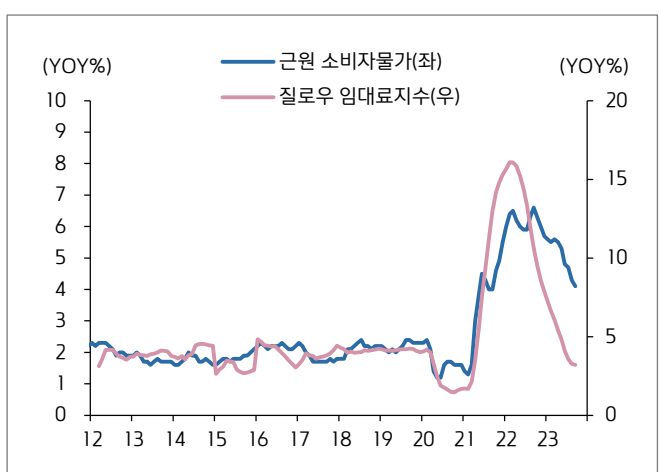
- 미국 헤드라인 CPI의 경우 공급망 차질 우려는 이전보다 완화되었으나 국제유가의 변동성 확대에 따라 불안정한 흐름이 이어질 가능성
  - 국제유가는 지정학적 리스크 등 공급요인에 의해 수시 변동성 확대 가능성 상존, 중동발 지정학적 리스크가 장기화될 경우 가격의 하방경직성은 더욱 강화될 것으로 예상
  - 미국 2024년 CPI, PCE 시장 컨센서스는 2.6~2.7%. 연준은 2.5% 전망('23년 PCE 시장 전망은 3.8%, 연준은 3.3%)
- 결국, 근원CPI 상승률의 하향 안정화 여부가 중요. 주거비를 통한 점진적인 내림세 지속 전망
  - CPI의 높은 비중을 차지하는 주거비와 임대료지수에 선행하는 질로우 임대료지수의 증가율은 둔화세
  - 미국 2024년 근원PCE 연간 시장 평균과 연준 컨센서스는 2.6% ('23년 시장 전망은 4.2%, 연준은 3.7%)

미국 소비자물가와 뉴욕 연은 공급망지수, 국제유가




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 근원CPI와 질로우 임대료지수




자료: IMF, 키움증권 리서치센터

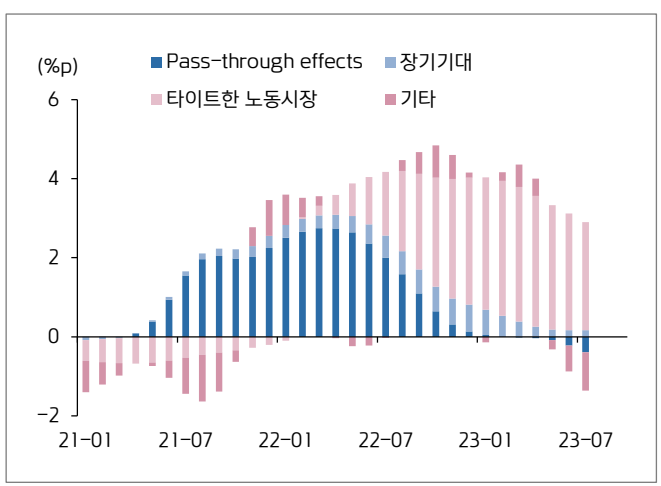


키움증권

# 36. 미국 노동시장 점진적 둔화

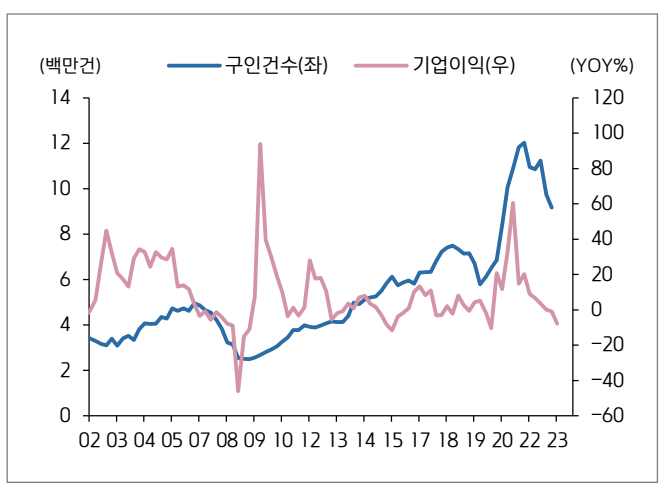
- IMF에 따르면 미국 근원 CPI 상승 요인을 분해할 경우 타이트 한 노동시장이 주된 요인으로 추정
- 연준 역시 상품 인플레이션보다 노동시장 내 인플레이션 압력이 완화되는지 여부에 주목
- 미국 노동시장은 실업률의 추가 하락이 제한되고 구인건수가 줄어들면서 과열이 진정되는 상황
- 기업이익이 전년대비 감소세를 보이는 만큼 고용 계획은 점차 보수적으로 움직일 것으로 예상. 구인건수 감소는 시차를 두고 실업률의 상승 압력으로 작용 가능

미국 근원물가 요인 분해




자료: IMF, 키움증권 리서치센터

미국 구인건수와 기업이익




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



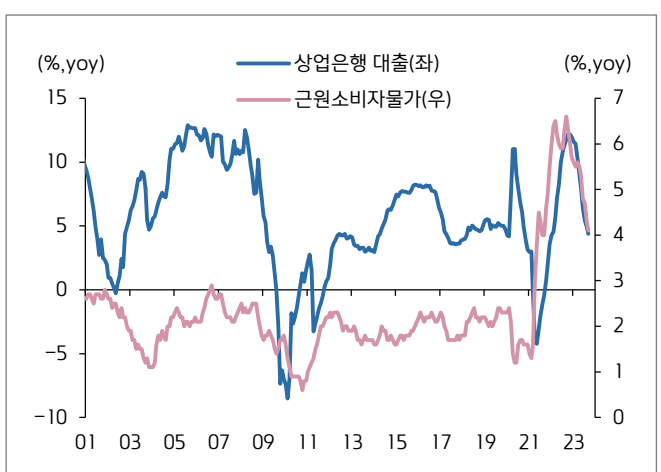
키움증권

# 37. 비우호적인 신용 여건, 수요 측면에서 근원물가 둔화에 영향

▶ 미국 금융기관의 대출태도 강화에 따라 민간 신용 창출이 제약되며 시차를 두고 민간 수요 둔화는 불가피, 수요 측면에서의 인플레이션 압력을 완화시키는 요인으로 작용

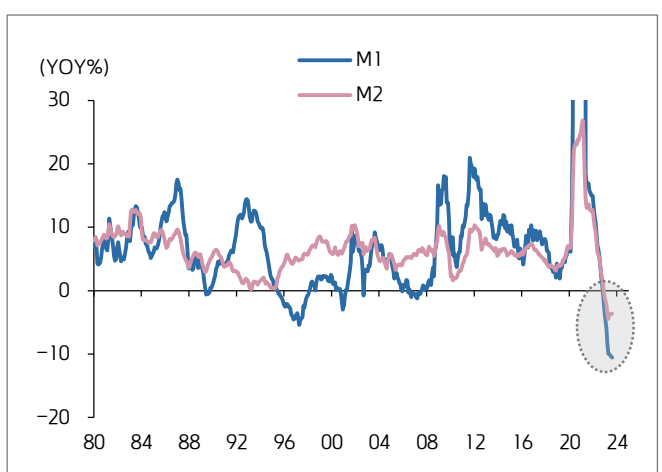
- 상업은행 대출과 근원CPI는 대체로 같은 방향으로 움직이는 경향을 보여옴. 고금리 환경은 연체율 상승과 금융기관 대출태도를 강화시키며 수요 둔화를 유도
- 미국 M1과 M2 증가율은 연준의 긴축에 따라 빠르게 둔화되면서 M2 증가율은 1980년 이후 처음으로 마이너스 권에 진입, 긴축으로 민간 신용이 위축되고 있음을 시사

미국 상업은행 대출과 근원 소비자물가




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 M1과 M2 증가율




자료: IMF, 키움증권 리서치센터

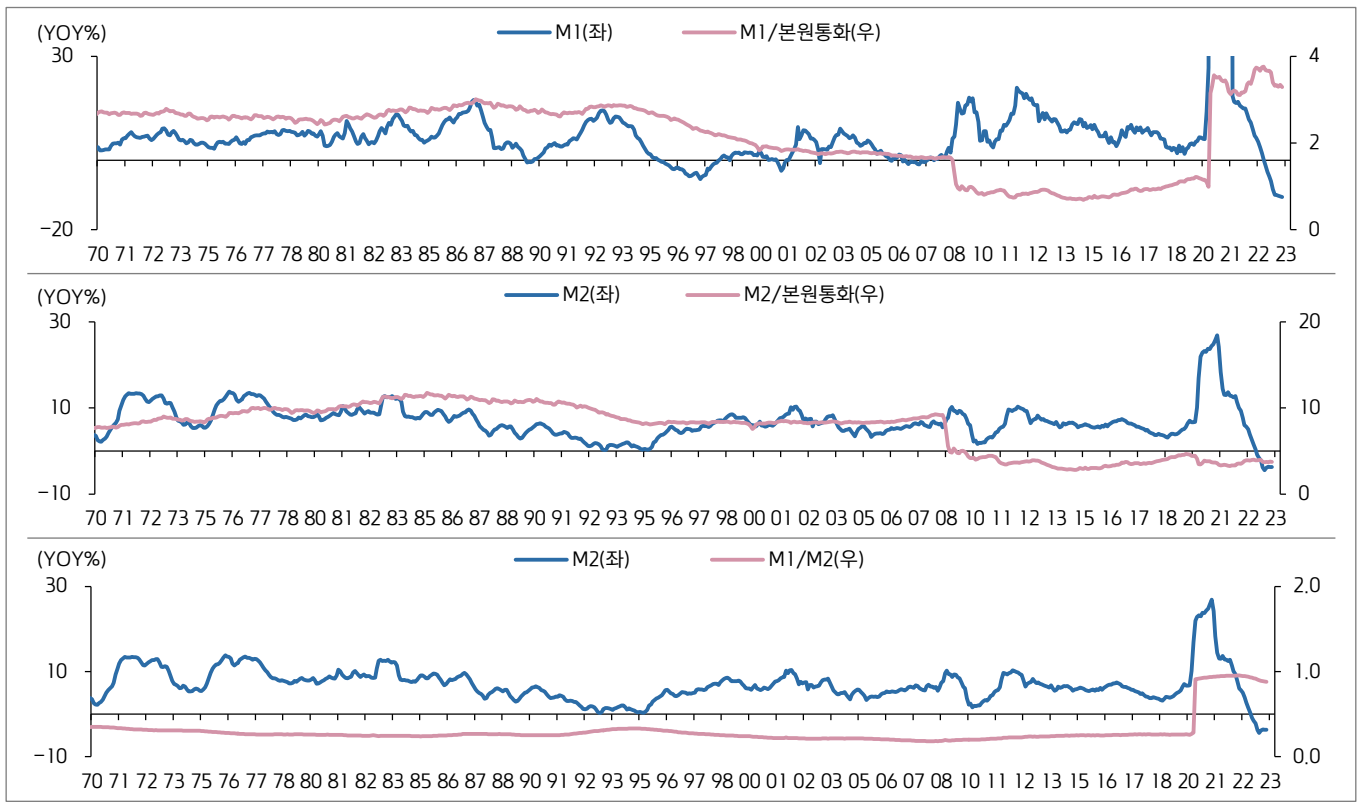


키움증권

# 38. 시중 유동성의 쏠림과 경색 우려, 민간 신용 위축

▶ 본원통화 상당부분이 M1에 집중, 민간 신용창출보다는 금융기관 및 단기 유동성 자금으로 묶여있는 상황
연준 금리 인하는 금융기관보다는 가계나 기업의 자금경색 불안에서 촉발될 수 있음.

미국 M1,M2 유동성과 본원통화 대비 비중 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

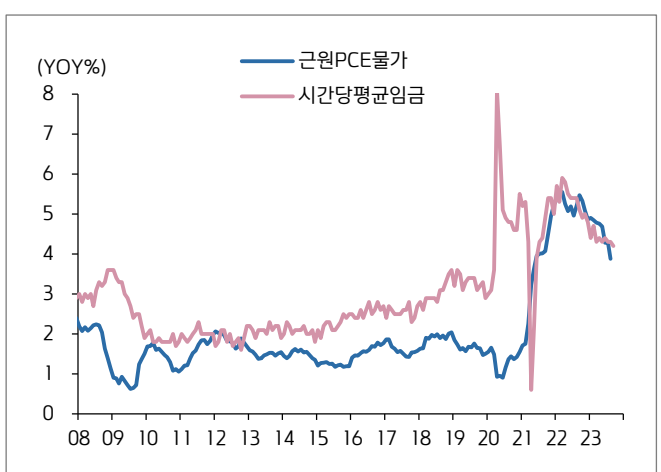


키움증권

# 39. 통제 가능한 영역으로 물가가 들어온다면 정책 변화 가능

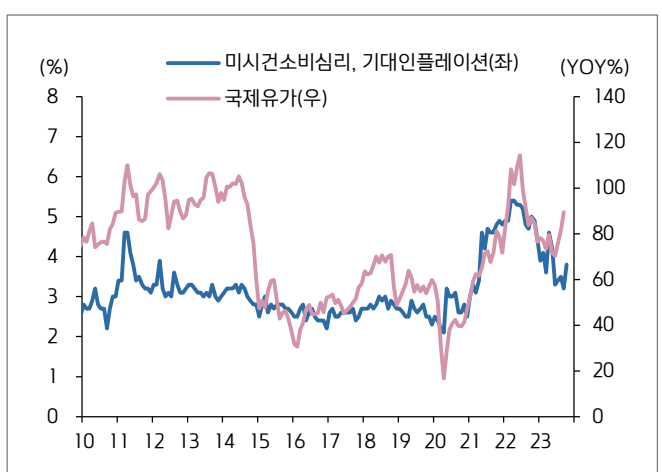
- 헤드라인 소비자물가는 국제유가에 밀접하게 움직임에 따라 수시 잡음 가능. 특히, 기대인플레이션 역시 유가에 보다 민감하다는 점에서 인플레이션에 대한 경계감은 완전히 해소되기 어려울 것으로 예상
  - 글로벌 지정학적 리스크와 자국 우선주의에 OPEC 등 자원부존국의 가격 결정력이 커지며 인플레이션 우려를 자극
- 다만, 다양한 물가 변동 요인에도 근원PCE물가와 시간당 임금상승률이 점진적으로 둔화되며 통제 가능하다는 판단이 이어진다면 연준 입장에서 정책 방향에 변화를 둘 여지가 생길 수 있음
  - 연준의 지속된 금리 인상 이후 물가와 임금 상승률이 둔화되고 있다는 점은 느리지만 통화긴축의 효과가 나타나고 있음을 의미

미국 근원 PCE와 시간당 임금상승률 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 국제유가와 미시건 소비자심리 1년 기대인플레이션



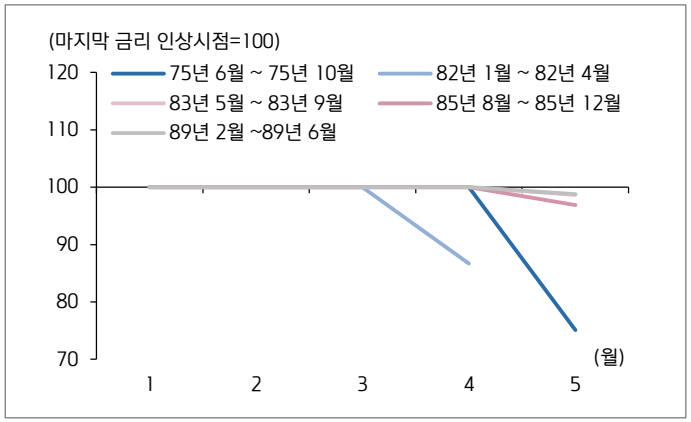

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



키움증권

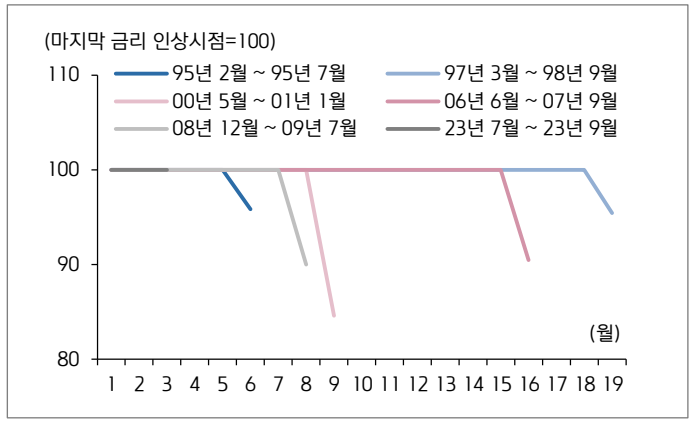
# 40. 과거 미국 금리 동결에서 첫 인하 구간 중 기준금리와 실업률 변화

## 1970년~1980년대 기준금리 변화 추이



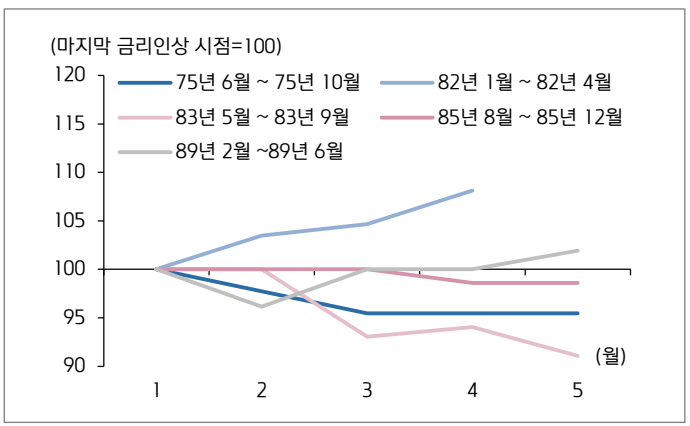

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 1990년~현재 기준금리 변화 추이



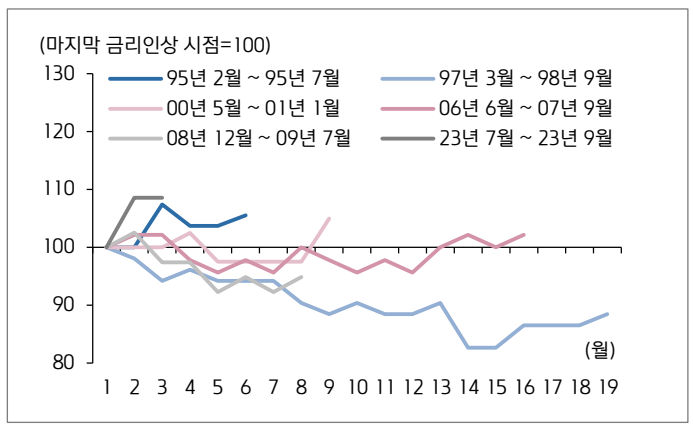

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 1970년~1980년대 실업률 변화 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 1990년~현재 실업률 변화 추이



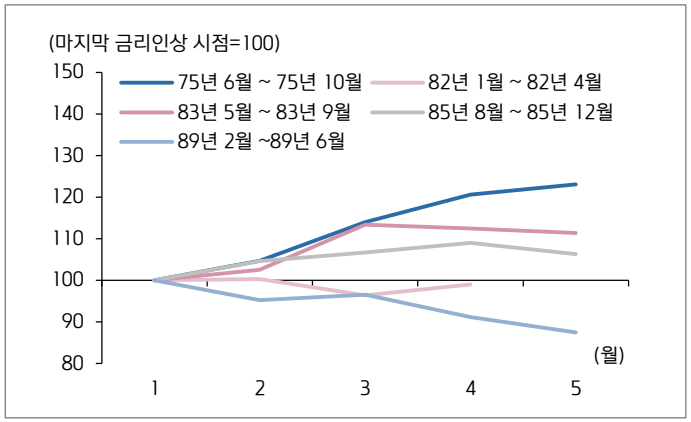

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



키움증권

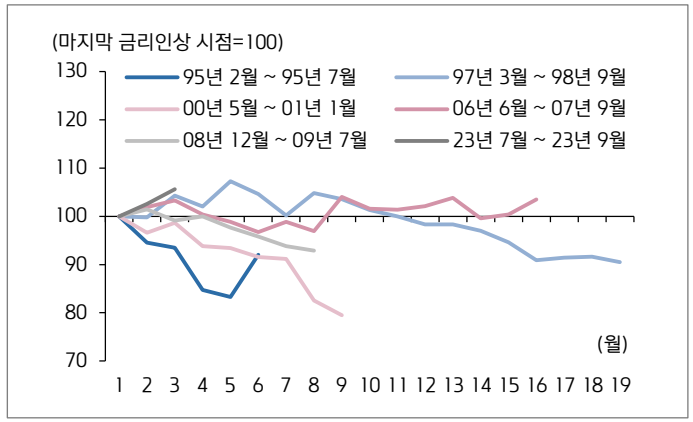
# 41. 과거 미국 금리 동결에서 첫 인하 구간 중 ISM제조업지수와 소비심리 변화

## 1970년~1980년대 ISM제조업지수 변화 추이



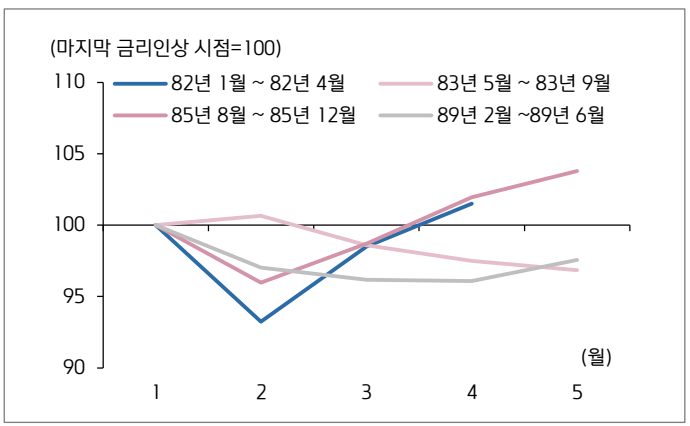

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 1990년~현재 ISM제조업지수 변화 추이



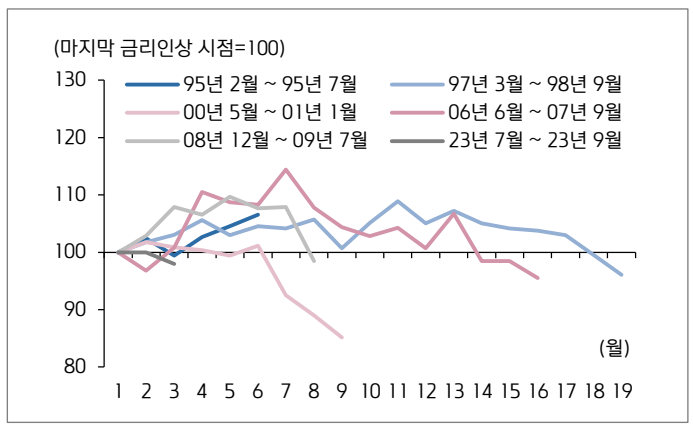

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 1970년~1980년대 미시건 소비심리지수 변화 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 1990년~현재 미시건 소비심리지수 변화 추이



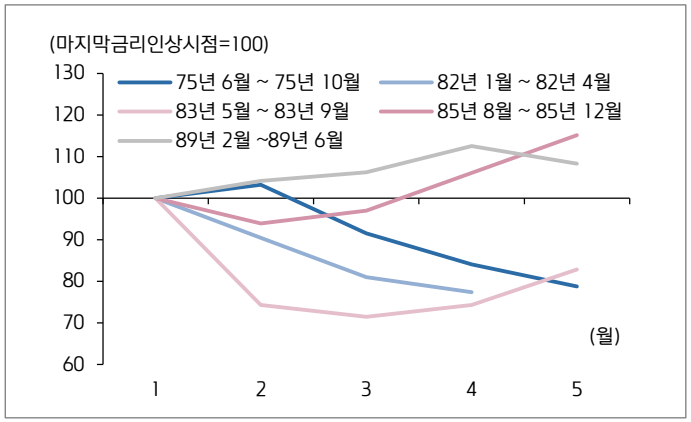

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



키움증권

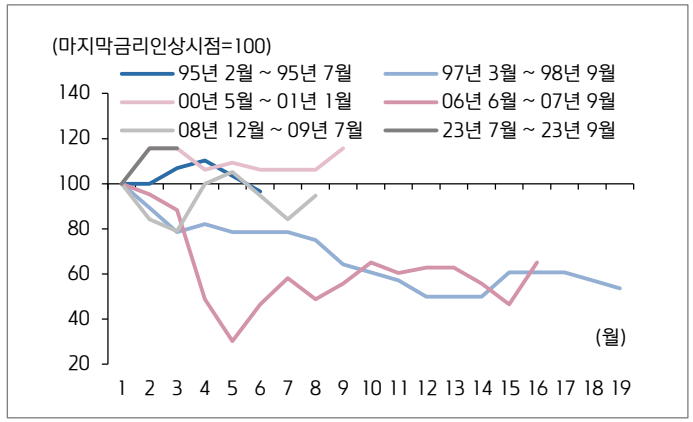
# 42. 과거 미국 금리 동결에서 첫 인하 구간 중 소비자물가와 근원물가

## 1970년~1980년대 CPI 변화 추이



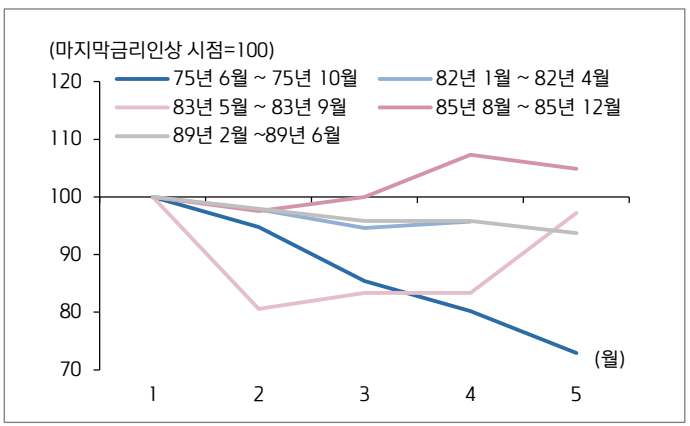

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 1990년~현재 CPI 변화 추이



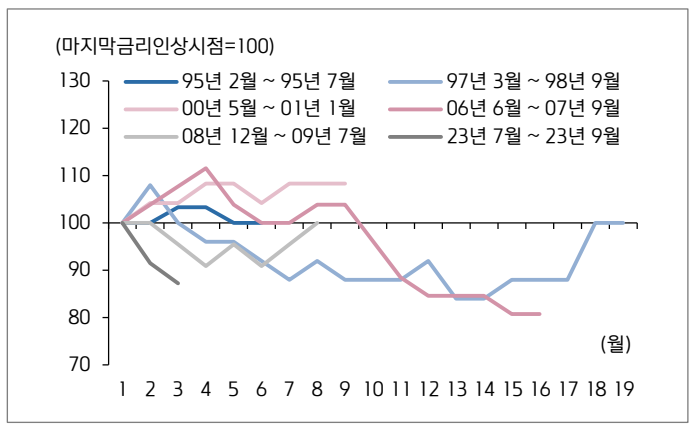

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 1970년~1980년대 근원 CPI 변화 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 1990년~현재 근원 CPI 변화 추이



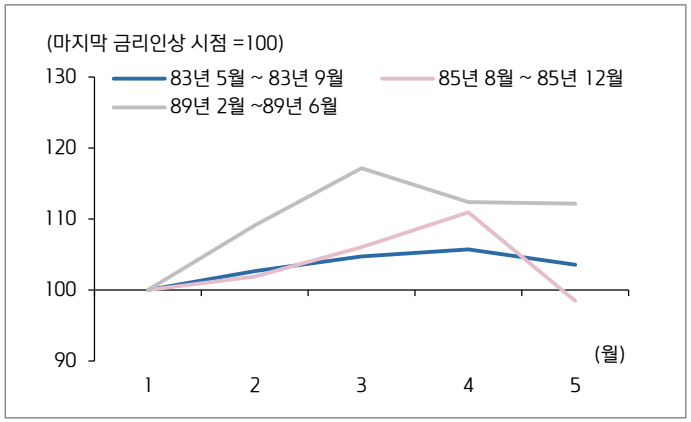

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



키움증권

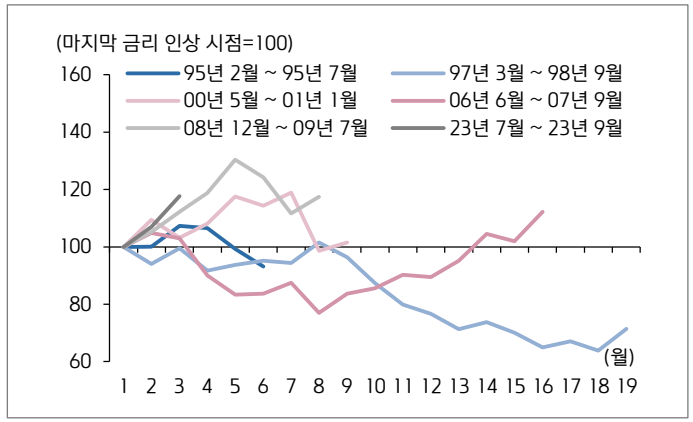
# 43. 과거 미국 금리 동결에서 첫 인하 구간 중 국제유가와 주가 변화

## 1970년~1980년대 국제유가(WTI)변화 추이



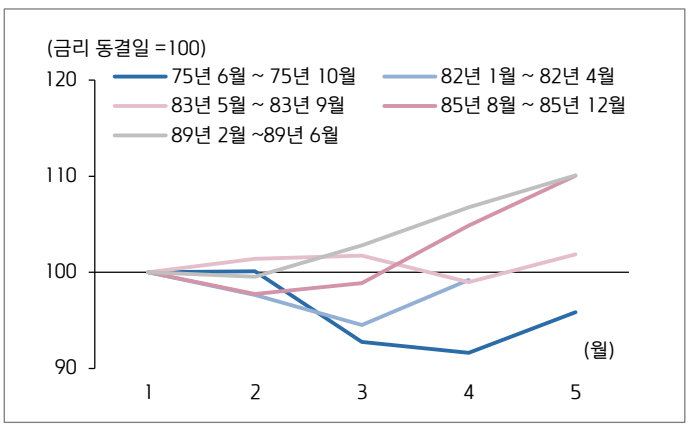

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 1990년~현재 국제유가(WTI)변화 추이



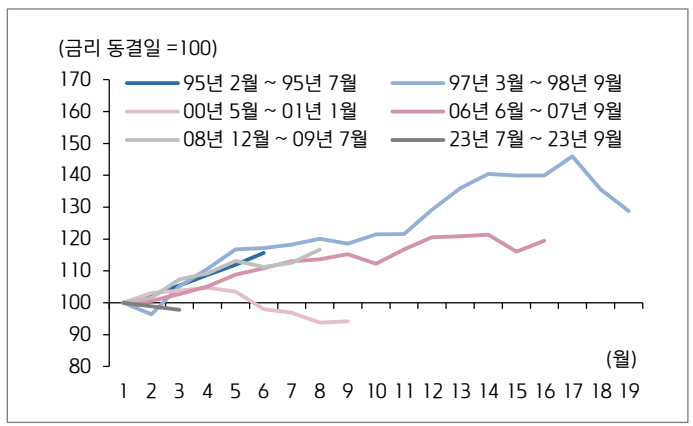

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 1970년~1980년대 미국 주가(S&P500) 변화 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 1990년~현재 미국 주가(S&P500) 변화 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

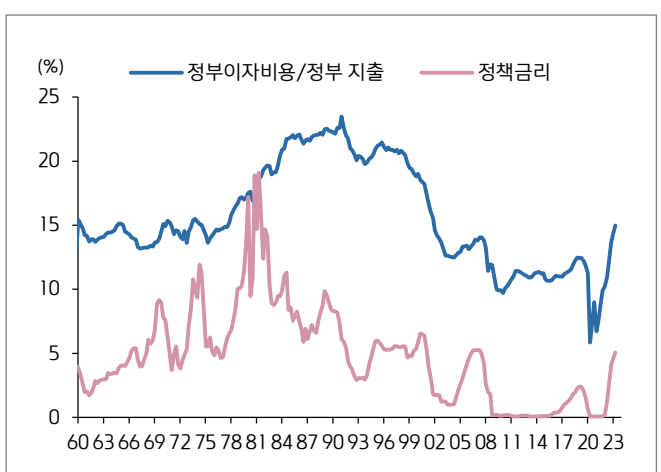


키움증권

# 44. 민간투자 활성화 위한 실질금리 인하

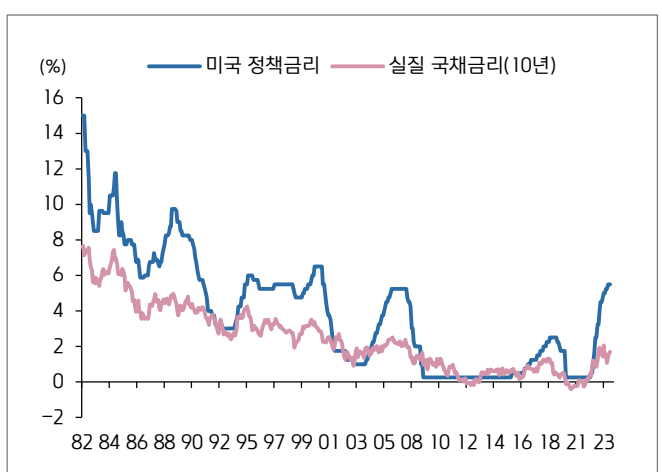
- 미국 바이든 정부는 투자를 통한 중장기 성장 제고에 초점. 민간기업의 투자 여건을 우호적으로 조성해주기 위한 통화정책의 보완 필요
  - 정부 지출 측면에서도 이자비용이 부담이 되는 만큼 금리 인하의 필요 점증
- 실질금리 부담을 낮추어 주기 위한 금리 인하의 필요와 인플레이션 우려를 자극하지 않기 위한 연준의 목표라는 조합을 고려할 경우 플러스 실질금리 범위 안에서 금리 인하가 단행될 것으로 예상
  - 현 정책금리 5.25~5.50%에서 2024년 물가 상승률을 2% 중반으로 가정할 경우 정책금리 4%대까지의 인하는 가능
  - 시중 유동성 경색에 경기 위축 우려가 높아질 경우 2024년 2분기말에서 3분기 초 사이에 금리 인하는 시작될 수 있으며 세 차례 정도 낮출 수 있을 것으로 예상

미국 정책금리와 정부이자비용/정부지출




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 정책금리와 실질금리(10년) 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

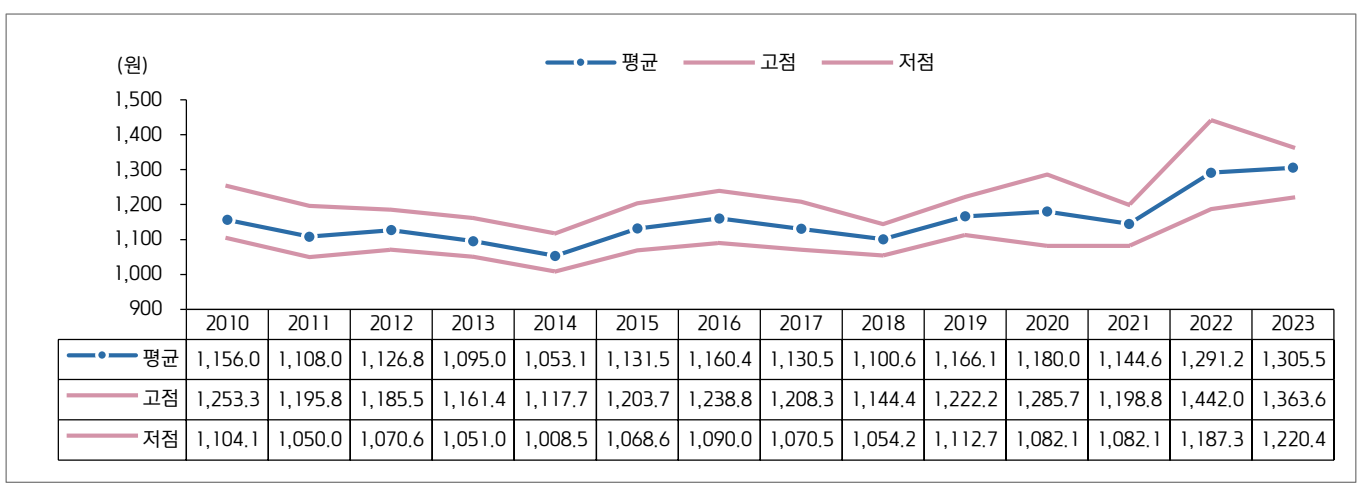


키움증권

# 45. 원화 방향성, 레인지 등락 이후 완만한 강세

- 달러/원 환율은 최근 5년간 평균 1,100원대에서 등락을 보였으나 2022년 들어 1,400원대로 상승
  이후 2023년 달러/원 환율은 1,200원 초반에서 1,300원 중반 사이 등락
- 달러/원 환율은 달러인덱스와 음의 상관관계로 동행. 이에 2024년 달러/원 환율은 점진적인 달러 약세와 수출 회복 등을 고려해 연초 레인지 등락 이후 완만한 하락세를 보일 것으로 예상
  - '23년 하반기와 '24년 초에는 미 달러화가 보합권에서 머물면서 달러/원 환율은 1,300원 내외에서 움직이겠지만 달러가 점차 하향 안정화되면서 연말 1,200원 초반으로 낮아질 것으로 전망
  - 달러/원 환율 전망치: 2023년 연평균 1,310원, 2024년 연평균 1,270원
    2024년 분기 평균(원) 1Q 1,315 2Q 1,280 3Q 1,250 4Q 1,235

달러/원 환율 연간 고점과 저점, 평균




| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 평균 | 1,156.0 | 1,108.0 | 1,126.8 | 1,095.0 | 1,053.1 | 1,131.5 | 1,160.4 | 1,130.5 | 1,100.6 | 1,166.1 | 1,180.0 | 1,144.6 | 1,291.2 | 1,305.5 |
| 고점 | 1,253.3 | 1,195.8 | 1,185.5 | 1,161.4 | 1,117.7 | 1,203.7 | 1,238.8 | 1,208.3 | 1,144.4 | 1,222.2 | 1,285.7 | 1,198.8 | 1,442.0 | 1,363.6 |
| 저점 | 1,104.1 | 1,050.0 | 1,070.6 | 1,051.0 | 1,008.5 | 1,068.6 | 1,090.0 | 1,070.5 | 1,054.2 | 1,112.7 | 1,082.1 | 1,082.1 | 1,187.3 | 1,220.4 |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 2023년은 10/24일 기준

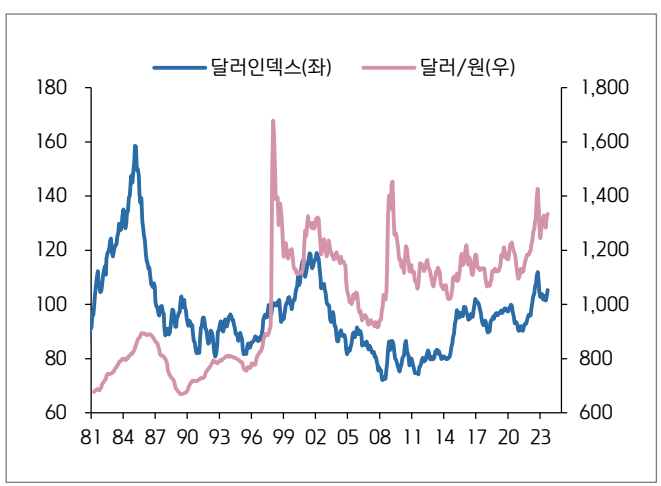


키움증권

# 46. 원화 주된 결정 요인은 미 달러화 흐름

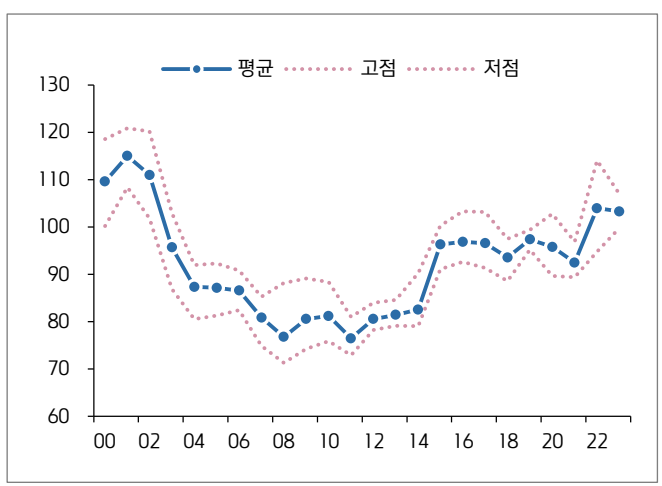
- 달러/원 환율 전망에서 미 달러화 흐름이 중요하며 과거 흐름을 보면 대체로 역의 상관관계를 보임
- 달러인덱스는  2008년 이후 연준 통화정책 방향에 따라 등락을 보이나 상하단을 점진적으로 높여가는 모습
  - 2008년 글로벌 금융위기 이후 연준 금리 인하와 양적완화 조치로 70선까지 하락한 이후 2016년 금리 인상 이후에는 하단은 90 중반으로 상향. 2022년 연준의 공격적인 긴축 이후 하단은 100선으로 높아짐
  - 달러인덱스(평균, 저점~고점): '21년 92.5 (89.4~96.9), '22년 104 (94.8~114.1), '23년 10/23일 기준 103.3(99.8~107)
  - 향후 연준통화정책에서 금리 인하 폭이 제한적이라면 달러 하단은 이전보다 높게 형성될 수 있음을 시사하며 이는 원화 가치의 강세가 가파르기는 어려울 것임을 의미

미국 달러인덱스와 달러/원 환율




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러인덱스 평균과 저점, 고점 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



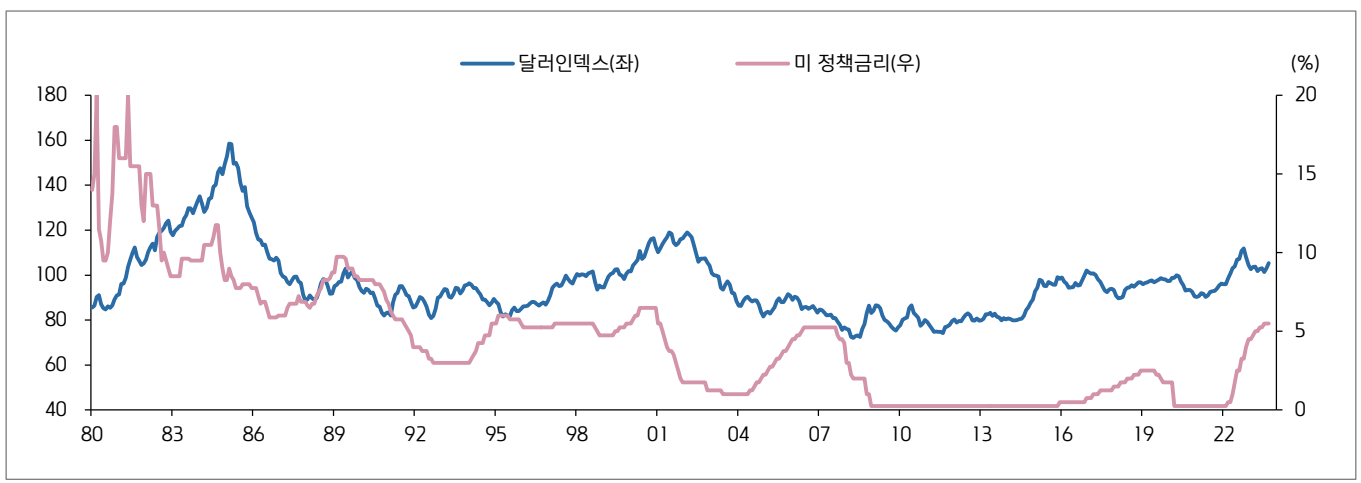
키움증권

# 47. 미 달러, 보합권 등락 이후 하향 안정화

▶ 달러인덱스 방향성의 주된 변수는 연준 통화정책. 2023년 연준 긴축 사이클 종료 이후, 2024년 중반 금리 인하 전망에 따라 '23년 하반기와 '24년 초 좁은 레인지에서 등락 이후 상반기 중반 금리 인하 기대가 가시화될 경우  완만한 약세 흐름을 보일  것으로 예상

- 과거 2009~2016년 금리 동결 기간 중 달러인덱스의 고점과 저점 차이를 살펴보면 5.5~14.8 포인트로 평균 약 10포인트 정도에서 등락을 보임
- 미국 물가와 노동시장이 완만하게 둔화되며 통제 가능한 범위 내에 들어온다면 민간 유동성 경색을 완화하기 위한 차원에서 세 차례 정도의 금리 인하는 가능할 것으로 전망

미국 달러인덱스와 정책금리




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

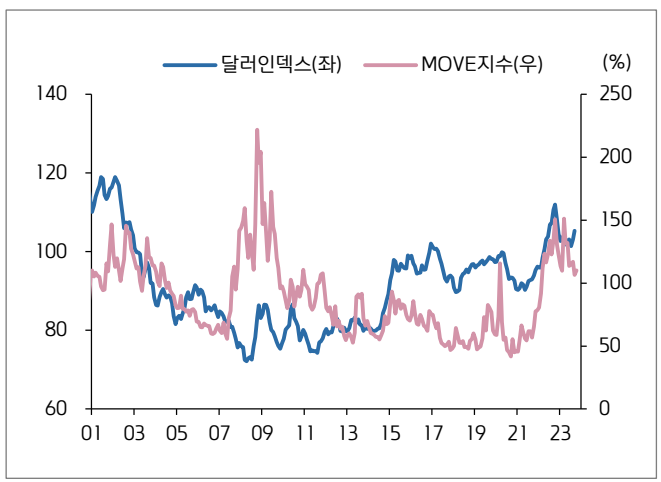


키움증권

# 48. 달러 실질실효환율, 고평가 영역

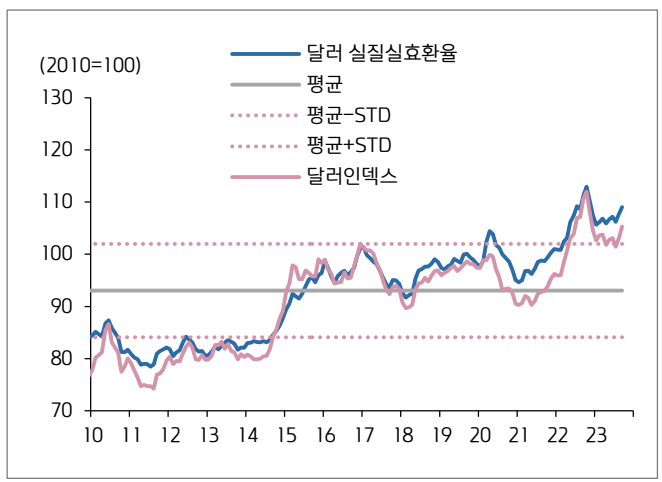
- 미국 정책 금리 인하 이전까지 달러인덱스는 미국 국채금리 흐름에 민감하게 움직일 것으로 예상
  - 미 국채금리는 연준 긴축이 마무리되면서 추가 상승은 제한되겠지만 금리 동결기에도 높은 수준을 유지하며 달러 하락을 제약하는 요인으로 작용 가능
  - 국제유가 변동성이 높았던 1970~80년대 금리 동결기 당시 달러는 제한적인 강세 흐름을 보인 이후 1970년대에는 강세 지속, 1980년대에는 약세. 물론, 1985년 미국 금리 동결기 당시에는 그 해 9월에 플라자 합의가 이어지면서 금리 동결기 중 달러 약세 전환
- 달러 실질실효환율은 현재 고평가 영역에 진입한 상황. 추가로 강세 폭을 확대하기에는 모멘텀 제한적

미국 달러인덱스와 MOVE지수




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러 실질실효환율과 달러인덱스



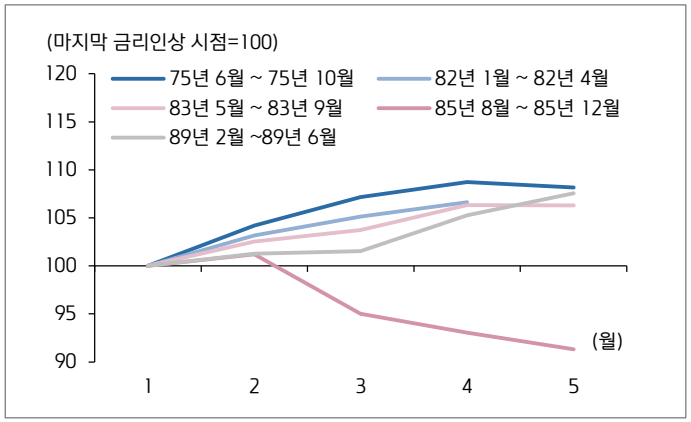

자료: BIS, Bloomberg, 키움증권 리서치센터



키움증권

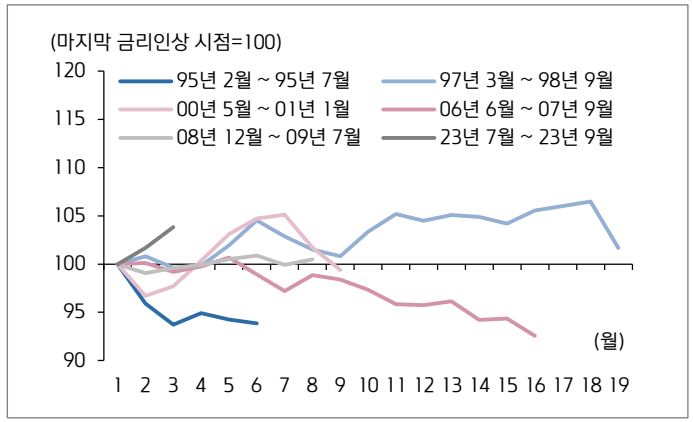
# 49. 과거 미국 금리 동결에서 첫 인하 구간 중 달러인덱스, 미국 국채(10년) 변화

## 1970년~1980년대 달러 인덱스 변화 추이



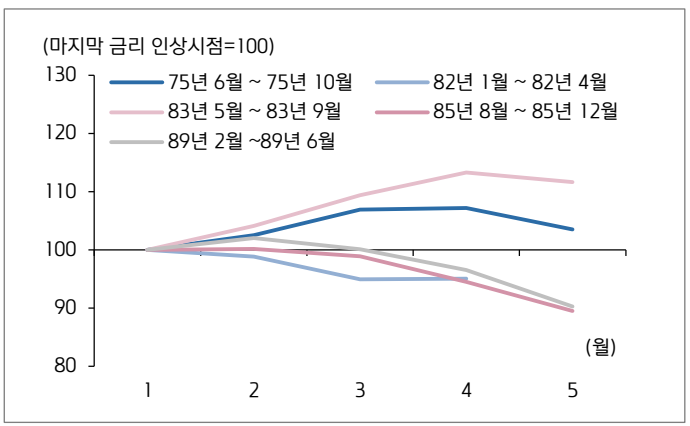

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 1990년~현재 달러 인덱스 변화 추이



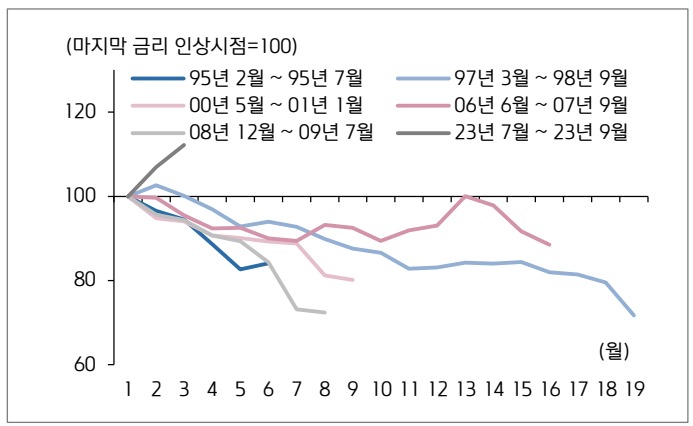

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 1970년~1980년대 미국 국채(10년) 변화 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 1990년~현재 미국 국채(10년) 변화 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



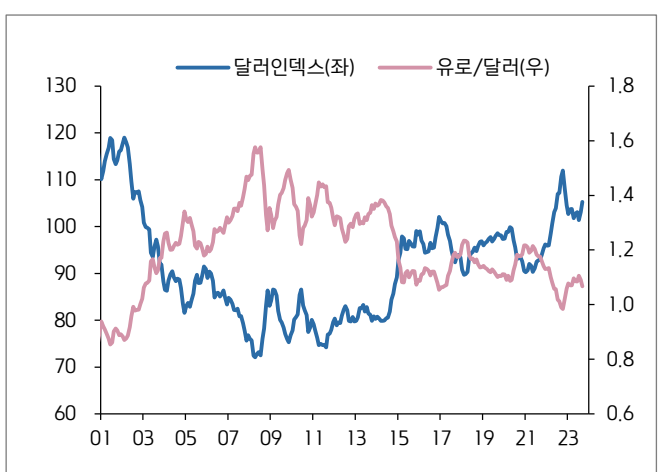
키움증권

# 50. 달러, 펀더멘털과 통화정책 차별화 요인 점차 약화

▶ 달러인덱스에서 유로화가 차지하는 비중은 약 58%, 미국과 유로존 간 펀더멘털 및 통화정책 차별화는 단기적으로 유로 약세/ 달러 강세 요인으로 작용하나 상반기 중반 연준 금리 인하가 가시화되면서 그 차이는 축소될 전망

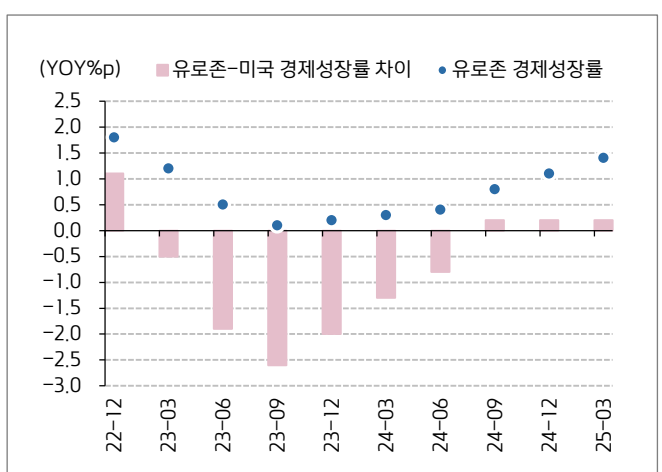
- 2024년 초 미국 성장 모멘텀은 소비 수요 약화에 둔화되는 반면, 유로존은 독일을 중심으로 펀더멘털 격차가 축소되면서 유로화 강세/달러 약세 흐름으로 옮겨갈 것으로 전망

달러인덱스와 유로/달러




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유로존 경제성장률과 유로존과 미국 경제성장률 차이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

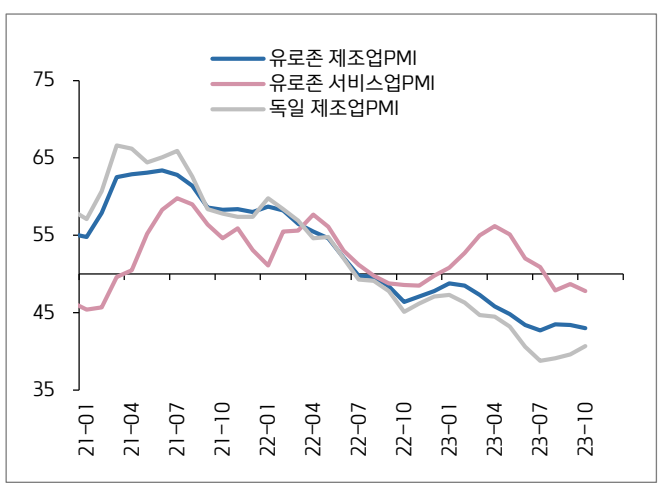


키움증권

# 51. 유로존 경기, 독일 경제 회복에 주목

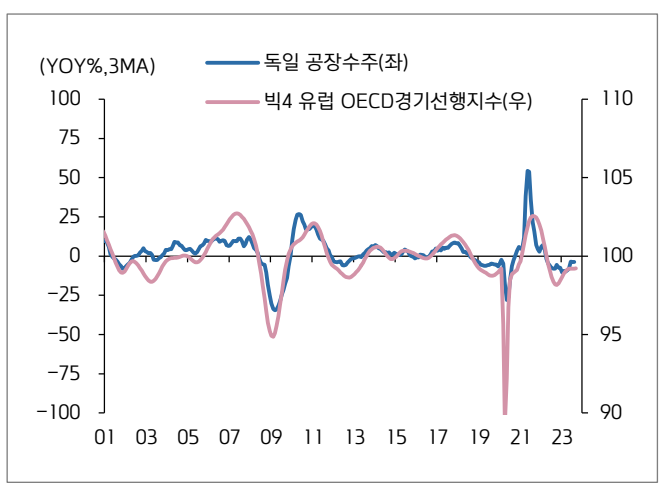
- 유로존 경기는 독일 경제의 회복이 중요. 단기적으로 서비스업을 중심으로 경기 모멘텀이 둔화되면서 전체적인 경제 성장도 약화될 전망
  - 코로나19 이후 스페인, 이탈리아 등을 중심으로 관광업에 의한 서비스 소비가 늘어나면서 예상보다 경기는 양호
- 하지만, 독일 경제는 2023년 마이너스 성장을 보이며 제조 기반의 생산활동이 선제적으로 부진했던 점을 고려할 때 제조업 경기가 점진적으로 회복될 경우 남유럽 국가의 성장 둔화에 대한 완충 역할을 해줄 전망
  - 유로존 경제성장률 시장 컨센서스, 전기비: '23년 4Q 0.0%, '24년 1Q 0.2%  2Q 0.3% 3Q 0.3% 4Q 0.4%
  - 유로존 성장 모멘텀은 2023년 하반기 둔화 이후 점진적 회복 기대 , 유럽 주요 4개국 OECD경기선행지수는 저점 형성 이후 완만한 회복 중

유로존 제조업과 비제조업PMI지수, 독일 제조업PMI지수




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

독일 공장수주와 빅4 유럽 OECD경기선행지수




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

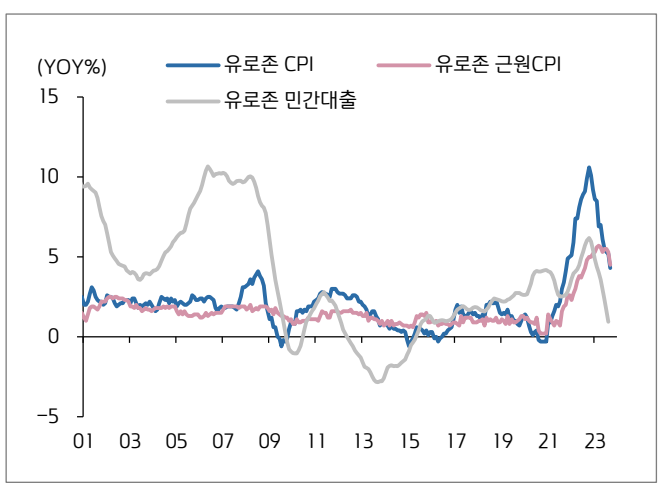


키움증권

# 52. ECB 추가 금리 인상 제한

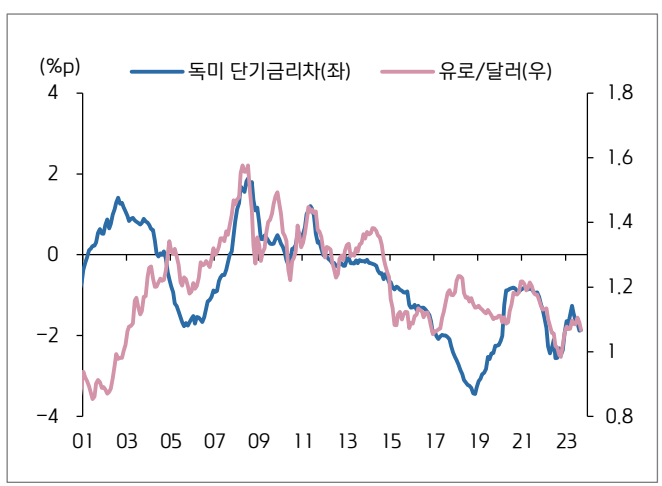
- 유럽중앙은행(ECB)의 추가 금리 인상은 제한되며 금리 동결 기조 이어갈 전망. 물가가 하향 안정화될 경우 ECB의 금리 인하 기대 조성 가능
  - 유로존 근원CPI 상승률이 높은 수준이지만 둔화세가 지속되고 있으며 고금리에 따른 민간 신용창출 제약은 수요 둔화로 이어지는 상황
- 미국 연준의 금리 인하가 가시화된 이후 미국과 독일 간의 금리차가 축소되면서 유로화도 강세 전환 가능할 것으로 예상
  - 독일과 미국 간의 단기 금리차 축소는 유로화의추가 약세를 제한해주며 점진적 반등을 뒷받침해줄 전망

유로존 CPI와 근원CPI, 민간대출 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

독일과 미국 단기 금리차와 유로/달러




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

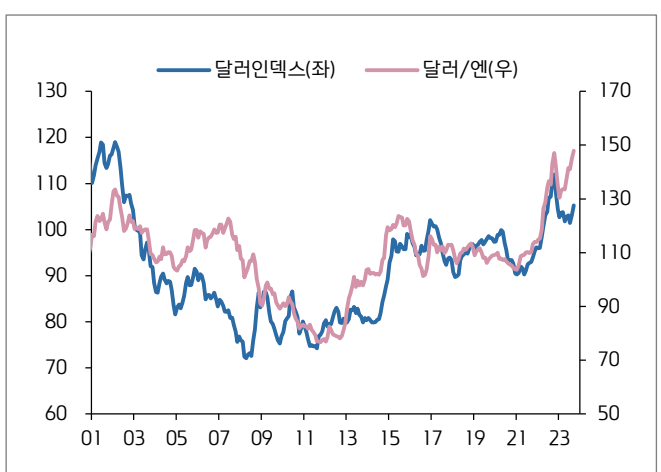


키움증권

# 53. 엔화 약세 주춤해지며 점진적 강세 전환

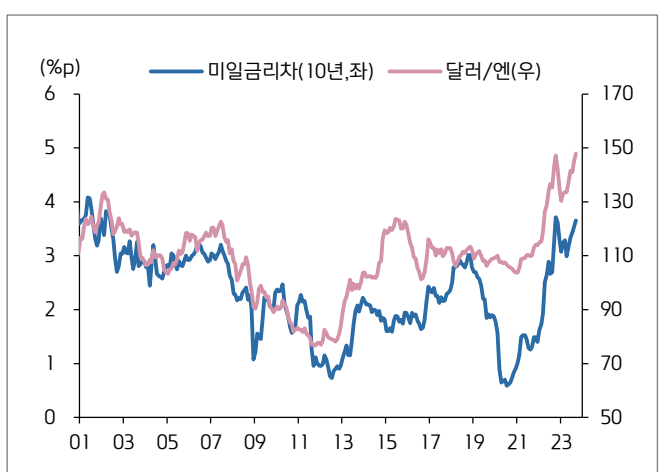
- 엔화는 미 달러와 역의 관계를 보이는 것이 일반적이나, 금융시장 안전자산 수요가 높아지는 경우에는 정의 관계를 보이는 경향을 보여옴
  - 미국 국채금리 흐름에 대한 민감도가 높게 형성됨에 따라 미일 금리차 움직임에 따라 엔화의 변동성도 커질 전망
- '23년 하반기 후반과 '24년 초 미국 금리가 동결되는 구간에서 미 달러가 보합권에서 등락을 보인다면 엔화의 추가 약세도 제한될 전망
  - 미국 국채금리가 높은 수준에서 머물 경우 일본 국채금리의 변동성 확대 가능. 이는 일본 통화정책 변화 기대를 자극

달러인덱스와 달러/엔 환율




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미일금리차와 달러/엔 환율




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

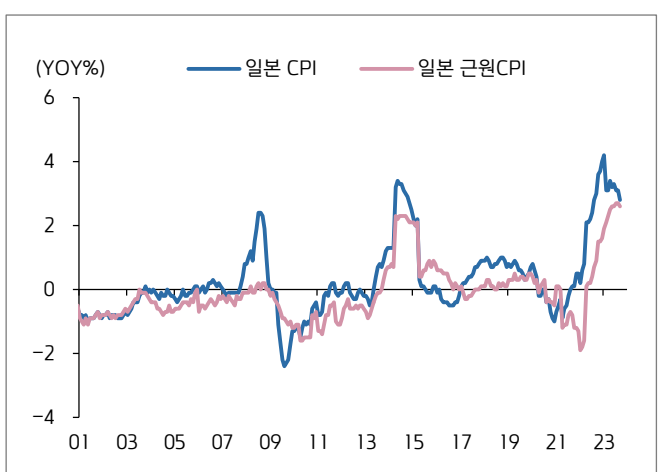


키움증권

# 54. 다만, BOJ의 급진적인 정책 변화 가능성은 낮아

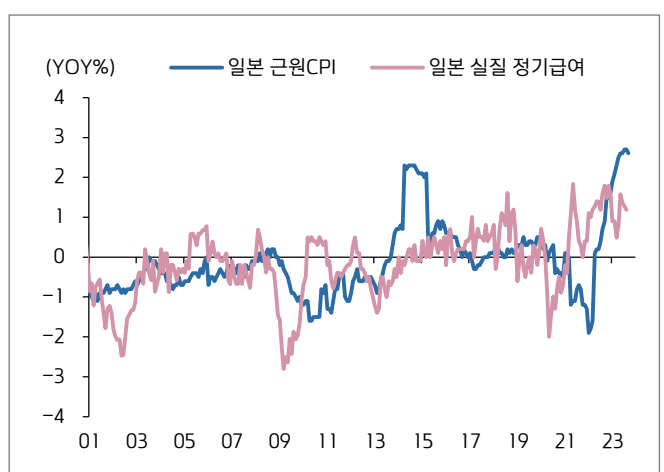
- 일본은행 YCC정책 변화는 엔화의 강세보다는 약세의 강도를 완만하게 해주는 역할을 기대
  - 급진적으로 BOJ의 정책이 변화될 가능성은 낮을 전망. 일본 물가 반등의 지속성을 확인할 필요가 있다는 점에서 조기에 YCC 정책 폐기보다 상단 수준을 조정하는 정도에서 유연하게 대응할 것으로 예상
  - YCC 정책의 변화 가능성을 열어두는 방식은 엔화 약세를 제약하며 강세 기대를 자극 가능
- 미국 국채금리의 변동성과 관련해 일본은행의 통화정책 변화에 주목할 것으로 예상
  - 미국 연준의 긴축이 마무리되며 미 국채금리의 추가 상승이 제한될 경우 일본 금리의 상승 압력도 완화될 수 있다는 점에서 BOJ의 정책 변화 압박은 줄어들 수 있음.

일본 CPI와 근원CPI




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본 근원물가와 임금 상승률




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

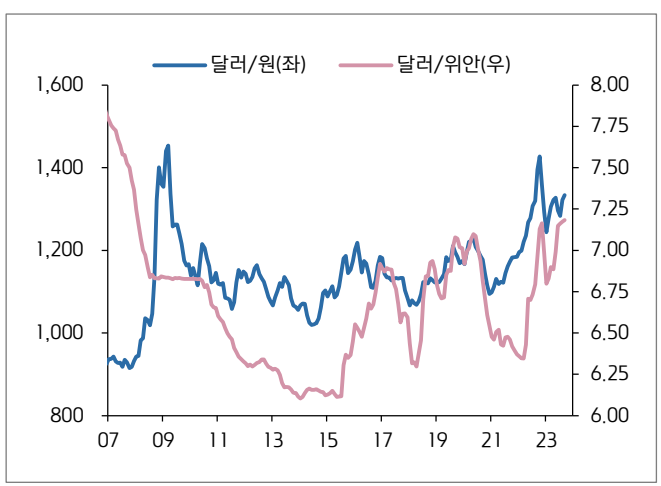


키움증권

# 55. 위안화 추가 약세는 제한적, 점진적인 지표 개선

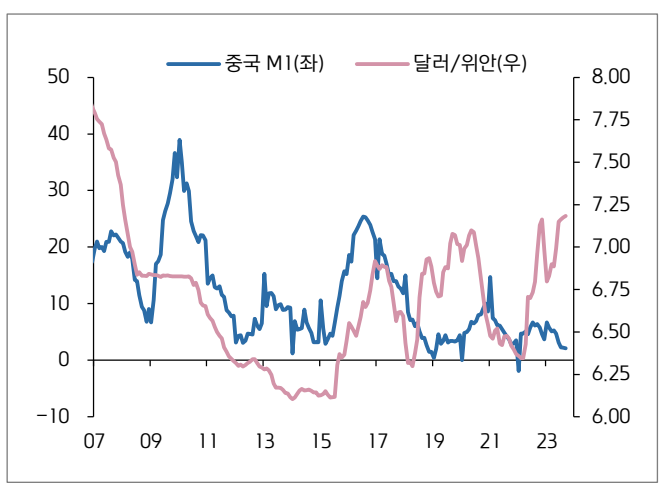
- 달러/원 환율은 위안화의 대용지표로 간주. 중국 정부의 경기부양 조치 등에 점진적으로 지표가 개선되면서 위안화의 추가 약세는 제한될 전망
  - 다만, 중국 경기 부양을 위한 유동성 공급 확대는 위안화 가치에 약세요인이나 이를 통해 경기 둔화가 완화될 경우 펀더멘털 측면에서 위안화에 우호적으로 작용 가능
  - 중국의 지표 회복 속도는 점진적이나 추가 하락이 제한될 경우 이미 낮아진 시장 컨센서스를 고려할 때 펀더멘털에 대한 우려는 완화될 것으로 예상

달러/원과 달러/위안 환율




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러/위안화 중국 M1 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



키움증권

# 56. 위안화 강세 강도,이전보다 완만할 전망

▶ 중국 경기에 대한 우려의 시각이 완화되겠지만 코로나19와 우크라이나 전쟁 이후 탈중국화에 대한 움직임이 조금씩 가시화되고 있다는 점은 위안화의 강세 기울기가 과거에 비해 완만할 것임을 시사

- 중국의 해외 기업에 의한 성장 동력이 약화되면서 통화 및 재정정책은 확장적이고 부양적인 기조를 지속할 가능성 높음 이는 위안화 가치의 가파른 상승을 제약하는 요인으로 작용 가능
- IMF 자료에 따르면 2015년에서 2020년 1분기까지 FDI와 2020년 2분기에서 2022년 4분기까지 지역별 자금 흐름을 비교해보면 중국에 투자된 미국의 자금은 다른 아시아 국가와 유럽으로 이동하고 있으며 특히, 신흥 유럽을 제외하면 중국으로의 FDI는 축소되어 탈중국화 우려를 높이고 있음

FDI, 지역별 변화(2020:2Q-22:4Q vs. 2015:1Q-20:1Q)

| FDI 자원 국가 또는 지역 \ FDI 대상국가 또는 지역 | 미국 | 미국 제외 아메리카 | 선진 유럽 | 신흥 유럽 | 중국 제외 아시아 | 중국 | 기타지역 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 기타지역 | 26.4 | 7.1 | 5.3 | 11.4 | -3.7 | -24.7 | 18.6 |
| 중국 | -22.1 | -6.9 | -17.8 | -31.3 | -44.3 | | -31.9 |
| 중국 제외 아시아 | -3.2 | -8.7 | -11.7 | -2.4 | -23.7 | -49.2 | -4.4 |
| 신흥 유럽 | 27.6 | 2.9 | 9.9 | 18.1 | -22.3 | 13.9 | -11.5 |
| 선진 유럽 | 7.5 | -11.7 | 9.3 | -0.9 | -9.8 | -19.7 | 8.6 |
| 미국 제외 아메리카 | 18.6 | 27.3 | 14.9 | 34.0 | 5.9 | -13.3 | 27.6 |
| 미국 | | 9.2 | 0.6 | 19.4 | 2.3 | -40.6 | 21.6 |

자료: IMF, 키움증권 리서치센터

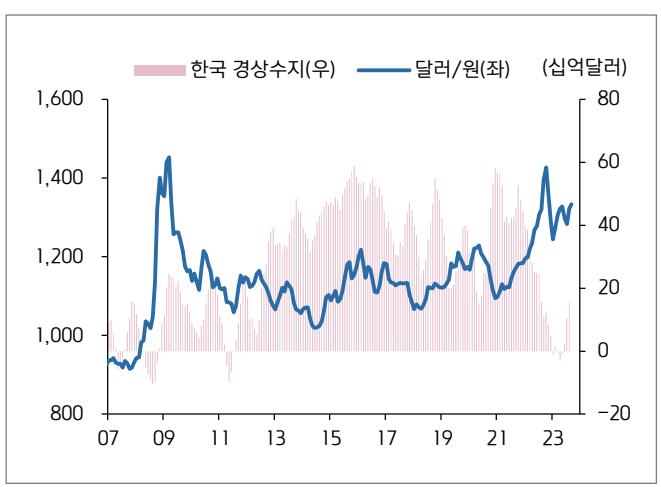


키움증권

# 57. 원화 점진적인 강세, 과거에 비해 높아진 하단은 고려

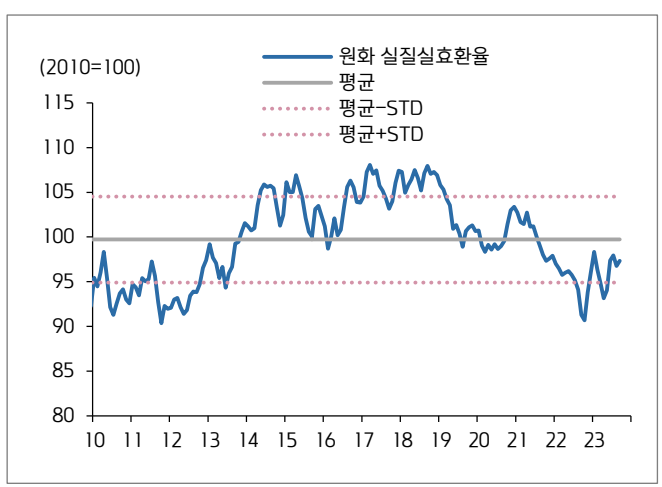
- 원화는 연준 통화정책과 달러 흐름에 따라 달러 대비 완만한 강세 흐름을 보일 것으로 전망하며 한국 수출이 올해 연말 플러스 성장으로 전환하고 무역수지 흑자 흐름이 지속되면서 원화에 우호적
- 실질실효환율 측면에서 원화는 현재 과거 평균 대비 저평가 영역에 머물고 있어 밸류에이션 측면에서도 원화의 추가 약세는 제한되며 강세 전환 가능
- 다만, 과거에 비해 펀더멘털 측면에서 회복 강도가 약함에 따라 달러/원 환율의 하단은 이전보다 높을 전망
  - 과거에 비해 무역흑자 규모는 축소. 세계화 둔화로 대외 수요는 점차 줄어드는 반면, 원자재 중심으로 수입은 증가할 전망

달러/원 환율과 경상수지




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

원화 실질실효환율



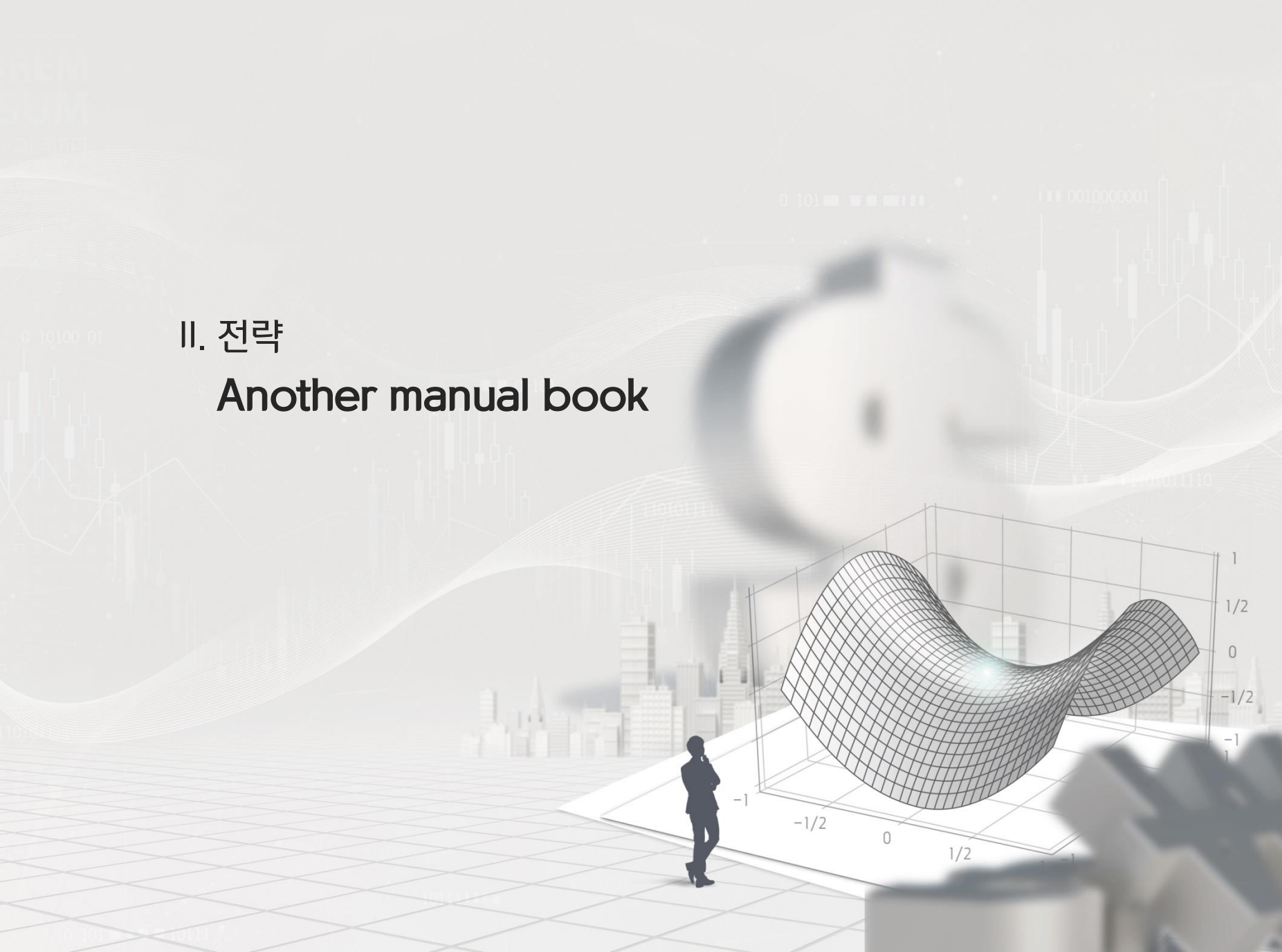

자료: BIS, 키움증권 리서치센터



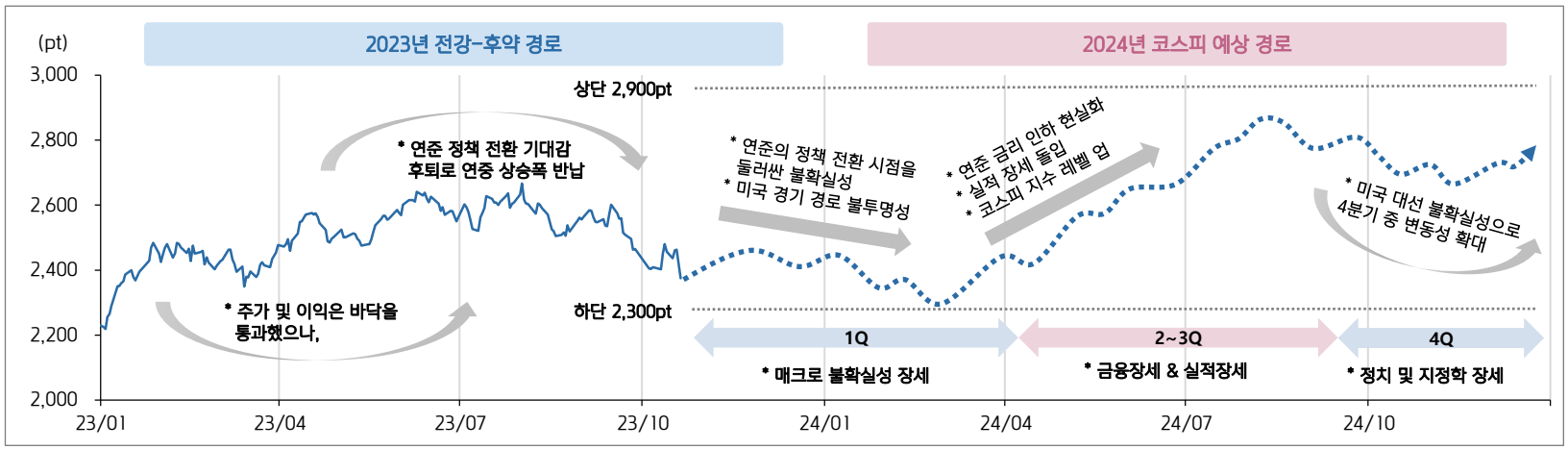
키움증권

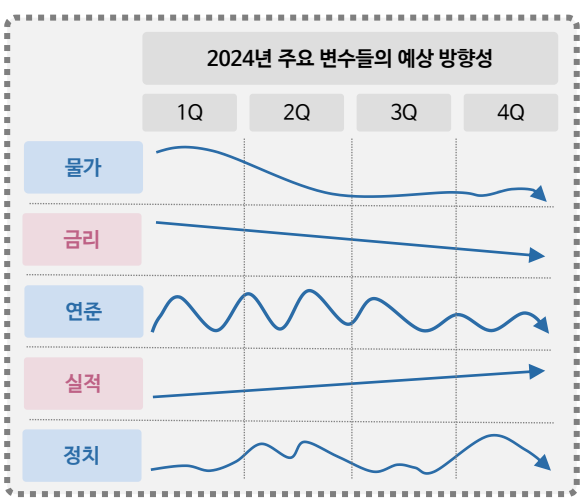
# II. 전략

## Another manual book



# 01. (요약) 2024년 주식시장 프로파일




**[2024년 코스피 예상 레인지]**

* Base : 2,300~2,900
  - 12개월 선행 PER 9.5~12.0x
  - 과거(2003년, 2009년, 2015년, 2019년) 이익 반등 국면의 PER 리레이팅 평균10%
  - 2024년 영업이익 증가율 30% 적용

**Stock of the year : IT**

| 1Q | 2~3Q | 4Q |
|---|---|---|
| 반도체 기계 | 헬스케어 소프트웨어 신재생 IT하드웨어 | 필수소비재 인프라 |

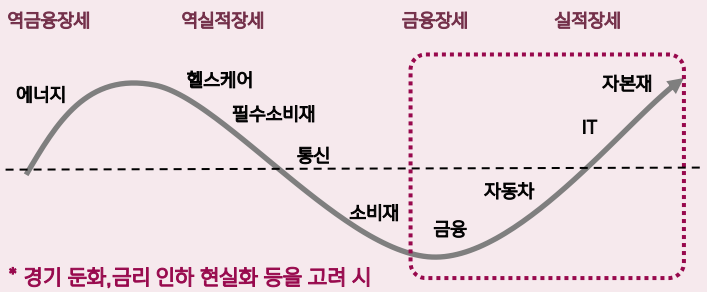
| 기회 | 훈풍 |
|---|---|
| * 금리 변동성 확대 구간에서의 주가 및 수급 상 진입 매력 확대<br>* 미국, 유럽, 한국 등 주요국들의 선거에 따른 정책 모멘텀 | * 기업 실적 증익 추세<br>* 여름 중 연준 금리 인하<br>* 미국의 쇼어링 정책<br>* 외국인 순매수 기조 |
| * 중동, 대만 등 주요 분쟁지역에서의 지정학 리스크<br>* 미국 대선 이후 미국의 정책 전환 불확실성 | * 고금리 장기화 불안<br>* 또 다른 블랙 스완급의 악재 출현 가능성 |
| 취약 | 역풍 |



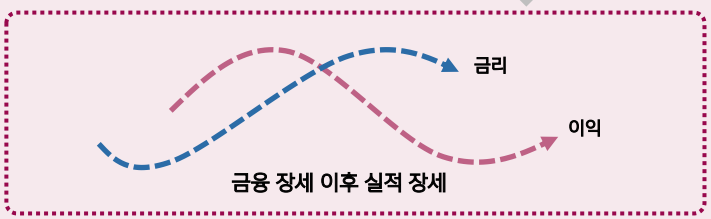
키움증권

# 02. (요약) 시장 사이클의 변화 : 기존 메뉴얼 북이 아닌 새로운 메뉴얼 북으로 대응

## 기존 시장 사이클 상 매뉴얼 북



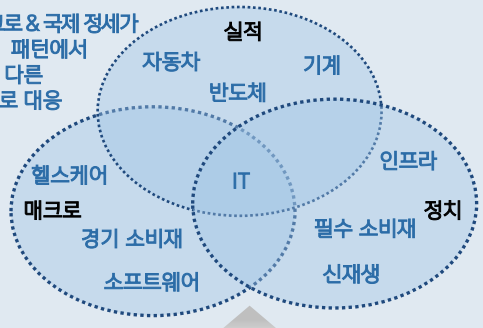

* 경기 둔화,금리 인하 현실화 등을 고려 시 전통적인 시장 사이클 상 투자법대로 해야 할 법 하지만….

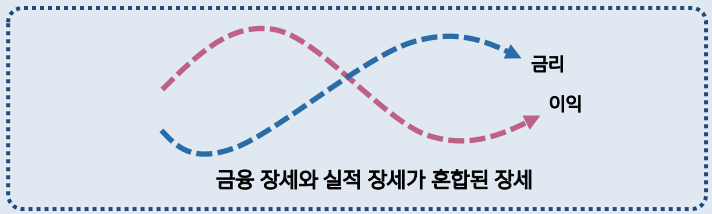



금융 장세 이후 실적 장세

## 변화한 시장 사이클 상 매뉴얼 북

* 실적 & 매크로 & 국제 정세가 모두 과거의 패턴에서 벗어난 만큼 다른 매뉴얼 북으로 대응




금융 장세와 실적 장세가 혼합된 장세

## 〈2024년 변수〉

### 국제 정세 및 지정학

- 러-우 전쟁, 중동 분쟁 등 지정학적 불확실성
- 중금리 및 중물가의 시대
- 글로벌 무역 블록화 & 세계화의 변형
- 글로벌 정치 지형의 격변 시기 돌입

### 매크로와 펀더멘털

- 경기 불확실성에도 수출 및 기업 실적 바닥 통과 후 반등
- 주요국들의 투자 중심 재정정책 + 신재생, 인프라 등 초당파적 정책
- 금리의 완만한 하락 등 인플레이션 급등 발 연준의 고강도 긴축 후유증
- 경기 및 인플레 둔화에 따른 연준 정책 전환 but 통화정책 영향력 축소

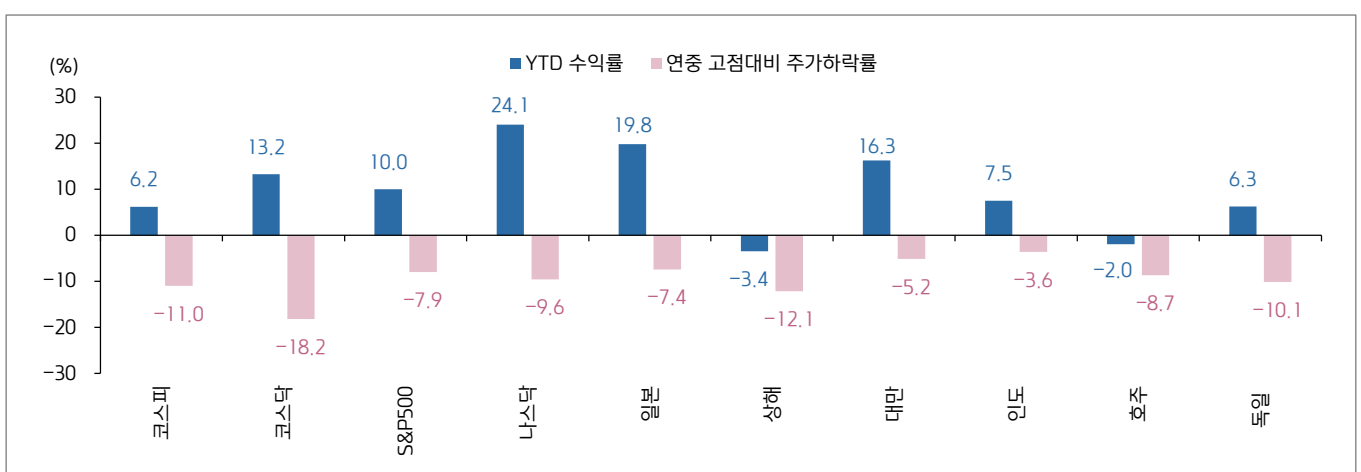


키움증권

# 03. 고점대비 10%이상 급락한 곳들이 등장하고 있는 주요국 증시

- 2023년 10월 말 기준으로 주요국 증시는 연중 상고하저의 장세를 연출
  - 상반기 중 SVB 사태 등 미국 은행권 위기 출현에도, 지난해 급락 이후 저가 매수세 유입, 연준의 금리인하 등 정책 전환 기대감, 기업 실적 바닥 확인 기대감 속 2차전지, IT 등 성장주를 중심으로 강세를 보임
  - 그러나 하반기 들어 2차전지주들의 수급 변동성 확대, 잭슨홀과 9월 FOMC에서 연이은 매파 성향을 보인 연준의 스탠스가 만들어낸 금리 급등세로 주요국 증시는 반락
- 10월 말 현재도 이스라엘발 지정학적 불안, 10년물 금리 5.0%대 진입 등 매크로와 지정학적인 불확실성이 하방 압력을 지속적으로 가하면서, 코스피, 코스닥 등 일부 증시는 조정(고점대비 10% 이상 하락)국면에 진입

주요국 증시의 연초 이후 수익률 및 연중 고점대비 수익률(10월 23일 종가 기준)



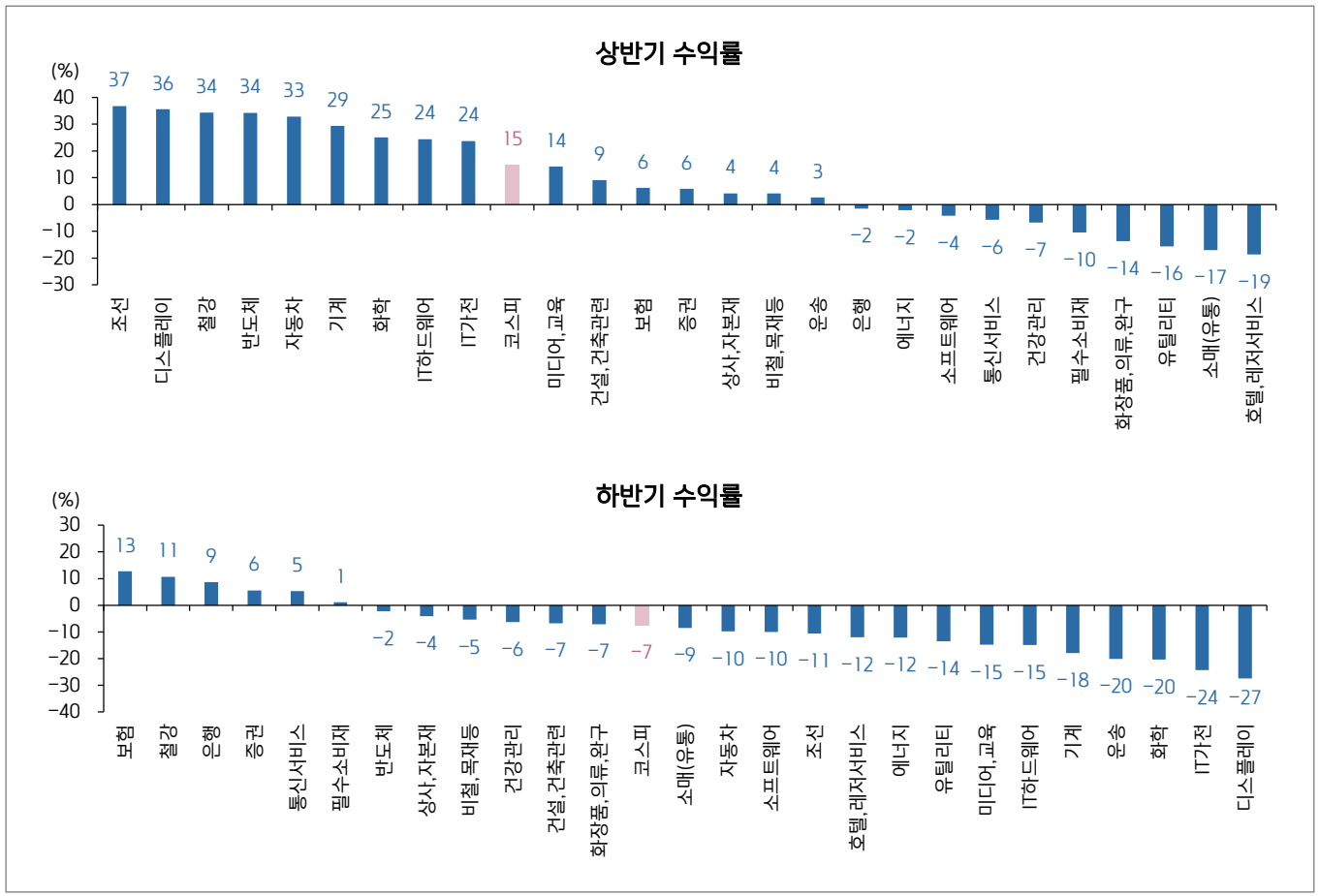

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



키움증권

# 04. 상반기는 반도체, 2차전지, 조선, 하반기는 배당, 경기 방어주들이 약진

상반기와 하반기 업종별 수익률




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

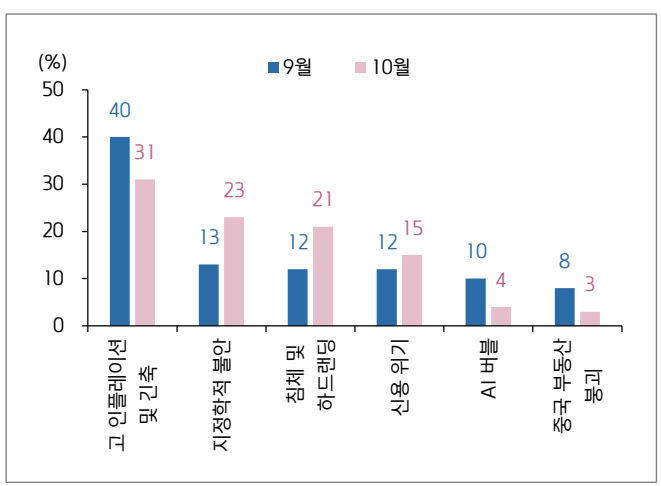


키움증권

# 05. 앞으로 시장은 어떤 난관을 헤쳐 나가가야 할까?

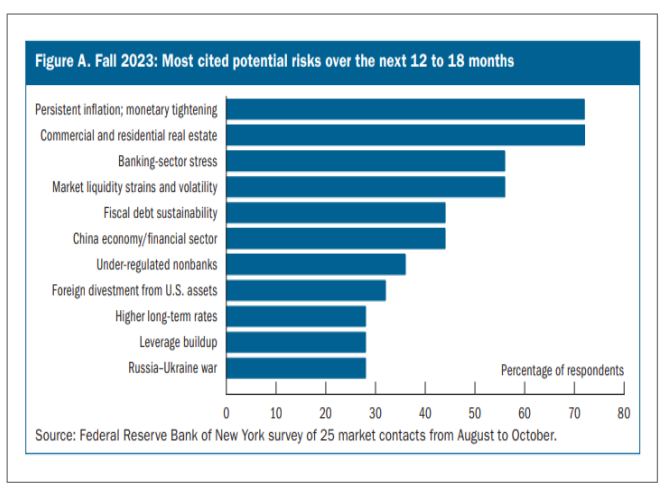
- 향후에도 시장은 인플레이션, 중앙은행의 긴축, 지정학적 불안 등 여러 불확실성과 마주해야 할 것
  - BofA의 글로벌 펀드매니저 서베이를 보면, 시장의 꼬리 위험(특정 사건이 자산시장에 가하는 충격)의 상위권으로 "고인플레이션 및 중앙은행 긴축(응답률, 9월 40% -> 10월 31%)", "글로벌 침체(9월 13% -> 10월 21%)" 이 상위권을 차지하고 있음. 이에 더해 "지정학적인 위기"(9월 14% -> 10월 23%)도 고 위험 요인으로 부상하고 있는 모습
- 10월 공개한 연준의 금융안정보고서 상에서도 향후 12~18개월 동안 위험 요인으로 "지속적인 인플레이션 및 통화 긴축", "상업용 부동산 문제", "은행들의 스트레스 위기" 등을 지목하고 있음
  - 또 최근에 발생한 이스라엘 분쟁에 대해서도 지정학적 긴장 고조 시 글로벌 공급망 장기화, 인플레이션 상승 등 글로벌 경제에 중대한 위험을 초래할 수 있다고 평가

잠재적으로 주가에 큰 충격을 가할 수 있는 위험 요인




자료: BofA Survey, 키움증권 리서치센터

연준 금융안정보고서 상 향후 12~18개월 위험 요인




자료: Fed financial report(2023.10), 키움증권 리서치센터

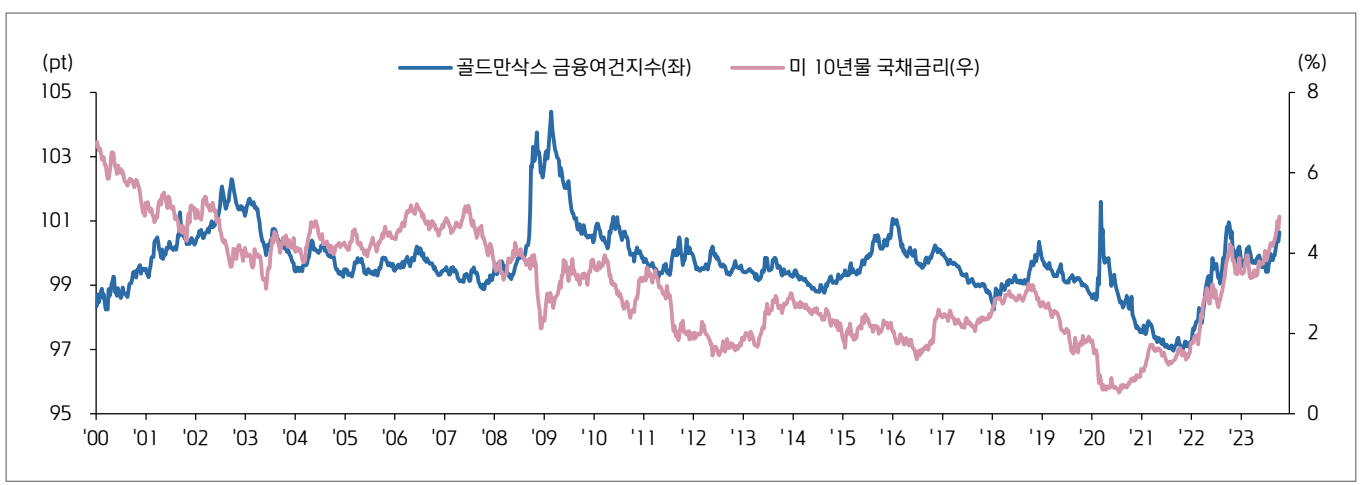


키움증권

# 06. 주식 하기 어려운 환경인 것은 사실, 그렇다고 사야할 이유가 없는 것도 아니다

- 상황이 이렇다 보니, 주식하기가 어려운 환경이 되어가고 있음. 10월 말 기준 골드만삭스 금융여건 지수는 100.65pt로 미 10년물금리가 현재 수준과 유사했던 2006~2007년(4.5%~5.2%대) 당시의 평균인 99.49pt에 비해 높은 수준을 유지하는 등 금융시장 환경이 타이트해지고 있는 것이 현실
  - 골드만 삭스의 금융여건지수는 시장금리, 신용 스프레드, 주가, 달러화 가치 등을 가중평균하여 산출. 100pt 이하면 완화적인 금융환경, 100pt이상이면 긴축적인 금융환경을 의미
- 10년물 금리도 좀처럼 내릴 기미가 보이지 않고 있으며, 이스라엘 전쟁이 만들어낸 불확실성은 투자자들의 야성적인 충동을 자극하면서 금융시장의 전반적인 불안정성을 높이고 있는 상황
- 여러모로 주식을 팔아야 하는 이유 밖에 없을 정도로 투자심리가 냉각된 것은 사실이지만, 증시 환경을 돌아보면 주식을 사야 하는 이유들도 찾을 수 있을 것

골드만삭스의 금융여건지수와 미국 10년물 국채 금리 : 현재 금융시장 환경은 평년보다 다분히 제약적인 상황




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

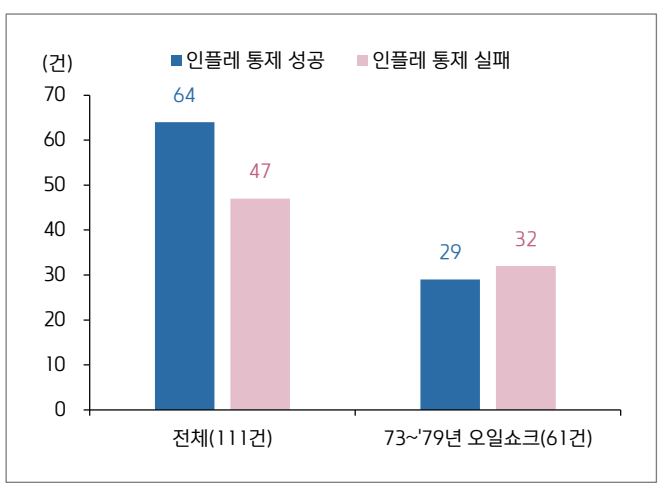


키움증권

# 07. 연준의 매파 성향은 왜 약해지지 않는 것일까? 과거의 경험이 트라우마?

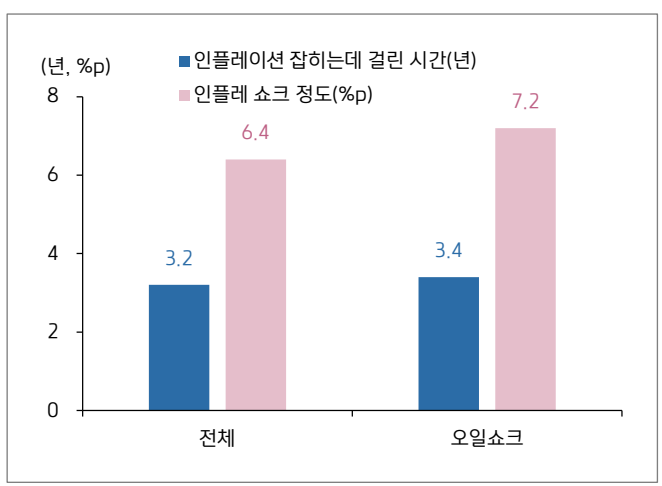
- 시장금리 급등으로 인한 주식시장 등 금융시장 불안, 중동발 지정학적 리스크 고조 등을 고려하면 연준은 매파 성향이 약해질 법 하지만, 이들은 여전히 다른 문제보다 본연의 책무인 인플레 대응에 주력하고 있는 실정
  - 스탠스가 변하고 있는 여타 연준 인사들과 달리, 파월 의장은 10월 말 연설을 통해 지정학적 불확실성 보다는 인플레이션 안정이 중요하며, 현재의 정책이 그리 제약적이지 않다고 언급했다는 점을 참고해볼 필요
- 연준이 정책 전환에 그토록 신중하고 있는 데에는 1980년대 고인플레 시기 정책 실수 사례를 포함해 과거의 인플레 통제 실패 사례들이 이들로 하여금 일종의 트라우마로 작용한 것으로 판단
  - 1970년 이후 56개국에서 발생한 111건의 인플레이션 중에서 5년 이내에 인플레가 잡힌 비중은 57%(64건)으로 집계됐으며, 인플레 발생한 이전의 1%P 내의 범위로 돌아오는 데까지 걸리는 시간도 평균 3.2년이 걸렸기 때문

과거 인플레이션 통제/실패 사례 횟수




자료: IMF' One Hundred Inflation Shocks: Seven Stylized Facts(2023/09), 키움증권 리서치센터

과거 인플레 잡힐 때까지의 시간과 인플레 충격




자료: IMF' One Hundred Inflation Shocks: Seven Stylized Facts(2023/09), 키움증권 리서치센터

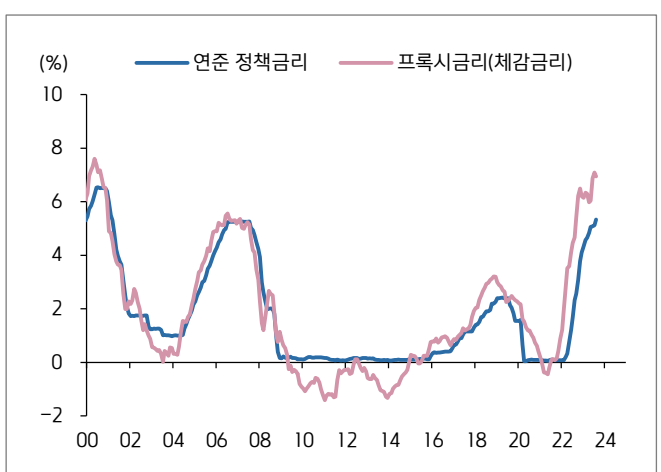


키움증권

# 08. 인플레 상승의 에너지가 소진되고 있다는 점에 주목할 필요

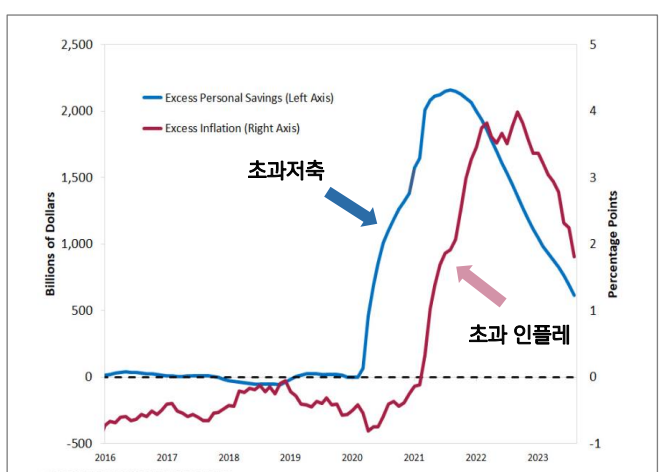
- 경기가 극심한 침체에 빠지거나(완전 고용), 지정학적 불안이 증폭되는(금융 불안정) 등 안전자산 선호심리가 확산되면 금리가 하향안정화 되겠지만, 그 과정에서 증시는 충격이 불가피할 것
- 그러나 이는 발생 확률이 낮은 재료이며, 이보다는 인플레이션 하락 추세가 2024년도에도 지속되면 연준의 정책 전환이 현실화되면서 금리 하락 -> 증시 상승의 경로를 탈 수 있을 것
- 10월 말 현재 실물 경제를 둘러봐도 고금리의 부작용이 추후에 얼마든지 출현할 수 있으며, 이로 인한 인플레이션 하락의 신호들이 감지되고 있음
  - 9월말 기준 미국의 체감금리는 6.9%로 정책금리(5.5%)에 비해 140bp 정도 높을 정도로 체감상 고금리 부담이 큼
  - 최근 인플레 상승은 미국 소비경기 호조에 따른 수요가 주도한 측면이 있는데, 현재 초과저축은 5000억달러 미만으로 '21년 8월 2.2조원 고점 이후 급감. 이는 초과저축이 만들어낸 초과 인플레이션의 하락을 유도하고 있는 모습

연준 기준금리와 체감상 금리




자료: 샌프란시스코 연은, 키움증권 리서치센터

미국의 초과저축 및 초과 인플레이션




자료: 세인트루이스 연은, 키움증권 리서치센터



키움증권

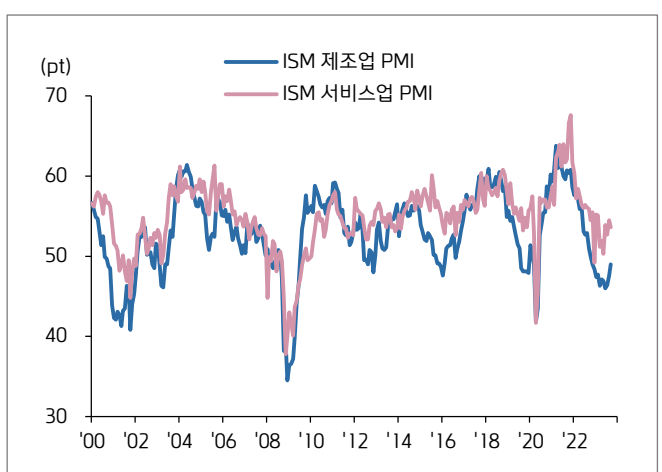
# 09. 미국 경기, 연준의 생각대로 호조세를 이어가기 어려울 전망

- 초과저축액은 현시점에서의 실제저축액과 판데믹 이전 추세 저축액의 차이로 산정되는 만큼, 그 추세에 대한 가정에 자의성이 개입되는 한계가 있으나, 소진 구간에 있다는 점은 부인할 수 없는 사실
  - 세인트루이스 연은에서는 2024년 6월에 초과 저축이 고갈될 것이며, 연간 인플레이션은 2%대로 하락할 것으로 추산
- 이를 감안하면, 3분기까지의 미국 경기 호조는 과거의 일이 될 것이며, 4분기부터 내년까지는 침체 리스크에 직면할 것으로 예상. 향후 연준은 경기 전망 하향, 매파 발언 수위 조절 등 완화적으로 변해갈 전망
- 다만, 현재 제조업 PMI의 반등 추세 vs 서비스업 PMI 하락 추세 등 과거 침체 패턴과 다른 지표 흐름을 보이고 있는 만큼, 극심한 침체가 아닌 완만한 침체(=소프트랜딩)에 그칠 것. 이는 주식시장에서는 선반영해온 측면이 있는 만큼 증시에는 보수적으로 봐도 중립 그 이상도 그 이하도 아닐 재료가 될 전망

2024년 미국은 침체를 맞이할 가능성 높아

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 ISM 제조업 PMI와 서비스업 PMI간 엇갈린 경로 예상




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

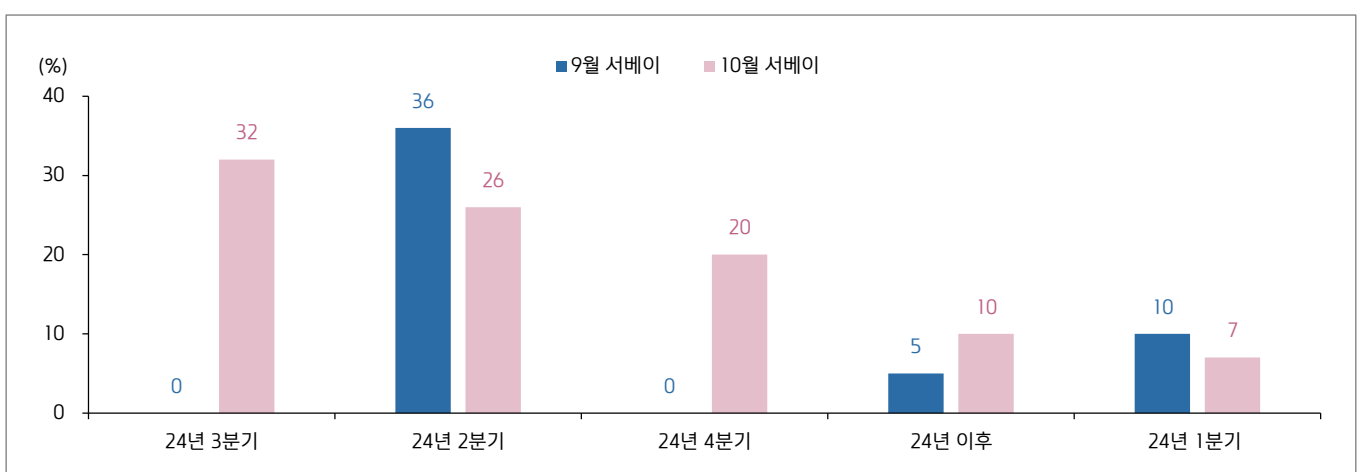


키움증권

# 10. 다만, 2024년 1분기 중에는 연준의 금리 인하 시기를 놓고 불확실성 높아질 것

- 연준의 2024년 연내 금리인하는 기정사실화되고 있으나, 9월 FOMC 이후 불거진 고금리 장기화 불안감은 시장 참여자들간 금리 인하 시점을 두고서 서로 다른 전망을 하게 만들고 있는 것으로 보임
- 10월 BofA의 글로벌 펀드매니저 서베이에서는 연준의 첫 금리인하 시점이 '24년 3분기, '24년 2분기 순으로 집계되고 있으며, CME Fed Watch 에서는 첫 금리인하 시점에 대한 컨센서스가 5월(32.1%)과 6월(37.7%) 사이에서 수시로 변하고 있는 상황
- 당사는 여름기간(6월 혹은 7월 FOMC)에 금리인하 할 것으로 전망하고 있지만, 1분기 중에는 주요 경제지표 둔화, 인플레 추세 등을 확인하는 과정에서 연준의 금리인하 시기 논란이 확산될 것으로 판단. 그 과정에서 증시는 한차례 변동성 확대 국면을 겪어야 할 것으로 예상

연준의 금리인하 시점에 대한 시각은 극명하게 엇갈리는 상황




자료: BofA Survey, 키움증권 리서치센터

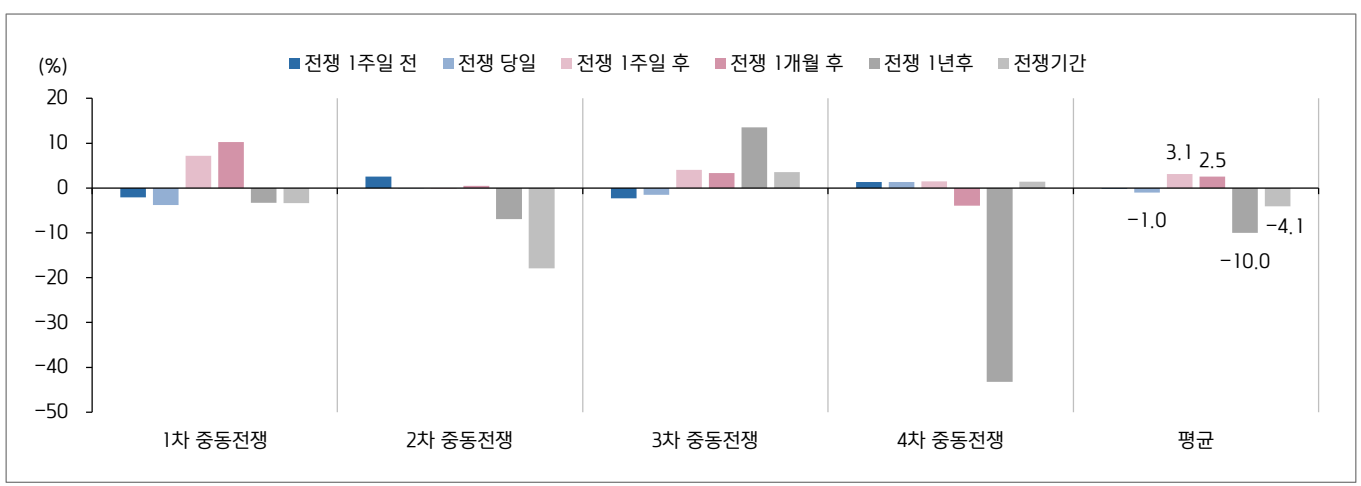


키움증권

# 11. 이스라엘과 하마스의 전쟁, 제5차 중동전쟁의 도화선이 될 수 있을까?

- 10월 초 이스라엘과 하마스간 전쟁은 현재 진행 중이며, 양국간 교전이 확대되고 있는 모습. 아직 작년에 발생한 러시아와 우크라이나 전쟁 발발 당시의 증시 충격은 일어나지 않고 있지만, 일각에서는 제 5차 중동전쟁이 될 수 있다는 의견도 등장
- 지금은 인플레이션 민감도가 높은 시기다 보니, 중동지역의 전쟁으로 국제유가가 급등세를 지속할 경우, 시장 참여자들이 짜놓았던 판(ex: 헤드라인 인플레 포함 전반적인 인플레이션 둔화)이 달라질 수 있는 위험도 도사리고 있음
- 하지만 지난 4차례 중동전쟁(1948년, 1956년, 1967년, 1973년) 당시의 주식시장 흐름을 살펴보면, S&P500의 평균 등락률이 전쟁 1주일전 -0.1%, 당일 -1.0%, 1주일 후 +3.1%, 1개월 후 +2.5%, 1년 후 -10.0%, 전체 전쟁 기간 중 -4.1%를 기록. 당시 상황에 따라 증시 미치는 영향력은 상이했음을 시사

과거 중동전쟁 당시 S&P500의 기간별 주가 등락률




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

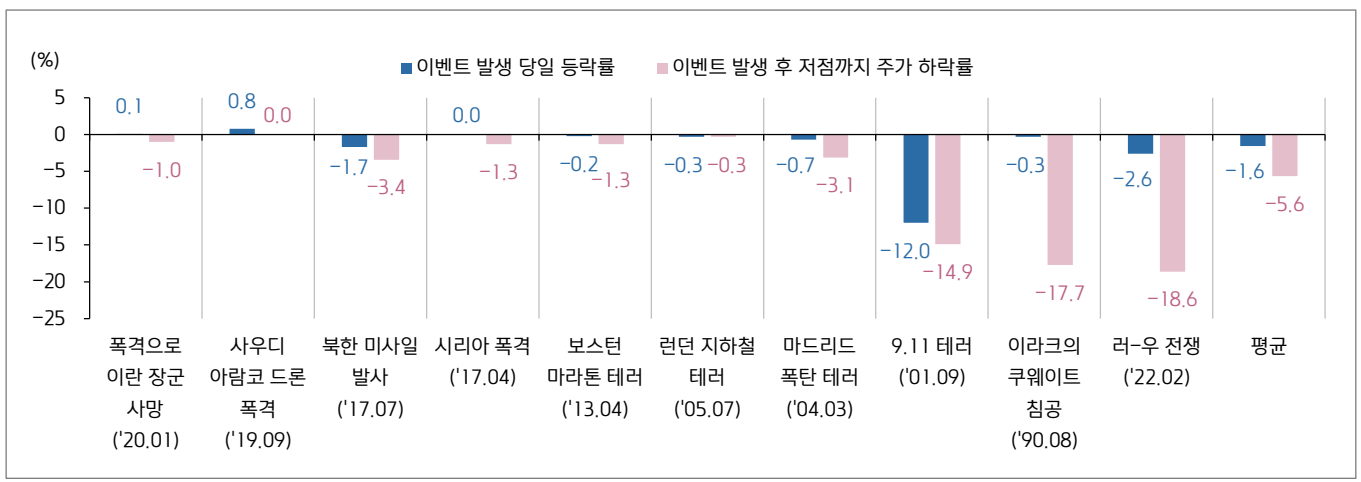


키움증권

# 12. 블랙스완급이 아닌 이상 지정학적 사건의 증시 영향은 크지 않을 전망

- 일부 투자자들은 예상치 못한 블랙스완급 이벤트였던 2022년 2월 러시아와 우크라이나 사태의 경로를 따를 수 있다는 불안을 제기할 수 있음
- 바이든의 이스라엘 방문 성과 미미, 미군의 지상전 투입을 둘러싼 논란 등이 발생하고 있는 이스라엘-하마스 간 전쟁 관련 뉴스 플로우들이 러-우 사태 재연 혹은 5차 중동전쟁의 불안감을 조성시키고 있는 것도 맞음
- 하지만 러-우 전쟁을 포함해 9/11테러, 걸프전과 같이 미국 등 서방국가의 대대적인 참전 형태로 전쟁이 격화되지 않는 이상, 지정학적 사건은 주식시장의 방향성을 크게 훼손시키지 않았다는 점에 주목할 필요

주요 지정학적 사건 당시 코스피 변화 : 9.11테러, 오일 쇼크, 러-우 전쟁 급으로 확산되지 않는 이상 영향 제한




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

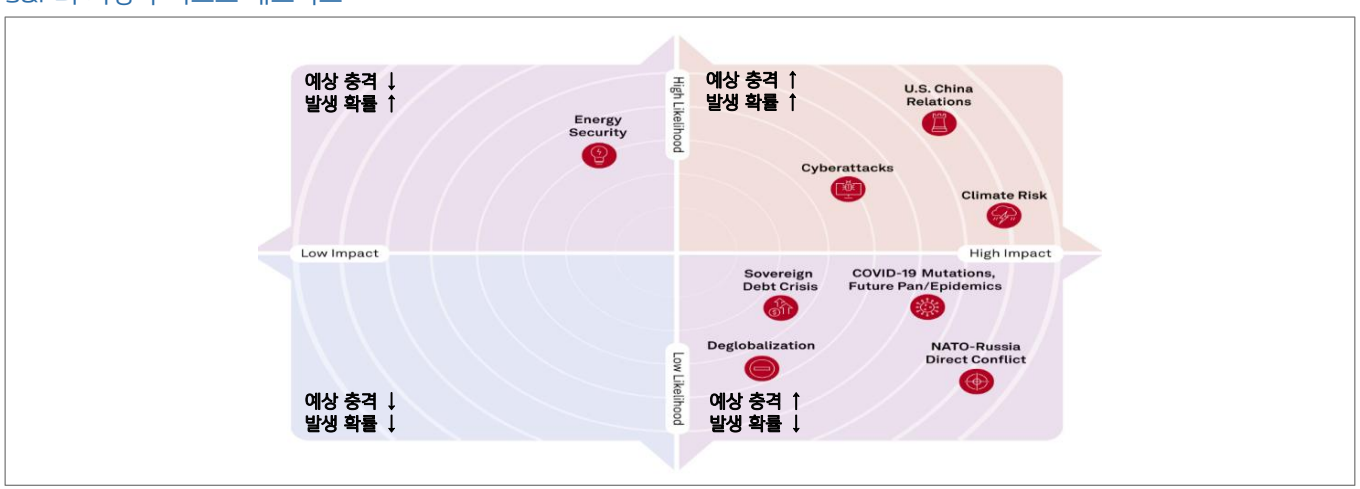


키움증권

# 13. 2024년에도 지정학적 긴장감은 상수로 작용할 것, 이에 대한 대응 필요

- 이스라엘 전쟁이 이란, 사우디, 미국 등 주변국들의 대대적인 군사개입으로 치닫을 가능성은 희박하지만, 앞으로도 지정학적 리스크는 증시의 중심에 수시로 놓여있을 것으로 판단
  - '23년 10월 연준의 금융안정보고서에서도 이스라엘 전쟁, 러-우 전쟁에 이어 또 다른 지정학적 긴장 악화 시 전세계 경경제 활동 위축, 인플레이션 상승, 금융 시스템 위협 등을 초래할 수 있다고 지적
- 최근 S&P 글로벌에서도 미중 관계, 사이버 테러 등이 발생확률이 높고 충격도 클 것으로 지적하고 있으며, 나토와 러시아간 직접 충돌의 경우 발생확률이 낮긴 하지만 그 충격은 강도 높을 것이라고 전망
- 결국 지정학적 긴장감은 2024년에 상수가 될 것으로 예상되는 만큼, 시장 참여자들 입장에서는 이에 대한 대비 플랜을 마련해야 하는 것이 적절(ex: 국방 안보 중요성이 높아지면서 방산 수요 증가 등)

S&P의 지정학 리스크 매트릭스




자료: S&P Global, 키움증권 리서치센터

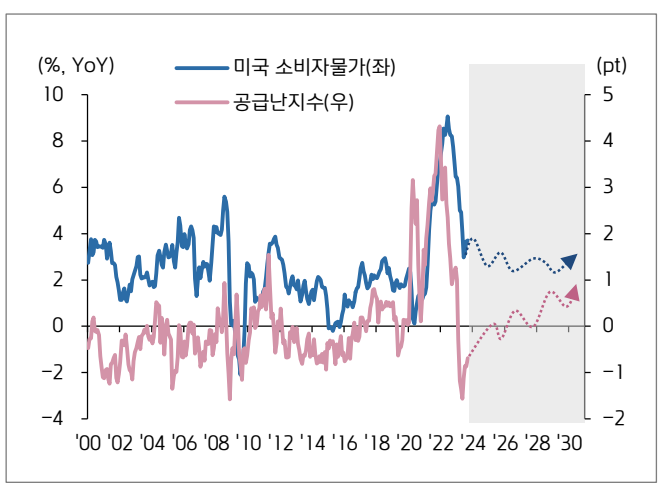


키움증권

# 14. 공급망 불안정성은 이전에 비해 높아질 전망

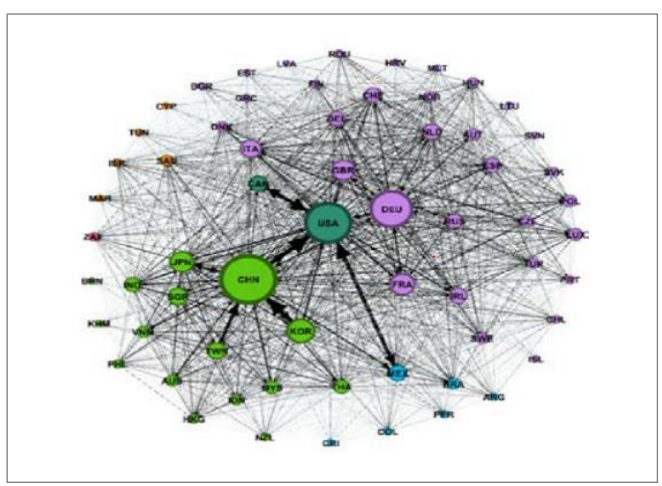
- 러-우 전쟁 이후 자본주의와 사회주의 체제간 이념 대립 가속화, 서방 국가 주도의 우크라이나 재건 사업, 이스라엘간 하마스의 전쟁 등은 다분히 탈세계화 혹은 세계화의 단절과 분열을 초래할 수 있음
  - IMF등 주요 기관 및 논문에 의하면, 경제 및 지정학적 분절화는 국가간 무역 및 기술 확산 제한, 자본 유출입 감소 등을 통해 글로벌 경제에 장기간에 걸쳐 부정적인 영향을 가할 것
- 국가와 기업들이 이념적인 성격에 맞춰서 개별 블록이 형성될 것. 미국 바이든 정부도 독재국가에 대한 민주주의 국가의 연합 결성을 외교적 과제로 제시했고, 중국 역시 미국 주도의 패권 질서를 부정하면서 본인이 중심에 있는 국제질서의 다극화를 추구하는 중
- 이는 자국 우선주의, 서방과 비서방 국가들 간의 이념 대립 등으로 정치 논리 개입을 심화 시킴에 따라, 글로벌 공급망은 기존과 같은 형태를 유지하기 어려울 것으로 예상

글로벌 공급망 불확실성은 인플레에 지속적으로 영향 줄 것




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2016년 기준 글로벌 밸류체인 네트워크




자료: ECB(2022), 키움증권 리서치센터

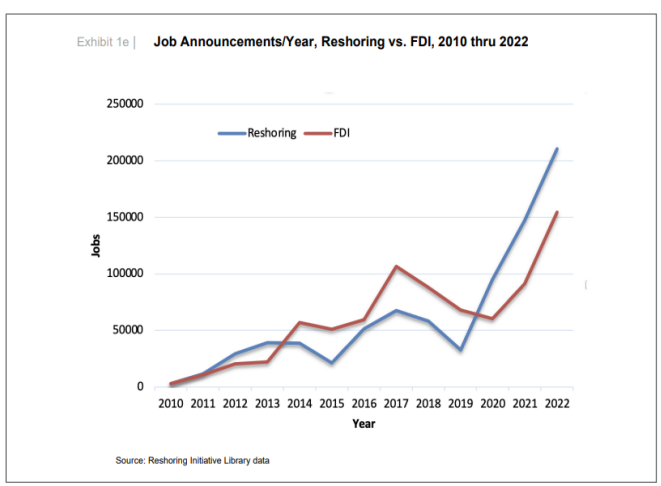


키움증권

# 15. 무역블록, 공급망 불안 등 세계화의 변화는 투자 사이클을 형성

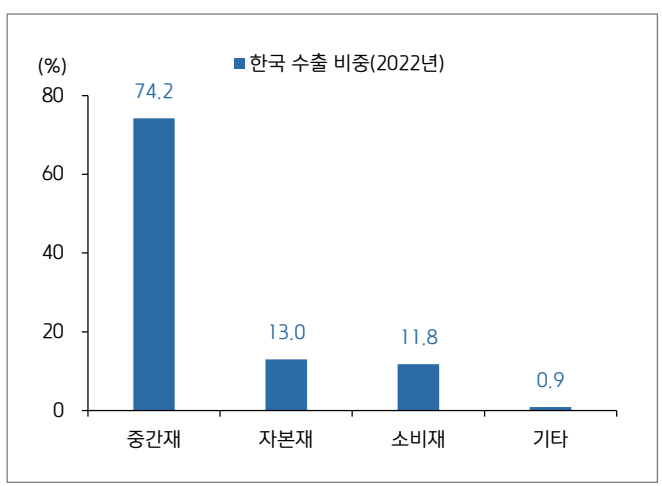
- 결국 2024년 증시 대응 전략을 수립할 시 경제와 에너지 안보의 중요도가 커지고 있다는 점도 반영해볼 필요. 선진국을 중심으로 더 높은 비용을 감수 하면서 리쇼어링, 프렌드 쇼어링 등 쇼어링 정책을 시행하면서 경제 블록화, 무역 분절에 대응하고 있는 상황
- 가령, 미국은 이미 2010년부터 자국내 제조업 경쟁력을 강화시키기 위해 바이 아메리칸 규정 강화(ex: 더나은 재건)를 통한 자국산 제품 우대 정책, IRA 법안 등을 통한 첨단 인프라 지원, CHIPS 법안을 통한 반도체 지원 등 다방면으로 정책 변화를 추구하는 중
- 미국 뿐만 아니라 여타 주요 교역국가들이 투자 중심으로 정책으로 선회한다는 것은 중간재에 대한 수입 수요가 늘어나는 것으로 볼 수 있으며, 여기서 반도체, 2차전지 등 중간재('22년 기준 비중 74%) 수출 비중이 높은 한국과 같은 국가들에게는 새로운 기회요인이 될 것으로 판단

미국이 리쇼어링과 FDI로 창출한 일자리 수




자료: Reshoring initiative, 키움증권 리서치센터

한국의 수출 구조는 중간재 비중이 압도적으로 높아




자료: 무역협회, 키움증권 리서치센터

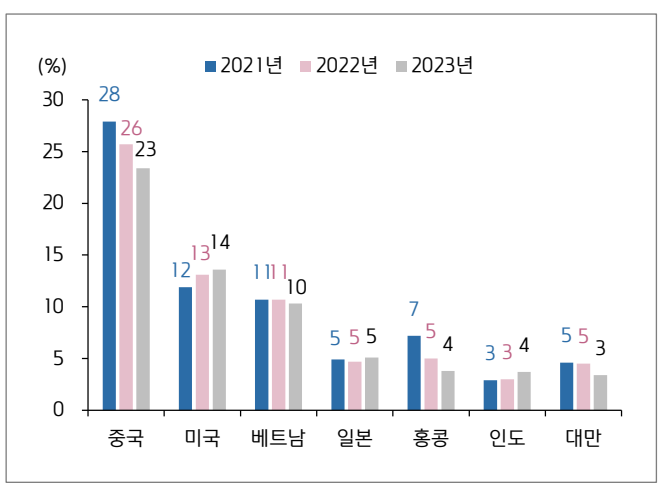


키움증권

# 16. 중국과의 교역 회복은 요원한 일일지도 모르나, 미국 등 대안 국가들이 존재

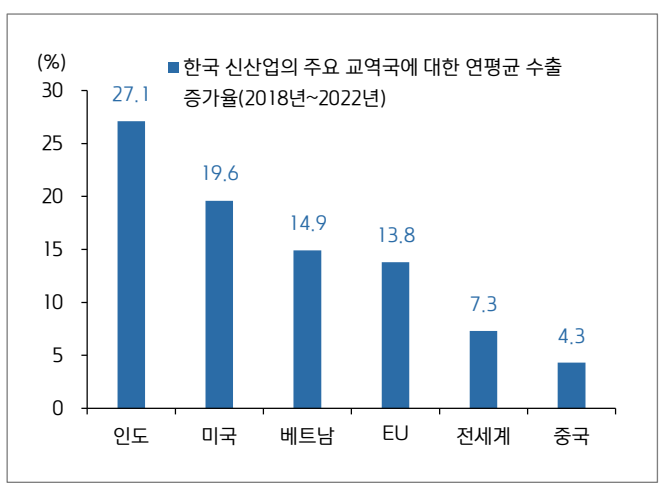
- 한국은 지정학, 외교적인 측면에서 미국 진영과 중국 진영 사이에 있는 중간국 입장에 있긴 하다. 그렇지만 미국 내 대규모 투자(FDI) 및 일자리 창출, 최근 우크라이나 재건 사업 참여, '23년 8월 한미일 정상회담 등을 고려 시 정황 상 미국 쪽에 합류해 있을 가능성이 높아 보임
- 이는 중국과의 교역관계가 이전처럼 높은 의존도를 보이는 쪽으로 이어지기 어려움을 시사하지만, 중간재를 중심으로 중국에 대한 수출 비중이 감소하고 있으며, 미국에 대한 수출 비중은 오히려 늘어나고 있다는 점은 안도 요인이 될 것으로 판단
- 전기차, 로봇, 바이오헬스, 항공우주, 에너지 신산업, 반도체 등 한국의 주요 신성장 산업에 대한 수출 역시 중국(4.3%)을 제외한 인도(27.1%), 미국(19.6%), EU(13.8%) 등 주요국에서 두자릿 수 증가율을 보이고 있다는 점도 긍정적인 요인. 주식시장에서는 IT 업종에 대한 낙관론을 확산시키는 촉매제가 될 전망

한국의 주요국에 대한 중간재 수출 비중




자료: 무역협회, 키움증권 리서치센터

한국의 주요국에 대한 신산업 수출 증가율




자료: 무역협회, 키움증권 리서치센터

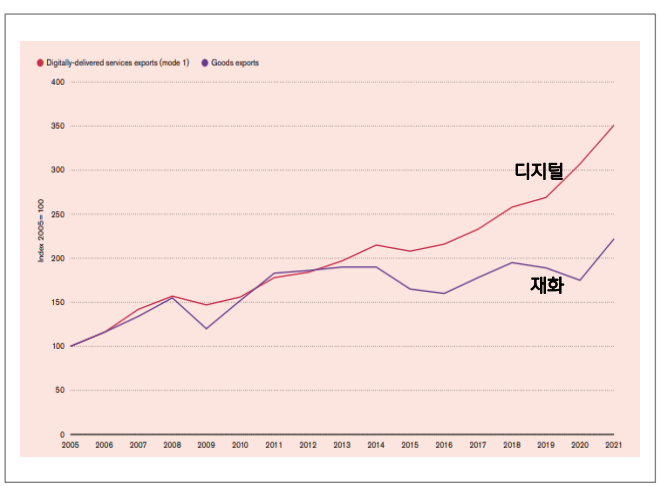


키움증권

# 17. 국제정세는 변화해도, 변하지 않는 것은 디지털 수요

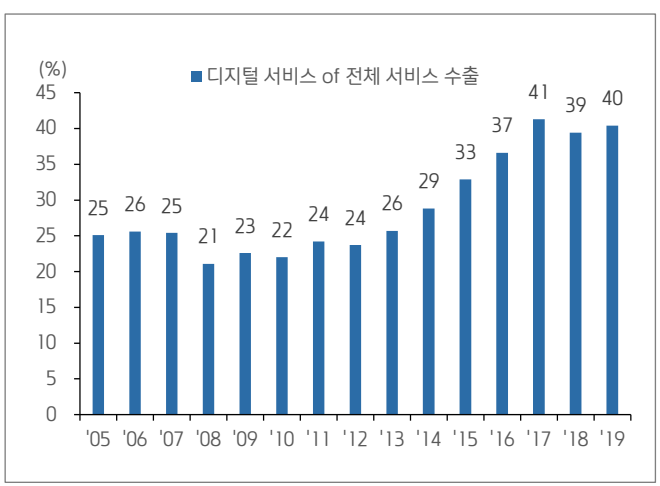
- 향후 예상가능한 국제 정세 변화는 1) 물리 & 무형 모두 연결, 2) 물리 단절 & 무형 연결, 3) 물리 연결 & 무형 단절, 4) 물리 & 무형 모두 단절 등 4가지 경로 중에서 주요국들간 디지털, 기술 등 무형 경제와 서비스가 연결이 지속되는 (2)의 경로가 유력할 전망
  - 실제로 2008년 금융위기 이후 물리적인 장벽과 무형적인 장벽이 세워지고 있었지만, 2010년대 들어서는 재화 수출보다 무형자산이 포함된 디지털 수출의 증가세가 더 가팔랐다는 점도 이를 뒷받침
- 제조업 중심의 무역 국가이지만, 디지털, 문화 등 무형, 서비스 업종의 성장세가 여타 국가 대비 높은 상황. 디지털 인프라, 전자상거래 등 데이터를 기반으로 한 교역활동을 포괄하는 디지털 서비스 수출이 전체 한국의 서비스 수출에서 차지하는 비중이 '05년 25%에서 '19년 40%대로 급증했다는 점도 주목해볼 필요

전세계 디지털 수출과 재화 수출의 탈동조화




자료: OECD, 키움증권 리서치센터

한국 서비스 수출 내 디지털 서비스 수출 비중




자료: SPRI, 키움증권 리서치센터



키움증권

# 18. 주식시장의 업종 집중도는 시간이 지날수록 IT쪽으로 집중

2005년 이후 코스피 내 시가총액상위 10대 기업 및 업종

| 2005년 | 2010년 | 2015년 | 2020년 | 2023년 |
|---|---|---|---|---|
| 삼성전자 | 삼성전자 | 삼성전자 | 삼성전자 | 삼성전자 |
| 국민은행 | POSCO홀딩스 | 현대차 | SK하이닉스 | LG에너지솔루션 |
| 한국전력 | 현대차 | 한국전력 | LG화학 | SK하이닉스 |
| 현대차 | HD한국조선해양 | 삼성물산 | 삼성바이오로직스 | 삼성바이오로직스 |
| POSCO홀딩스 | 현대모비스 | 아모레퍼시픽 | 셀트리온 | POSCO홀딩스 |
| SK하이닉스 | LG화학 | 현대모비스 | NAVER | 현대차 |
| LG디스플레이 | 신한지주 | SK하이닉스 | 삼성SDI | LG화학 |
| SK텔레콤 | KB금융 | 삼성생명 | 현대차 | 삼성SDI |
| 신한지주 | 삼성생명 | LG화학 | 카카오 | 기아 |
| LG전자 | 기아 | NAVER | 삼성물산 | NAVER |

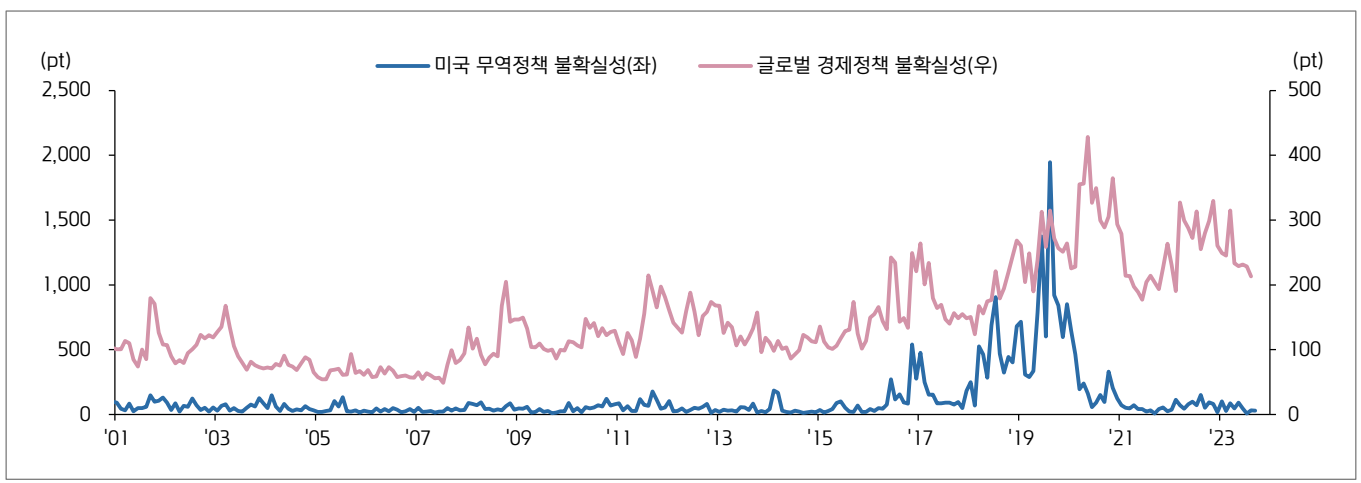
| 2005년 | 2010년 | 2015년 | 2020년 | 2023년 |
|---|---|---|---|---|
| IT | IT | IT | IT | IT |
| 금융 | 소재 | 경기관련소비재 | IT | IT |
| 유틸리티 | 경기관련소비재 | 유틸리티 | 소재 | IT |
| 경기관련소비재 | 산업재 | 산업재 | 건강관리 | 건강관리 |
| 소재 | 경기관련소비재 | 경기관련소비재 | 건강관리 | 소재 |
| 금융 | 소재 | 경기관련소비재 | 커뮤니케이션서비스 | 경기관련소비재 |
| IT | 금융 | IT | IT | 소재 |
| IT | 금융 | 금융 | 경기관련소비재 | IT |
| 커뮤니케이션서비스 | 금융 | 소재 | 커뮤니케이션서비스 | 경기관련소비재 |
| 금융 | 경기관련소비재 | 커뮤니케이션서비스 | 산업재 | 커뮤니케이션서비스 |

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

# 19. 정치 지형 변화가 만들어내는 불확실성의 시대, 공통분모 찾기에 주력

- 지정학적인 불확실성 뿐만 아니라 2024년은 글로벌 정지 지형의 변화가 예상되는 시기
  - 1월: 대만 총통선거 → 3월 러시아, 우크라이나 대선 → 4월 한국 총선 → 6월 EU 의장 선거 → 11월 미국 대선
  - 주요국들의 총선, 대선 등 선거 이벤트가 연중 순차적으로 대기하고 있기에, 증시에서도 정치 이벤트와 주가가 연동되는 경향이 짙어질 것으로 판단
- 유럽에서는 르펜 등 우파 의장 당선 여부, 미국에서는 트럼프의 재선 성공 여부 등 선진국들의 정치 구도가 급변하면서 증시에 변동성을 유발할 소지는 있긴 함
- 하지만 신재생 에너지, 인프라(첨단 인프라) 분야는 초당파적인 정책 드라이브의 중심에 있다는 점을 감안했을 때, 2분기와 4분기 중 이들의 정치 이벤트로 인해 해당 업종의 주가 변동성은 비중 확대의 기회로 접근

무역정책 불확실성과 경제 정책 불확실성




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

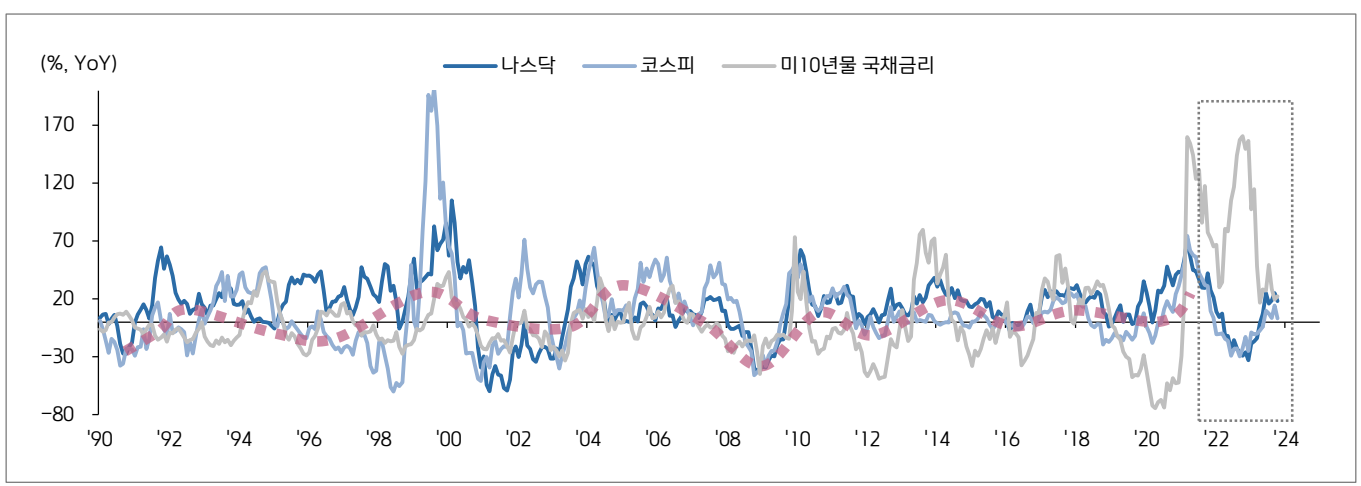


키움증권

# 20. 고금리라는 족쇄, 2024년에도 증시에 채워져 있겠지만

- 고금리에 대한 명확한 기준은 정립되어 있지는 않지만 2024년에도 주식시장은 연준의 금리인하 사이클 돌입에도, " 지정학적 긴장+ 경제 블록화"가 만들어내는 "잘 내려가지 않는 금리 " 라는 족쇄를 달고 가야할 것으로 판단(고금리 및 고물가 -> 저금리 및 저물가 X, 고금리 및 고물가 -> 중금리 및 중물가 O).
- 이론상이나 과거 경험상으로는 "금리 상승 = 경기 호조  및 수요 개선 = 증시 강세 " 의 공식이 들어 맞는 것처럼 보였음. 불행히도, ' 20년 판데믹 이후의 과잉 유동성, ' 22년 러-우 전쟁으로 인한 전례 없는 고인플레이션이 초래한 연준의 전례 없는 긴축 정책은 기존의 공식을 옛 것으로 만들어 버린 상황
- 이 같은 비정상화가 정상화되기까지는 상당부분 시간이 소요되는 만큼, 주식시장에서는 제약적인 금리 환경이 만들어내는 밸류에이션 문제를 극복해 나가야 할 것으로 판단

"고강도 긴축 후유증: 금리 상승 = 경제 호조 = 증시 강세 " 의 공식이 이제는 들어맞지 않는 상황




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

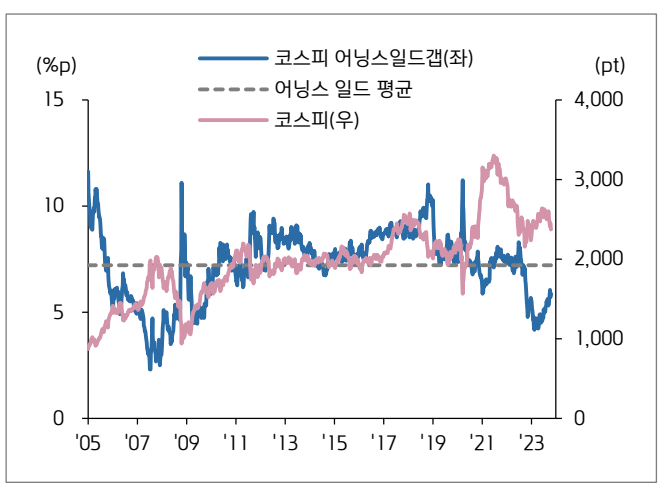


키움증권

# 21. 어닝스일드갭으로 보면 주식 Sell, 하지만 한계점도 있으며 돌파 업종도 존재

- 어닝스 일드갭 관점에서 한국은 10년이래 최저, 미국은 20년이래 최저 수준에 근접. 전체 시장 뿐만 아니라 개별 업종 측면에서도 낮아진 투자 매력도의 한계를 극복하고 상승하기 위해서는 금리 하락이나 밸류에이션 부담이 낮아지는 조건이 충족되어야 함
- 하지만 이른 시일내에 전자의 조건을 충족하기는 어렵고, 후자의 조건 충족에 베팅을 해야할 필요. 이제 시장은 과거 보다 실적 성장에 더 많은 프리미엄을 지불할 것.
- 이런 관점에서 실적 바닥 확인을 해가고 있는 반도체 등 IT 업종은 2024년에 주도 업종으로 자리매김할 유력 후보군. 또한 어닝스일드갭은 현재 상황이 미래에도 이어질 것이라는 가정을 투영해 산출한 것인 만큼, 향후 실적 기대치의 변화에 따라서 채권대비 주식 투자 매력도 다른 그림을 연출할 수 있다는 점도 유념할 필요

코스피 어닝스 일드갭: 국내 증시의 채권대비 투자 매력




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

S&P500 어닝스 일드갭 : 미국 증시의 채권대비 투자 매력

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

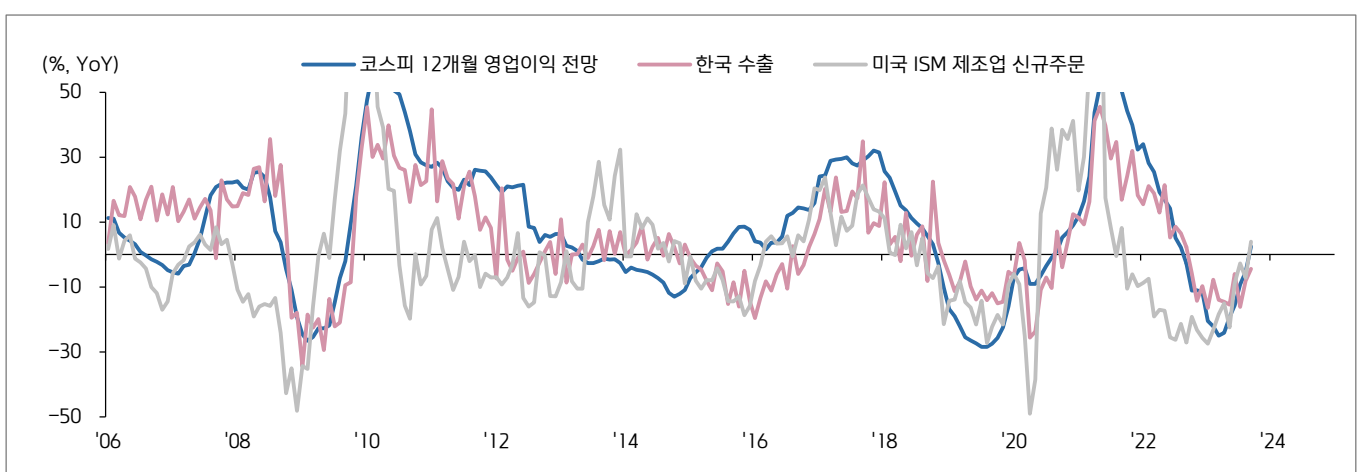


키움증권

# 22. 이익과 관련된 지표들은 바닥 확인을 한 상태, 하드랜딩이 아닌 이상 문제 없다

- 미국, 유로존, 중국 등 주요국 경기를 둘러싼 엇갈린 전망에 따른 수요 불확실성, 중앙은행 긴축 불확실성, 지정학적 불안 등에도 기업이익이 바닥을 확인하고 올라가고 있다는 점은 추후 어닝스 일드갭의 한계를 극복하는데 기여할 것으로 판단
- 3분기~4분기 실적시즌을 거치면서 2024년 이익 전망의 변화는 일어나겠지만, 기조 측면에서는 코스피 이익 개선세는 유지하고 있는 모습
  - 코스피 12개월 영업이익 전망(YoY)은 "8월 -5.4% -> 9월 +2.5% -> 10월 +11.7%(250.5조원)"으로 반등 폭을 확대. 한국 수출(8월 -8.1% -> 9월 -4.4%), 미국 ISM 제조업 신규주문(8월 -7.1% -> 9월 +4.0%)도 바닥 확인 중
  - 미국의 소프트랜딩(얕은 침체)에 빠질 경우, 수요 불투명성이 생길 소지는 있음. 하지만 이미 시장에서는 침체 리스크를 기반영해고 있다는 점을 고려할 필요
  -

코스피 이익 vs 한국 수출 vs 미국 ISM 제조업 신규주문




자료: Bloomberg, FnGuide, 키움증권 리서치센터



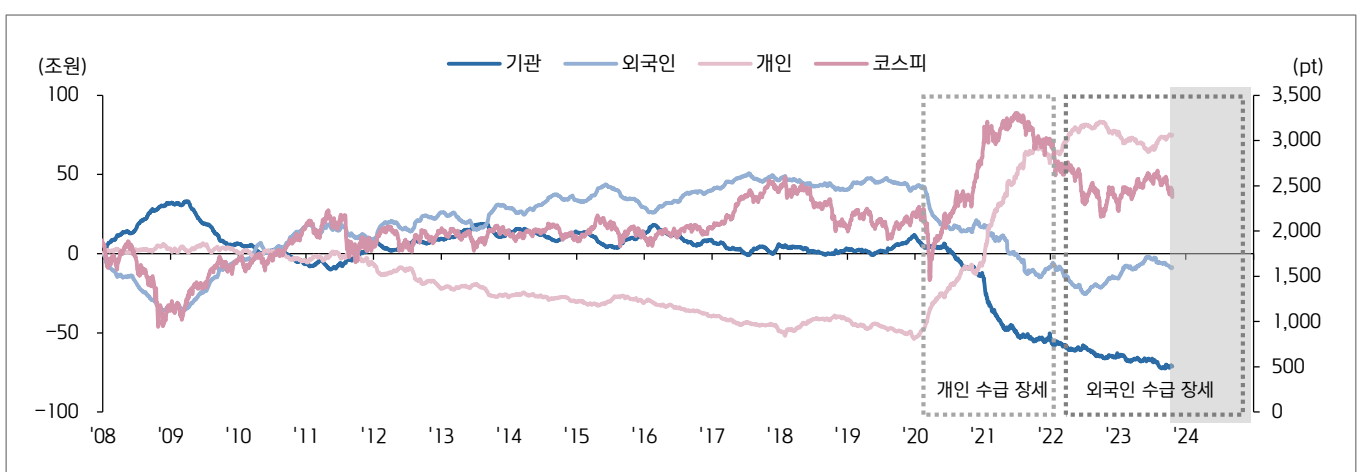
키움증권

# 23. 2024년 수급 주도권은 올해에 이어 외국인에게 쥐어질 전망

- 2020~2021년의 폭등장, 2023년의 이차전지 업종을 중심으로 증시 강세는 개인 수급이 만들어낼 정도로 개인의 증시 영향력은 높아진 상황
- 하지만 올해 대형주를 중심으로 강세를 만든 수급 주체는 외국인이었으며, 과거 증시 역사를 돌이켜봐도 코스피 방향성에 영향을 미치는 주체는 개인이나 기관이 아니라 이들이었음.
- 향후 매크로 및 실적 환경 변화를 고려 시 2024년은 외국인에게 수급 주도권이 재차 돌아갈 가능성을 열어두는 것이 적절

  - 외국인 연간 순매수 : 2020년 -24.5조원 → 2021년 -25.5조원 → 2022년 -7.2조원 → 2023년 +7.0조원(10월말 기준)

2008년 이후 코스피의 기관, 외국인, 개인 순매수




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

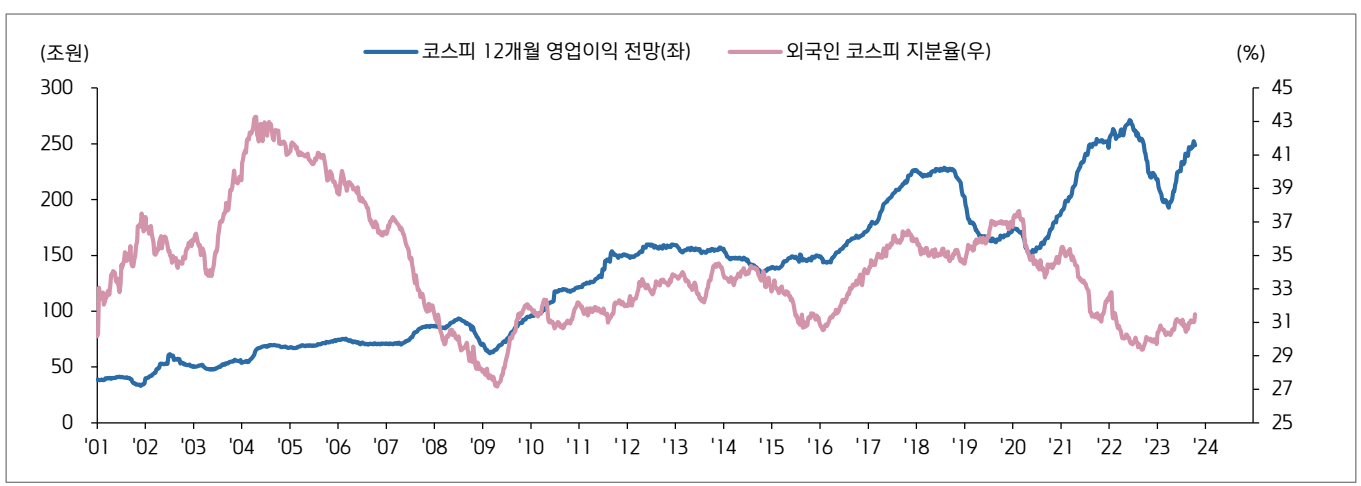


키움증권

# 24. 최근 순매도세 이어지고 있으나, 외국인들의 바이코리아는 재개될 전망

- 6월 이후 5개월 째 순매도세를 기록하고 있는 외국인의 매매 패턴은 올해 남은기간과 2024년에도 이들의 셀코리아를 초래할 것이라는 불안감을 증시에 주입하고 있는 상황
  - 이차전지에 대한 반대 포지션 구축 이외에도, 잭슨홀-9월 FOMC까지 이어지는 과정에서 출현한 고금리, 강달러 등 매크로 악재가 이들의 순매도에 영향을 준 것으로 보임
- 하지만 이익 반등 국면에서 외국인의 지분율 확대 경험, 주요국들의 투자 사이클 지속에 따른 중간재 수요 확대에 따른 수혜 가능성, 연중 달러화 하락 기조, 금리 하락 기조 등을 고려 시 2024년 외국인은 셀 코리아가 아닌 바이코리아의 행보를 보일 것으로 판단

이익과 방향성을 같이 하는 외국인 코스피 지분율




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

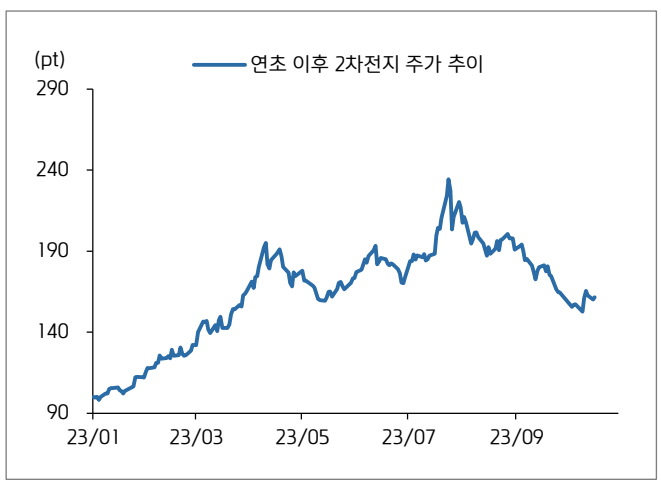


키움증권

# 25. 2차전지는 현재 주도주로서의 동력이 부족한 듯한 분위기. 차기 주도주는?

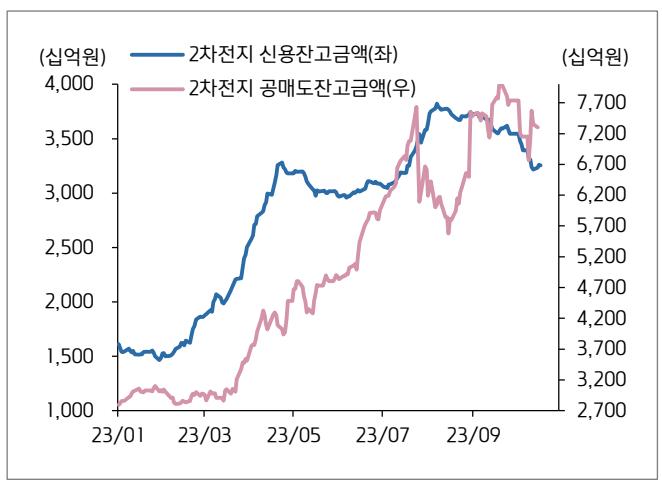
- 상반기 내내 올해의 주식으로 언급되면서 개인을 중심으로 수급이 집중됐던 2차전지주들은 7월말을 기점으로 거래량 폭증과 동시에 하락 전환함에 따라, 현재 이들은 고점대비 30~50% 가량 조정을 받은 상황
  - 최근 증시에서 개인을 중심으로 수급 불안이 일어나는 데에는 2차전지주들에 대한 신용잔고의 급감, 공매도 잔고 증가 등이 동시 다발적으로 작용한 것으로 보임
- 섣불리 이들 업종의 주가 방향성을 예단하긴 이르나, 정황 상 주도주로서의 모멘텀은 소실해가고 있는 모습
- 또 매년마다 선정되는 주도주는 가을 구간을 넘기기 힘들다는 점에서 다음해의 주도주는 직전 해 말~ 다음해 초에 매수하는 전략이 적절할 것으로 보임

올해 대표 주도업종이었던 2차전지주 여름을 기점으로 반락




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주: WISE 2차전지 테마지수

2차전지주의 신용잔고와 공매도 잔고



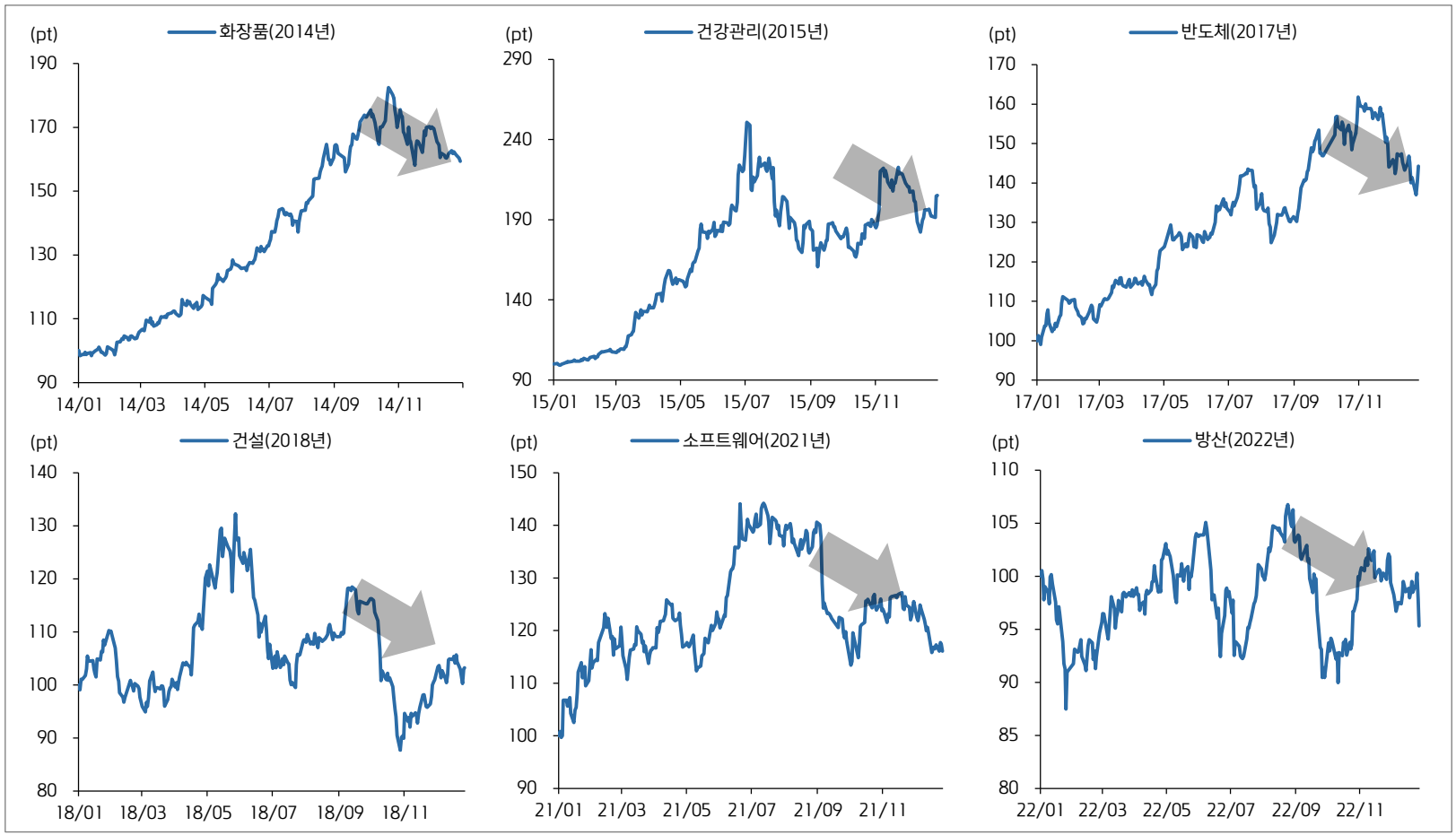

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



키움증권

# 26. 주도주가 되더라도 연말까지 힘을 못쓰는 것은 성장 내러티브의 소진일 가능성

지난 10년간 대표적 주도 업종, 주도 테마의 해당 년도 연중 주가 추이

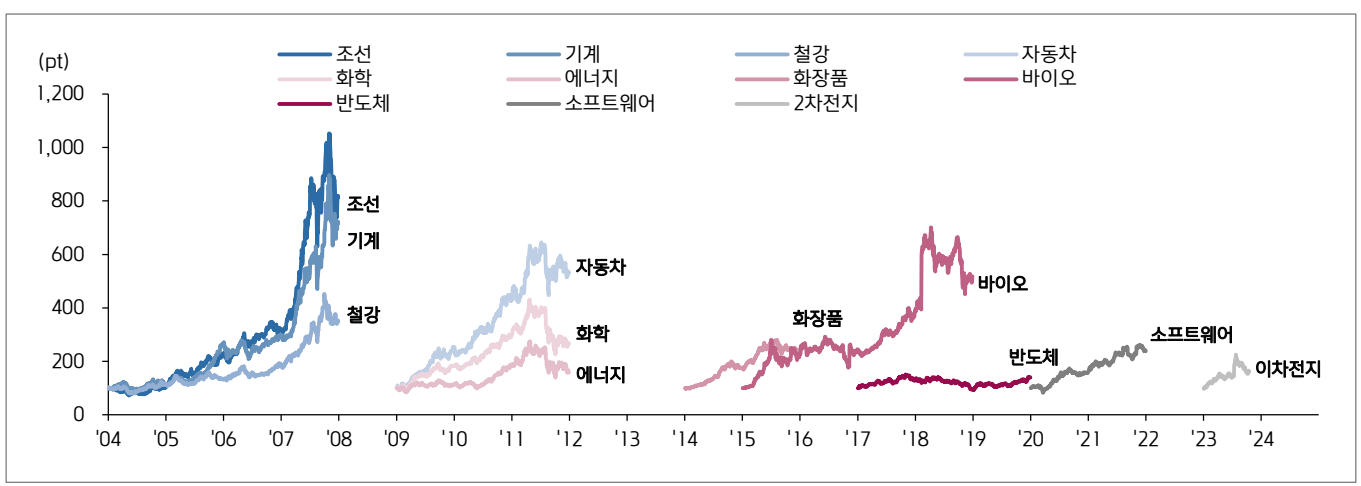



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

# 27. 주식시장에서 늘 존재하는 주도주, 그 조건은?

- 이들이 올해의 주식이자 주도 업종이 될 수 있었던 데에는 실적 성장이라는 내러티브가 작용했던 만큼, 추후 차기 주도주도 성장 내러티브가 실제 수치로 이어질 수 있는 IT 업종에서 나올 것으로 예상
- 수출 지표 상이나 가격 지표 상으로 반도체 업황 바닥 통과는 가시화되고 있는 가운데, 미국 등 주요국들의 쇼어링 및 투자 중심의 재정정책, '24년 대선에서의 바이든 혹은 트럼프 당선 여부와 무관하게 첨단 인프라 산업에 대한 정부의 드라이빙 정책은 유효하기 때문
- 주가나 밸류에이션 상으로도 진입 매력이 높아진 상태이기에, 4분기~내년초가 반도체, IT하드웨어, 소프트웨어 등 IT 업종 비중 확대 후 내년 3분기까지 그 비중을 유지해나가는 전략이 적절

연도별 주도주들의 주가 변화 : 내외부적인 증시 환경은 다르며 공백기도 있기 하지만, 주도주는 대체로 존재



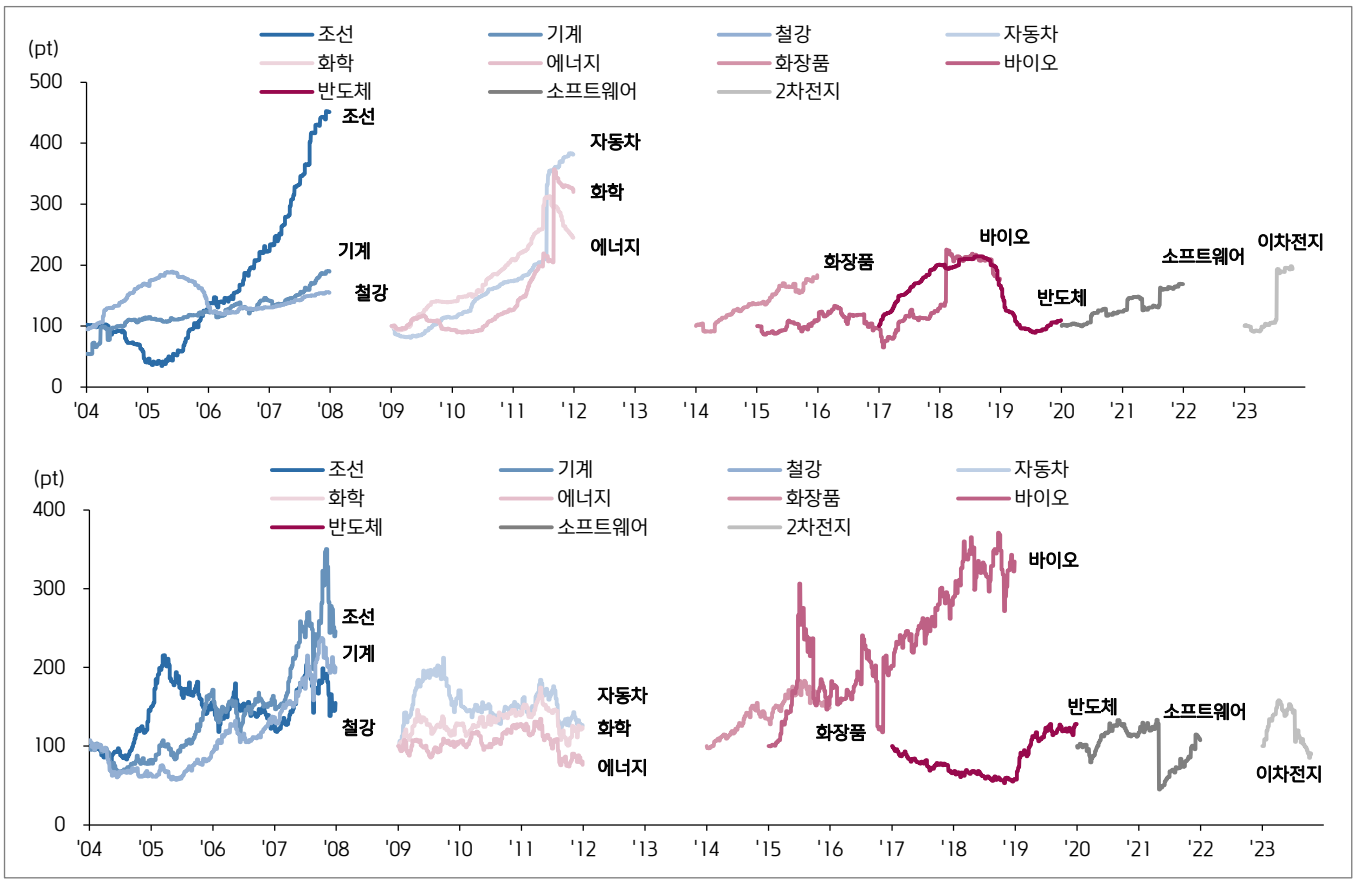

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터



키움증권

# 28. 주도주의 조건: 이익 성장 + 밸류에이션 리레이팅

과거 주도주들의 이익전망(위쪽)과 PER 밸류에이션 변화(아래)



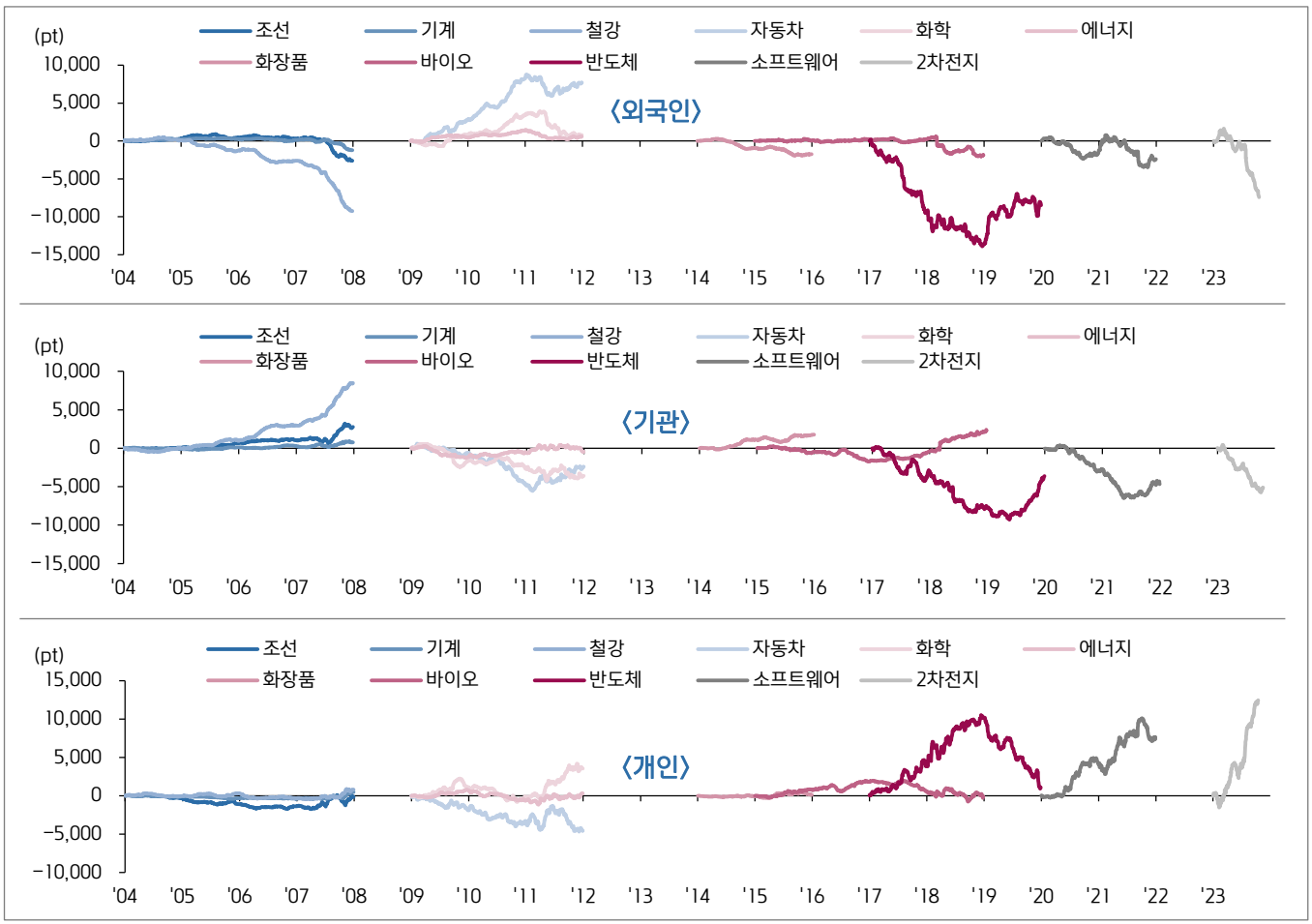

자료: Bloomberg, FnGuide, 키움증권 리서치센터



키움증권

# 29. 주도주의 시작은 외국인 혹은 기관이 만들어내지만, 이후에는 개인 수급이 중요

주도주들에 대한 외국인, 기관, 개인 수급




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

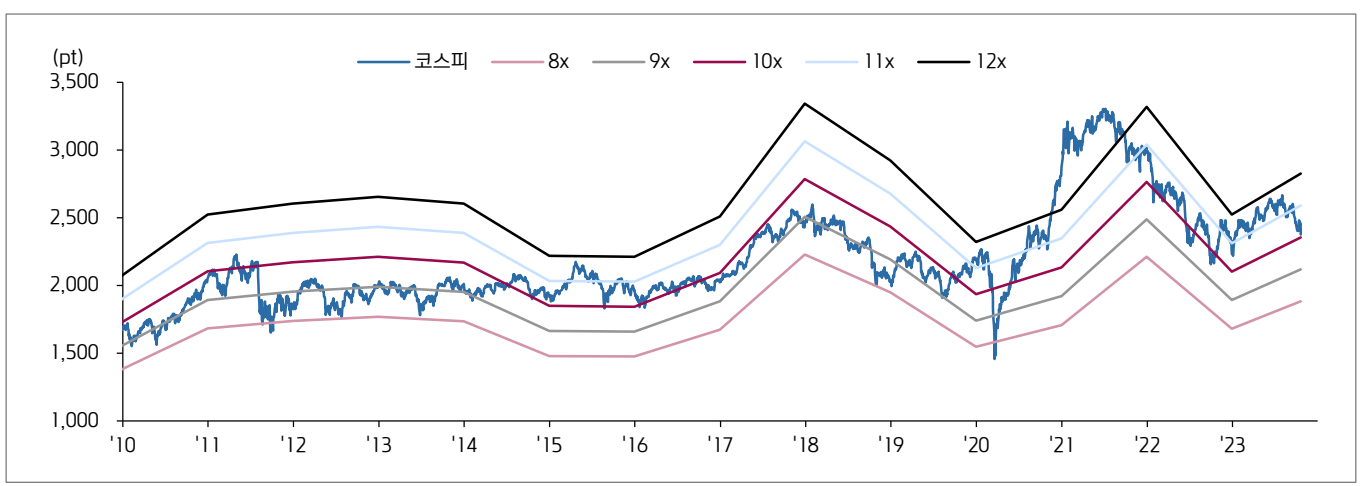


키움증권

# 30. (결론) 2024년 코스피 2,300~2,900pt 제시, 1분기가 비중 확대 최적

- 고금리 장기화 불확실성 등이 상존하나 연준의 금리인하 사이클(금융장세)과 국내 수출주들의 실적 호전 사이클(실적장세)의 조합으로 국내 증시의 우상향 흐름 예상.
- 다만, 1분기 중 연준의 금리인하 시기 불확실성, 4분기 중 미국 대선 이후 정치 지형 변화에 따른  친환경, 무역 등 미국의 정책 불확실성 등이 연초, 연말의 주가 변동성을 만들어낼 것으로 예상
- 연준 금리 인하 사이클 돌입에도 전반적인 금리 레벨이 이전 사이클과 달리 큰 폭 낮아지기 어렵다는 점을 감안 시, 업종 선정 측면에서 실적 및 수익성에 대한 시장의 프리미엄이 높아질 전망.
- 분기 코어 업종으로는 A) 1분기 : 반도체(AI 산업 성장 및 메모리 업황 바닥 확인 기대감), B) 2~3분기: 건강관리, 소프트웨어(시장금리 하락), C) 4분기: 필수소비재, 인프라(미 대선 불확실성 대비한 방어주, 정책 수혜주)
- 연간 KOSPI Band: 2,300~2,900pt (12개월 선행 PER 9.5배~12.0배)

코스피 12개월 PER 밸류에이션 밴드




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터



키움증권

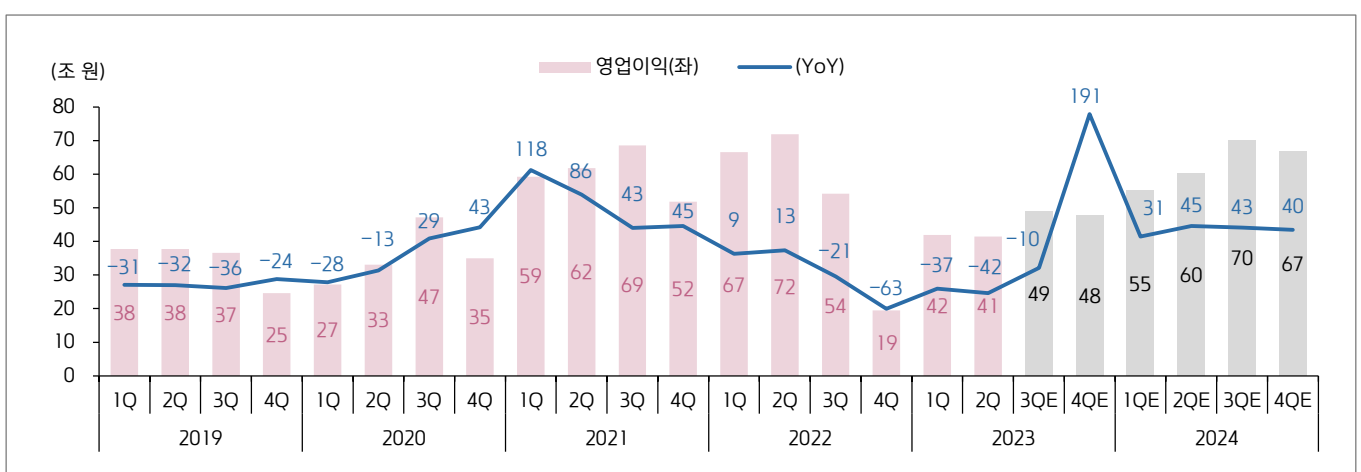
III. 퀀트

# 스타일과 실적 장세의 로테이션

# 01. 코스피 분기별 영업이익 추이

- 코스피 기준, 3Q23 영업이익 시장 컨센서스는 48.9조원 (YoY -9.8%, QoQ 18.0%)으로 전분기 대비 성장
  - 4분기 이후부터 내년까지는 모두 전년 동기 대비 실적 성장 흐름이 전망됨
- 특히 연간 기준, **FY24 코스피 영업이익은 252 조원으로 전망(YoY 45.9%)**되며 역대 최고 실적인 FY21의 242.5 조원을 넘어설 것으로 전망

코스피 분기별 영업이익 추이




자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
주) (E)표시 분기는 추정치

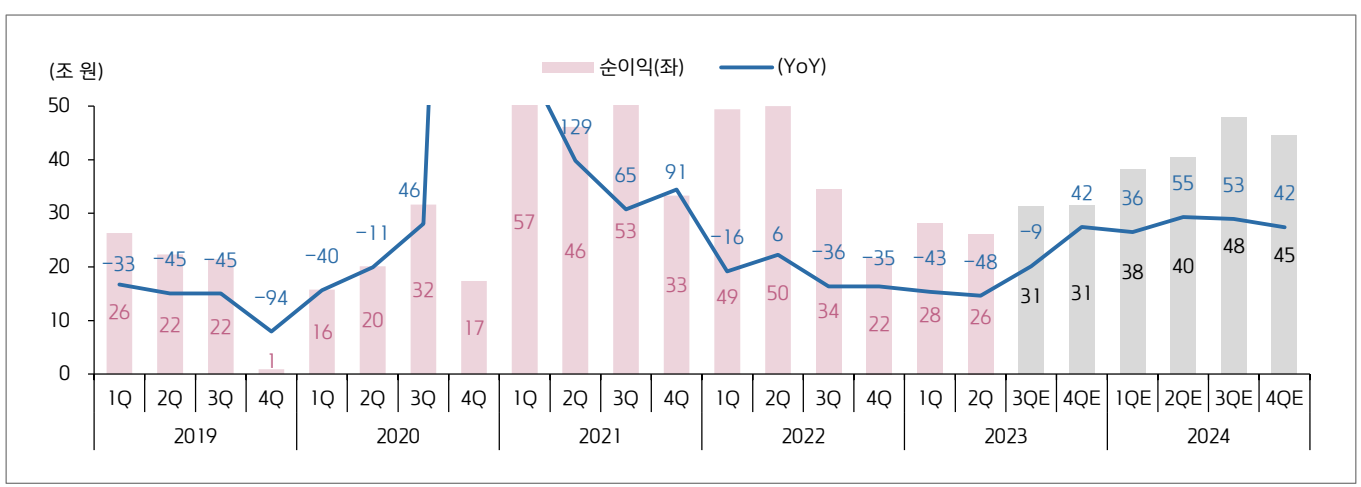


키움증권

# 02. 코스피 분기별 순이익 추이

- 코스피 기준, 3Q23 순이익 시장 컨센서스는 31.6조원(YoY -8.3%, QoQ +21.1%)으로 전분기 대비 성장 전망
  - 내년 코스피 순이익 성장률은 영업이익 보다도 높은 수준을 이어갈 것으로 예상
- FY24 코스피 순이익은 171조원(YoY 52%)으로 전망. 고물가 여건 지속에 따른 기업들의 비용 및 이자 부담 등으로 인해 순이익은 과거 최고치인 FY21의 190.4조원에는 못 미칠 것으로 전망

코스피 분기별 순이익 추이




자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
주) (E)표시 분기는 추정치

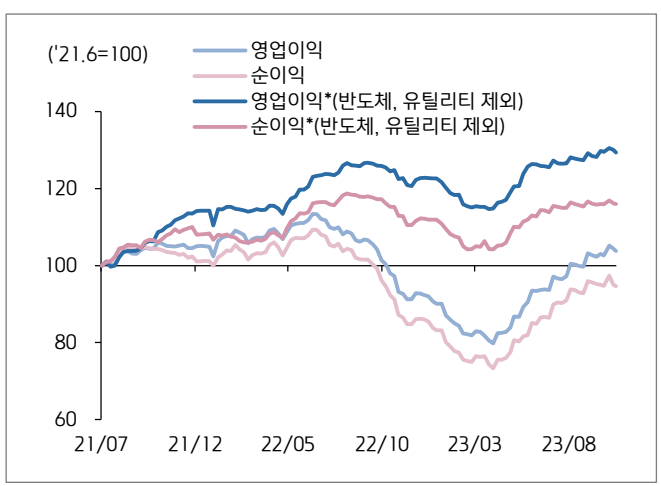


키움증권

# 03. 실적 급등락이 큰 반도체/유틸리티 업종을 제외하면 성장률은 둔화

- FY23~FY24의 실적 변동성 확대의 가장 큰 이유는 반도체 그리고 유틸리티 업종의 실적 급변에 기인
- 위 두 업종을 제외하는 경우, 선행 12개월 영업이익/순이익 전망은 2021년 7월 수준을 하회하지 않는 수준에서 이익 전망의 하향 소화
  - 다만, 성장률 측면에서는 '23년과 비교해 '24년 급속한 실적 회복이 전망되는 '반도체 업종을 제외하는 경우' 그리고 '반도체, 유틸리티 업종을 모두 제외하는 경우'의 연간 영업이익 성장률은 각각 28.9%, 21.0%로 둔화
  - 즉, 전체 시장의 탄력적인 실적 회복 흐름이 소수의 업종에 집중되어 있음. 만약 해당 업종들의 실적 회복 시점이 지연되는 경우 국내증시 전반의 회복 탄력 둔화 가능성 배제할 수 없음

코스피200, 반도체/유틸리티 업종 제외 시 이익(Fwd. 12M)




자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피200, 반도체/유틸리티 제외 시 영업이익 성장률 전망

| (YoY) | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | FY24 |
|---|---|---|---|---|---|
| 코스피200 | 32.2% | 41.2% | 57.6% | 52.4% | 55.9% |
| (-) 반도체* | 7.4% | 9.7% | 19.1% | 18.0% | 28.9% |
| (-) 유틸리티* | -10.4% | 2.1% | 20.2% | 18.5% | 21.0% |

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
주1) 개별 종목 기준, 컨센서스 존재 종목 기준
주2) (-)반도체*, 코스피200에서 삼성전자 그리고 SK하이닉스의 실적 제외. / (-)유틸리티*, 추가적으로 한국전력 실적 제외

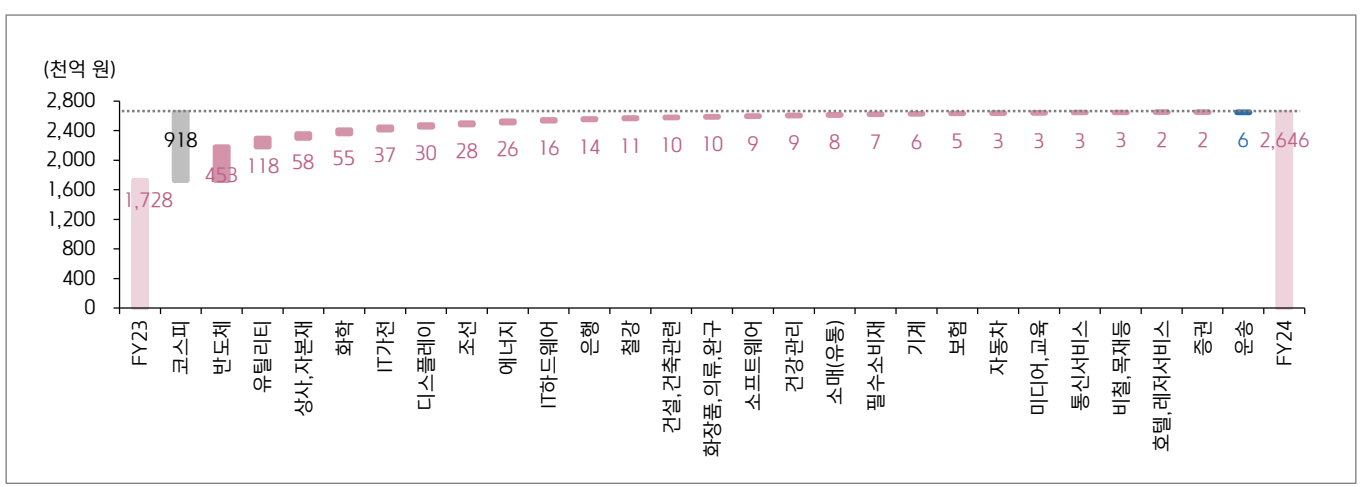


키움증권

# 04. FY23 대비 FY24 업종별 영업이익 증분

- 코스피 기준, '23년 대비 '24년 영업이익은 약 90 조원 증가할 것으로 전망
  - 그 중, 반도체 업종의 증분이 45.3 조원으로 전체의 약 49% 차지. 그 다음으로 유틸리티 업종이 11.8 조원 늘어날 것으로 예상되며 전체의 13%를 차지
- 과거 '20년 대비 '21년 영업이익이 101조원 넘게 증가한 경우도 있었음
  - 다만, 당시 영업이익 증가에 기여한 상위 5개 업종과 그 비중은 '반도체(24%), 철강(12%), 에너지(11%), 화학(9%), 상사·자본재(9%)'로 이번과는 달리 비교적 고르게 분포

코스피, 업종별 FY23 대비 FY24 영업이익 증분




자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

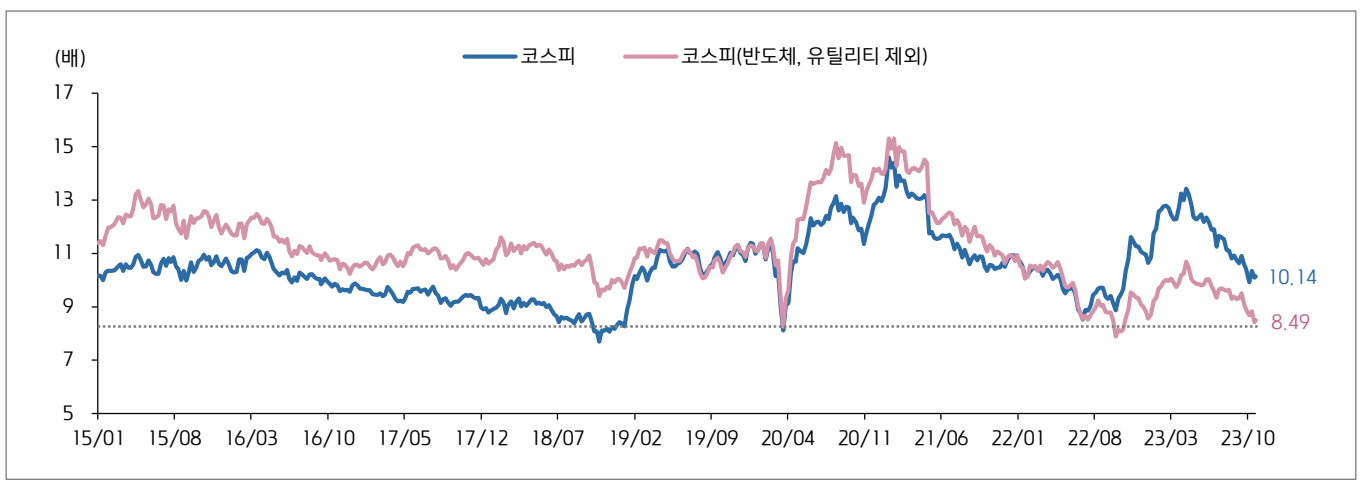


키움증권

# 05. 이익 급변 업종 제외 시 코스피 밸류 부담은 상당 부분 해소

- '24년 흑자전환이 예상되는 반도체 그리고 유틸리티 업종으로 인해 선행 12개월 PER 밸류에이션은 올해 하반기 이후 빠른 속도로 낮아졌음
  - 일각에서는 내년 실적 전망 달성 가능성이 불투명한 상황에서 조정된 밸류에이션 수준에 대해 회의적인 시각 존재
- 하지만 반도체와 유틸리티 업종을 제외한 경우 코스피의 PER(Fwd. 12M)은 8.49배로 '15년 이후 저점 부근에서 움직이고 있음
  - 즉, 국내 증시 전반적으로 밸류에이션 부담은 상당 부분 해소된 것으로 볼 수 있음

코스피와 반도체&유틸리티 업종을 제외한 경우의 선행 12개월 PER 추이




자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

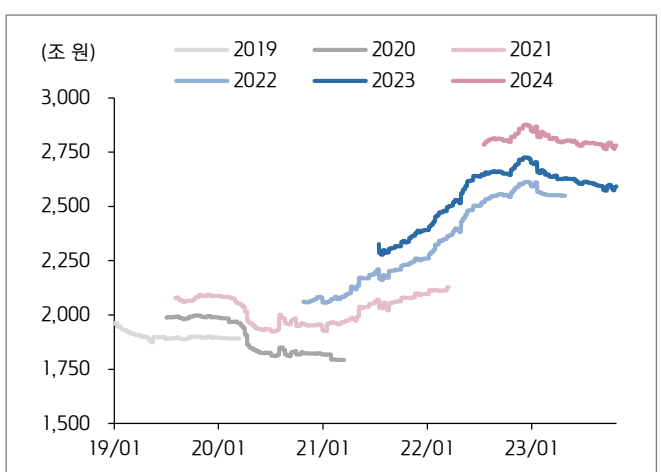


키움증권

# 06. 2024년 실적의 탄력적 성장 전망에도 최근 이익모멘텀은 부진

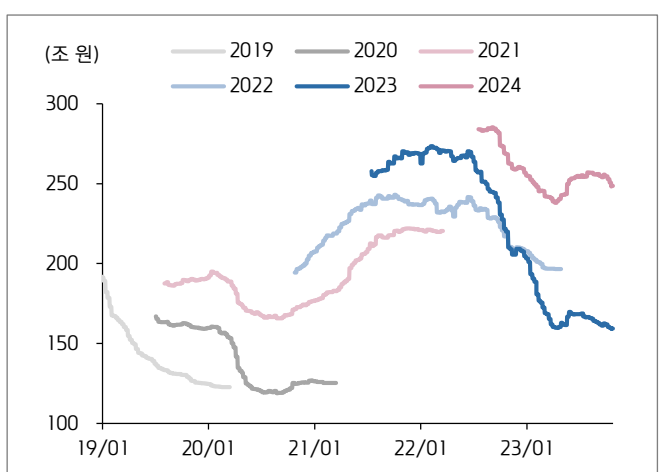
- '24년 연간 실적 성장률은 매출액 기준으로는 7% 수준, 영업이익 및 순이익 기준으로는 50% 내외의 성장률이 전망되며 탄력적인 회복 경로가 예상되고 있음
- 다만, 이익전망의 모멘텀 측면에서 보면 올해 하반기 이후 지속적으로 FY23 그리고 FY24 실적 전망에 대한 눈높이가 하향 조정되고 있음
  - 6월말과 비교해 코스피200의 FY23, FY24 매출액 전망치는 각각 -1.4%, -0.8% 하향 조정
  - 같은 기간 FY23, FY24 영업이익 전망치는 각각 -2.0%, -1.0% 하향 조정

코스피200 연도별 매출액 전망 추이




자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피200 연도별 영업이익 전망 추이




자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

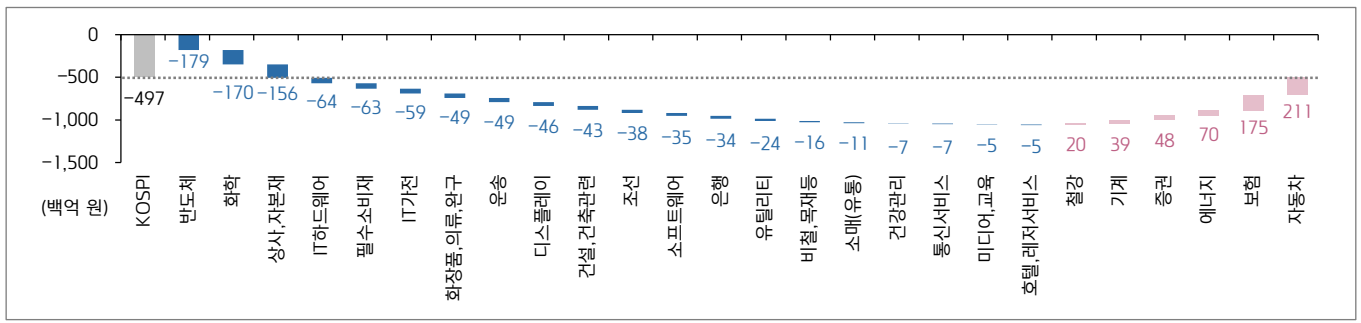


키움증권

# 07. 업종 전반적으로 나타난 하반기 이익전망 하향

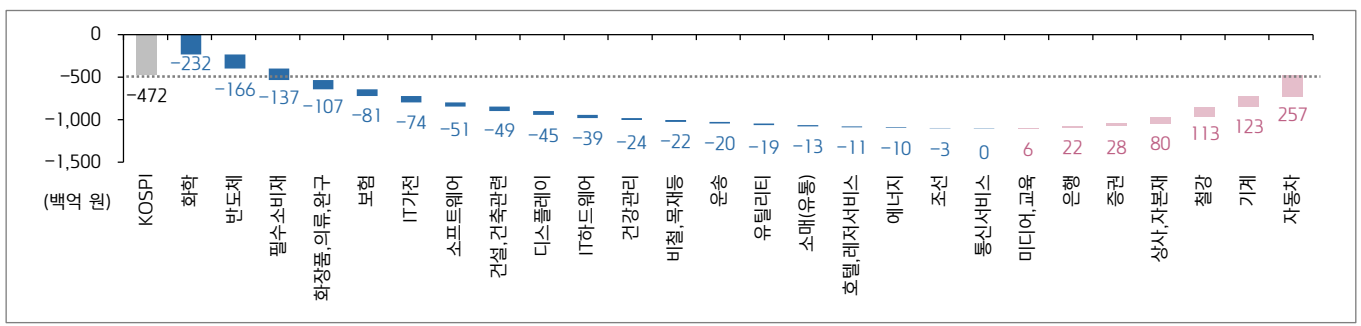
- 7월 이후 코스피의 '23년 하반기 영업이익 전망은 4.9조원 하향 조정. FY24 영업이익 또한 4.7조원 하향
- 특히 화학, 반도체, 필수소비재 업종의 이익 전망 하향폭이 컸음. 반면, 자동차, 기계, 증권 등은 실적 전망의 상향 조정 연출

코스피, 업종별 2H23 영업이익 전망치 금액 변화 (6월말 대비 현재)




자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피, 업종별 FY24 영업이익 전망치 금액 변화 (6월말 대비 현재)




자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

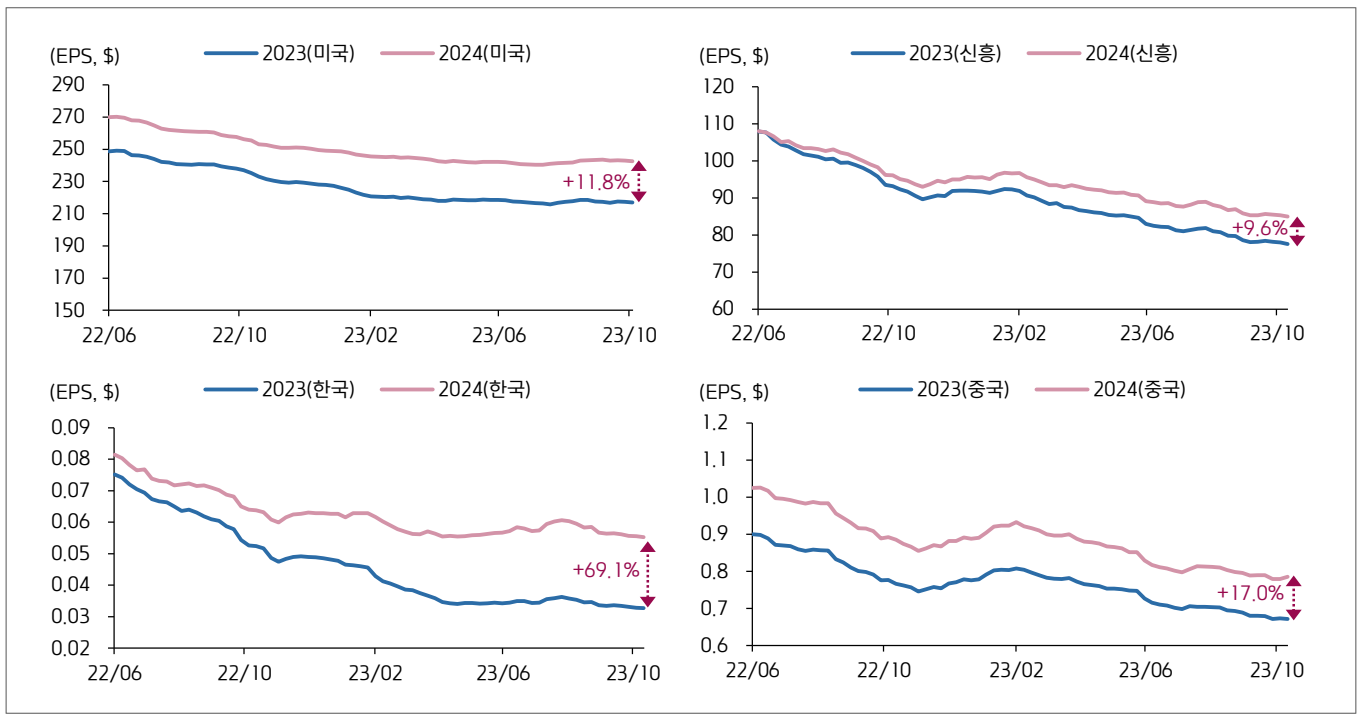


키움증권

# 08. 이익 전망 눈높이 재조정은 글로벌 공통 현상

- 한국뿐만 아니라 글로벌 증시 전반적으로 올해 그리고 내년도 이익 전망의 개선 모멘텀 부재
  - 실적 전망의 하향 조정은 선진 증시보다는 신흥 증시에 두드러지는 모습
- 전망 하향 그리고 회복의 소수 업종 쏠림에도 주요국 대비 한국의 '24년 연간 성장률이 높은 점은 긍정적

주요국 FY23, FY24 EPS 전망치 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



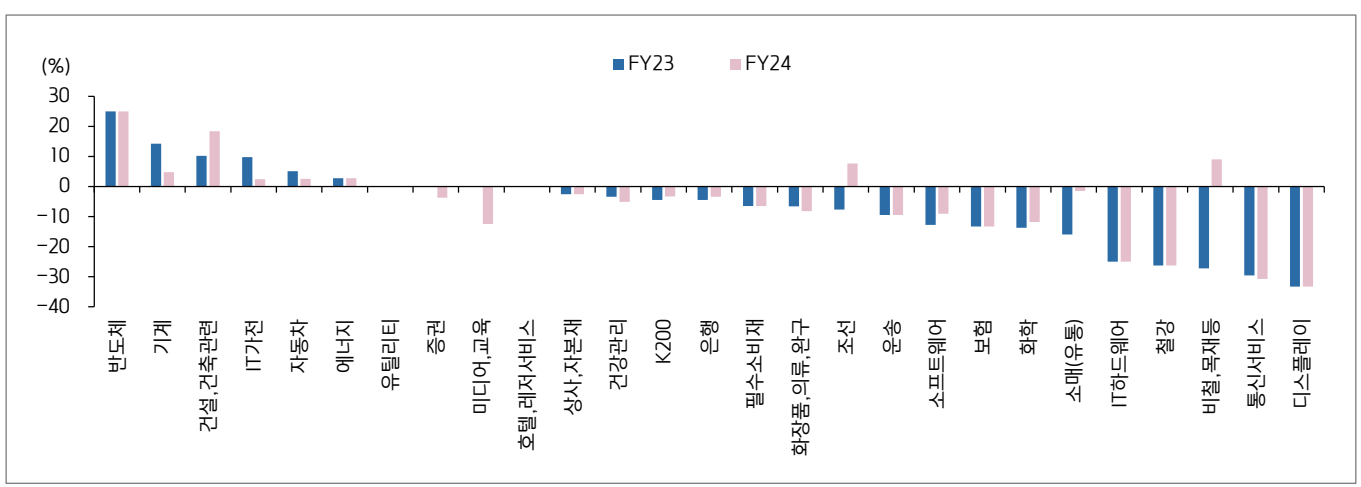
키움증권

# 09. 다만, 3Q 어닝시즌과 함께 이익모멘텀 반등 모색중

▶ 하반기 이후 이익 전망의 점진적 하향은 부담이나, 3분기 어닝시즌이 개막된 이후 실적 센티먼트를 가늠할 수 있는 이익조정비율이 개선되는 업종은 소폭 확대

- 코스피200의 최근 1개월 이익조정비율은 FY23, FY24이 각각 -4.5%, -3.3%로 시장 전반적으로는 하향 의견이 우세
- 반면, 최근까지도 하향 조정이 이어진 반도체 업종의 이익조정비율이 25%로 집계되고, 그 외에도 기계, 건설건축, 자동차 등의 업종에서 이익모멘텀이 개선되는 점은 긍정적

코스피200, 업종별 FY23, FY24 이익조정비율*(최근 1개월)




자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
주) 이익조정비율 = [(EPS 상향수 - EPS 하향수) / (전체 EPS 의견 수)]



키움증권

# 10. 업종별 FY24 영업이익 성장률(YoY)

▶ '24년 연간 기준 영업이익 성장률(YoY) 상/하위 업종은
Top: 조선(+391%), 화학(97.7%), IT하드웨어(62.3%), 호텔레저(51.0%), IT가전(42.4%)
그 외 반도체, 디스플레이, 유틸리티 업종은 흑자전환
Bottom: 운송(-6.9%), 자동차(0.6%), 증권(3.0%), 은행(4.6%), 통신서비스(5.5%)

업종별 영업이익 전망(YoY)

| (YoY, %) | 2023E | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| K200 | -13.8 | 81.0 | 80.4 | 58.8 | 52.4 | 56.0 |
| KSQ150 | -14.8 | 102.8 | 160.5 | 98.9 | 57.9 | 65.9 |
| 에너지 | -33.2 | 52.4 | 흑전 | 21.2 | 39.8 | 22.7 |
| 화학 | -20.2 | 67.5 | 192.8 | 140.2 | 121.8 | 97.7 |
| 비철,목재등 | -19.4 | 12.9 | 27.2 | 25.4 | 9.4 | 19.5 |
| 철강 | -9.1 | 62.9 | -0.8 | 16.4 | 6.1 | 17.9 |
| 건설,건축관련 | -6.5 | 6.7 | 102.2 | 17.1 | 16.5 | 21.5 |
| 기계 | 47.8 | 3.4 | -11.5 | 0.7 | 16.3 | 6.1 |
| 조선 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 289.1 | 173.8 | 391.4 |
| 상사,자본재 | -8.8 | 12.8 | 13.1 | 17.4 | 23.7 | 28.9 |
| 운송 | -64.2 | -2.4 | -11.2 | -11.2 | -29.5 | -6.9 |
| 자동차 | 54.8 | 7.5 | -2.6 | 3.1 | 3.7 | 0.6 |
| 화장품,의류,완구 | -1.4 | 25.8 | 40.6 | 26.2 | 10.0 | 22.3 |
| 호텔,레저서비스 | 흑전 | - | - | - | - | 51.0 |

| (YoY, %) | 2023E | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 미디어,교육 | 9.9 | 26.5 | 10.2 | 39.2 | 40.6 | 14.9 |
| 소매(유통) | 16.9 | 51.1 | 46.6 | 19.2 | 20.0 | 27.1 |
| 필수소비재 | -6.1 | 10.4 | 16.1 | 6.0 | 0.6 | 15.2 |
| 건강관리 | -37.4 | 42.0 | 30.6 | 20.4 | 18.5 | 39.0 |
| 은행 | 3.1 | 0.2 | 9.5 | 8.2 | -1.6 | 4.6 |
| 증권 | 57.9 | - | - | 7.3 | 20.0 | 3.0 |
| 보험 | 63.2 | -28.9 | 7.5 | 6.7 | 1.7 | 5.3 |
| 소프트웨어 | -11.2 | 13.2 | 19.5 | 25.1 | 20.6 | 23.6 |
| IT하드웨어 | -40.0 | 67.6 | 97.4 | 45.9 | 8.5 | 62.3 |
| 반도체 | 적전 | 흑전 | 흑전 | 3500.6 | 415.2 | 흑전 |
| IT가전 | 31.7 | 19.4 | 76.6 | 53.0 | 40.7 | 42.4 |
| 디스플레이 | 적지▼ | 적지▲ | 적지▲ | 흑전 | 1065.5 | 흑전 |
| 통신서비스 | 4.5 | 2.2 | -16.7 | - | - | 5.5 |
| 유틸리티 | 적지▲ | 흑전 | 흑전 | -2.5 | 적지▼ | 흑전 |

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

# 11. 업종별 분기 영업이익 성장률(QoQ)

▶ '23년 3분기 기준 영업이익 성장률(QoQ) 상/하위 업종은
Top: 에너지(+219%), IT하드웨어(158.8%), 호텔레저(69.2%), 소매(67.3%), 건설건축(51.2%)
Bottom: 철강(-19.5%), 기계(-15.2%), 자동차(-13.7%), 통신서비스(-11.9%), 미디어교육(-6.7%)

업종별 영업이익 전망(QoQ)

| (YoY, %) | 3Q23E | 4Q23E | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| K200 | 34.8 | -1.6 | 23.6 | 9.1 | 17.2 | -3.7 |
| KSQ150 | 39.6 | 20.2 | -1.6 | 45.7 | 6.4 | 3.1 |
| 에너지 | 219.7 | -11.4 | 16.8 | 14.1 | 9.7 | -4.4 |
| 화학 | 39.2 | 23.0 | 28.0 | 21.6 | 25.0 | 13.9 |
| 비철,목재등 | 5.5 | 22.4 | -3.8 | 2.4 | 4.0 | 6.8 |
| 철강 | -19.5 | 12.9 | 4.0 | 5.1 | -5.6 | 2.8 |
| 건설,건축관련 | 51.2 | 15.7 | -12.2 | 16.0 | 1.1 | 13.1 |
| 기계 | -15.2 | -9.0 | 21.5 | 3.6 | -9.9 | 7.0 |
| 조선 | 흑전 | 55.1 | 54.6 | 20.5 | 13.0 | 30.1 |
| 상사,자본재 | 30.2 | -4.7 | -15.6 | 4.7 | 25.4 | 11.6 |
| 운송 | 5.2 | -11.7 | 12.9 | -8.0 | -1.4 | -31.2 |
| 자동차 | -13.8 | 4.6 | -1.9 | 10.7 | -9.0 | 5.2 |
| 화장품,의류,완구 | 8.7 | -5.0 | 15.8 | -14.7 | 16.8 | -4.6 |
| 호텔,레저서비스 | 69.2 | -12.7 | - | - | - | - |

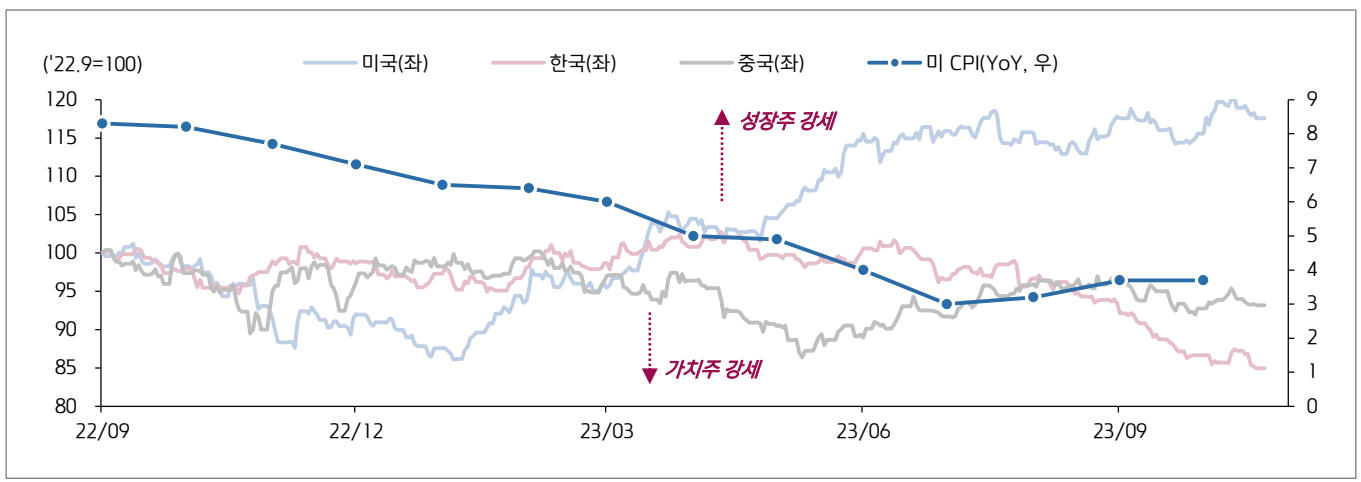
| (YoY, %) | 3Q23E | 4Q23E | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 미디어,교육 | -6.7 | 12.8 | -25.1 | 34.9 | -0.3 | 39.5 |
| 소매(유통) | 67.3 | 2.2 | -7.8 | -16.4 | 46.9 | 6.0 |
| 필수소비재 | 24.8 | -27.9 | 49.8 | -3.5 | 5.8 | -34.2 |
| 건강관리 | 22.1 | -2.0 | -2.4 | 11.9 | 11.0 | 2.2 |
| 은행 | 2.2 | -31.9 | 63.1 | -1.7 | 0.2 | -38.8 |
| 증권 | -5.2 | -8.9 | 38.1 | 12.7 | -17.2 | -6.8 |
| 보험 | -2.9 | 7.4 | -9.5 | 11.8 | -1.7 | 2.3 |
| 소프트웨어 | 4.4 | 6.3 | 16.2 | -5.7 | 7.8 | 2.1 |
| IT하드웨어 | 158.9 | 92.2 | -38.1 | -9.2 | 42.2 | 35.7 |
| 반도체 | 흑전 | 1569.3 | 74.0 | 55.5 | 71.7 | 10.9 |
| IT가전 | 29.5 | 16.7 | 23.5 | -5.0 | 12.3 | 6.8 |
| 디스플레이 | 적지▲ | 흑전 | 적전 | 적지▲ | 흑전 | 164.6 |
| 통신서비스 | -11.9 | -27.3 | - | - | - | - |
| 유틸리티 | 흑전 | 적전 | 흑전 | -49.8 | 123.3 | 적전 |

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

# 12. ‘H4L’과 함께 나타난 가치 스타일 우위

- 미국의 소비자물가 상승률이 4%대로 낮아지고, 인플레이션 압력 둔화가 가시화 됨에 따라 글로벌 증시는 올해 중반 전후로 성장 스타일 중심의 강세 연출
- 그러나 미 연준의 고금리 장기화(H4L, Higher for Longer) 가능성이 부각되자 다시금 성장 스타일 대비 가치 스타일의 우위가 나타나고 있음
  - 아직까지 시장 금리의 고점이 확인되지 못한 점을 감안 연말 두 차례의 FOMC를 지나는 과정에서 금리의 상방 리스크에 대비할 필요

미국 CPI 증가율과 주요국 성장/가치 스타일 상대 지수




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

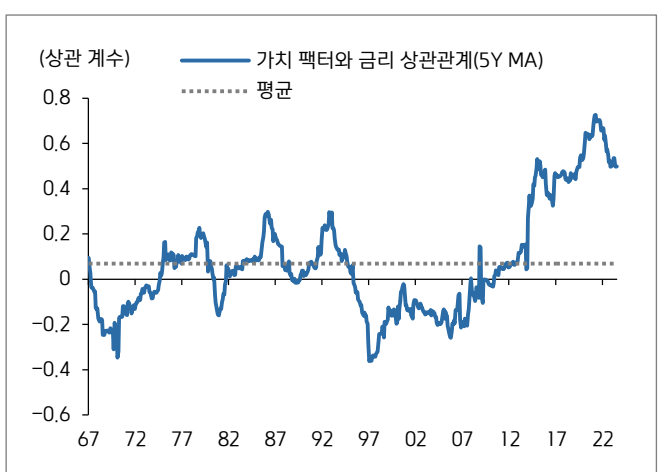


키움증권

# 13. 금리 상승은 주식 시장과 성장 스타일에 악재 요인?

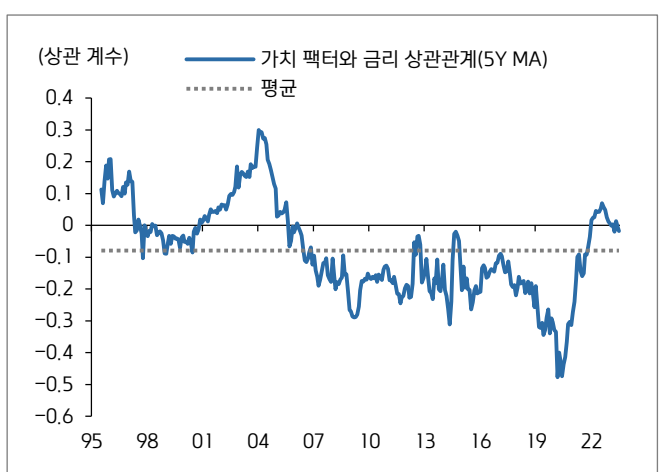
- 미 연준이 추가 금리 인상 가능성을 남겨둔 영향으로 고금리 장기화에 대한 경계감이 고조되며 주식 시장 전반 그리고 상대적으로 성장 스타일에 비우호적인 환경이 이어질 것으로 전망하는 의견 확대
- 다만, 금리의 상승 또는 하락 그 자체만으로는 주식 시장에 미치는 영향을 단순화할 수 없음
  - 같은 금리 인상 사이클이더라도 과거 2017년 그리고 2022년의 주가 반응은 상이
- 또한, 일반적으로 금리 상승은 성장 스타일에 비해 가치 스타일에 우호적인 영향을 미칠 것으로 생각되지만 둘 사이에는 일관된 상관성이 나타나지 않음
  - 금리 상승/하락만이 아닌 당시 금융시장의 맥락 고려 필요

미국 가치 스타일과 미 10년물 금리 상관관계 추이




자료: Bloomberg, Kenneth R. French, 키움증권 리서치센터

한국 가치 스타일과 미 10년물 금리 상관관계 추이




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

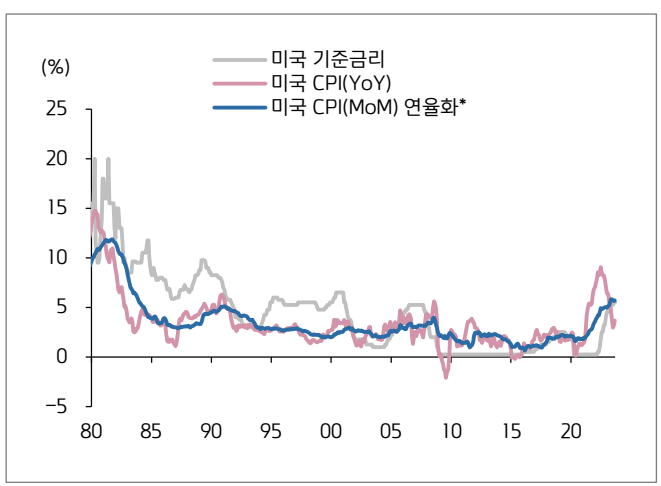


키움증권

# 14. 물가 상승 압력에 따른 국면별 접근

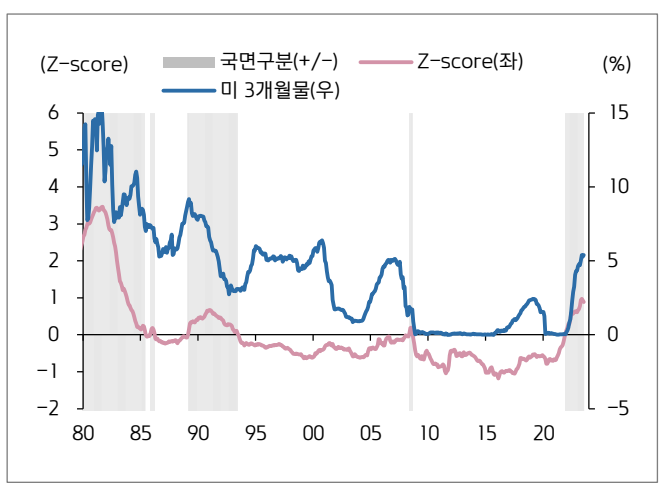
- 물가 흐름에는 경기에 대한 정보가 반영되는 점에 착안하여 소비자물가지수의 상승률을 표준화하여 역사적 수준과 비교해 인플레이션 압력의 존재 여부를 측정
  - 미국의 월간 소비자물가 상승률(MoM)의 최근 3년 기하평균을 통해 연율화여 표준화*
- 물가 상승 압력의 존재 유무에 따라 국면을 구분하고, 각 국면에서 나타나는 금리 변화가 주식시장에 미치는 영향을 세분화하여 점검

미국 기준 금리, 소비자물가 상승률 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

소비자물가 상승률 표준화를 통한 물가상승 압력 존재 구간




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
(*) 해당 방법론은 "Interest rate risk, inflation, and the cross section of stock returns, 박흥주·손성빈(2023)"의 방법론 참고

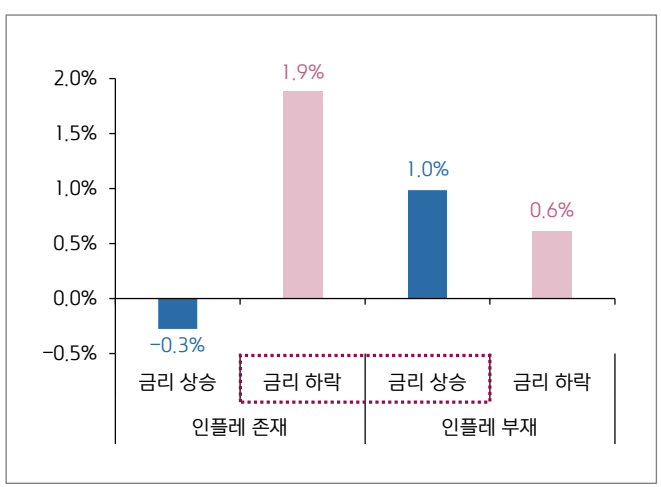


키움증권

# 15. 인플레 존재 유무에 따른 금리 변화 시 주식 시장 반응

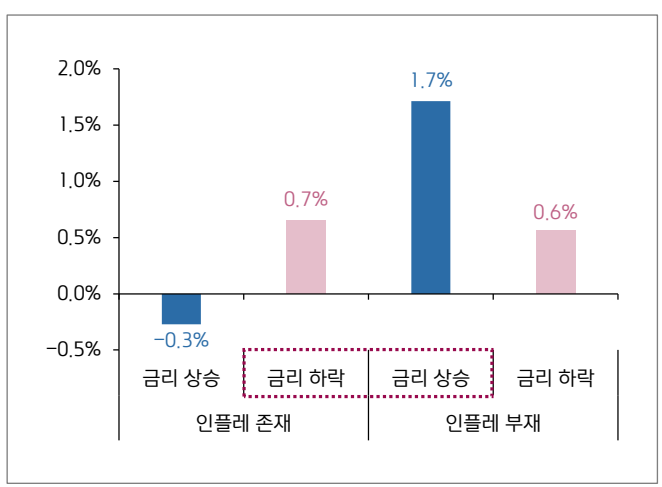
- 물가 상승 압력이 존재하는 구간과 그렇지 않은 구간별로 금리가 상승 또는 하락한 시기(월간 기준)에 주식 시장의 평균 월간 주가수익률을 살펴보면(MSCI  지수 기준),
  - 한국과 미국 증시 모두 인플레이션 압력이 존재하는 경우에는 금리가 하락한 달의 평균 주가 수익률이 금리가 상승한 경우에 비해 높았음
  - 반면, 인플레이션 압력이 부재하는 경우 금리가 하락한 경우보다는 상승한 달의 평균 주가 수익률이 더 높았음
- 즉, 물가상승 압력의 존재 여부에 따라 금리 변화에 대한 주가 반응은 다르게 나타나는 특징을 보임

미국, 인플레 유/무 및 장기금리(10Y) 상승/하락 구간별 평균 월간 주가 수익률




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) MSCI 미국, 한국 지수 기준

한국, 인플레 유/무 및 장기금리(10Y) 상승/하락 구간별 평균 월간 주가 수익률




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) MSCI 미국, 한국 지수 기준

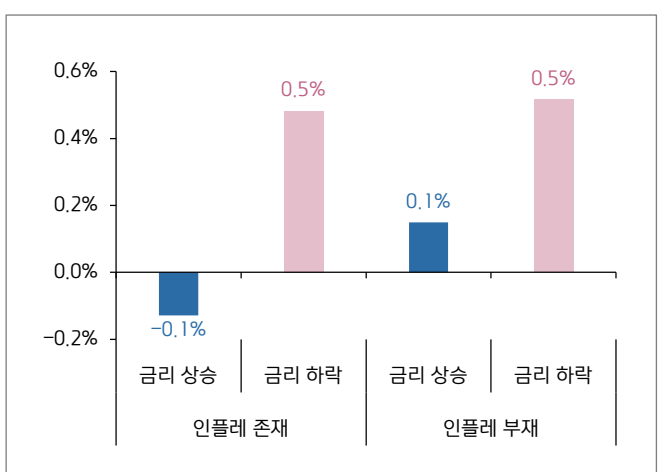


키움증권

# 16. 인플레 존재 유무에 따른 금리 변화 시 주식 스타일 성과

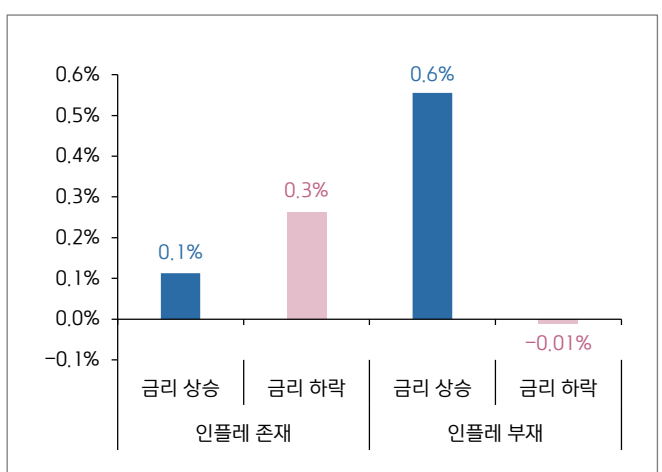
- 동일한 방식으로 인플레 압력 유/무에 따라 금리가 상승/하락한 달의 성장-가치 스타일의 수익률 차이를 측정
  - 미국 10년물 금리의 경우는 인플레 압력 여부와 관계없이 금리가 하락하는 경우 성장 스타일의 초과 성과 연출
  - 한편, 3개월 금리의 경우 인플레 압력이 존재하는 경우 금리가 하락할 때, 성장 스타일의 초과 성과 더욱 높았음. 반면, 인플레 압력이 부재한 경우 금리가 상승할 때, 성장 스타일의 초과 성과가 더욱 강한 모습
  - 장기 금리는 차입 비용 산정 및 가치 평가에 사용되며 성장 스타일의 미래 가치를 보다 큰 폭으로 개선. 반면, 단기 금리는 중앙은행의 정책에 민감하게 반응하며, 인플레 압력이 부재한 경우 단기 금리 상승은 양호한 경기 흐름에 대한 신호로 해석되며 경기민감형 성장주의 성과가 보다 탄력적으로 개선
- 현재 직면한 인플레이션 압력 구간에서는 금리 상승 연출 시 가치 스타일의 아웃퍼폼 가능성이 높음

미국, 인플레 유/무 및 장기금리(10Y) 상승/하락 구간별 성장-가치 스타일 평균 월간 수익률 차




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) MSCI 스타일 지수 기준

미국, 인플레 유/무 및 단기금리(3M) 상승/하락 구간별 성장-가치 스타일 평균 월간 수익률 차




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) MSCI 스타일 지수 기준

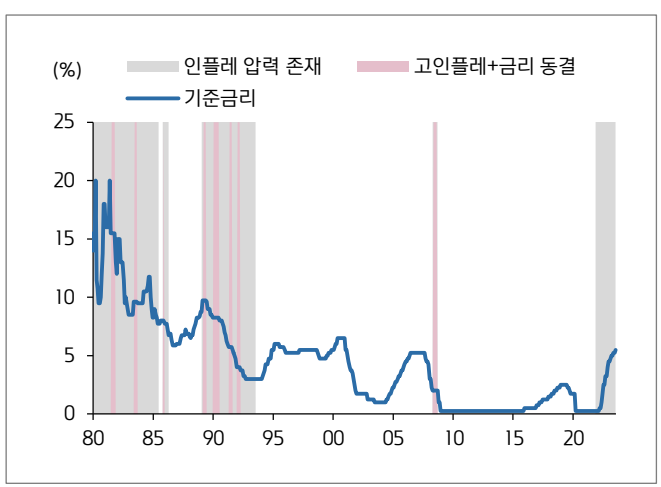


키움증권

# 17. 금리 동결 구간에서의 주식 시장 반응(1/2)

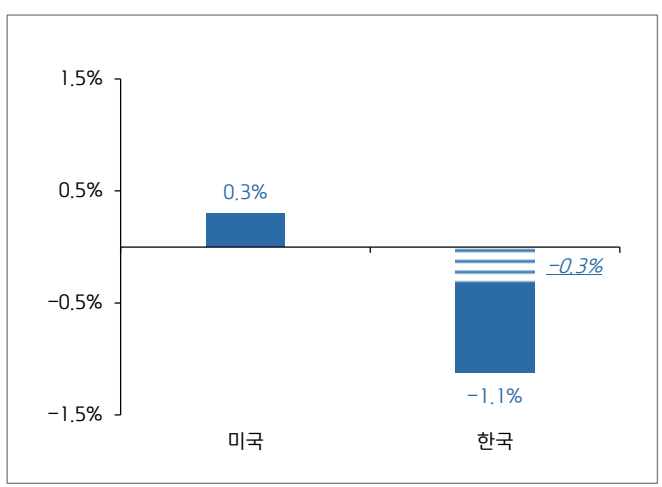
- 올해 연말 또는 내년 초 시장 금리의 고점이 확인된 이후부터 실제 기준금리 인하가 이루어지기 전까지는 기준금리 동결 그리고 시장금리의 혼조 흐름이 예상
- 과거 인플레이션 압력이 존재하고 기준 금리가 3개월 이상 동결된 구간에서 한국과 미국의 주가지수 흐름을 살펴보면,
  - 미국 증시의 월평균 주가 수익률은 0.3%, 한국은 -1.1%를 기록
  - 다만, 일본의 버블경제 붕괴가 시작된 '90년 1분기를 제외하는 경우 한국의 수익률은 -0.3%로 하락폭 축소

1980년 이후, 물가 상승 압력과 금리 동결이 나타난 기간(A)




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

1980년 이후, 물가 상승 압력과 금리 동결이 나타난 기간(A)에서의 월 평균 수익률

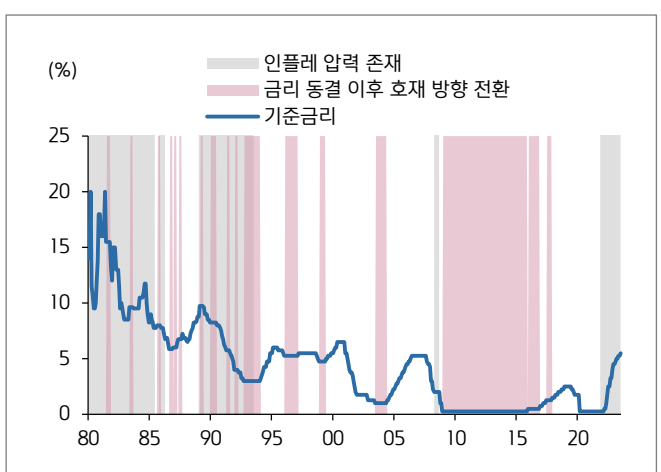



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 한국의 실선 표시 영역은 일본의 긴축으로 버블경제 붕괴가 시작된 1990년 1분기를 제외한 경우

# 18. 금리 동결 구간에서의 주식 시장 반응(2/2)

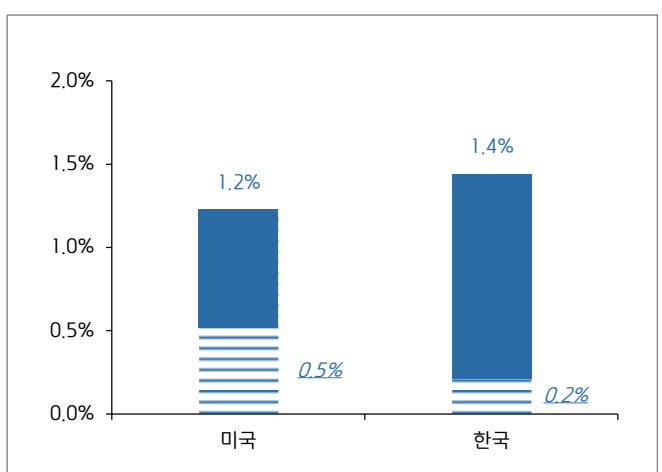
- 물가 상승 압력 존재 여부에 따라 금리 변화에 대한 주식시장의 반응이 다른 특징을 활용하여, '금리가 증시에 우호적인 방향으로 변하기 전' 기준금리가 3개월 이상 동결된 구간에서의 성과를 살펴보면,
  - 1980년 이후 미국과 한국 증시는 각각 월평균 1.2%, 1.4% 수익률을 기록. 다만, 과거 주식시장의 성과가 특히 높았던 시기(한국: 1980년대 중후반 / 미국: 1990년대 중후반)를 제외하고, 2000년대 이후로 구간을 축소하여 살펴보면, 미국과 한국의 월평균 주가수익률은 각각 0.5%, 0.2%로 축소.
- 두 기준에 따라 살펴본 금리 동결 구간에서의 주가 성과를 통해 알 수 있는 점은 <u>금리 동결 구간이 증시에 유의미하게 부진한 환경을 만들어내지는 않았다</u>는 점

1980년 이후, 금리가 증시에 긍정적인 방향으로 변하기 전 금리 동결 구간(B)




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

1980년 이후, 금리가 증시에 긍정적인 방향으로 변하기 전 금리 동결 구간(B)에서의 월 평균 수익률




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 실선 표시 영역은 구간을 2000년 이후로 축소시킨 경우

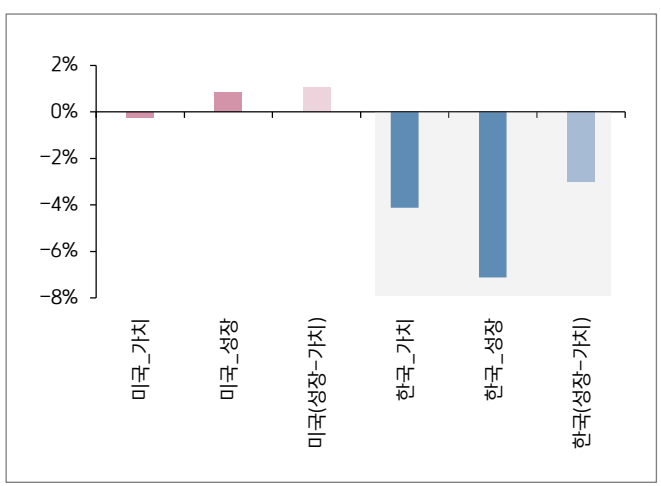


키움증권

# 19. 금리 동결 구간에서의 스타일 성과 차

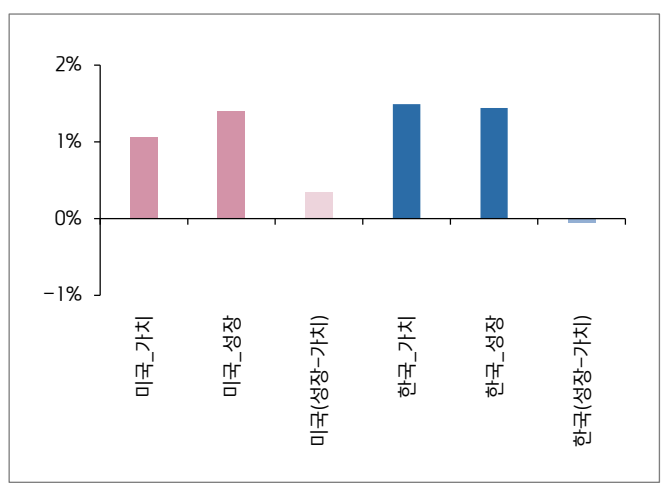
- 앞에서와 동일한 두 국면 구분 방법에 따라 한국과 미국의 성장/가치 스타일별 성과를 살펴보면,
  - 미국의 경우 두 경우 모두 성장 스타일의 성과가 가치 스타일을 소폭 상회. 한편, 한국의 경우 금리가 증시에 우호적인 방향으로 전환되기 전 금리 동결 구간에서 가치 스타일의 성과가 소폭 우위.
  - 다만, 양국 모두 두 스타일 간 차이가 약 0~1%p 내로 유의미하게 큰 차이로 보기 어려움
- 결론적으로 시장 금리의 고점 확인 이후 한동안 이어질 것으로 예상되는 기준금리 동결 구간에서는 시장의 예상과 달리 성장 스타일에 비우호적인 환경이 펼쳐질 것이라고 볼 근거는 부족
  - 따라서 해당 구간에서는 매크로 변수보다는 실적 펀더멘털에 기반한 접근이 유효할 것으로 판단

1980년 이후, 물가 상승 압력과 금리 동결이 나타난 가간(A)에서의 스타일별 월 평균 수익률




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 회색 음영: 한국 증시의 스타일 데이터는 2000년 이후부터 제공. 따라서 위 조건을 만족하는 구간은 2008년 중후반 기간에 한정되므로 유의미한 표본으로 보기 어려움

1980년 이후, 금리가 증시에 긍정적인 방향으로 변하기 전 금리 동결 구간(B)에서의 스타일별 월 평균 수익률




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

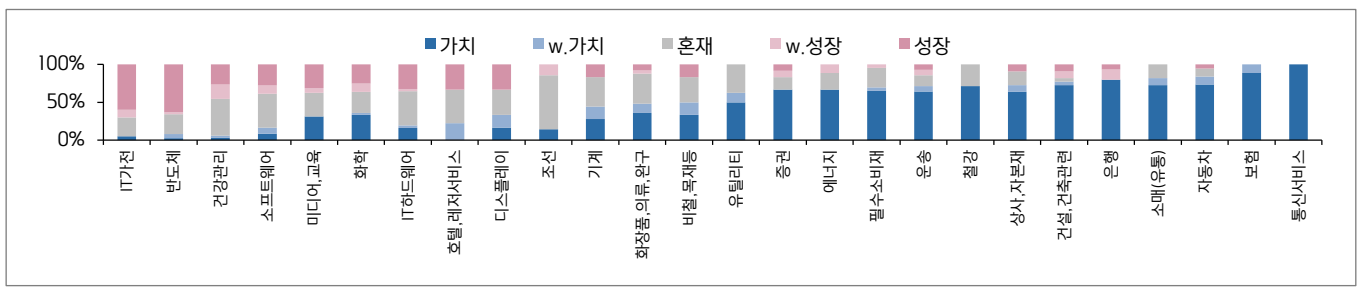


키움증권

# 20. 연말/연초 성장 색채가 강한 업종에 대한 접근은 신중할 필요

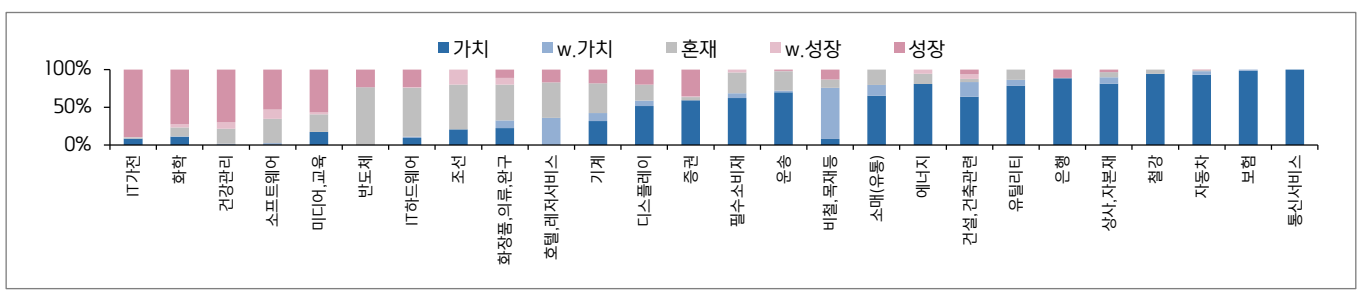
- 시장 금리의 고점을 확인하는 과정이 나타날 것으로 전망되는 올해 연말 그리고 내년 초까지는 성장 색채가 강한 업종에 대한 접근은 신중할 필요가 있을 것으로 판단
  - MKF500 스타일 분류 기준, 각 업종별 종목 수/시총 규모로 살펴본 성장주의 비중이 높은 업종으로는 IT가전, 건강관리, 소프트웨어, 미디어교육 등이 해당

업종별 성장 그리고 가치 스타일 종목의 수 비중




자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터 주) w.가치 또는 w.성장은 가치 또는 성장 스타일 팩터 점수가 높지 않은 경우

업종별 성장 그리고 가치 스타일 종목의 시가총액 비중




자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터 주) w.가치 또는 w.성장은 가치 또는 성장 스타일 팩터 점수가 높지 않은 경우

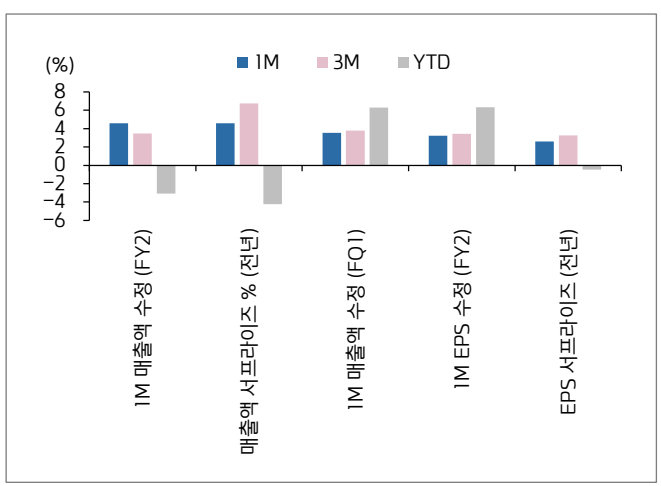


키움증권

# 21. 매출 모멘텀이 동반되는 가치형 수출주

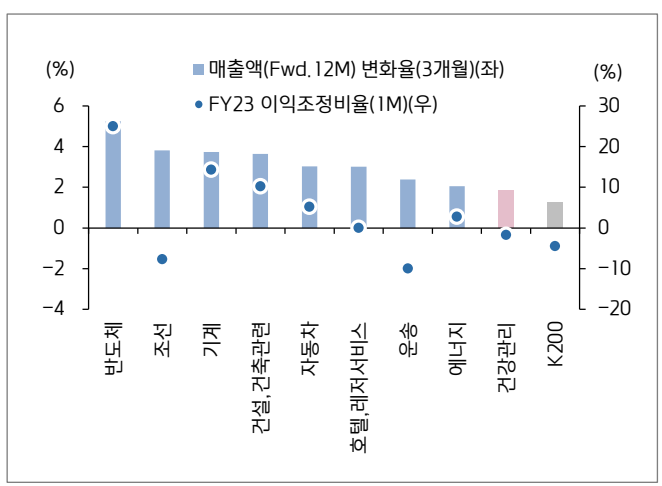
- 금리의 상방 리스크가 상존하는 구간에서는 성장주의 특성이 높지 않은 업종들 중, 실적 모멘텀을 보유하고 있는 업종 중심의 대응 필요
- 최근 실적 관련 팩터들의 롱/숏 성과를 살펴보면, 매출 관련 팩터들의 주가 설명력이 상대적으로 높은 것으로 확인됨
- 코스피200 업종들 중 성장 스타일의 비중이 높지 않고, 최근 3개월 매출액(Fwd. 12M) 변화율과 긍정적인 실적 전망으로 이익조정비율이 개선되고 있는 반도체, 기계, 자동차 등이 금리 상방 리스크 존재 구간에서 상대적으로 견조한 흐름을 보일 것으로 전망

K200, 실적 관련 팩터 중 최근 1개월 롱/숏 성과 상위 5개




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

K200 업종별 매출액 변화율(3M)과 이익조정비율(1M)




자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
주1) 주요 업종 중, 최근 1개월 매출액 변화율이 BM을 상회하는 업종
주2) 성장주의 비중이 높은 업종은 붉은막대 표시

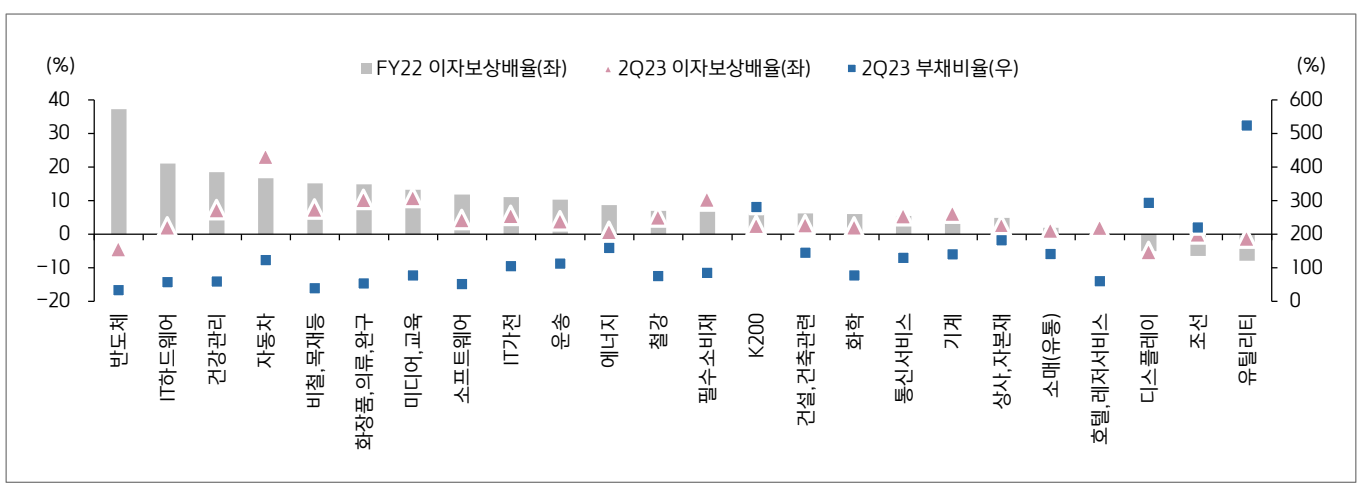


키움증권

# 22. 금리 고점 확인 이후, 이자 부담이 견조한 기업

- 시장 금리의 고점 확인 이후에는 연준의 기준금리 인하가 이루어지기까지 상당 기간 금리의 혼조세가 이어질 가능성이 높음. 과거 사례에서 살펴본 바와 같이 해당 구간에서는 가치 또는 성장 스타일의 명백한 우위가 연출되지 않았음
- 다만, 고금리 구간이 지속됨에 따라 높은 이자 부담을 견뎌낼 수 있는 기업 선별 필요. 부채비율 그리고 이자보상배율이 견조한 업종 선별 필요
  - IT 업종의 경우 지난 2분기 실적 저점을 지나며, 이자보상배율이 상당히 훼손되었으나 내년 탄력적인 실적 회복이 예상되는 만큼 작년 수준도 함께 고려

코스피200 업종별 이자보상배율과 부채비율




자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터



키움증권

# 23. 실적 턴어라운드 탄력이 두드러질 기업 중심의 대응

▶ '24년부터 기업들의 실적 성장 탄력이 재차 높아질 것으로 예상되는 만큼, 높은 이자 부담을 견딜 수 있고, 올해 하반기 대비 내년 상반기 실적 성장 탄력이 두드러지는 업종들의 성과가 양호할 것으로 판단

- 주요 업종 중, IT(반도체, IT하드웨어), 소프트웨어, 건강관리 등은 실적 턴어라운드 탄력이 높고 이자 부담이 높지 않아 실적 장세가 연출되는 경우 양호한 흐름을 보일 것으로 전망

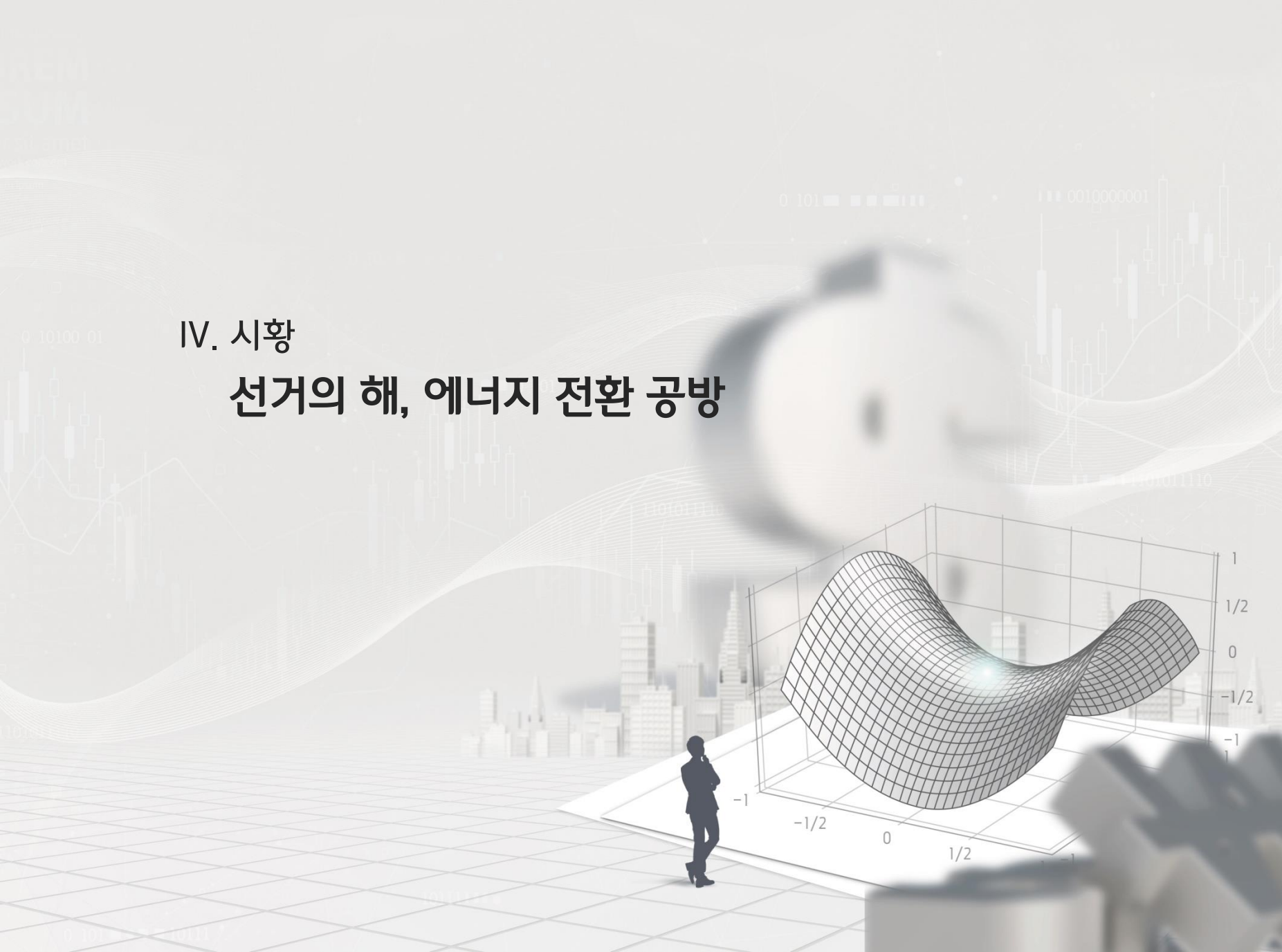
코스피200 업종별, 분기 영업이익 성장률 전망

| (YoY, %) | 2023E | 3Q23E | 4Q23E | 1Q24E | 2Q24E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| K200 | -13.8 | -1.7 | 201.4 | 81.0 | 80.4 | 56.0 |
| KSQ150 | -14.8 | -21.5 | 44.1 | 102.8 | 160.5 | 65.9 |
| 에너지 | -33.2 | -6.4 | 722.0 | 52.4 | 흑전 | 22.7 |
| 화학 | -20.2 | -18.4 | 362.6 | 67.5 | 192.8 | 97.7 |
| 비철,목재등 | -19.4 | 22.5 | 86.1 | 12.9 | 27.2 | 19.5 |
| 철강 | -9.1 | 11.6 | 흑전 | 62.9 | -0.8 | 17.9 |
| 건설,건축관련 | -6.5 | -1.4 | 10.4 | 6.7 | 102.2 | 21.5 |
| 기계 | 47.8 | 39.4 | 49.8 | 3.4 | -11.5 | 6.1 |
| 조선 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 391.4 |
| 상사,자본재 | -8.8 | -12.6 | 197.3 | 12.8 | 13.1 | 28.9 |
| 운송 | -64.2 | -68.4 | -52.1 | -2.4 | -11.2 | -6.9 |
| 자동차 | 54.8 | 129.9 | 15.1 | 7.5 | -2.6 | 0.6 |
| 화장품,의류,완구 | -1.4 | 11.0 | 28.5 | 25.8 | 40.6 | 22.3 |
| 호텔,레저서비스 | 흑전 | 78.3 | 흑전 | - | - | 51.0 |
| 미디어,교육 | 9.9 | 0.6 | 43.0 | 26.5 | 10.2 | 14.9 |
| 소매(유통) | 16.9 | 5.7 | 75.1 | 51.1 | 46.6 | 27.1 |
| 필수소비재 | -6.1 | -4.3 | 20.6 | 10.4 | 16.1 | 15.2 |
| 건강관리 | -37.4 | -32.9 | 86.6 | 42.0 | 30.6 | 39.0 |
| 은행 | 3.1 | -10.3 | 32.3 | 0.2 | 9.5 | 4.6 |
| 증권 | 57.9 | 48.9 | 109.8 | - | - | 3.0 |
| 보험 | 63.2 | 88.1 | 10.1 | -28.9 | 7.5 | 5.3 |
| 소프트웨어 | -11.2 | -5.6 | 16.7 | 13.2 | 19.5 | 23.6 |
| IT하드웨어 | -40.0 | -54.0 | 370.0 | 67.6 | 97.4 | 62.3 |
| 반도체 | 적전 | -98.6 | 96.5 | 흑전 | 흑전 | 흑전 |
| IT가전 | 31.7 | 10.5 | 189.6 | 19.4 | 76.6 | 42.4 |
| 디스플레이 | 적지▼ | 적지▲ | 흑전 | 적지▲ | 적지▲ | 흑전 |
| 통신서비스 | 4.5 | -3.7 | 22.4 | 2.2 | -16.7 | 5.5 |
| 유틸리티 | 적지▲ | 흑전 | 적지▲ | 흑전 | 흑전 | 흑전 |

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
주1) 금융 업종은 EPS 증가율 기준
주2) 연한 분홍색은 올 하반기 대비 내년 상반기 이익성장률이 높은 업종
주3) 진한 분홍색은 금리 부담이 낮은 동시에, 상반기 이익 성장률이 더 높은 업종

IV. 시황

# 선거의 해, 에너지 전환 공방



# 투자 아이디어

▶ **신재생에너지**: 미 대선 우려는 과도, 정체되었던 유럽 시장 입법 모멘텀 재개

1) 미국 대선 관련 현재 트럼프의 보조금 철회 기조는 전기차 및 배터리에 국한, 그 외 신재생에너지에 대한 보조금 축소 리스크 반영은 과도. 오히려 2~3분기 중 금리 인하 시 고금리로 인한 조달비용 상승 및 수익성 악화 우려 해소 가능.
2) 과거 트럼프 행정부 당시에도 신재생 에너지에 대한 투자는 이루어지고 있었으며, 집행 중인 IRA, IIJA 등 청정에너지 프로젝트 대부분이 공화당 지역구 및 2020년 경합주에 위치해 있기 때문에 완전한 정책 되돌림은 불가능
3) 정체되었던 유럽시장, 내년 6월 유럽 의회 선거 이전 전력시장 개혁안 및 NZIA 단일 탄소중립기술 리스트 입법 기대
4) 패스트트랙 허가, CfD 및 PPA 비롯한 보조금 지원 등 모멘텀 작용하며 국가별 탄소중립 달성 목표 상향 조정 나타남에 따라 태양광, 풍력 등 필요 증설 용량 상향 기대

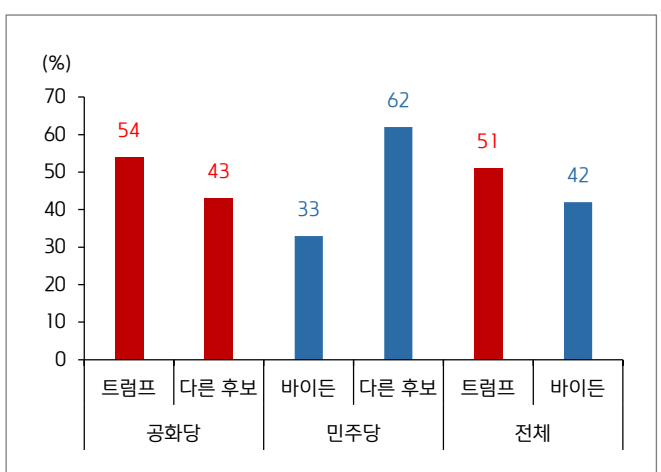
▶ **원전**: 기후변화 정책 완화 시 대안, 유럽내 원자력을 둘러싼 긍정적 합의, 국내 원전관련 R&D 예산 증액

1) 미국 민주당과 공화당의 공통분모인 에너지 물가 안정에 기여. 연초, 11월 대선 직전 정책 불확실성 확대 시기 및 공화당 선거유세 과정에서 기후변화정책 완화를 내세울 시 대안으로 떠오를 가능성
2) 정체되었던 유럽 정책 모멘텀, 고유가로 인한 제조업 비용 상승 및 수출경쟁력 약화가 독프 원자력 합의를 이끌어내며 전력시장개혁안 입법 추진과 더불어 NZIA 단일 탄소중립기술 리스트 포함 기대
3) 글로벌 탈탄소 기조 지속, RE100의 대안으로 CF100이 부각. 화력발전 의존도 높은 국내 주력 수출 제품의 경쟁력 제고를 위해 탄소 배출이 없으면서도 신재생에너지 발전에 비해 저렴한 전력원 필요
4) 2024년 예산안 내 SMR, 원전 해체, 월성 중·저준위 방폐물 2단계 처분시설 준공 등 원전 R&D 증액, 11차 전력 수급기본계획에서 원전 추가 건설 발표는 기정사실. 내년 4월 총선 이후 정책 동력 변화 및 3세대 대형 원전(APR1400) 추가 해외 수출 기대

# 01. 미국, 대선의 향방은 에너지 공급에 있다

- 8월 초 트럼프의 대선출마 공식화, 9월 24일 ABC/WP 설문조사 이후 트럼프 당선 가능성 대두
  - 9월 15일 ~20일 유권자 1,600명 대상 여론조사, 트럼프 51% vs 바이든 42% (2월 트럼프 48% vs 바이든 44%)
  - 다른 여론조사에서는 동률을 기록하는 접전. 해당 조사에서는 2월 대비 지지율 격차 확대, 트럼프 지지율 상승
  - 공화당 내 예비선거인단 지지율 트럼프 59%, 론 드샌티스 플로리다 주지사 16%로 큰 격차 (WSJ)
- 위 결과가 트리거가 되어 IRA 수혜기업, 인프라 관련주 주가 급락 초래되며 대선 리스크 기반영

ABC/WP 설문조사




자료: ABC/WP, 키움증권 리서치센터

2024 대선 경선 후보

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터



키움증권

# 02. 11월 5일 대선, 트럼프 vs 바이든 재대결 구도 형성

- 2024년 7~8월 대선후보 선출, 11월 5일 대선 예정. 선거인단 538명 중 당선을 위해 270명 필요
- 트럼프와 바이든의 재대결 구도 예상
  - 바이든은 IIJA, CHIPS Act, IRA 등 바이드노믹스(제조업 중심 보호주의 산업정책)를 중심으로 한 재선 선거운동 진행
  - 트럼프 전 대통령은 사법 리스크, 공화당 토론회 불참 등에도 불구하고 공화당 내 및 여론조사에서 높은 지지율 기록

## 2020년 대선 당시 바이든, 트럼프 정책 기조 및 공약

| | 트럼프 | 바이든 |
|---|---|---|
| 경제 | • 부유층, 대기업 친화 정책, 감세 및 기업투자 활성화로 일자리 창출<br>• 법인세율 35%→현행 21% 유지, 기업 투자 최소 5년간 세금 감면<br>• 개인소득세 최고세율 37% 유지 및 연장(2025년 종료), 급여세 최대 0% 달성 | • 중산층 회복, 인프라 투자를 통한 일자리 창출<br>• 법인세 현행 21%→28%로 인상<br>• 개인소득세 최고세율 39.6% 부유세 재도입, 연간 40만 달러 이상의 고소득자들에 대한 세금감면 폐지 |
| 투자 | • 화석 에너지 산업에 대한 보조금 지급<br>• 고속도로, 철도, 공항 등 전통 인프라와 5G 통신망 구축에 10년 간 1조 달러 투입 | • 청정에너지 인프라 분야에 4년 간 2조 달러 투입<br>• 5년내 태양광 패널 5억장, 미국산 풍력발전기 6만개 설치<br>• 전통 인프라 투자에 4,930억 달러, 5G, AI, 청정에너지 등 신산업 연구개발에 3,000억 달러 투자 |
| 기후변화 대응 | • 파리기후협약 탈퇴<br>• 2021년 환경보호청 경비 삭감 | • 파리기후협약 재가입<br>• 2050년 탄소중립 경제 목표, 2035년까지 발전의 100%를 청정에너지로 전환 |
| 외교/무역 | • 보호무역주의, 미국 우선주의 유지를 통한 무역적자 해소<br>• 불공정 무역협정 적극적으로 개정<br>• NAFTA, TPP 등 다자간 협정 탈퇴 및 재협상<br>• NATO 탈퇴 검토, 해외주둔 미군 축소 | • 자유무역주의에서 최근 미국 이익 위한 보호무역주의 선호로 변화 조짐<br>• 상호호혜적 관계 추구, 무역협정을 지키지 않는 외국에 페널티 부과<br>• 미국 기업들에 수혜를 집중시키기 위해 연방정부에 미국산 상품/서비스 4,000억 달러 구매 유도<br>• NATO 필요성 강조, 해외주둔 미군 유지, 그러나 군사력 강화에는 동의 |
| 대중 정책 | • 1차 무역합의 이행 강행<br>• 중국 공장을 미국으로 이전하는 기업들에 세액 공제, 제조업 등 내수 활성화<br>• 중국 수입품에 대한 고관세 부과, 화웨이 제재 등 대중국 무역 강경책 유지 | • 동맹국과의 협력관계 강화를 통해 간접적 대중 정책 추구<br>• 농산물 관세는 철폐, 중국의 덤핑 및 지적재산권 침해에는 강경한 입장 유지 |
| 헬스케어 | • 오바마 케어 폐지, 의료보험 의무화 규제 철폐<br>• 보험사간 경쟁 통한 보험료 인하 유도 | • 오바마 케어 강조, 전 국민 의료보험 가입 의무화<br>• 의료보험 및 민간보험 선택권 부여 |
| 기타 | • 합법이민 및 유학생 축소<br>• 무상교육 반대<br>• 총기규제 완화 | • 포용적 이민정책,<br>• 저소득층 교육 예산 확대<br>• 총기규제 확대 |

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

# 03. 쟁점: 트럼프 vs 바이든, 물가 및 에너지 가격 안정

- 공통: 전통 인프라 투자, 일자리 창출, 중국 공장의 미국 이전, 에너지 가격 안정, 군사력 강화
- 쟁점: 물가 및 에너지 가격 안정
- 물가 안정을 위한 에너지 공급 확대 및 신재생에너지 정책 변화가 주요 쟁점으로 부각
  - 트럼프 해법: 1) 신재생 폐기, 2) 화력발전 확대, 이란 및 베네수엘라 제재를 통한 셰일 산업 부흥
  - 바이든 해법: 1) 신재생 확대, 2) 베네수엘라 제재 완화

    (+ 이-팔 종전이 예상보다 앞당겨질 시 사우디와 관계회복 및 핵합의)

트럼프 vs 바이든 주요 키워드 정리

| | 트럼프 | 바이든 |
|---|---|---|
| | 대기업 친화적, 부유층 | 중산층 회복, 친노조 |
| | 법인세율 인하 | 법인세율 인상 |
| | 보호무역주의, 관세, 탈세계화, 미국 우선주의 | 부분적 자유무역주의, 동맹국과의 협력 |
| | 해외주둔 미군 축소 | NATO 지지 |
| | 화력 에너지 | 신재생 에너지 |
| | 대중 강경책, 미중 무역분쟁 | 간접적 대중규제, 리쇼어링 |
| | 복지 축소 | 복지 확대 |
| | 이란핵합의(JCPOA) 탈퇴 및 대이란제재 | 이란 및 베네수엘라 제재 완화, 사우디 관계회복 |
| **공통** | 전통 인프라 투자, 일자리 창출, 중국 공장의 미국 이전, 에너지 가격 안정, 군사력 강화 | |
| **쟁점** | 물가 및 에너지 가격 안정 | |

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

# 04. 쟁점: 트럼프 vs 바이든, 물가 및 에너지 가격 안정

- 트럼프 해법: 1) 신재생 폐기, 2) 화력발전 확대, 이란 및 베네수엘라 제재를 통한 셰일 산업 부흥
- 바이든 해법: 1) 신재생 확대, 2) 베네수엘라 제재 완화

에너지 공급 확대 및 신재생에너지 정책에 대한 입장

| 바이든 | 트럼프 |
|---|---|
| **IRA 보조금으로 기업투자 활성화 및 일자리 창출** | **전기차 보조금 철회 및 자동차 산업 부흥을 통한 일자리 창출** |
| • 보조금의 84%가 에너지 안보 및 기후대응에 편성 | • 바이든 정부의 전기차 전환 목표 철회 및 7,500달러 세금공제 혜택, 전기차 기술 개발을 위한 투자 중단 |
| 이중 28%는 전기차 및 배터리 공급망 관련 세액공제, 그 외 태양광 패널, 풍력 터빈, 전력 전송 장비 부품 공장 | 내연기관차와 비교해 아직 전기차 구매에 비용 부담이 존재, 물가 상승의 원인으로 지목 |
| • 2032년까지 미국 내 판매되는 신차의 2/3를 전기차 전환 목표 | 내연기관차 대비 적은 부품수, 전동화 전환 등으로 완성차업계의 일자리 감소 |
| • 자동차 제조업체의 배터리 공장 건설 자금 지원 및 경쟁력 강화 | |
| **베네수엘라 제재 완화** | **베네수엘라, 이란산 원유 퇴출을 위한 제재 강화** |
| • 중동전쟁으로 인해 미국-사우디-이스라엘 관계 복구 차질 | • 중동 정세 불안 방치하는 동시에 이란제재 지속하며 미국내 셰일 산업 투자 및 원유수출 증가로 에너지 자립 강화 |
| 이란 제재 재차 강화됨에 따라 베네수엘라 제재를 풀어줄 가능성 | 셰일 산업 중심지인 퍼미안 분지가 위치한 텍사스주 일자리 창출 |
| 22년 11월 셰브론 베네수엘라 원유생산 재개, 올해 1월부터 미국으로 수입되기 시작 | • 이란 제재 후인 2019년 6월 미국산 원유수출 하루 300만 배럴이상으로 유지되며 유가 하락, 50~60달러 대에서 횡보 |
| • 예상보다 빨리 종전될 경우 미국-사우디 관계 회복 가능성 | **모든 수입품에 10% 관세 부과** |
| 사우디는 핵을 보유한 이란에 대응해 미국에 상호방위조약 체결, 민간 핵프로그램 개발 지원 요구 | • 관세 부과를 통한 리쇼어링 장려 및 국가부채 해소 |
| 이스라엘은 수교 대가로 사우디에 민간핵프로그램 지원 검토하고 있었음 | 보편적 기본관세(universal baseline tariff): 미국이 수입하는 모든 제품에 관세 부과 |
| 이를 미국이 허용할 시 이란에 이어 우라늄 농축 시설 보유 가능 | 매칭세(matching tax): 미국에 높은 관세를 부과하는 나라에 똑같은 세율을 적용 |
| | 보복관세: 의도적으로 자국 통화를 평가절하하는 국가에 보복관세 부과 |
| | • 2020년 당선 이후 수입철강에 25%, 알루미늄에 10%의 고율관세를 실제로 추진. 한국, 중국산 태양광 패널, 세탁기에도 관세 부과. |

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

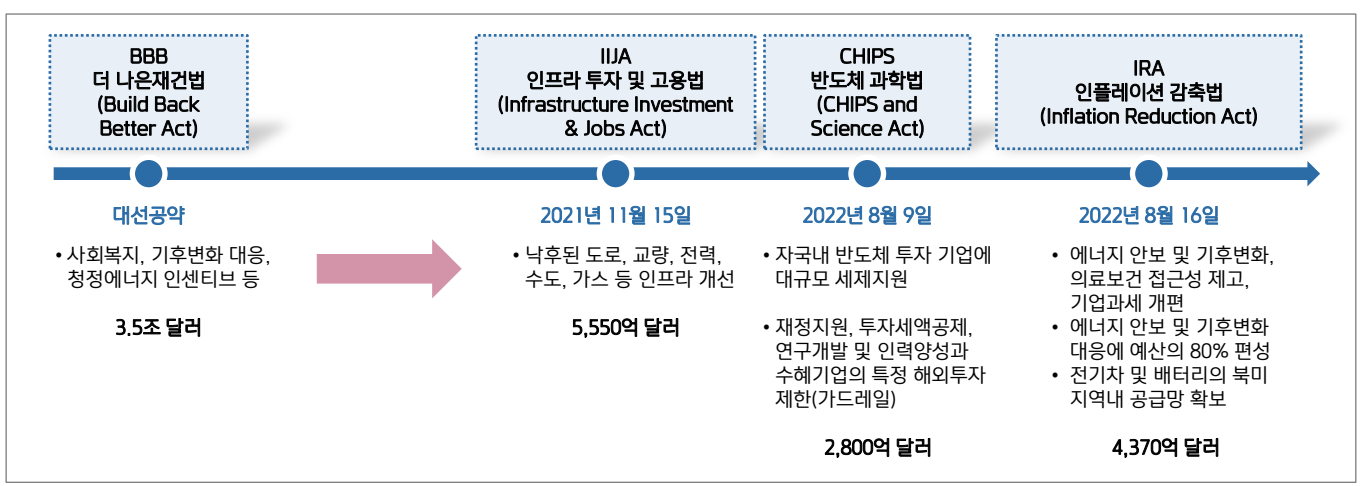
# 05. 바이든 행정부 – IIJA, CHIPS, IRA 현황

▶ 1) 민간부문 R&D 중심 인프라 투자 증가, 2) 소외지역 일자리 창출 성과

– 대선 공약이었던 American Job Plan을 기반으로 BBB (3.5조 달러) 발의

– 공화당의 반대로 예산 규모와 범위가 축소된 형태인 IIJA(5,500억 달러), CHIPS (2,800억 달러), IRA(4,370억 달러)을 작년 11월 중간선거 이전까지 모두 법제화 성공

바이든 행정부 출범 이후 주요 법안 타임라인



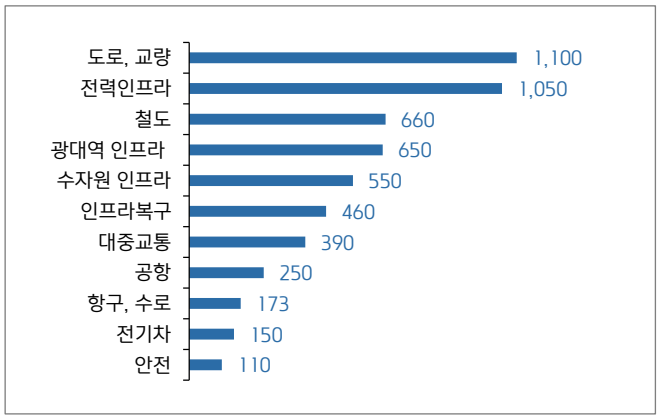

자료: 미국 의회, KOTRA, 키움증권 리서치센터



키움증권

# 06. IIJA, CHIPS, IRA 예산 계획 및 세부내용

## IIJA 2022~2026년 5년간 진행 예산 계획 (억 달러)




자료: 미국 의회, 키움증권 리서치센터

## CHIPS 세부 내용 (억 달러)

| 항목 | 내용 |
|---|---|
| 대상 | 반도체 제조시설, 설비 투자액 3억 달러 이상 대규모 반도체 소재/장비 제조시설 및 웨이퍼 제조시설 |
| 지원방식 | 직접 보조금, 대출 또는 대출보증방식 |
| 가드레일 | 주요 중국 반도체 및 슈퍼 컴퓨터 기업을 거래 제한 목록(entity list)에 포함, 지원을 받은 기업은 '미국의 우려 국가(중국)'에 10년간 투자 금지 |
| **반도체 산업 재정지원** | **527** |
| **투자세액공제** | **25%** |
| 설비투자 인센티브 | 390 |
| 반도체 연구 및 인력교육 | 130 |

자료: 미국 의회, 키움증권 리서치센터

## IRA 예산 집행 계획 (억 달러)

| | | | |
|---|---|---|---|
| 15% 최저법인세율(최저한세) | 2,220 | **에너지 안보 및 기후 위기** | **3,690** |
| 처방약 가격책정 개혁 | 2,650 | 건강보험개혁법(ACA) 연장 | 640 |
| 국세청(IRS) 과세 집행 강화 | 1,240 | 서부지역 가뭄 대응 역량강화 | 40 |
| 자사주 매입 1% 개별 소비세 | 740 | | |
| 초과사업손실(EBL) 제한 연장 | 520 | | |
| **총수입** | **7,370** | **총투자** | **4,370** |
| | | **총 재정적자 감축** | **3,000** |

자료: 미국 의회, KITA, 키움증권 리서치센터

## IRA 주요 인센티브 (억 달러)

| 인센티브 | 금액 | 주요내용 |
|---|---|---|
| **청정 제조시설 투자 (ITC)** | 63 | 전기차, 배터리 및 관련 소재 부품 제조시설을 미국 내 설치, 확장할 경우 투자액의 6~30% 공제 |
| **첨단제조 생산 (PTC)** | 160 | 미국 내에서 생산 및 판매되는 배터리, 태양광, 풍력 등 첨단 부품과 핵심광물 등에 대해 생산비용의 약 10% 공제 |
| 일반 친환경차 | 75 | 북미 내 최종 조립, 친환경차에 배터리 부품 요건 충족 시 3,750달러 지급 |
| 상업용 친환경차 | 36 | 상업용 친환경차를 구매하는 소비자에게 최대 7,500달러 또는 차량가격의 30%에 해당하는 세액공제 |
| 청정전력 투자 | 509 | 기존 차량을 친환경 대형차량으로 교체시 추가되는 비용, 친환경 대형차량 부품의 수리비용 등에 보조금 지급 |
| 청정전력 생산 | 112 | |
| 첨단기술 차량 제조 시설 대출 | 30 | 태양광, 풍력 등 청정전력 생산시설 투자 또는 해당시설에서 전력 생산 시 세액공제 |
| 에너지부 대출 보증 | 43 | 전기차 생산시설 등 첨단기술을 사용해 온실가스 배출을 방지하는 투자 시 에너지부 심사를 거쳐 대출 보증 |

자료: 미국 의회 예산처, 산업통산자원부, 키움증권 리서치센터



키움증권

# 07. IRA 및 리쇼어링에 대한 평가

1. 민간부문 R&D 중심 인프라 투자 증가

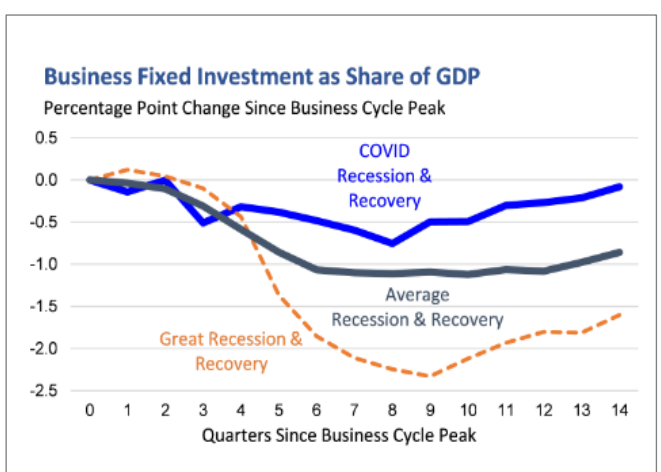
▶ 코로나 19 이후 회복 시기 BFI는 평균적인 침체 시기 대비, 1980년 이후 모든 침체 시기 대비 빠르게 회복

- 기업 고정 투자(Business Fixed Investment, BFI): 기계, 건물, 장비 및 기술에 대한 지출
  GDP의 핵심 구성 요소, 민간 기업의 전통적인 투자 척도
- 민간부문 R&D 코로나19 시점 대비 17% 증가 vs 평균적인 침체 시기 11%, 대공황 시기 2% 증가

▶ IRA 보조금으로 인해 장기적 경제성장을 촉진하는 신기술 투자 증가

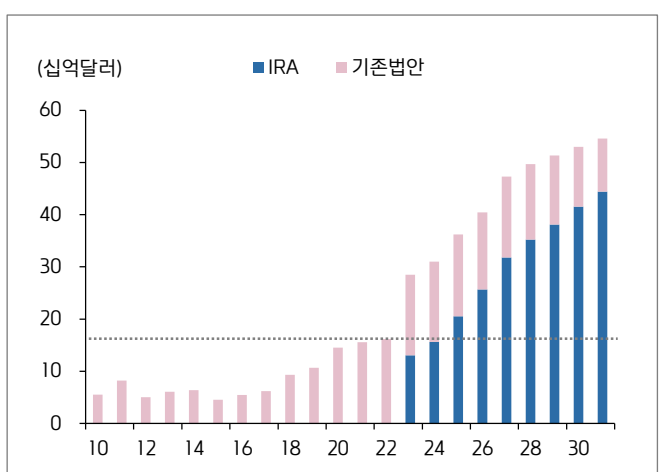
- 2023년 6월 기준 실제 건설된 청정에너지 제조 시설 2021년 대비 두 배 이상 증가
- 2031년까지 에너지 산업 투자 인센티브는 2021년 대비 3배 증가 전망, 10년간 3,900억 달러 이상의 연방 지원

침체 시기별 GDP 대비 기업 고정 투자 비중 (%)




자료: 미 경제분석국, 미 재무부, 키움증권 리서치센터
주: 경기 침체가 시작되기 전 마지막 분기를 경기 순환 정점이라고 정의하며, 이는 미 경제연구국 (National Bureau of Economic Research)에서 결정

IRA 시행 이후 에너지 산업 투자 인센티브 전망




자료: 미 재무부, 의회예산처, 키움증권 리서치센터



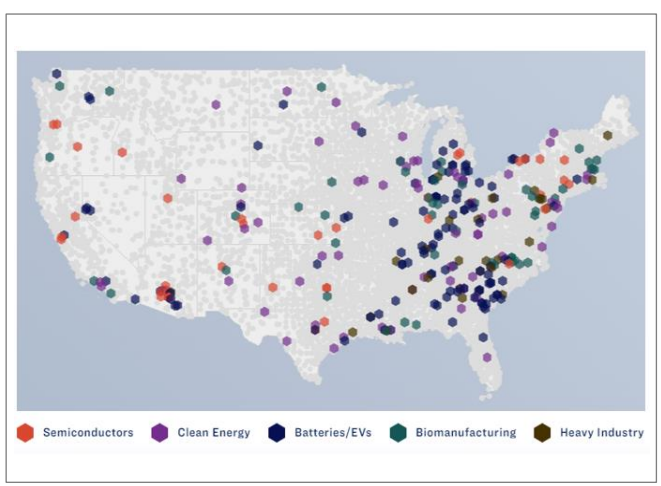
키움증권

# 08. IRA 및 리쇼어링에 대한 평가

## 2. 소외지역 일자리 창출

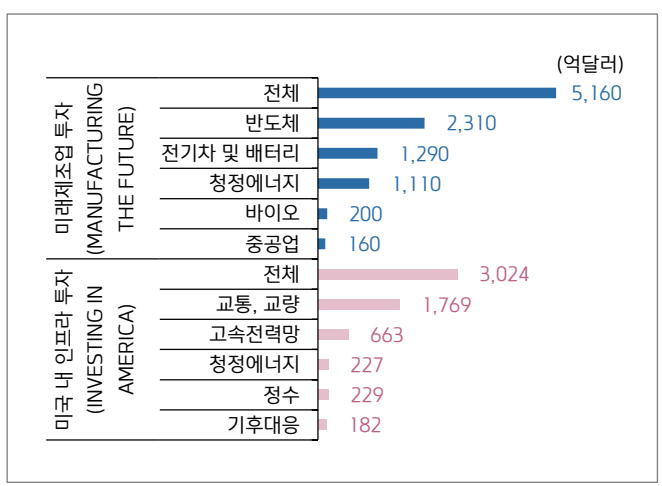
- 전체 5,000억 달러 규모, 250개 이상 프로젝트 발표, 신규 일자리 창출 81.5만건
  - 민간기업 투자 4,700억 달러, 정부투자 2,200억 달러
  - 이 중 2,000억 달러 규모, 150개 이상 프로젝트가 청정 에너지, 전기 자동차 및 배터리 분야에 해당
  - 일자리 창출 청정에너지 분야 11.4만건, 전기차 분야 5.7만건
- 청정 에너지 발전 투자를 저학력, 저소득, 고실업 지역에 배치, 불평등 해소에 기여
  - 바이든 대통령 취임 이후 발표된 청정에너지 관련 투자 프로젝트는 미국 중서부와 남동부에 집중
  - 2020년 대선 경합주 지역인 미시간주~조지아주 배터리 벨트 (Battery Belt) 형성.

바이든 대통령 취임 이후 제조업, 인프라 투자 발표 현황 (1)




자료: Invest.Gov, 미 백악관, 키움증권 리서치센터
참고: IRA, IIJA, the Bipartisan Infrastructure Law 기반하여 발표된 프로젝트

바이든 대통령 취임 이후 제조업, 인프라 투자 발표 현황 (2)




자료: Invest.Gov, 미 백악관, 키움증권 리서치센터
참고: IRA, IIJA, the Bipartisan Infrastructure Law 기반하여 발표된 프로젝트



키움증권

# 09. 신재생 에너지, 대선 리스크 존재하나 우려는 과도

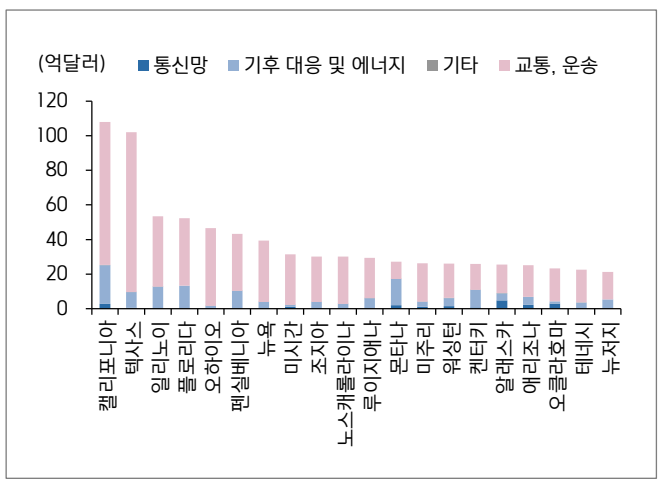
▶ 신재생 에너지, 대선 리스크 존재하나 우려는 과도

- 공화당은 선거 유세 과정에서 당장의 물가 안정을 위해 기후변화정책 완화를 핵심 선거 전략으로 내세울 가능성 큼
- 그러나 재정정책 속도와 규모의 문제일 뿐 방향성은 동일

▶ 현재 트럼프가 문제삼고 있는 부분은 IRA 전기차 및 배터리 보조금에 국한

- IRA, IIJA 등 청정에너지 프로젝트의 50% 이상이 공화당 지역구 및 2020년 경합주에 위치
- 현대차, 기아, 리비안 등 공장이 위치하여 배터리 벨트가 형성된 조지아주는 전통적 공화당 지역구였지만, 2020년 대선 때 경합주로써 바이든 지지
- 일자리 창출 및 리쇼어링 효과 감안시 완전한 정책 되돌림은 불가능

IIJA 지역별, 부문별 진행 중인 프로젝트 투자금액 현황




자료: Invest.Gov, 미 백악관, 키움증권 리서치센터
참고: 투자금액 상위 20개주

IIJA 기후 대응 및 에너지, 전기차 분야 지역별 투자금액 비중

| 청정에너지 및 기후대응 부문 | 비중(%) | 전기차 및 배터리 | 비중(%) |
|---|---|---|---|
| 캘리포니아 | 11.0 | 캘리포니아 | 9.9 |
| 몬타나 | 7.4 | 뉴욕 | 7.0 |
| 와이오밍 | 6.8 | 미시간 | 6.3 |
| 플로리다 | 6.5 | 사우스캐롤라이나 | 5.9 |
| 일리노이 | 6.1 | 텍사스 | 5.2 |
| 펜실베니아 | 5.1 | 조지아 | 5.1 |
| 켄터키 | 5.0 | 일리노이 | 4.9 |
| 텍사스 | 4.4 | 루이지애나 | 4.4 |
| 노스다코타 | 3.6 | 미시시피 | 3.7 |
| 뉴멕시코 | 3.3 | 펜실베니아 | 3.5 |
| 콜로라도 | 3.2 | 버지니아 | 3.3 |
| 루이지애나 | 3.0 | 메사추세츠 | 3.0 |
| 뉴저지 | 2.5 | 오클라호마 | 2.9 |
| 애리조나 | 2.3 | 위스콘신 | 2.7 |
| 워싱턴 | 2.2 | 알라바마 | 2.6 |

자료: Invest.Gov, 미 백악관, 키움증권 리서치센터
참고: 투자금액 상위 각각 15개주, 2020년 대선 기준 민주당 지역구 파란색, 공화당 지역구 빨간색, 경합주 검은색 표시



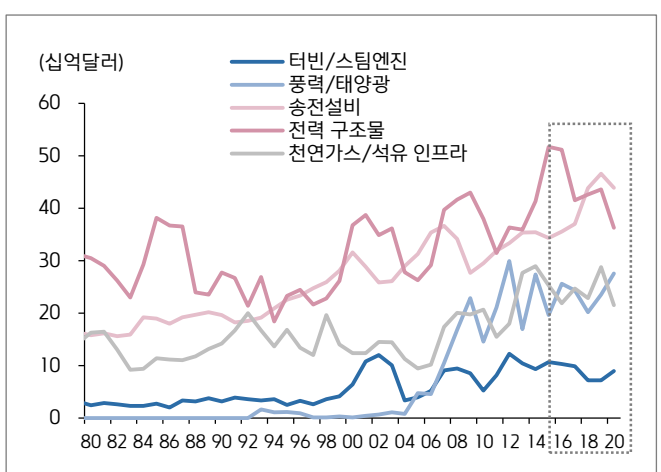
키움증권

# 10. 과거 트럼프 행정부 당시에도 신재생 에너지 인프라 투자는 지속

▶ 2017~2020년 트럼프 행정부 당시에도 신재생 에너지 인프라 투자는 지속

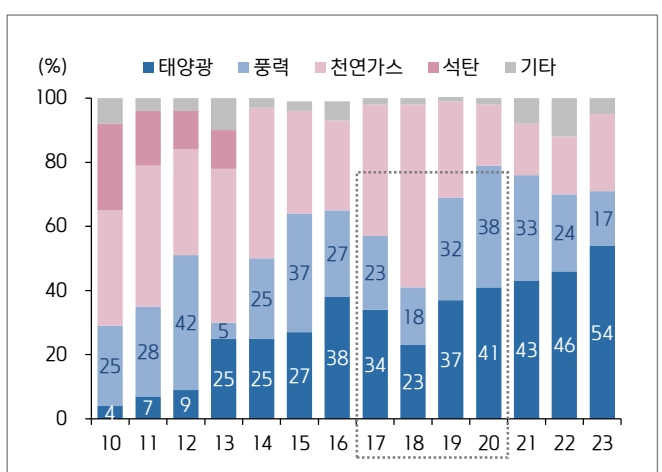
- 전력원별 민간부문 인프라 투자금액 17년 대비 20년 증가율 태양광, 풍력 7.6% vs 석유 -11.2% vs 천연가스 2.3%
- 신규 증설 발전용량 내 태양광, 풍력 비중 17년 57% -> 20년 79% -> 23년 1분기 71%

미국 전력원별 인프라 민간투자 금액 추이




자료: 미 경제분석국, 키움증권 리서치센터

미국 연도별 신규 발전용량 비중




자료: SEIA, 키움증권 리서치센터
참고: 2023년은 1분기 기준



키움증권

# 11. 원전, 기후 변화 정책 완화 시 대안

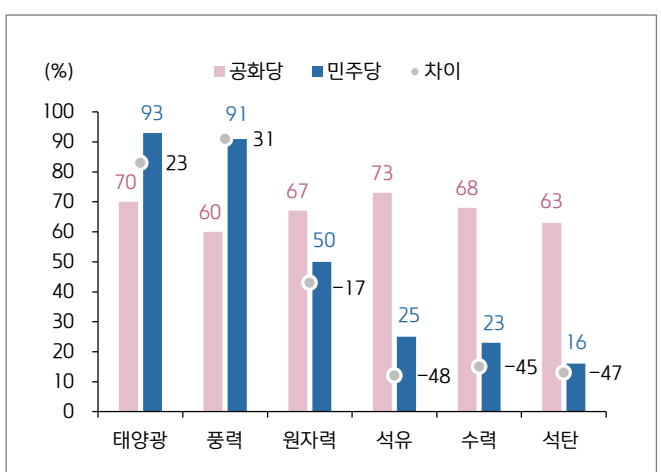
▶ 원전, 공화당의 선거 유세 과정 및 예산 축소 요구로 인한 변동성 확대 시 대안

- 과거 트럼프 정부 당시 원자력 시장에서의 미국 경쟁력 확보 측면에서 원전 해외 수출에 우호적
- 18년 2월, 신규 원전에 대한 1.8센트/kWh 발전 세액 공제 적용기한 연장 내용 포함한 세제 법안(HR 1892)에 서명
- 18년 6월, 에너지 안보 및 신재생에너지의 공급 안정성 문제로 석탄 및 원자력 발전소 가동을 지속하라는 행정명령

▶ 일자리 창출, 에너지 공급 안정성 달성 가능, 기후변화정책 완화 및 보조금 축소 시 대안으로 떠오를 가능성

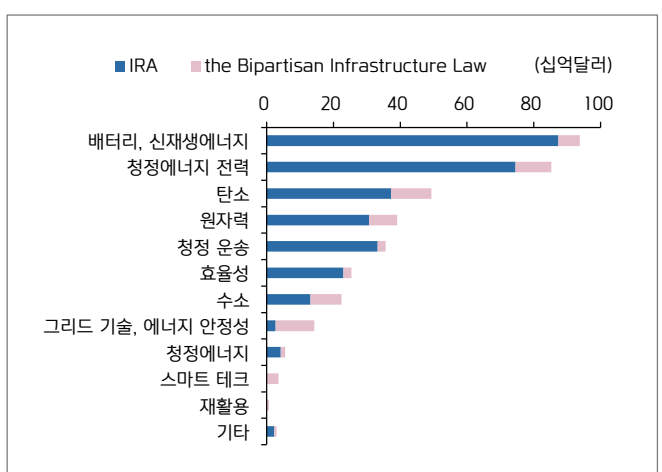
- 현재 미국 내 93기의 원자로 가동(남부 47기, 중서부 22기, 북동부 18기, 서부 6기), 전체 전력량의 18.6% 차지
- 공화당, 민주당 지지자 모두 판데믹 전력난 및 에너지 가격 급등 경험 이후 무탄소 에너지 선호도 증가
- 1000MW 원전 1기 건설 시 건설, 운영, 해체, 부품 공급망 등 20만개의 일자리 창출이 가능 (NEA, IAEA, 2019년)

공화당, 민주당 에너지원별 선호도 설문




자료: Pew Research, 키움증권 리서치센터
참고: 2023년 5월 30일 ~ 6월 4일 조사

제조업, 인프라 투자 중 에너지부문별 인센티브




자료: 미 의회예산처, 키움증권 리서치센터
참고: IRA, IIJA, the Bipartisan Infrastructure Law 기반하여 발표된 프로젝트



키움증권

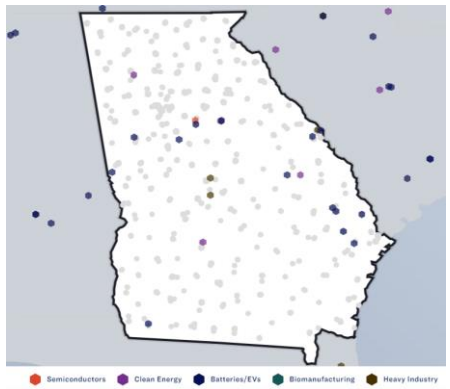
# 12. 원전, 기후 변화 정책 완화 시 대안

## IRA 이후 국내기업 진출 현황

| 기업 | 위치 | 주 | 투자액(십억달러) | 고용 창출(명) |
|---|---|---|---|---|
| 삼성전자 | Taylor | 텍사스 | 17 | 2,000 |
| SK온-Ford | Glendale | 켄터키 | 5.8 | 5,000 |
| | Stanton | 테네시 | 5.6 | 6,000 |
| LG화학 | Clarksville | 테네시 | 3.2 | 850 |
| LG에너지솔루션-GM | Lansing | 미시간 | 2.6 | 1,700 |
| | Holland | 미시간 | 1.7 | 1,200 |
| LG에너지솔루션 | Queen Creek | 애리조나 | 5.6 | - |
| 삼성SDI-GM | New Carlisle | 인디애나 | 3 | 1,700 |
| 삼성SDI-Stellantis | Kokomo | 인디애나 | 2.5 | 1,400 |
| 한국타이어 | Clarksville | 테네시 | 1.6 | 1,200 |
| 현대차-SK | Bartow County | 조지아 | 5 | 3,500 |
| 현대차 | Montgomery | 알라바마 | 0.3 | 200 |
| 현대모비스 | Bryan County | 조지아 | 0.926 | 1,500 |
| 기아 | West Point | 조지아 | 0.2 | 200 |
| 한화큐셀 | Dalton and Catersville | 조지아 | 2.5 | 2,500 |
| OCI | Beaumont | 텍사스 | 1 | 80 |
| 씨에스윈드 | Peublo | 콜로라도 | 0.25 | 850 |

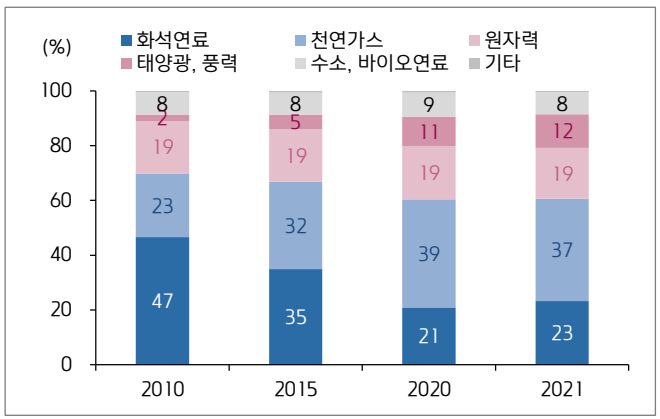
자료: Invest.Gov, 미 백악관, 키움증권 리서치센터
주: 2020년 대선 기준 민주당 지역구 파란색, 공화당 지역구 빨간색, 경합주 검은색 표시

## 미국 조지아주 투자 현황



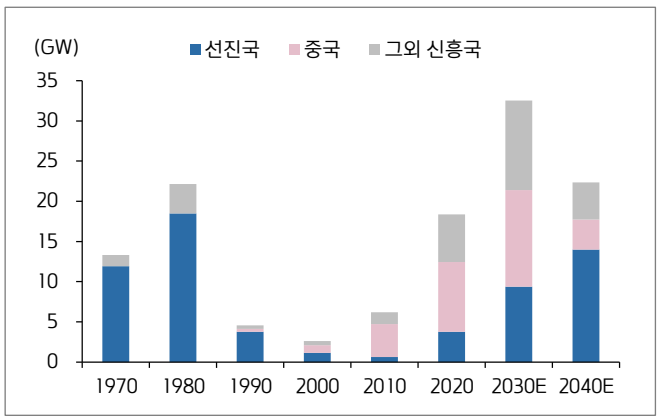

자료: Invest.Gov, 미 백악관, 키움증권 리서치센터

## 미국 전력원별 발전 비중 추이




자료: IEA, 키움증권 리서치센터

## 2050탄소중립 달성(NZE) 시나리오: 연간 평균 원전 신규증설




자료: IEA, Net Zero Roadmap(2023), 키움증권 리서치센터

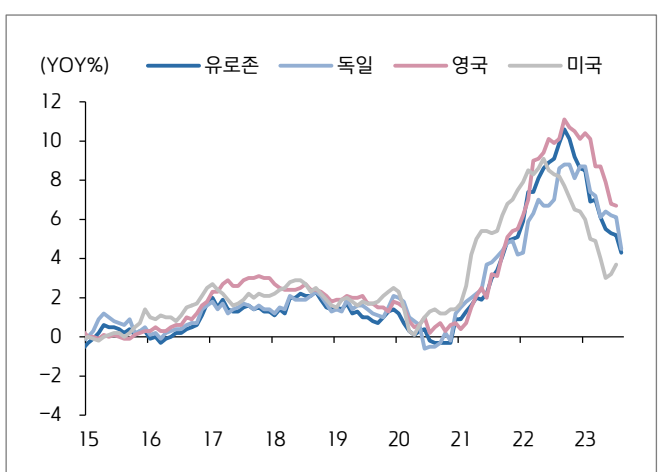


키움증권

# 13. 유로존, 다시 재개되는 정책 모멘텀

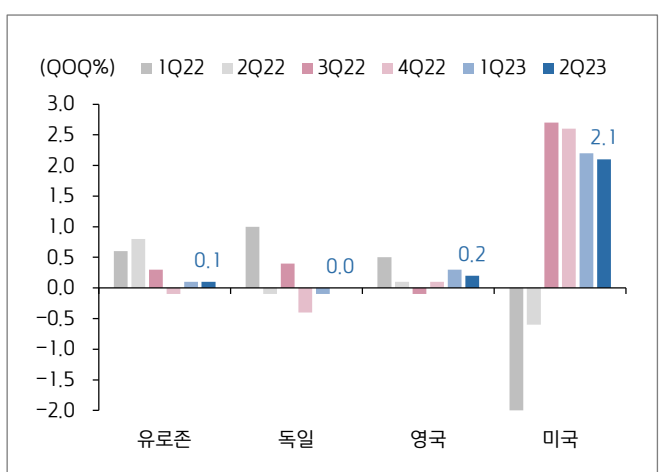
- 유로존의 고물가, 경기 부진과 맞물리며 신재생 에너지 정책 기조에 균열
  - 9월 제조업PMI 유로존 43.4 vs 독일 39.6 vs 미국 49.8
  - QOQ 경제성장률 유로존 1Q 0.1% → 2Q 0.1% vs 독일 1Q -0.1% → 2Q 0.0% vs 미국 1Q 2.2% → 2Q 2.1%
- 영국, 스웨덴 등 기후변화 대응 목표 달성에 수반되는 막대한 비용과 여론의 반대 감안해 속도 조절 중
- 재생에너지로 산업의 모든 필요 전력을 충당하는 'RE100'를 보완하는 현실적인 탄소중립 달성방안으로써 'CF100' 에 주목할 가능성
  - CFE(Carbon Free Energy, 무탄소에너지): 재생에너지와 더불어 원전, 수소에너지 등을 포함한 개념으로, 탄소가 발생하지 않기 때문에 RECs(재생에너지공급인증서)를 구매할 필요 없음

유럽 주요국 및 미국 CPI 추이




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

유럽 주요국 및 미국 QOQ 경제성장률




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

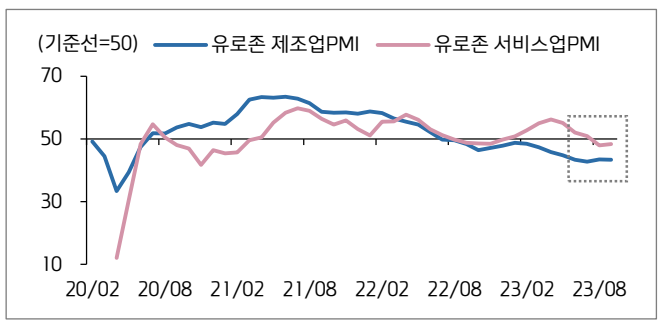


키움증권

# 14. 유로존, 다시 재개되는 정책 모멘텀

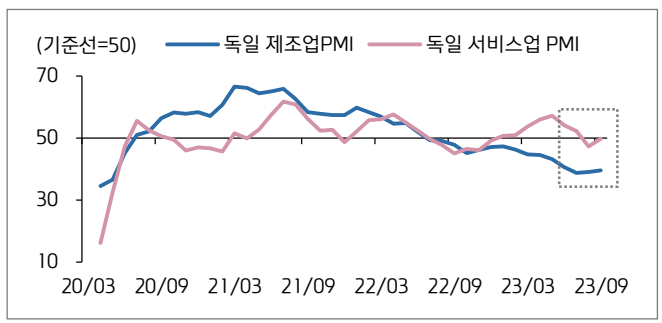
- 영국: 내연기관 신차 판매 금지 시기 2030년에서 2035년으로 연기. 기존 2050년까지 탄소 중립 달성 목표는 유지
- 독일: 내년부터 가정용 화석연료 보일러 사용을 전면 금지하는 법안 채택된 뒤 연립정부 지지율 하락
- 스웨덴: 내년 정부 예산안에서 기후변화 대응 및 친환경 정책 관련 예산 삭감. 2045년까지 탄소 중립을 달성하는 것은 사실상 불가능함을 언급

유로존 제조업, 서비스업 PMI



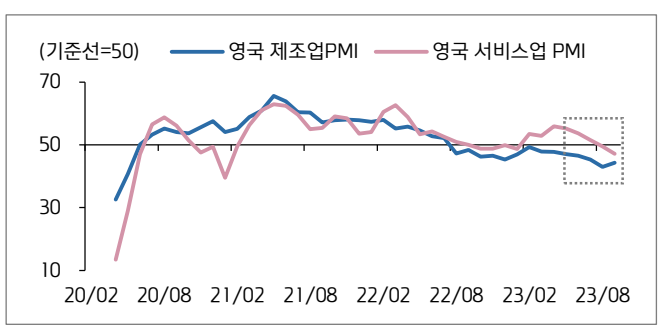

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

독일 제조업, 서비스업 PMI



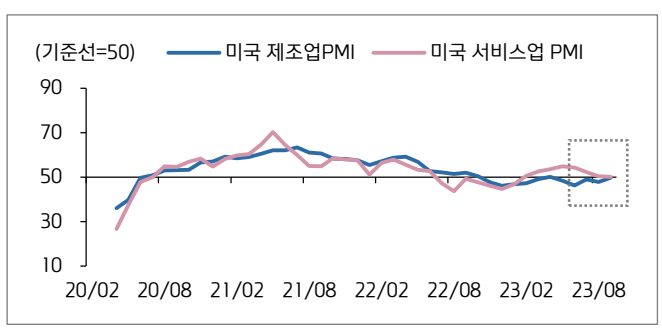

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

영국 제조업, 서비스업 PMI




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 제조업, 서비스업 PMI




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

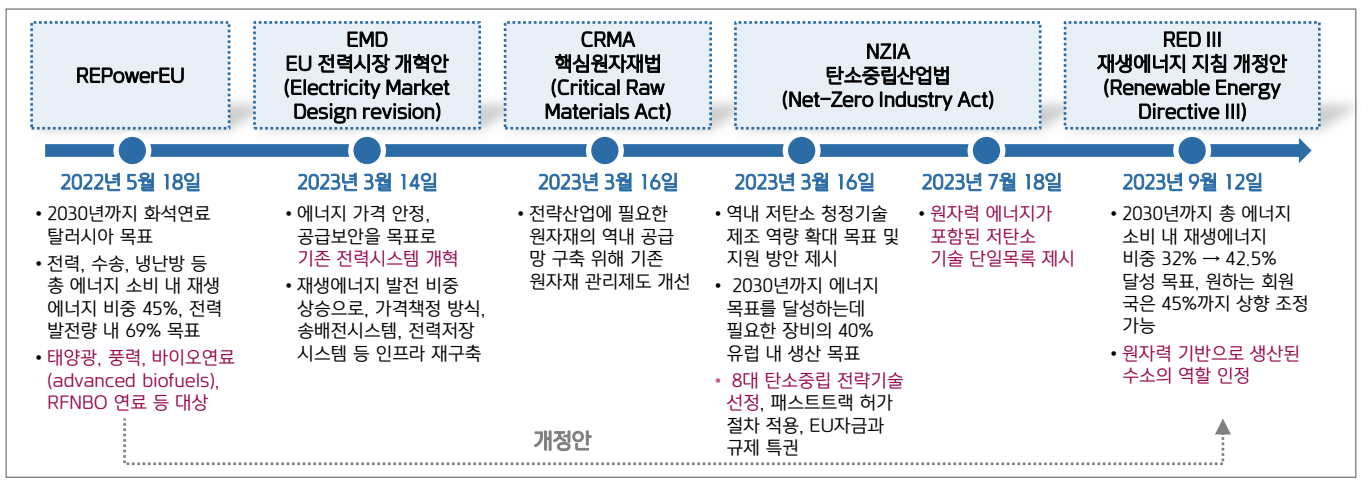


키움증권

# 15. 유로존 친환경 정책 – EMD, RED III, CRMA/NZIA 현황

- 재생에너지 지침 개정안(RED III): 2030년까지 화석연료 탈러시아 및 전력 발전 내 재생에너지 비중 69%를 목표로 하는 REPowerEU의 개정안, 10월 이사회 채택
- EU 전력시장 개혁안(EMD): 올해 3월 발의 이후 최종 입법 지연 중
  - 러우 전쟁을 계기로 인프라 재구축 목표, 주요 내용은 에너지가격 안정, 재생에너지 확대, 전력시스템 유연성 확대
  - 에너지 시장의 가격 변동성 완화를 위한 양방향 차액정산계약(CFD), 장기 전력구매계약(PPA) 등 보조금 포함
  - 원자력 보조금에 대한 프랑스, 독일의 입장 차이로 최종 입법 지연
- 핵심원자재법(CRMA), 탄소중립산업법(NZIA): 역내 탄소중립 산업 지원 목표, 12월 이전 의회 본회의 투표 예정

유로존 친환경 정책 타임라인




자료: 언론보도, KOTRA, Euractiv, 키움증권 리서치센터
참고: RFNBO: 비생물성 재생 에너지 연료, 바이오매스 외의 원료에서 생산되는 수소, 암모니아 등



키움증권

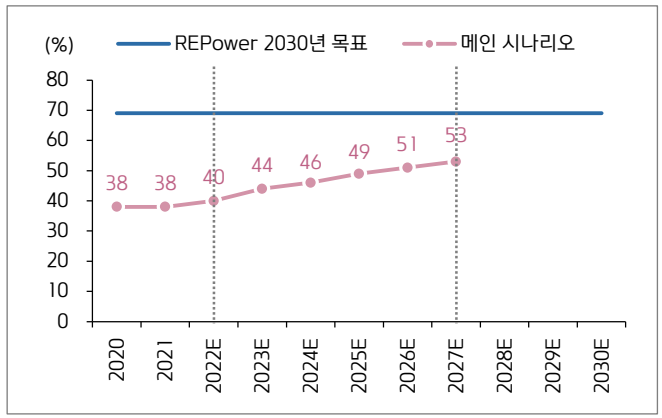
# 16. 2030년 탄소중립 달성 목표 및 EMD 세부내용

## REPower 2030년 달성 목표 및 시나리오

| | REPower 2030년 목표 | IEA 추정 시나리오 |
|---|---|---|
| **전력** | 69% | 54% |
| 태양광 | 592 GW | 396 GW |
| 풍력 | 510 GW | 290 GW |
| **운송** | 32% | 16% |
| **냉난방** | CAGR 2.3% | CAGR 0.9% |
| 산업 | CAGR 1.9% | CAGR 0.9% |
| **총 에너지 소비 내 재생에너지 비중** | 45% | 32% |

자료: EU, IEA, 키움증권 리서치센터.

## REPower 전력발전량 내 재생에너지 비중 목표달성 시나리오




자료: EU, IEA, 키움증권 리서치센터.

## EU 전력시장 개혁안(EMD) 세부내용

| 목표 | 법안 | 주요 내용 |
|---|---|---|
| • 기존 전력시스템에서 벗어나 에너지 가격 안정성 확보 및 재생에너지 확대 목표<br>• 재생에너지 발전 비중이 상승함에 따라 현 전력시장의 가격책정 방식, 송배전시스템, 전력저장시스템 등 인프라 재구축 필요 | 에너지 가격 안정 | 장기계약을 통해 가스가격 변동에 민감한 에너지 도매시장의 가격변동성 완화<br>1. 양방향 차액정산계약(Two-way Contract for Difference, Two-way CfD)<br>• 풍력, 태양광, 지열, 수력 등의 재생에너지, 원자력 에너지를 대상<br>• 시장가격이 높을 때 발전소의 수익을 제한, 가격이 낮을 때는 국가 기관이 발전소에 차액을 지급<br>2. 복합 가격 계약<br>• 한명 이상의 공급자와 고정가격과 변동가격을 혼합하여 계약 체결, 에너지 소매시장에서 고정된 가격으로 전력을 공급<br>• 태양광, 히트 펌프 등 상대적으로 저렴한 재생에너지의 사용으로 전기요금이 인하될 경우 그 혜택이 소비자에게 돌아가게 함 |
| | 재생에너지의 확대 | 전력구매계약(Power Purchase Agreement, PPA) 확대를 통한 안정적인 장기 수입원 확보<br>• 에너지 발전사업자와 전력공급업자 사이에 이루어지는 장기계약(5~10년)<br>• 철강 산업과 같이 대량의 전력 사용이 불가피한 산업의 탄소중립화에 기여 |
| | 전력 시스템 유연성 확대 | 발전과 부하를 조절하는 유연성을 확보하여 변동성이 큰 재생에너지의 전력 생산량을 보완<br>• 에너지 저장 시스템 (Energy Storage System, ESS), 에너지 수요와 공급을 실시간으로 모니터링하고 정보를 공유하는 스마트그리드 기술 필수적<br>• 2025년부터 모든 회원국들이 의무적으로 전력 시스템 유연성 평가를 2년마다 실시하도록 제안 |

자료: EU, KITA, 키움증권 리서치센터.



키움증권

# 17. 쟁점: 독일 vs 프랑스, 원자력 보조금

▶ 독일 탈원전 기조 vs 원자력 의존도 높은 프랑스 및 원전동맹국(폴란드, 체코 등) 보조금 대상에 원전 포함 요구

- EU 전력시장 개혁안(EMD): 양방향 차액결제거래(CFD) 보조금의 대상이 되는 원전의 범위
- 탄소중립산업법(NZIA): 8대 탄소중립 전략 기술 vs 원자력이 포함된 전략 기술 분류 없는 단일 탄소중립목록

## 원자력 둘러싼 독일 vs 프랑스 입장 정리

| | 쟁점 | 독일 | 프랑스 |
|---|---|---|---|
| RED III | • 운송부문의 바이오연료(advanced biofuels), RFNBO 연료 비중 확대<br>• 이때 원자력 기반으로 생산된 수소의 역할 인정 | 태양광, 풍력에 대한 투자 위축 우려 | • RFNBO 연료를 통한 탄소중립 목표 달성이 선택지로 포함되는 것에 찬성<br>• 입법 이후 10월 10일 프랑스 정부는 신재생에너지 비중 45%까지 확대 발표 |
| EMD | 양방향 차액결제거래(CFD) 보조금의 대상이 되는 원전의 범위 | 이미 감가상각이 끝난 기존 원전 제외, 신규투자되는 원자로만 포함 | 신규 원자로 뿐만 아니라 기존 대형원전에서 생산된 전력에도 규정 적용 |
| NZIA | 8대 탄소중립 전략기술 내 원자력 포함 여부 | – | 3월 초안에 원자력 미포함 되어 입법 반대 |

자료: 언론보도, KOTRA, 키움증권 리서치센터.

## NZIA 탄소중립기술안 목록 비교

| | EU집행위 (23년 3월 초안) | 유럽의회 (23년 7월 합의안) |
|---|---|---|
| 탄소중립 기술 | 재생에너지 기술 전반<br>전기 및 열 저장 기술<br>히트펌프<br>전력망 기술<br>비생물학적 기원의 재생연료 기술<br>지속가능한 대체연료 기술<br>전해조, 연료전지 포함 수소기술<br>폐기물 최소화한 원자력 공정에서 에너지를 얻는 기술<br>SMR 및 동급 연료<br>탄소 포집, 활용, 저장 기술<br>에너지 시스템 관련 에너지 효율기술 | 1. 재생에너지<br>2. 핵분열, 융합 에너지<br>3. 에너지 저장 기술<br>4. CO2, CH4, N2O 제거, 포집<br>5. 수소운송 인프라<br>6. 전해조 및 연료전지<br>7. 운송분야 전기, 수소, 지속가능 대체연료, 풍력<br>8. 운송용 전기충전 기술<br>9. 수소, 지속가능 대체연료, 바이오메탄 연료 인프라 |
| 전략기술 | 1. 태양광 발전 및 태양열<br>2. 육상풍력, 해상, 재생가능 기술<br>3. 배터리 및 저장 기술<br>4. 히트펌프 및 지열 에너지<br>5. 전해조 및 연료전지<br>6. 지속가능한 바이오 가스메탄<br>7. 탄소 포집, 저장(CCS)<br>8. 그리드 기술 | 10. 히트펌프<br>11. 에너지 효율<br>12. 그리드, 열에너지 분포 기술<br>13. 에너지 관리<br>14. 탄소집약 산업 공정 고효율화 및 전기화<br>15. 바이오 원료 생산<br>16. 재활용 기술 |

자료: KOTRA, 키움증권 리서치센터.

# 18. 정체되었던 유럽 정책 모멘텀, 원자력 합의로 입법 기대

▶ 원자력 합의는 NZIA, 전력시장개혁 입법 및 EU 산업정책 방향 결정 요소

- 전력시장개혁안 10월 18일 합의, 독일은 원자력보조금 일부 수용.
- 향후 이사회, 유럽의회, 집행위 3자 협상 타결 필요. 내년 6월 9월 유럽의회 선거 이전 입법 완료 기대

▶ 정체되었던 신재생에너지 모멘텀, 독프 합의로 IRA에 버금가는 전력시장 개혁 시작

- 이미 친환경 목표 달성을 위해 원전은 기정사실화, 궁극적으로는 유럽 내 에너지 산업 패권 다툼 진행 중
- 독일은 에너지 집약적 산업이 대부분. 비싼 전기가격으로 자동차 제조업 경쟁력 약화, 경제성장률, 수출입 부진 지속되며 법안 통과 필요한 입장. 이미 원전은 주요 에너지원이 아니었으므로 향후 신재생에너지 비중 확대 예상
- 프랑스는 의존도 높고 저렴한 전력원인 원전 기반 신재생에너지 확대 기조 유지.

2050탄소중립 달성(NZE) 시나리오: 발전량, 신규 증설

| | 2022 | 2030E | 2035E | 2050E |
|---|---|---|---|---|
| **저탄소 발전원별 총 전력생산량(TWh)** | **11,281** | **27,061** | **43,117** | **76,603** |
| 태양광/풍력 | 3,416 | 15,247 | 27,362 | 54,279 |
| 그외 신재생에너지 | 5,183 | 7,284 | 9,377 | 13,752 |
| 원자력 | 2,682 | 3,936 | 4,952 | 6,015 |
| **총 발전량 대비 저탄소 발전원 비중(%)** | **39** | **71** | **91** | **99.7** |
| 태양광/풍력 | 12 | 40 | 58 | 71 |
| 전체 신재생에너지 | 30 | 59 | 77 | 89 |
| **연간 신규 증설용량(GW)** | **344** | **1301** | **1382** | **1268** |
| 태양광/풍력 | 220 | 823 | 878 | 815 |
| 그외 신재생에너지 | 75 | 318 | 350 | 352 |
| 원자력 | 8 | 35 | 37 | 21 |
| **연평균 투자금액(십억달러)** | **2017-2022** | **2023-2030** | **2031-2035** | **2036-2050** |
| 전체 저탄소 발전원 | 507 | 1202 | 1321 | 973 |
| 신재생에너지 | 466 | 1080 | 1185 | 875 |
| 원자력 | 41 | 114 | 121 | 93 |

자료: IEA, Net Zero Roadmap(2023), 키움증권 리서치센터.

2050탄소중립 달성(NZE) 시나리오: 원전 증설

| | 2022년 | 2050탄소중립 | | |
|---|---|---|---|---|
| | | 2030년 | 2040년 | 2050년 |
| **전체 발전량(TWh)** | 29,033 | 38,207 | 59,111 | 76,838 |
| **원자력 발전량(TWh)** | 2,682 | 3,936 | 5,583 | 6,015 |
| **비중(%)** | 9.2 | 10.3 | 9.4 | 7.8 |
| **원전 총 설비용량 (GW)** | 472 | 726 | 804 | 1081 |
| **2022년 대비 추가 증설 규모(GW)** | | 254 | 332 | 609 |
| **2022년 대비 CAGR** | | 4.9% | | 2.9% |

자료: IEA, 키움증권 리서치센터.

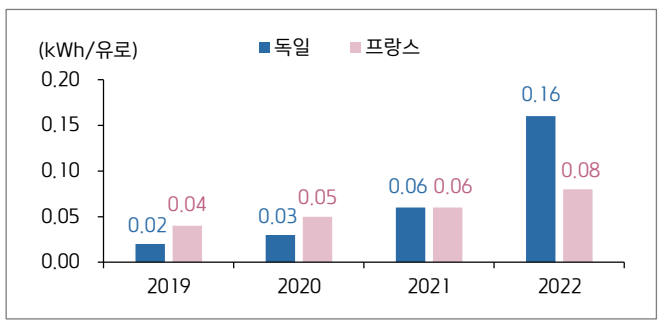


키움증권

# 19. 정체되었던 유럽 정책 모멘텀, 원자력 합의로 입법 기대

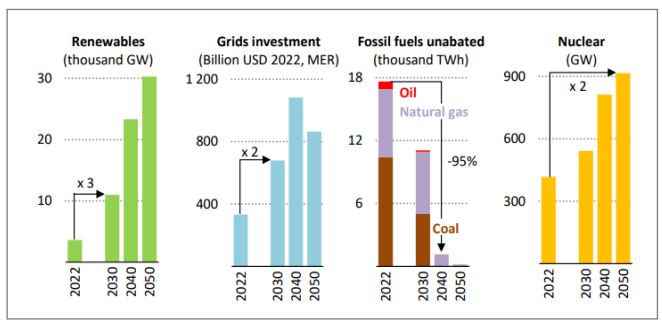
- 법안 통과 이후 탄소중립 달성 목표 상향 조정 나타남에 따라 태양광, 풍력, 원전 등 필요 증설 용량 상향 기대
- 2050 탄소중립 시나리오를 충족시키기 위해 2050년까지 원자력 설비용량 두배 이상 증가, 2030년까지 연평균 1,140억 달러 투자 및 35GW의 신규 원전 증설, 총 254GW 추가 증설 필요

## 프랑스, 독일 산업용 전기료 단가



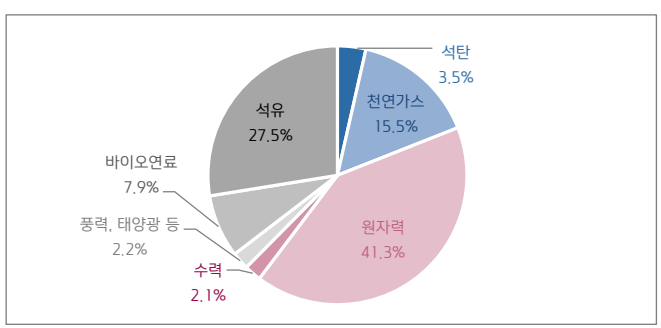

자료: EU통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
참고: 연간 15만MWh 이상 전기를 쓰는 기업들의 단가

## 2050탄소중립 달성(NZE) 시나리오: 총 설비용량



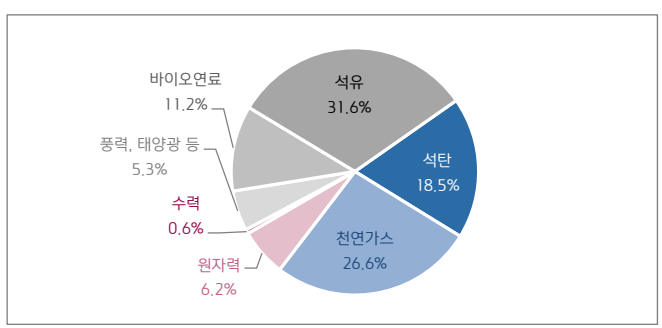

자료: IEA, Net Zero Roadmap(2023), 키움증권 리서치센터.

## 프랑스 에너지원별 발전 비중 (2021년)




자료: IEA, 키움증권 리서치센터.

## 독일 에너지원별 발전 비중 (2021년)




자료: IEA, 키움증권 리서치센터.



키움증권

# 20. 한국, 새로운 수출동력 필요

- 2024년 기재부 예산안 공개, 재정의 비효율 지적하며 R&D 예산 -16.7% 감축
  - 정부 R&D 투자 급증, 보조금 지원에도 가시적 성과 도출에 미흡, 소규모 R&D 사업 난립 등을 지적하며 중점 정비분야 선정, -23조원 규모의 구조조정 단행
  - 신규 추가된 FLAGSHIP 사업분야 바이오, 우주, AI. 에너지 부문에서 원전 생태계 복원 및 수출 지원
- 산업통상자원부 예산 역시 R&D 예산 감축, 대신 첨단산업 육성, 원전 생태계 복원, 수출 총력 강조
  - R&D 예산은 매년 증액되어 왔으나, '24년 -13.0% 감축, 반면 에너지 부문 11.6%, 원전 생태계 부문 188.8% 증가.
  - 기재부 원전 활성화 예산 '23년 0.5조원 → 0.7조원, 산업부 원전 생태계 예산 '23년 0.1조원 → 0.3조원

기획재정부 2024년 예산안 (조원)

| 구분 | 23년 본예산 | 24년 예산안 | 증감률(%) |
|---|---|---|---|
| 총지출 | 638.7 | 656.9 | 2.8 |
| 보건·복지·고용 | 226 | 242.9 | 7.5 |
| 교육 | 96.3 | 89.7 | (6.9) |
| 문화·체육·관광 | 8.6 | 8.7 | 1.2 |
| 환경 | 12.2 | 12.6 | 3.3 |
| R&D | 31.1 | 25.9 | (16.7) |
| 산업·중소기업·에너지 | 26 | 27.3 | 5.0 |
| SOC | 25 | 27.3 | 9.2 |
| 농림·수산·식품 | 24.4 | 25.4 | 4.1 |
| 국방 | 57 | 59.6 | 4.6 |
| 외교·통일 | 6.4 | 7.7 | 20.3 |
| 공공질서·안전 | 22.9 | 24.3 | 6.1 |
| 일반·지방행정 | 112.2 | 111.3 | (0.8) |

자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터.

산업통상자원부 2024년 예산안 (조원)

| 구분 | 23년 본예산 | 24년 예산안 | 증감률(%) |
|---|---|---|---|
| 전체 | 11.1 | 11.2 | 1.3 |
| R&D | 5.4 | 4.7 | (13.0) |
| 비R&D | 5.6 | 6.5 | 16.1 |
| 산업 | 5.7 | 5.1 | (10.5) |
| 첨단산업 | 1.9 | 2.1 | 10.5 |
| 소재·부품·장비 | 1.3 | 1.3 | 1.6 |
| 지역경제 활성화 | 0.6 | 0.8 | 29.1 |
| 에너지 | 4.3 | 4.8 | 11.6 |
| 원전 생태계 | 0.1 | 0.3 | 188.8 |
| 공급망 안정 | 0.7 | 0.9 | 26.2 |
| 에너지 복지·효율 향상 | 1.3 | 1.6 | 28.8 |
| 무역통상 | 0.8 | 1.1 | 37.5 |
| 수출 총력 증대 | 0.6 | 0.7 | 13.3 |
| 통상·ODA | 0.1 | 0.1 | 39.9 |

자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터.
참고: 첨단산업은 반도체, 이차전지, 디스플레이, 바이오, 미래차, 로봇 6대 중점산업

# 21. 기재부 2024년 예산안 세부내용

기획재정부 2024년 예산안 주요내용 세부 (억원) – AI, 바이오, 우주, 반도체

| 구분 | 2023년 | 2024년 | 비고 |
|---|---|---|---|
| **➢핵심전략기술 투자** | | | |
| **핵심전략기술 R&D** | **4.7조원** | **5.0조원** | |
| AI | 7,051 | 7,371 | 차세대 생성 AI 기술개발 등 |
| 첨단바이오 | 8,288 | 9,626 | 연구중심병원 육성 |
| 양자 | 1,080 | 1,252 | 양자컴퓨팅 기술개발 및 연구 인프라 구축 |
| 사이버보안 | 1,653 | 1,892 | 정보보호 핵심원천기술 개발, 블록체인 고도화 등 |
| **Flagship 프로젝트** | **–** | **1,395** | |
| KARPA-H 프로젝트 | – | 495 | 바이오분야 도전적·혁신적 연구 |
| 우주산업 클러스터 | – | 100 | 우주산업 확장을 위한 핵심인프라 구축 |
| 초격차 프로젝트 | – | 600 | 반도체 첨단패키징, 차세대 이차전지 등 기술개발 및 인재양성 |
| **첨단전략산업 인프라** | **1.6조원** | **2.0조원** | |
| 첨단 기술혁신 융자 | – | 1,000 | 기술 실증 및 상용화 자금 지원 |
| 특화단지 기반시설 | – | 154 | 포항 이차전지 특화단지 용수공급시설 지원 |
| 첨단인재 양성 | 15,962 | 18,740 | 특성화대학(8→21개교), 배터리 아카데미 신설 |
| **➢첨단산업 고도화** | | | |
| **첨단서비스 산업 고도화** | **3.6조원** | **4.4조원** | |
| 인공지능 | 10,384 | 12,028 | AI반도체 데이터센터, 5대분야(법률·의료·학술·미디어·심리)와 AI 접목 서비스 개발 |
| 바이오 | 18,654 | 19,442 | KARPA-H프로젝트 및 보스턴-코리아 프로젝트 추진 |
| 사이버 보안 | 3,117 | 3,656 | 사이버보안펀드 조성 |
| 디지털플랫폼정부 | 4,192 | 9,262 | 민간 서비스개발 |

자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터.

# 22. 기재부 2024년 예산안 세부내용

기획재정부 2024년 예산안 주요내용 세부 (억원) – 에너지, 원전, 수출

| 구분 | 2023년 | 2024년 | 비고 |
|---|---|---|---|
| ➢에너지시스템 효율화 | | | |
| **에너지원의 안정적 확보** | **2.4조원** | **2.7조원** | |
| 기존에너지원 확보 | 3,416 | 5,586 | |
| 광해광업공단 출자 | 372 | 2331 | 리튬 +24일분, 희토류 +1년분, 갈륨 +60일분 |
| 유전개발사업 출자 | 301 | 481 | 정부 출자비율 상향(최대 40→50%) |
| 해외자원개발특별융자 | 362 | 398 | 융자지원 비율 상향(최대 30→50%) |
| **원전 활성화** | **5,318** | **6,622** | |
| 원전생태계 금융지원 | – | 1000 | 저리융자 1,000억원 공급(평균 10억원 × 100개社) |
| 원전수출 특별보증 | – | 250 | 수출보증보험 1,250억원 * 보증배수 5배 |
| 원전생태계지원사업 | 89 | 112 | 역량교육(230→420명), 해외전시회참가(20→40개社) |
| **에너지신산업 육성** | **15203** | **14792** | |
| 수소생산기지 구축 | 88 | 81 | 수전해시설 4개소, 탄소포집형 1개소 구축 |
| 해외청정암모니아생산 지원 | 40 | 60 | 그린수소·블루수소 프로젝트 지원(각 30억원) |
| 탄소포집활용실증센터구축 | 37 | 89 | 화학전환 실증(1개소), 생물전환 실증(1개소) |
| ➢수출 회복 | | | |
| **수출 드라이브** | **1.5조원** | **1.9조원** | |
| 수주프로젝트 지원 | 2,669 | 5,326 | |
| 원전 | – | 1000 | 원전 수출보증보험 |
| 방산 | 814 | 818 | 무기개조 및 해외바이어 발굴 지원 확대 |
| 플랜트 | 799 | 1476 | 글로벌 PIS펀드 조성('27년까지 1.1조원), 조선업 RG 400억원 |

자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터.

# 23. 쟁점: R&D 예산 감축, 원전 예산 증대

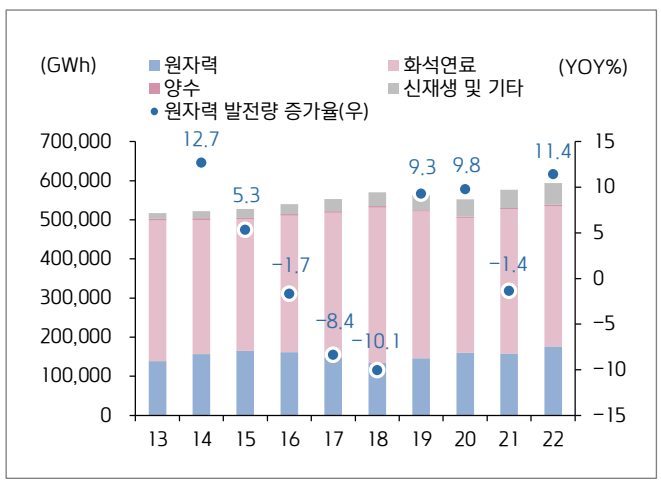
▶ 중소벤처 R&D 예산 삭감, 원전 중소기업 R&D 지원 예산 증대

- 과거 탈원전 정책으로 인한 일감 단절, 고금리 지속 등에 따른 피해 지원
- SMR(330억원), 원전 해체(430억원), 월성 중·저준위 방폐물 2단계 처분시설 준공(820억원) 등 R&D 예산 포함

▶ 신재생에너지 보급 속도 조절, 지원 예산 '23년 1.1조원 → 0.6조원으로 감소

- 재생에너지 R&D 예산 삭감액 269억원, 기후 대응 R&D 예산 삭감액 869억원, 총 삭감액 1,138억원
- 올해 1월 발표된 제10차 전력수급기본계획, 2030년 에너지원별 발전량 비중 목표치 원전 32.4% vs 신재생 21.6%
  이전 정부 2030년 발전량 비중 목표치 원전 23.9% vs 신재생 30.2%

국내 에너지원별 발전량 추이




자료: 대외경제정책연구원, 통계청, 키움증권 리서치센터.
참고: 화석연료에 석탄, 유류, LNG 포함

제 10차 전력수급기본계획 발전원별 비중 (%)

| | 원자력 | 석탄 | LNG | 신재생 | 수소, 암모니아 | 기타 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2018년 | 23.4 | 41.9 | 26.8 | 6.2 | - | 1.7 |
| 2030년 | 32.4 | 19.7 | 22.9 | 21.6 | 2.1 | 1.3 |
| 2036년 | 34.6 | 14.4 | 9.3 | 30.6 | 7.1 | 4 |

자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터.
참고: 신재생은 태양광·풍력 출력제어 후 발전량 비중
(출력제어 전 '30년 22.1%, '36년 33.0%)



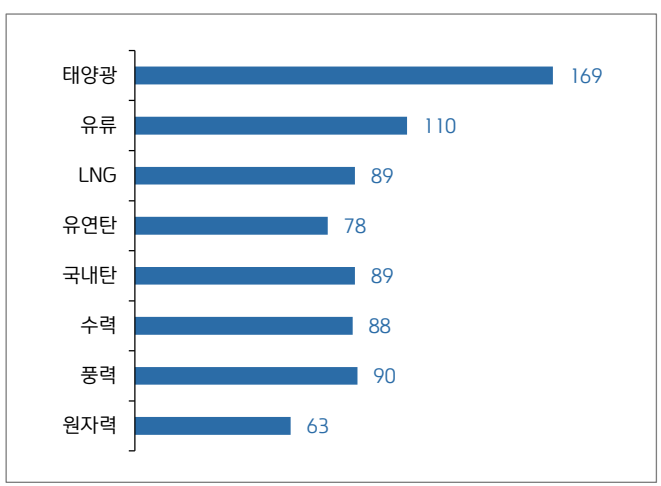
키움증권

# 24. 낮은 신재생에너지 비중, 발전단가 낮은 원자력 필요

▶ 고유가 및 낮은 국내 신재생에너지 비중, 그러나 글로벌 탄소배출 절감 필요성 대두

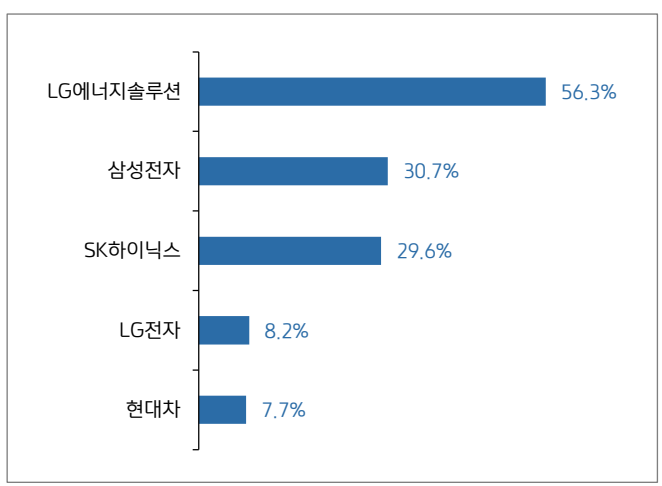
- 한국은 OECD 가입국 가운데 재생에너지 비중 3.4%로 가장 낮음
- 태양광 발전소로부터 한전이 구입하는 전력 비용은 원전의 8배
- 2022년 국내 전력 발전량 신재생에너지 56TWh (9년 CAGR 16.2%) vs 원자력 180 TWh (CAGR 2.7%) vs 석탄 193 TWh (CAGR -0.4%)
- 전력소비 상위 4개 기업 (삼성전자, SK하이닉스, 현대제철, 삼성디스플레이) 사용 전력 267TWh
- 올해 9월까지 RE100에 가입한 기업 34개 중 재생에너지 조달 비율이 50%가 넘는 곳은 LG에너지솔루션 뿐

한국 전력 발전 단가 (kWh/원)




자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터.

주요 대기업 재생에너지 조달 비율




자료: 지속가능경영보고서, 키움증권 리서치센터.



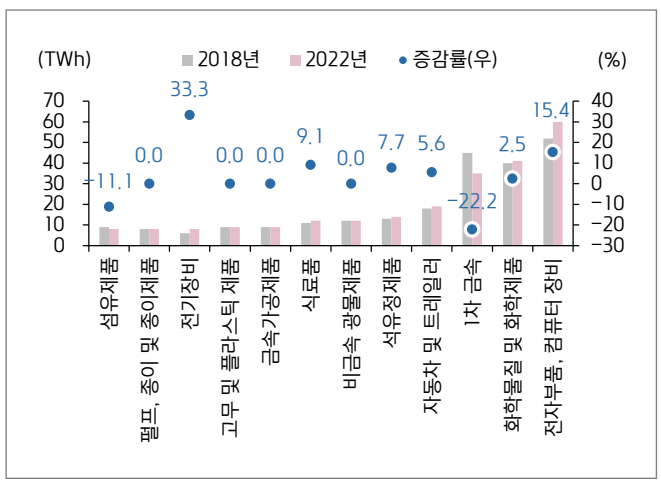
키움증권

# 25. 낮은 신재생에너지 비중, 발전단가 낮은 원자력 필요

▶ 기업경쟁력, 수출경쟁력을 유지하기 위해서는 발전단가가 낮은 원자력 필요

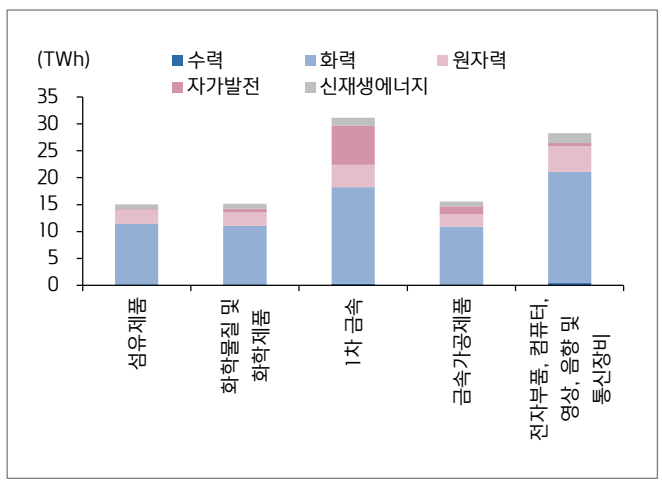
- 주력 수출품인 반도체, 화학, 철강 제품 생산에 사용되는 전력의 69.1%가 화력발전에 의존
- 반도체 생산 시 전력사용량 60TWh, 전체 사용량의 22.6%, 이중 화력발전 비율 73.3%
- 삼성전자 공장 위치한 평택, 용인 등 경기도 전력 사용량 2022년 141TWh (4년 CAGR 3.5%)
- 삼성전자 300조원 투입 예정된 용인 반도체 클러스터 전력공급 계획 둘러싼 정치권 갈등 존재
- 원자력 발전이 무탄소 에너지 및 친환경 발전 시설로 포함될 경우, 신재생 및 기타 발전원으로 생산한 전력은 233TWh로 주요 수출품 생산에 사용되는 전력 충당 가능

한국 제조업 중분류별 전력 사용량




자료: 한국전력공사, 키움증권 리서치센터.

전력사용량 상위 5개 산업 발전원별 전력 사용량




자료: 대외경제정책연구원, 통계청, 키움증권 리서치센터.



키움증권

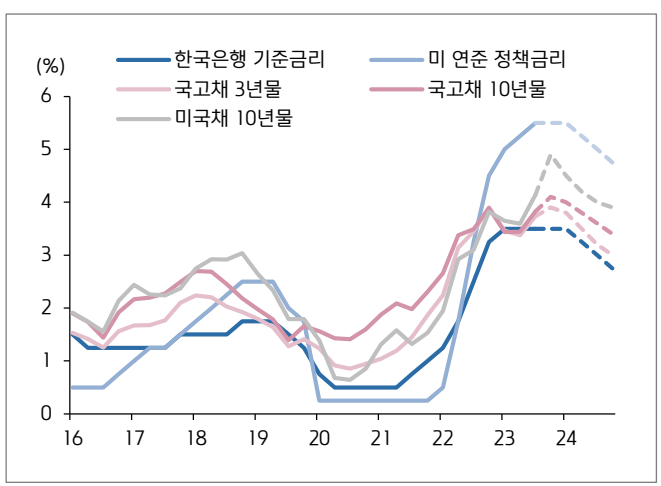
V. 채권

# 적정금리 수준 찾기

# 요약. 2024년 채권시장 전망

- 2024년 채권시장은 통화정책 불확실성에 1분기까지는 변동성 높은 장세 이어질 것으로 예상. 여전히 물가가 목표치를 상회한다는 점에서 금리 동결기 지속과 서비스 경기 둔화에도 금리 인하 기대가 빠르게 조성되기는 어렵기 때문.
- 2분기부터는 긴축 정책이 완화되면서 채권시장 강세가 본격적으로 나타날 것으로 예상. 고금리 수준이 이어지면서 수요 둔화를 확인하는 가운데 단기자금시장을 통해 타이트한 금융 여건 조성에 따라 미 연준의 정책금리 인하가 시작될 것으로 전망하기 때문. 특히 내년 미국 대선을 앞두고 재정 확대 정책이 제약되는 여건인만큼 민간의 투자 확대를 이끌어내기 위해서는 통화정책의 지원이 필요하다고 판단
- 한국은행 또한 강한 재정긴축 의지 속에서 민간의 금융여건 완화를 위한 금리 인하가 단행될 것으로 전망. 미 연준의 금리 인하 단행으로 인해 정책 여력이 확보되면서 금리 인하에 나설 수 있을 것으로 예상

한미 정책금리 및 시장금리 추이 및 예상 경로




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

분기별 금리 전망치

| (정책금리 기말, 시장금리 평균) | '23 1Q | '23 2Q | '23 3Q | '23 4Q | '24 1Q | '24 2Q | '24 3Q | '24 4Q |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 한국 기준금리 | 3.50 | 3.50 | 3.50 | 3.50 | 3.50 | 3.25 | 3.00 | 2.75 |
| 미국 정책금리 | 5.00 | 5.25 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | 5.25 | 5.00 | 4.75 |
| 국고 3년물 | 3.46 | 3.38 | 3.73 | 3.90 | 3.80 | 3.50 | 3.20 | 3.00 |
| 국고 5년물 | 3.44 | 3.37 | 3.76 | 4.00 | 3.90 | 3.65 | 3.40 | 3.20 |
| 국고 10년물 | 3.43 | 3.44 | 3.83 | 4.10 | 4.00 | 3.80 | 3.60 | 3.40 |
| 미국채 10년물 | 3.65 | 3.59 | 4.14 | 4.90 | 4.50 | 4.20 | 4.00 | 3.90 |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

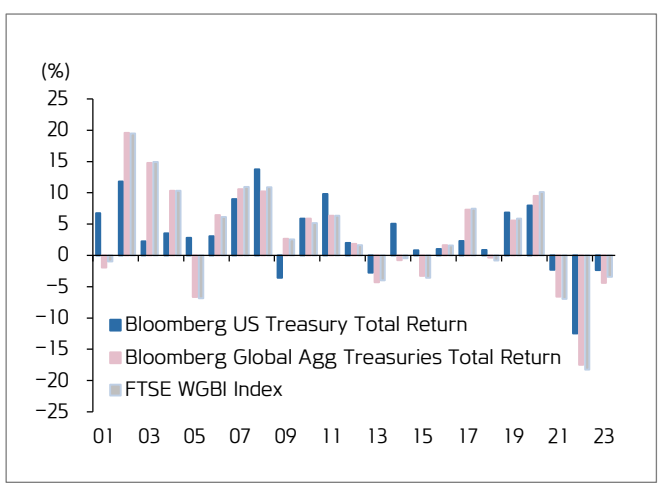


키움증권

# 01. 2023년 리뷰 – 3년 연속 약세장

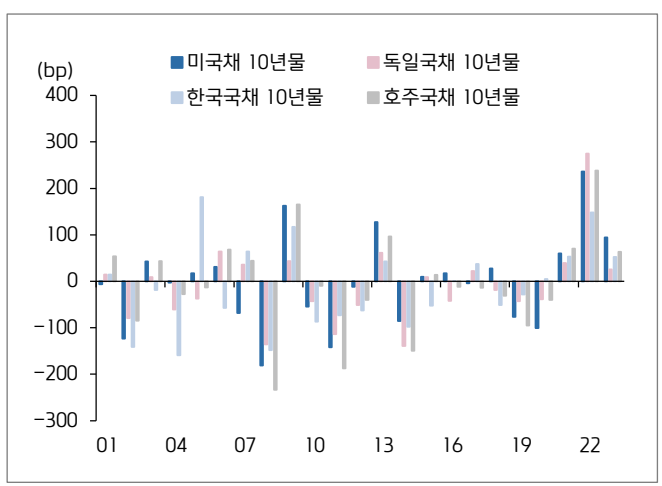
- 2023년 채권시장은 약세 흐름이 지속되면서 3년 연속 약세장을 기록함.
  미 연준의 금리 인상 속도가 2022년 대비로는 둔화되었으나, 여전히 물가가 목표 수준을 상회하면서 추가 긴축에 대한 경계감이 이어져 채권시장에 대한 투자심리 회복이 제한됨
- 국가별 금리 수준 또한 미국채 금리 상승폭이 2023년 들어 두드러진 양상이었음. 2021년과 2022년에는 주요국 국채수익률 등락폭이 대부분 비슷한 수준을 보였으나, 2023년에는 다른 국가 대비 미국채 금리의 상승폭이 높았음
  - 2023년 10월 24일 기준, YTD 미국채 10년물 금리는 +94.2p 상승한 한편, 독일, 한국, 호주는 각각 +25.7bp, +52.5bp, +63.1bp 상승
  - 이는 다른 국가 대비 미국 경제의 견조한 성장세 및 미 연준의 추가 인상에 비롯된 결과임

주요 채권지수 연간 수익률 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 2023년은 10월 24일 기준

주요국 10년물 국채금리 연간 등락률 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 2023년은 10월 24일 기준

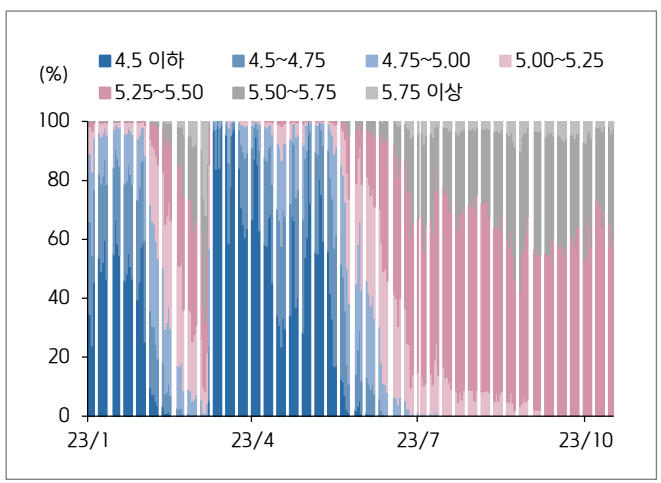


키움증권

# 02. 2023년 리뷰 – 여전히 물가와 통화정책

- 미국을 비롯한 주요국 금리의 상승 원인은 여전히 높은 물가와 이에 따른 통화정책 불확실성 때문임. 2023년 12월 정책금리 수준에 대해서 상반기까지만 하더라도 4.5% 이하 수준에서 금리가 형성될 것이라는 기대가 높았으나, 하반기 이후로는 미 연준의 추가 인상 경계감으로 인해 한 차례 가량의 추가 인상 우려를 반영하면서 금리 상승 압력 높아짐
- 여기에 배럴당 70달러 선에서 등락을 보이던 국제유가(WTI)가 하반기 들어 배럴당 90달러 선으로 올라서면서 공급측 요인에 따른 인플레 우려가 재부각되었음. 고물가 수준이 장기화될 것으로 우려되면서 미국채 10년물 금리는 4분기 들어 5% 수준으로 올라섰음

2023년 12월 금리 수준에 대한 시장 기대




자료: CME Fedwatch, 키움증권 리서치센터
주) 2023년 10월 23일 기준

미국채 10년물과 국제유가 추이

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

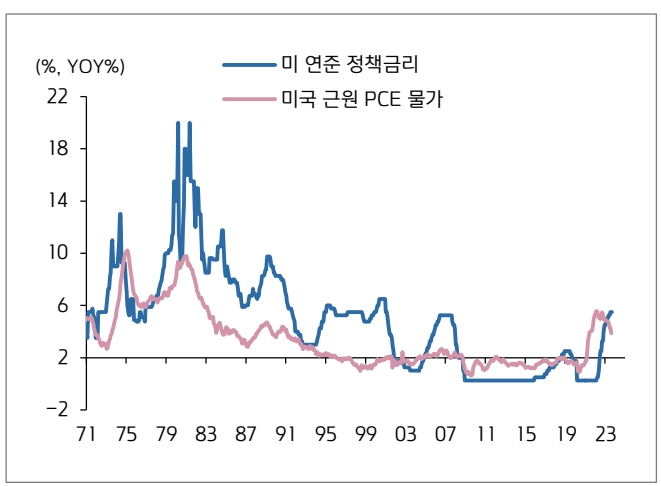


키움증권

# 03. Part 1. 금리인하의 조건

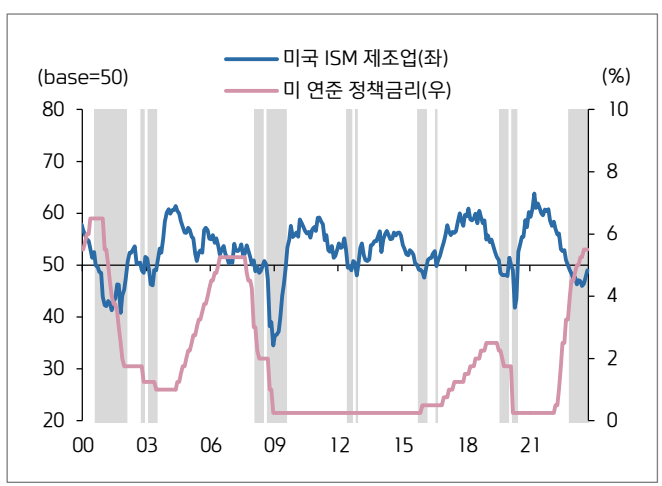
- 미 연준은 2023년 남은 기간 중 금리 동결기를 유지하다 2024년 2분기부터 금리 인하에 나설 것으로 예상
- 동결기 장기화 가능성이 제기되고 있으나, 미 연준은 물가 둔화, 서비스업 경기 부진, 타이트한 자금 시장 환경 등의 요인으로 금리 인하에 나설 수 있을 것으로 예상함. 따라서 미 연준이 금리 인하를 단행할 수 있는 여건이 되는지 크게 세가지 요인을 통해 점검해볼 필요
  - 물가: 2022년부터 시작된 미 연준 금리 인상의 가장 주된 배경에는 물가가 있었음. 물가가 목표 수준에 다다르기 전까지는 미 연준 정책 변경이 없을 것이라 예고했던만큼 물가의 여건을 점검해야 함
  - 경기: 최근 바닥을 다지는 미국의 제조업 경기 여건에서 미 연준의 금리 인하의 가능성이 있는지 살펴볼 필요가 있음
  - 단기자금시장: 과거 2019년 미 연준의 금리 인하 배경에는 단기자금 시장에서의 타이트한 자금 환경이 있었음. 2024년에도 이와 비슷한 환경이 연출될 수 있는지 점검할 필요

미국 소비자물가상승률과 미 연준 정책금리 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 ISM 제조업지수와 미 연준 정책금리 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 음영은 ISM 제조업지수가 50을 하회하는 시기



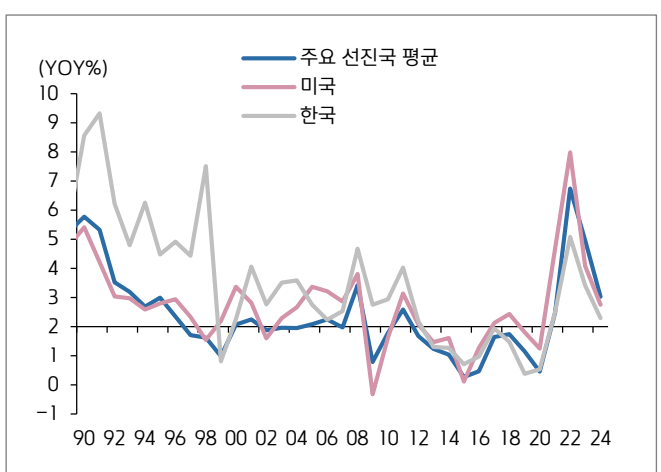
키움증권

# 04. ①물가: 3%대의 물가, 금리 인하 가능한가

▶ 물가를 상승시킨 배경에는 구조적인 공급 요인의 변화가 있다는 의견이 우세함. 러-우 전쟁으로 인한 공급 차질, 미국 고용시장의 은퇴인구 증가에 따른 노동 공급 부족 우려, 주택 재고 감소 등 공급 요인이 미친 영향이 컸다고 판단함. 물론 팬데믹 이후 직접적인 자금 지원 등으로 전반적인 수요가 개선된 점 또한 물가 상승 요인이었지만, 구조적인 요인에 따른 고물가 고착화에 대한 우려가 높아지고 있음

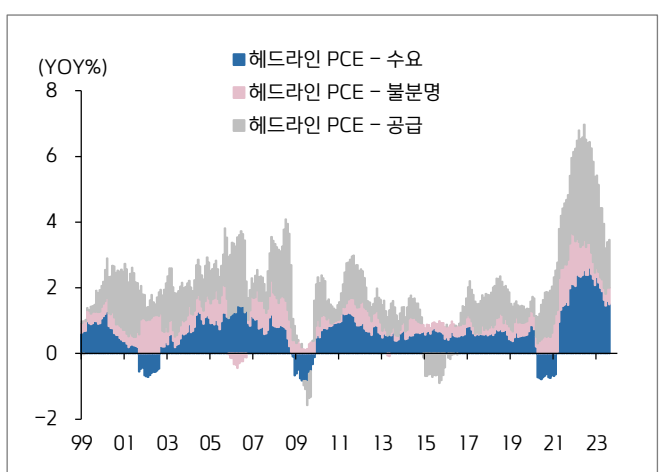
- IMF가 전망하는 2024년 주요 선진국 물가 평균 수준은 3.03%로, 2024년에도 여전히 주요국 물가 목표 수준인 2%에 도달하기 어려울 것으로 평가하고 있음

주요국 물가 상승률 추이




자료: IMF, 키움증권 리서치센터
주) 주요 선진국: 호주, 프랑스, 독일, 이탈리아, 일본, 한국, 뉴질랜드, 스페인, 스웨덴, 스위스, 영국, 미국

미국 PCE 물가 상승률 요인 분해




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

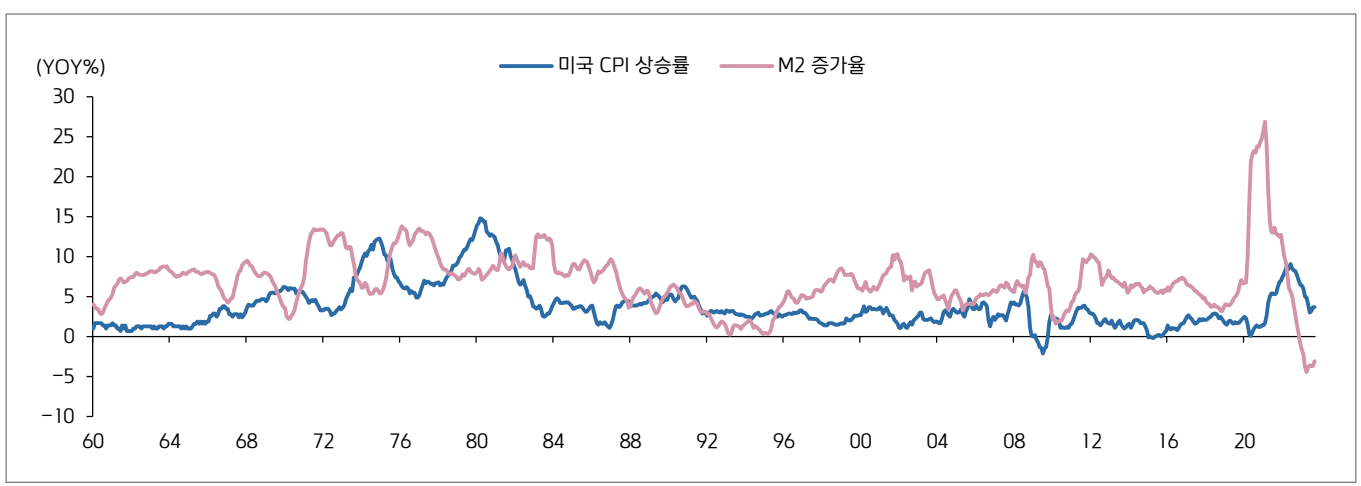


키움증권

# 05. ①물가: 물가를 상승시켰던 요인은?

- 팬데믹 이후 물가 상승률이 2%를 상회한 배경에는 직접적으로 통화량이 크게 확대되는 등 자금이 공급된 데 따른 영향이라고 평가되기도 함
- 과거 금리 레벨이 아닌 통화량 증가율을 조정해 물가를 조정했던 시기를 살펴보면, M2 증가 이후 시차를 두고 미국 CPI 상승률이 둔화되는 것을 볼 수 있음. 이를 감안하면 이번 사이클에서 통화량 감소 이후 물가도 둔화됐다는 점에서 과거와 같이 금리의 변화가 아닌 통화량의 변화를 통해 인플레를 완화시킬 필요가 있다는 의견도 대두됨

미국 CPI 상승률과 M2 증가율 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

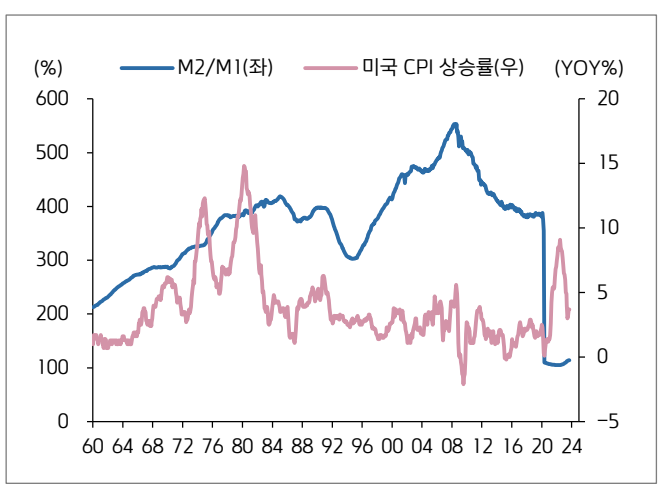


키움증권

# 06. ①물가: 늘어난 통화량, 어디로 이동했나

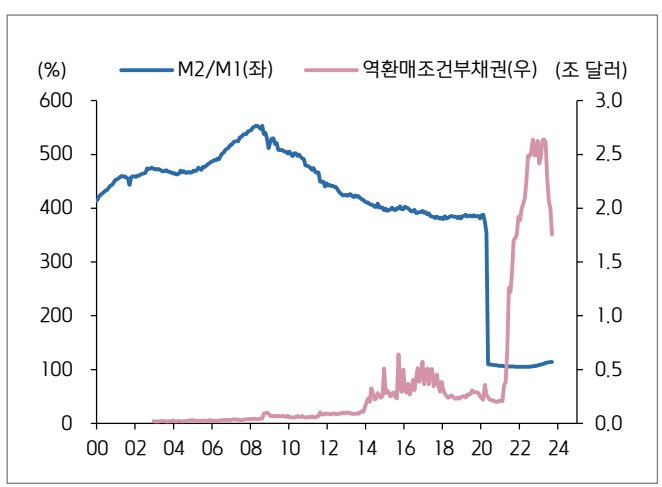
- 그렇다면 정말 통화량 증가가 소비자물가 상승을 이끌었을까. 통화량이 늘어나면서 미국 경기가 회복되었다고 볼 수도 있겠으나, 실제 M2/M1 비율을 살펴보면 통화량 확대에 따른 수요 증가가 물가 상승으로 나아갔다고 보기는 어려움
  - M1 대비 M2 비율은 팬데믹 이후 급격히 감소. 통화량이 급격히 증가했으나, 실제 시중 유동성이 확대되지는 않은 것으로 판단
  - 2021년 이후 미 연준의 대차대조표 상에서 보면 역RP 등으로 비은행 금융기관의 자금이 이동하면서 오히려 시중의 유동성이 확대되지는 않았던 것으로 판단

미국 M2/M1 비율과 미국 CPI 상승률 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 M2/M1 비율과 역RP 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

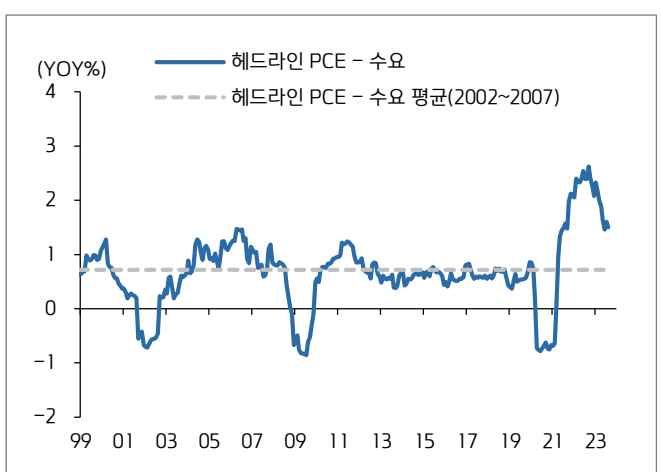


키움증권

# 07. ①물가: 물가 상승을 이끌었던 공급 요인은 과거 평균 수준으로 회귀

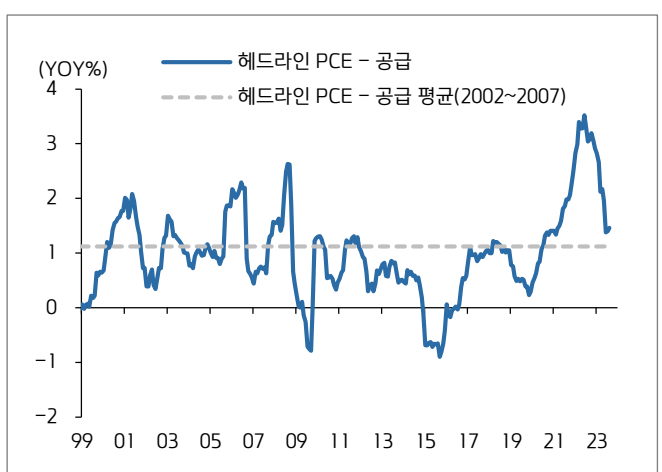
- 물가 상승을 견인한 요인이 직접적인 통화량 증가가 아니라면, 공급과 수요 요인으로 나눠서 볼 필요
  - 샌프란시스코 연은에서는 PCE 물가 요인을 수요, 공급 등으로 나누어 평가해 데이터를 제공함. 수요 요인 물가는 여전히 높은 가운데, 공급 요인 물가는 과거 평균 수준으로 회귀하는 과정에 있음
- 미국 헤드라인 PCE 상승을 이끌어낸 국제유가는 공급 요인으로 작용했으며, 러-우 전쟁 이후 국제유가의 완만한 하락세로 인해 공급 요인은 대부분 해소되는 국면임
  - 과거 2002~2007년은 물가가 안정적인 시기였으며, 현재 미국 PCE 물가의 공급 요인은 과거 물가가 안정적이었던 시기의 평균 수준에 근접해지면서 공급 요인 해소 중인 것으로 볼 수 있음

PCE 물가 중 수요 요인 물가 추이




자료: FRBSF, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

PCE 물가 중 공급 요인 물가 추이




자료: FRBSF, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

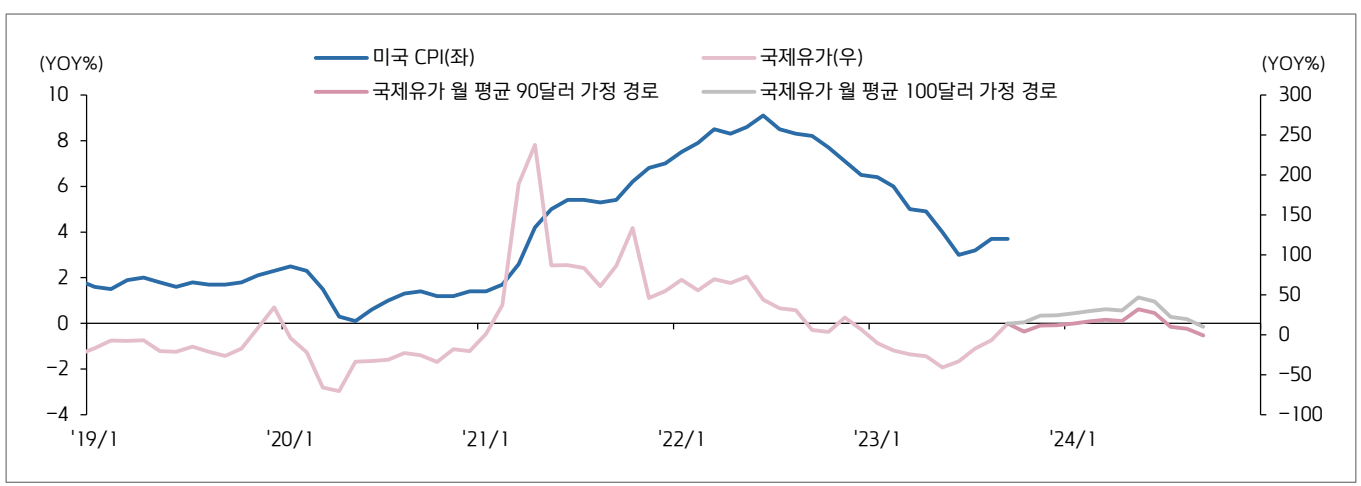


키움증권

# 08. ①물가: 고유가로 인한 완만한 디스인플레 양상

- 물론, 최근 불거진 이스라엘-팔레스타인 사태는 국제유가의 추가 상승을 견인하는 요인으로 작용할 수 있음. 전쟁 지역이 원유 생산에 직접적인 영향을 미치는 곳은 아니나, 확전시 생산 지역 혹은 해상 수송 경로에 차질이 생길 수 있다는 점에서 공급 차질 우려는 수시로 부각될 수 있음. 따라서 물가에서 공급 요인이 기여하는 정도가 다소 높게 유지될 가능성이 높음
- 다만 내년 하반기 들어서는 다시 공급에 따른 물가 상승 압력은 다소 완화되면서 디스인플레가 점진적으로 이루어질 것으로 예상함
  - 국제유가를 단순히 연말까지 배럴당 월 평균 90달러 혹은 100달러라고 가정하고 전년동기비 추세를 그려보면 2023년 연말과 2024년 연초에는 다소 물가 상승 압력이 다시 나타나겠으나, 하반기 들어서는 둔화될 것으로 예상
  - 게다가 국제유가의 전년동기비 상승률이 다소 완만한만큼, 물가 상승에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단

국제유가와 미국 소비자물가지수 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

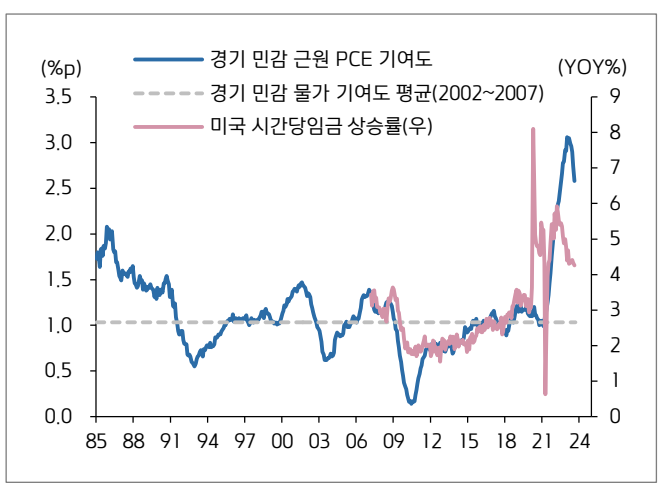


키움증권

# 09. ①물가: 서비스 물가의 둔화세가 지속된다면

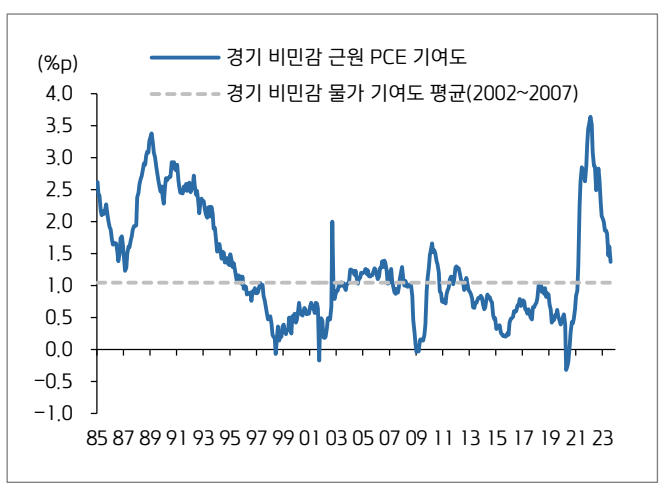
- 그렇다면 결국 수요 요인의 물가가 둔화되어야 물가 목표 2%로 다다를 수 있을 것으로 보는 것이 타당함. 물가를 경기 민감 물가와 비민감 물가로 나누어 봤을 때, 수요에 민감한 경기 민감 물가의 추가 둔화가 진행된다면 물가 하락을 확연하게 확인할 수 있을 것으로 판단함
- 경기 비민감 PCE 물가에는 공업제품, 공공서비스, 집세 등이 포함된 가운데, 경기 민감 PCE 물가는 개인서비스와 일부 공업제품 항목이 포함됨. 경기 비민감 물가 또한 과거 2002~2007년 평균 수준으로 회귀하고 있다는 점에서 서비스 물가의 뚜렷한 하락세를 확인하면 금리 인하의 조건이 형성될 것
  - 미국 고용시장이 여전히 견조한 흐름을 보이고 있지만 임금 상승률이 점차 둔화된다는 점에서 향후 경기 민감 물가는 동행해서 둔화될 것으로 예상함

경기 민감 근원 PCE 기여도와 시간당 임금 상승률




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

경기 비민감 근원 PCE 기여도 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

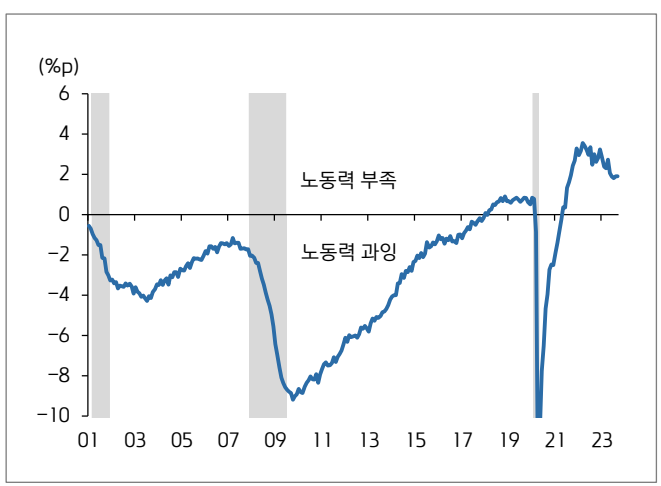


키움증권

# 10. ①물가: 고용시장은 둔화되나

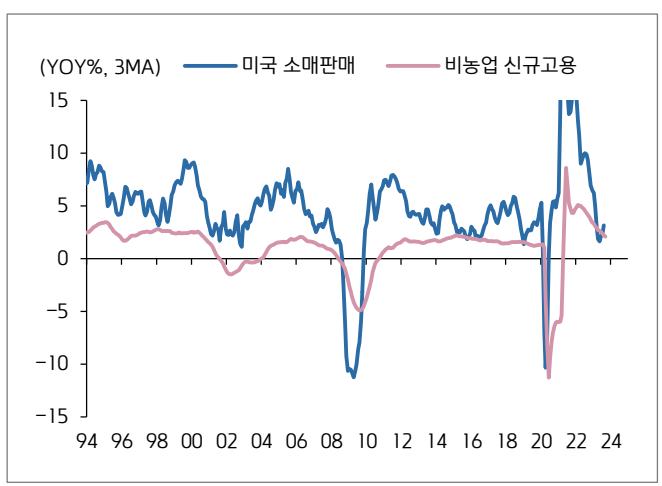
- 고금리 환경 속에서 수요가 점차 둔화될 것으로 예상하나, 여전히 견조한 미국 가계 소비를 감안하면, 물가에서 수요 요인이 차지하는 비중은 다소 높게 유지될 것으로 예상하며, 이에 따라 물가 둔화는 완만한 속도로 진행될 것으로 판단.
- 타이트한 고용시장 환경도 좀더 이어질 것으로 예상. 팬데믹 이후 미국 고용시장은 노동 공급이 우위인 시장의 형국이 지속되며 임금 상승률도 높아지고, 실업률도 여전히 낮은 흐름을 유지해 옴. 이와 같은 흐름이 점차 해소될 것임이 고용시장 갭을 통해 확인되고 있으며, 고금리 영향으로 인한 가계 소비 둔화 속 고용시장은 점차 정상화될 것으로 전망. 다만 타이트한 고용 환경이 완전히 해소되면서 미국 실업률의 반등이 나타나기 까지는 다소 시간이 소요될 것으로 예상함
  - 이에 따라 물가의 완만한 둔화와 함께 금리 인하도 점진적인 속도로 이루어질 것으로 전망

미국 고용시장 갭




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주1) 고용 갭 = 노동공급과 노동수요 간의 차이 (노동수요=채용공고 건수+취업자 , 노동공급 = 취업가능인구)
주2) 음영은 경기 침체기

미국 소매판매와 비농업 신규고용 변화




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

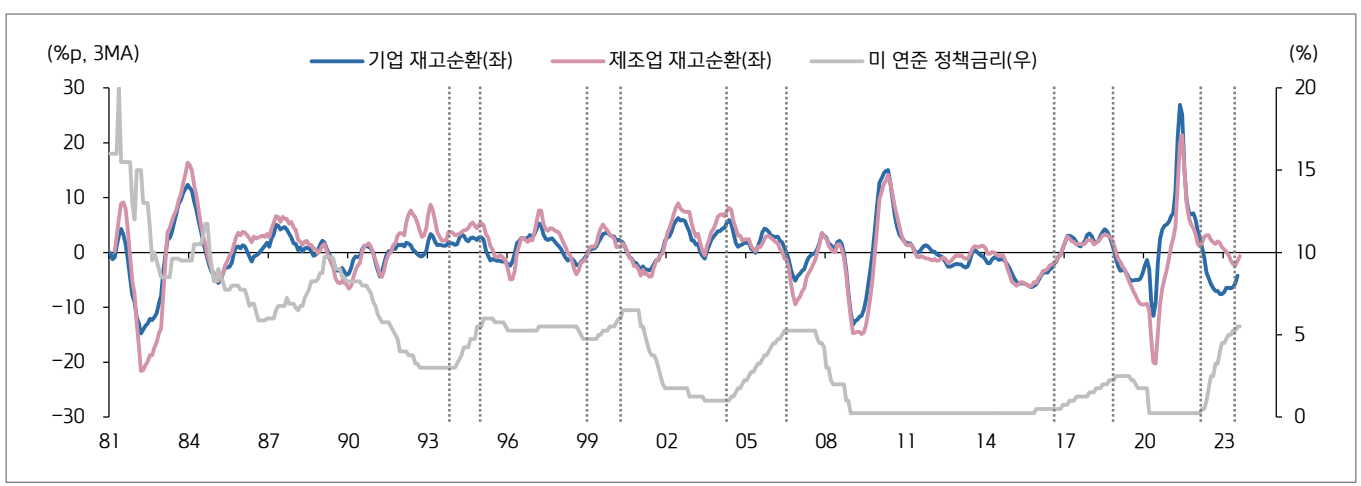


키움증권

# 11. ②경기: 제조업 경기 턴어라운드, 금리 동결기 유지되나

- 서비스업 경기 둔화와 함께 완만한 물가 둔화가 예상되는 가운데, 한편으로 제조업 경기는 반등을 모색하고 있다는 점은 금리 인하를 제약시키는 요인이 될 가능성이 높음
- 재고 순환을 통해 볼 때 과거 금리 인상기에는 제조업 경기는 대부분 개선되는 흐름을 보였던 한편, 금리 인하기에 접어드는 시점에는 늘 제조업 경기 둔화가 동반되었음. 하지만 이번 사이클에서는 금리 인상기에 제조업 경기의 둔화와 위축을 먼저 경험했고, 순차적으로 서비스업 경기가 둔화될 것으로 예상. 그 가운데 다시 제조업 경기는 반등을 시도하는 중이라는 점에서 금리 인하보다 동결기가 장기화될 가능성도 부각되고 있는 것임

미국 기업 및 제조업 재고 순환과 미 연준 정책금리 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

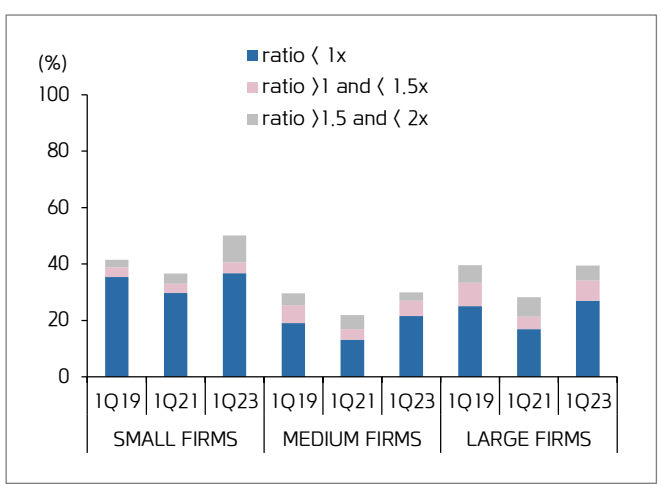


키움증권

# 12. ②경기: 유의미한 제조업 경기의 개선이 나타날 수 있을까

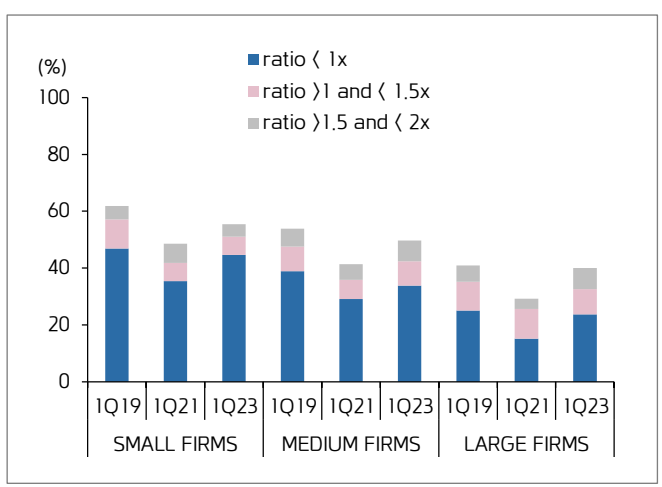
- 그렇다면 제조업 경기의 의미있는 개선세가 지속될 것인가. 미국채 10년물 금리가 5% 선까지 올라선 상황에서 고금리 환경은 소비 수요를 위축시키는 등 긴축적인 환경을 조성할 것으로 예상함
- 10월에 발간된 IMF의 금융안정 보고서에서는 선진국과 신흥국 모두 소형 기업을 중심으로 이자 비용에 대한 부담이 높은 비율이 확대되고 있음을 지적함
  - 대부분 기업들이 현금 대비 이자비용 비율이 지난 4년간 모두 낮아지면서 금융 부담이 높아지고 있는 것을 확인
  - 소형 기업일수록 현금 대비 이자비용 비율이 1배 미만인 기업 비중이 높으며, 선진국의 경우도 2023년 1분기 기준 40%에 달하는 것으로 나타남. 선진국의 경우는 50% 수준에 육박. 2023년 1분기 대비 금리 수준은 더 높아졌음을 고려하면 금융 부담에 취약한 기업들의 비중이 더 높아졌을 것으로 추정함

선진국 현금 대비 이자비용 비율




자료: IMF Global Financial Stability Report, 키움증권 리서치센터

신흥국 현금 대비 이자비용 비율




자료: IMF Global Financial Stability Report, 키움증권 리서치센터



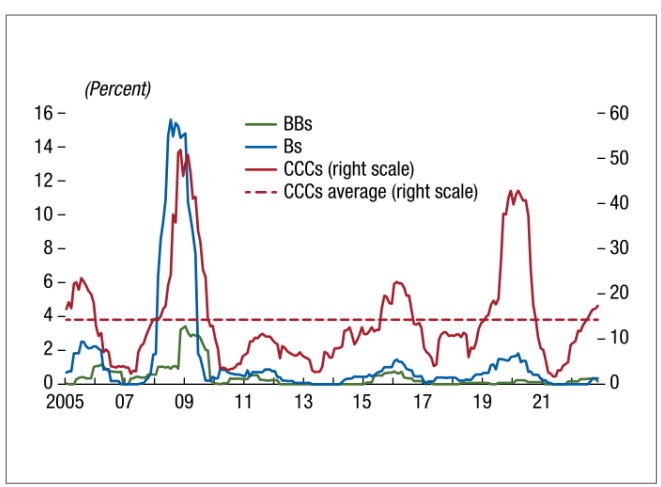
키움증권

# 13. ②경기: 소형, 저신용등급 기업들 중심으로 고금리 타격 높아지고 있어

▶ IMF 금융안정보고서에서는 또한 저신용 등급 기업들 중심으로 디폴트 비율이 높아지고 있으며, 미국 소형 기업은 2022년 1분기부터 파산하는 기업수가 증가하기 시작했다고 지적함. 기업 규모별로 차별화 양상이 나타나고 있으나, 속도의 차이일뿐 전반적으로 고금리로 인한 금융비용 부담이 높아지고 있는 기업들의 비중이 높아질 것으로 예상함

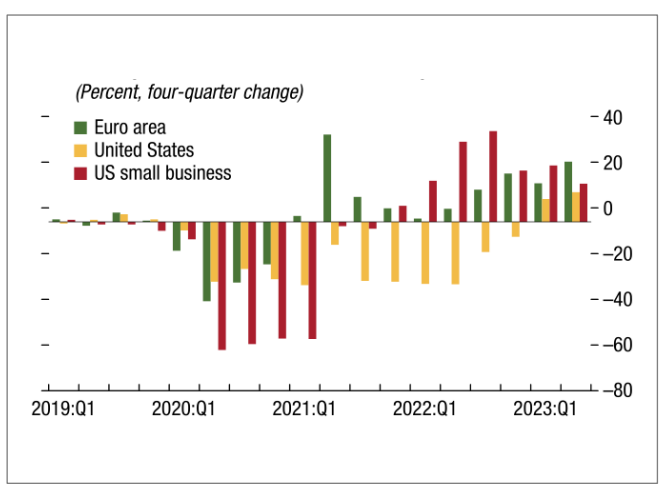
- 신용등급 CCC 기업들의 디폴트 비중은 과거 평균 수준을 상회하는 수준으로 높아지는 등 고금리 영향이 확인되고 있음. B 등급 이상 기업들의 디폴트 비율은 여전히 낮은 수준을 보이고 있어 미국 신용 스프레드는 상대적으로 안정적인 흐름을 보이고 있으나, 2023년 들어서부터는 미국 전체 기업 파산 건수가 증가하고 있어 영향이 점차 가시화될 것으로 예상함
- 한편 유로존은 금리 인상을 시작한 2021년 이후로 파산 기업 수가 매분기 증가세를 기록하고 있음

미국 신용등급별 디폴트 비중 추이




자료: IMF Global Financial Stability Report, 키움증권 리서치센터

유로존, 미국 파산기업수 증감(QOQ%)




자료: IMF Global Financial Stability Report, 키움증권 리서치센터

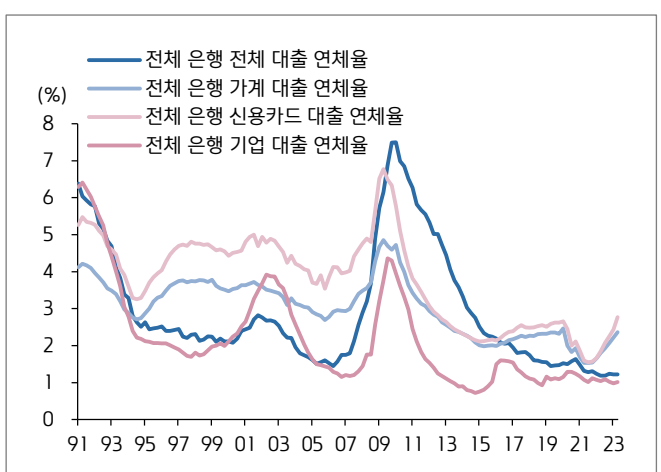


키움증권

# 14. ②경기: 가계들의 금융 부담도 점차 높아져

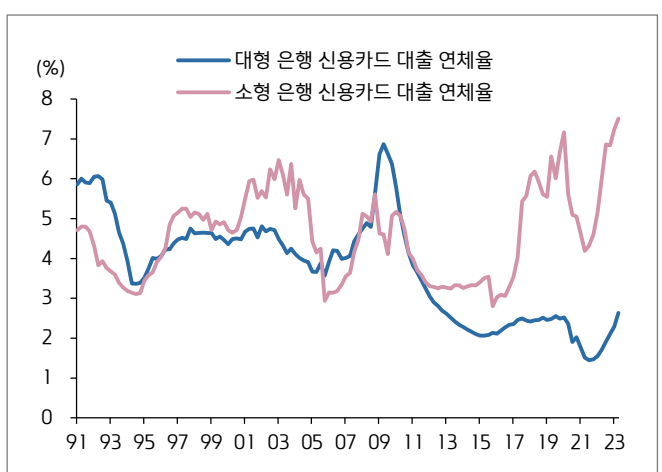
- 미국 기업 주체들의 금융 부담이 높아지면서 파산하는 기업들이 점차 증가하는 가운데, 가계 역시 금융 부담이 높아지고 있음.
  - 은행 등 금융기관의 전체 대출 연체율은 낮은 수준을 기록하고 있으나, 가계 대출 및 신용카드 대출 연체율이 팬데믹 이전 수준으로 올라섰음.
  - 특히 소형 은행의 신용카드 대출 연체율이 두드러지게 높아지며 팬데믹과 과거 금융위기 이전 수준으로 높아지고 있음
- 대형 은행들의 신용카드 대출 연체율은 상대적으로 낮다는 점에서 시스템 리스크로 전이될 가능성은 낮게 평가하나 고금리 부담이 가계 소비 둔화, 기업 투자 및 고용 둔화 등으로 이어질 수 있다는 점에서 제조업 경기의 가파른 개선은 기대하기 어렵다고 판단함

금융기관 대출 연체율 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

은행 신용카드 대출 연체율 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

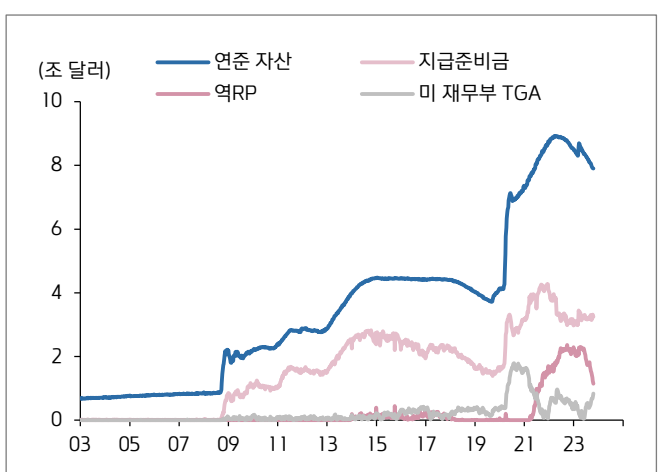


키움증권

# 15. ③단기 자금 시장: QT는 계속될 수 있는가

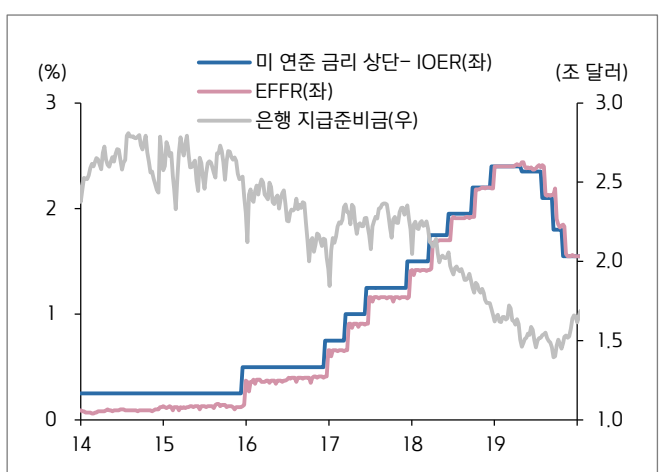
- 그렇다면 미 연준의 QT는 순탄하게 지속될 수 있을까. 미 연준은 2008년 금융 위기 이후 두번째로 자산긴축을 진행 중에 있음. 첫번째 자산 긴축 기간에는 QT가 단기자금시장 불안으로 이어지면서 금리 인하 및 양적긴축 중단이 나타난 바 있어 단기자금시장의 변화에 주목할 필요
  - 2019년 금리 인하가 단행되었던 배경에는 은행의 LCR 규제로 인한 높은 지준 수요가 있었음. 미 연준의 긴축 속도보다 지준이 가파르게 축소되면서 자금 경색 우려가 높아진 것. 실효정책금리가 미 연준 금리 상단을 상회하는 등 긴축적인 환경이 조성되자 미 연준은 '예방적 금리 인하'라는 이름으로 세차례 금리 인하를 단행한 바 있음

미 연준 대차대조표 추이




자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

미 연준 정책금리 상단, 실효정책금리, 은행 지준금 추이




자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터



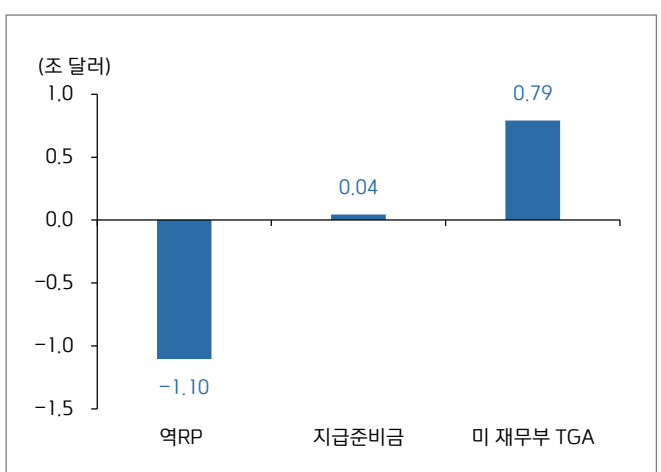
키움증권

# 16. ③단기 자금 시장: 역RP 감소의 배경은

▶ 그 가운데 2023년 하반기 들어서부터 역레포 자금이 가파르게 축소되기 시작하여 향후 지준의 감소까지 이어질 수 있다는 우려가 부각되고 있음

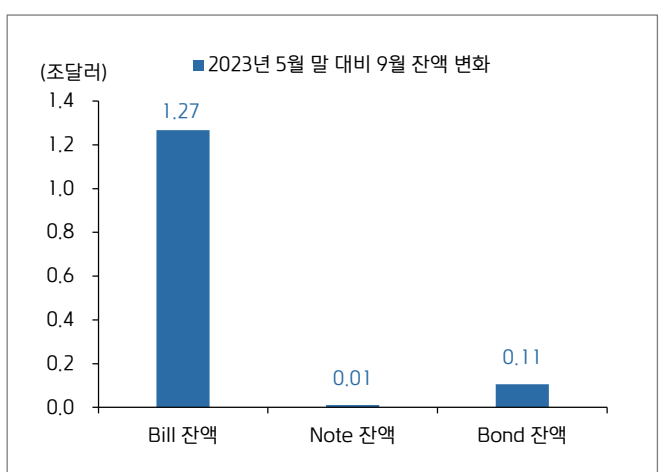
- 5월 중 미국 정부의 부채한도 협상이 타결되면서 미국 재정증권(T-bill) 발행이 급증했고, T-bill 금리가 역RP 금리보다 높게 형성되자 역RP 자금이 T-bill로 이동한 것이 그 배경인 것으로 판단
- 5월 말 이후 10월 18일까지 역RP 금액은 약 1.1조 달러 감소한 한편, 미국 재무부 TGA 잔고는 0.9조 달러 증가했으며, 5월 말 대비 T-bill 발행잔액 약 1.3조 증가했음을 감안하면, 최근 자금 변화는 미국채 발행 증가에 기인한 것을 알 수 있음
- 한편 지준금은 큰 변화 없었음. 역RP 자금을 통해 T-bill 발행이 소화된 것으로 판단됨

5월 말 이후 역RP, 은행 지급준비금, 미 재무부 TGA 잔고 변화




자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

미국 채권 발행 잔액 변화




자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터



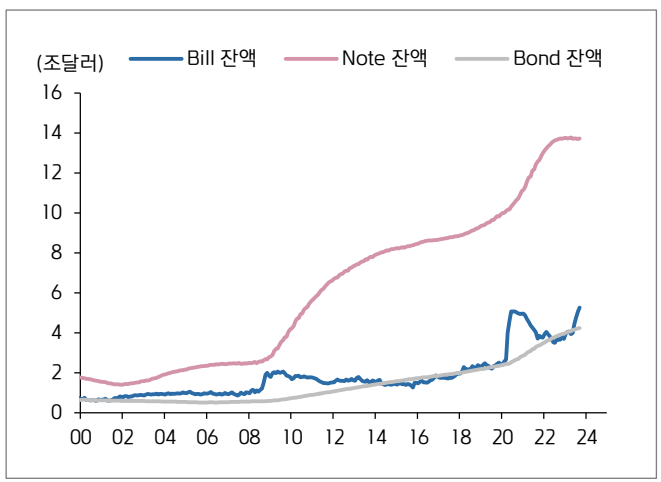
키움증권

# 17. ③단기 자금 시장: 지준 감소는 없을까

▶ 미국 부채가 한도에 도달한 이후 부채 한도 협상 이전까지 재정증권 등의 발행이 제한되다, 6월 이후부터 재정증권을 중심으로 발행이 급증했음. 이에 따라 미국 재무부의 일반계정 잔고(TGA)가 동반 급증하면서 유동성 축소 우려가 높아지고 있음

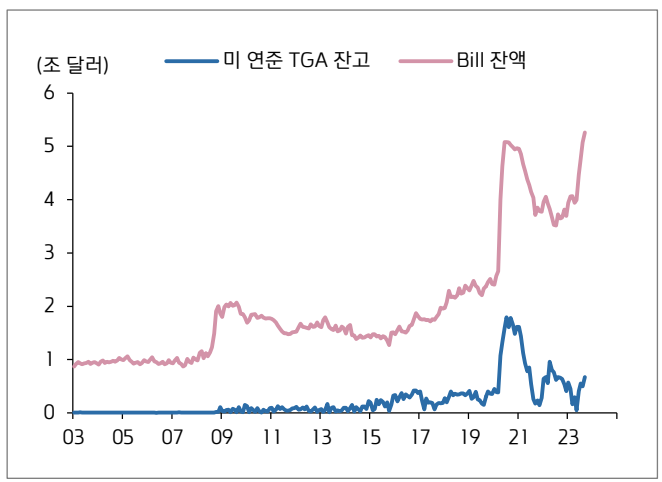
- TGA 잔고는 1조 달러 수준까지 채울 것으로 예상되는 가운데, 9월 말 기준 잔고는 6,721억 달러 수준. T-bill 발행 이후 T-Note, T-bond 등 예정되어 있는 장기채 발행이 4천억 달러 가량 증가할 것으로 예상하며, 이는 지준 감소를 통해 소화될 수 있을 것으로 예상함
- 최근까지는 지준 감소 없이 역RP 잔고 감소를 통해 T-bill을 소화했으나, 향후 TGA 잔고 증가, 지준 감소 등은 유동성 긴축에 대한 우려를 높일 것으로 예상함

미국 채권 발행 잔액 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미 연준 TGA 잔고와 미국 T-Bill 발행 잔액




자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

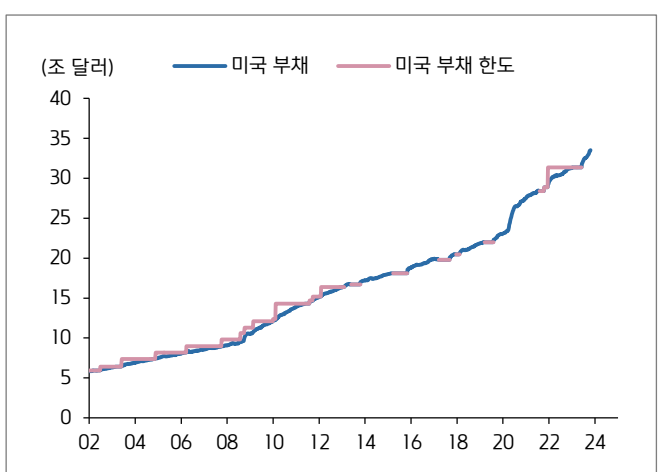


키움증권

# 18. ③단기 자금 시장: 현재의 역RP 감소 속도가 유지된다면

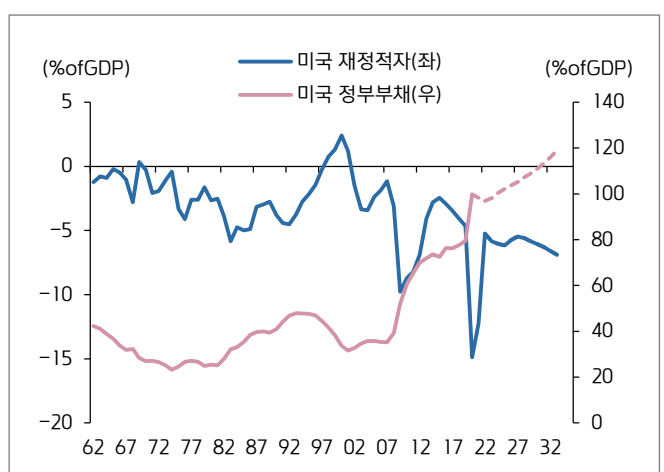
- 그 가운데 미 정부는 계속해서 부채를 확대하면서 재정 적자에 대응할 것으로 예상함
  미 의회예산국(CBO)은 2024년에도 재정 확대 기조가 유지되면서 정부부채도 늘어날 것으로 전망함
  - CBO, GDP 대비 재정적자 규모 2023년 -5.8%, 2024년 -6.0% 전망.
    GDP 대비 정부부채(시중유통) 비중은 2023년 98.2%에서 100.4%로 확대될 것으로 전망
- 부채 확대 기조 속에 역 RP 자금이 현재와 같은 속도로 감소할 경우 내년 1분기 말에는 역 RP 자금이 완전 소진될 것으로 예상
  - 역 RP 자금 5월 말 대비 약 5개월간 10월 18일까지 51% 감소. 현재의 속도라면 2024년 1분기 소진
  - 이제까지는 안정적이었던 지준이 점차 장기 채권 발행 등과 함께 소진될 경우 채권시장 변동성 확대 가능성 높으며, 이를 감안할 때 2분기 중 타이트한 단기자금 시장 연출되면서 금리 인하 필요성 높아질 것으로 예상함

미국 부채 한도 추이




자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

미국 재정적자 추이와 예상(CBO)




자료: CBO, 키움증권 리서치센터

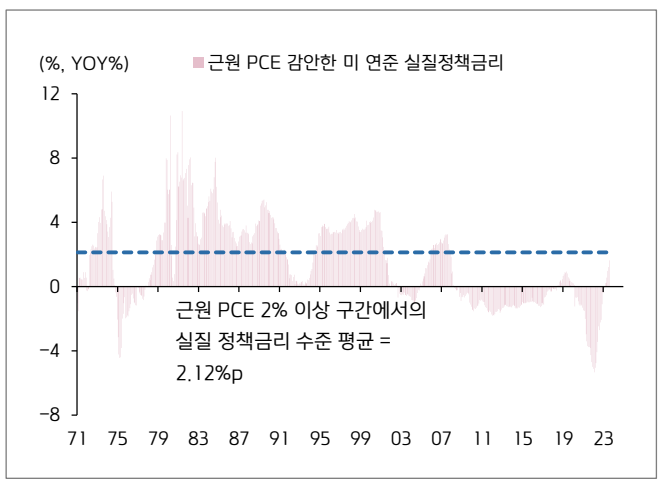


키움증권

# 19. 미국 정책금리, 2024년 2분기부터 세차례 인하 전망

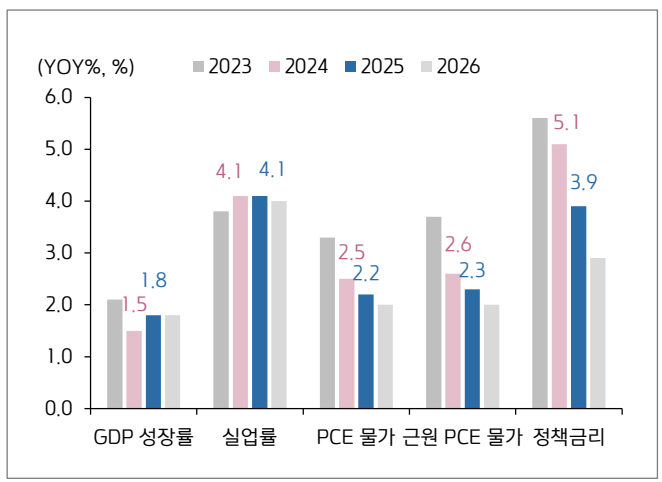
- 점진적인 소비 둔화 속 물가 둔화, 제조업 경기의 제한적 반등 속에서 단기자금 시장에서의 노이즈는 금리 인하의 조건을 형성하게 될 것으로 예상함. 재정증권 발행 속에서 유동성이 흡수되는 양상이 1분기 말부터 부각되면서 금리 인하 시작 시기는 2분기부터 나타날 수 있다고 판단함
- 그 가운데 미 연준의 금리 인하 속도는 높은 물가를 고려해 점진적인 속도로 진행될 전망. 특히 과거 물가가 2% 이상인 구간에서는 미 연준의 정책금리 수준은 이를 상회하는 수준에서 형성되었다는 점을 고려할 필요. 내년 미 연준의 근원 PCE 물가 전망치가 2.6%임을 고려하고 근원 물가가 2% 이상일 때 실질 정책금리의 과거 평균이 2.12%p임을 적용하면, 내년 말 미 연준 정책금리 수준은 4.50~4.75%일 것으로 전망
  - 미 연준 정책금리: '24 2Q 5.00~5.25%, 3Q 4.75~5.00%, 4Q 4.50~4.75% 경로 예상

근원 PCE 감안한 미 연준 실질정책금리




자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

미 연준 2024년 경제 전망




자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

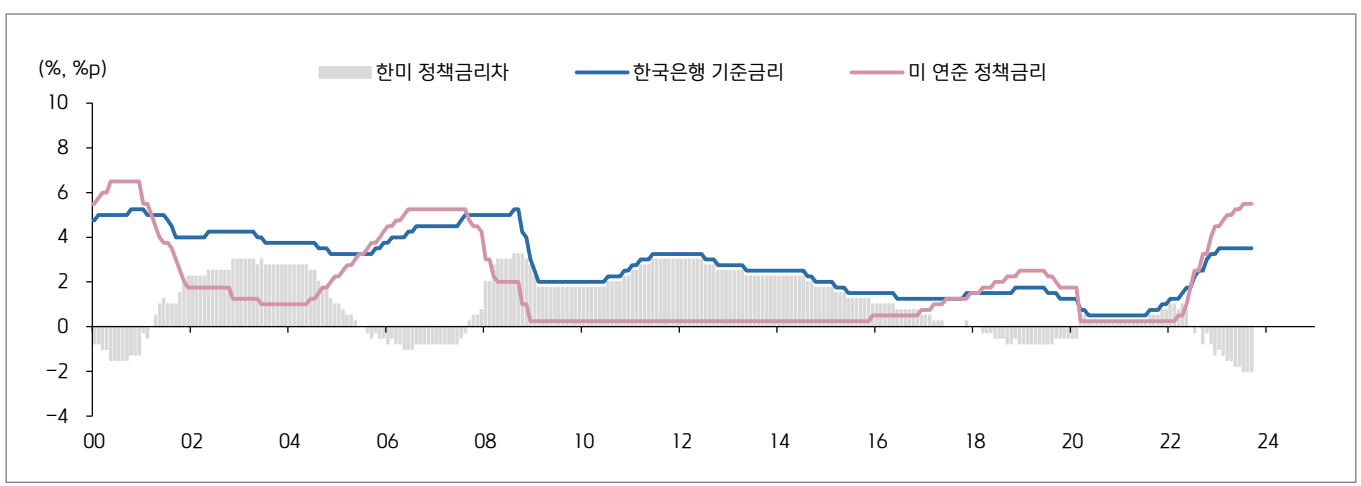


키움증권

# 20. Part 2. 한국은행의 금리 인하

▶ 미 연준의 금리 인하 조건이 형성될 경우 한국 등 주요 신흥국의 통화정책 여력 또한 확대될 것으로 예상함.
다만 1) 수출 경기의 반등 속에서 한국은행의 금리 인하 필요성이 있는지,
2) 가계 부채의 확대로 금리 인하 여력이 제한되는 것은 아닌지 점검해볼 필요

한미 정책금리 추이




자료: 한국은행, 미 연준, 키움증권 리서치센터

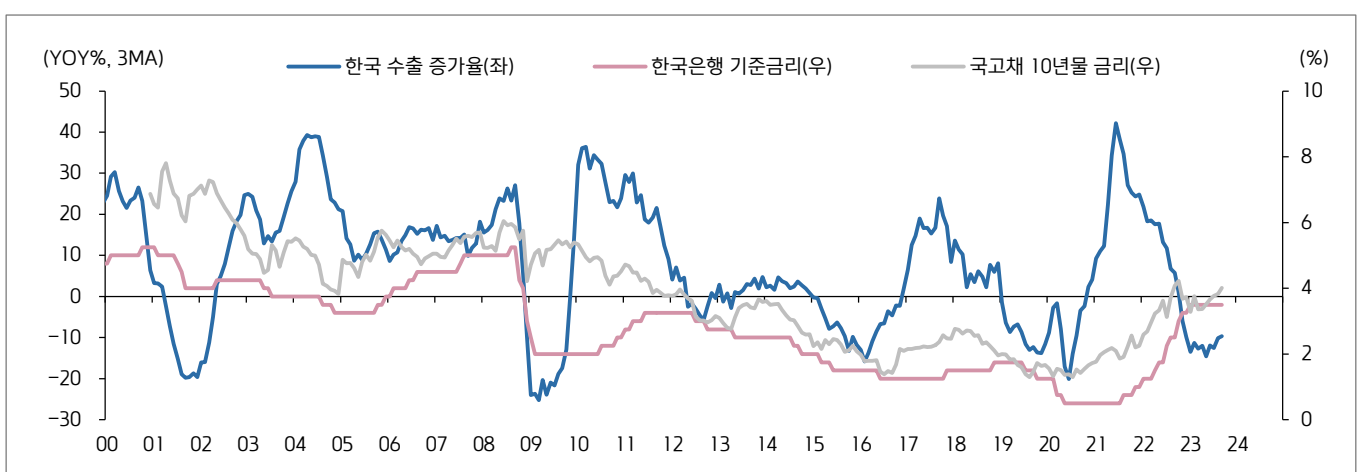


키움증권

# 21. ①수출: 금리 인하 필요성 낮추나?

- 우선 과거 금리 인하의 가장 주된 요인이었다고 볼 수 있는 한국의 수출 경기를 살펴볼 필요
  최근 반도체 경기의 턴어라운드 기대가 높아지고 있는 가운데, 수출 증가율 또한 추가 하락보다는
  바닥을 다지는 양상임. 미국과 마찬가지로 제조업 경기의 개선 속에서 국내 수출의 점진적 개선을 기대
- 다만 과거에도 수출 경기의 본격적인 개선은 금리 인하기에 진행되었다는 점을 감안하면,
  경기 개선에 있어서 통화 및 재정정책의 필요성이 높아질 수 있다고 판단함

한국 수출증가율과 한국은행 기준금리, 국고채 10년물 금리 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

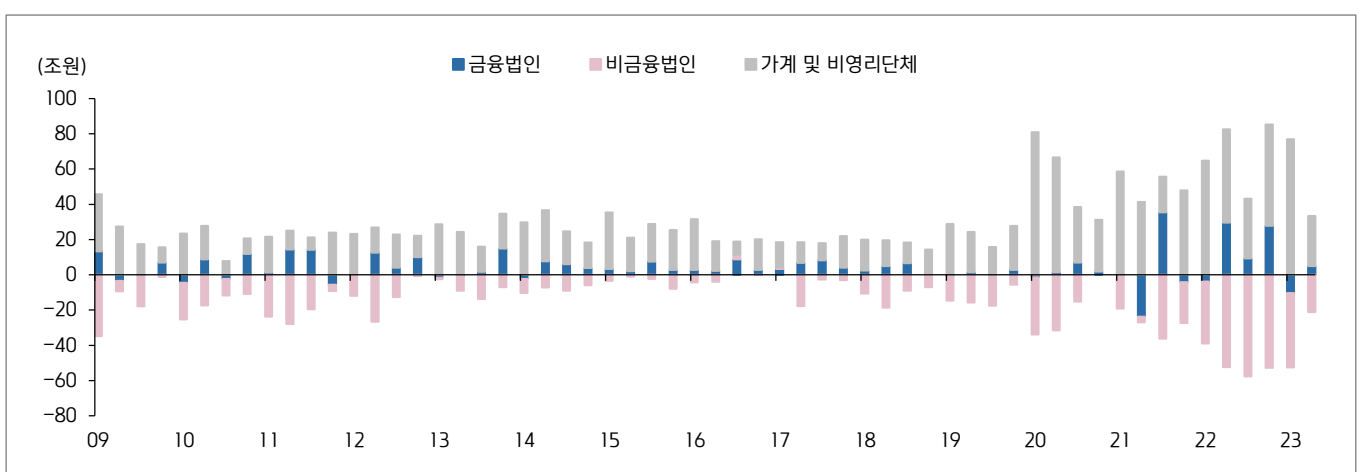


키움증권

# 22. ①수출: 기업들의 자금 여력은

▶ 특히 경제 활동 주체별로 자금 여력을 살펴보면, 가계의 자금은 여유가 있는 가운데, 비금융법인은 금리 인상을 본격화한 2021년 이후부터 자금 여력이 제한되고 있는 상황임. 계속해서 자금 조달이 필요한 상황
– 가계들의 자금 여력도 2023년 2분기 들어서는 소폭 위축

한국 경제 주체별 자금 운용 및 조달 차액




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

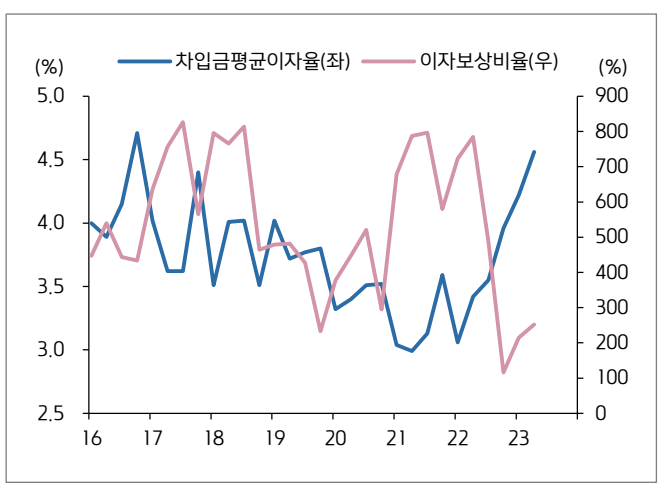


키움증권

# 23. ①수출: 기업들의 금융 비용 부담은

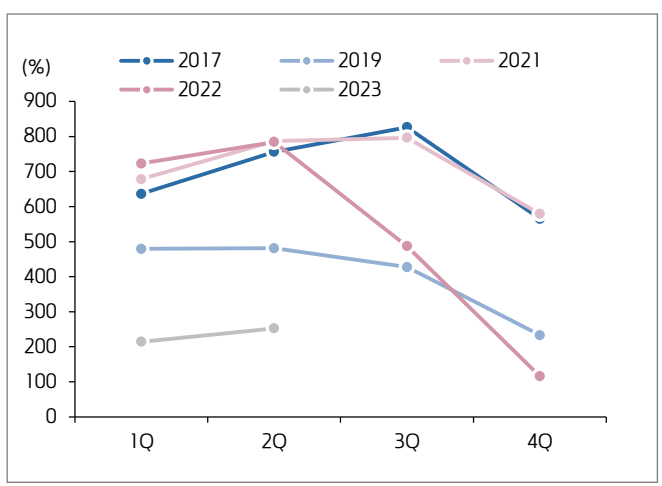
▶ 기업들의 자금 부담은 이자보상비율에서 확인해볼 수 있음. 최근 금리 상승에 따라 전산업 차입금 평균 이자율이 2017년 수준으로 높아진 한편, 이자보상비율은 최저 수준을 기록하고 있음.
계절성을 감안해서 본다면 2023년 하반기 들어 더 높은 금리 속에서 이자보상 비율이 과거 대비 크게 낮아질 것으로 예상하며, 고금리에 따른 금융 비용 부담이 과거에 비해 높아진 것을 확인

전산업 차입금 평균 이자율과 이자보상비율 추이




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

전산업 이자보상비율 연도별 추이




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

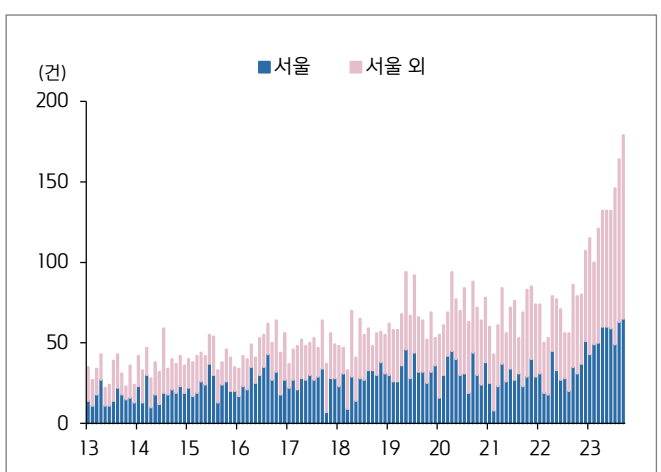


키움증권

# 24. ①수출: 정부의 지출이 없다면, 민간 성장이 필요

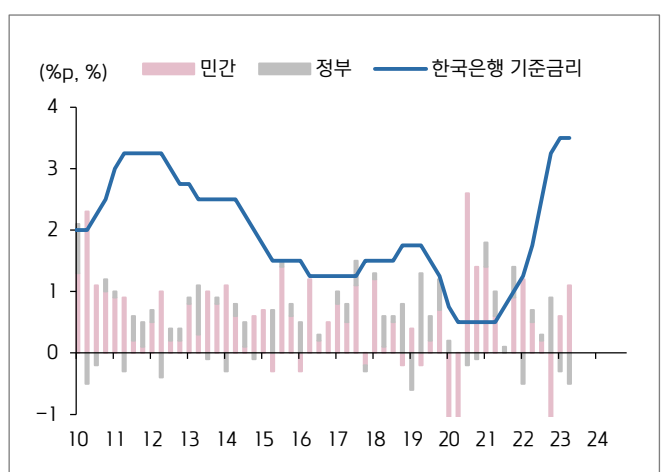
- 그 가운데 한국 법인들의 파산 신청건수는 2022년 말부터 증가하기 시작해 매달 최고치를 경신 중
  - 특히 2023년 하반기 들어서는 수원, 대구 등 서울 외 지역에서의 파산 신청건수가 급등 중에 있어 지방 소재 기업들의 자금난이 심화되고 있음을 추정
- 높아진 금융 부담 속에 경제 성장을 이끌기 위해서는 정부 등 정책 지원이 필요하나, 높아진 국가 채무 부담으로 정부의 재정 긴축 기조가 확고한 상황임. 고금리로 인해 민간의 성장이 제약된 상황에서 2024년에도 정부의 성장 기여도가 마이너스를 유지한다면, 2024년 성장을 기대하기 어려움. 민간의 성장을 위한 금융비용 부담을 낮출 필요성이 높아지는 시점임

한국 파산 신청 기업수 추이




자료: 법원행정처, 키움증권 리서치센터

항목별 성장기여도와 한국은행 기준금리 추이




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터



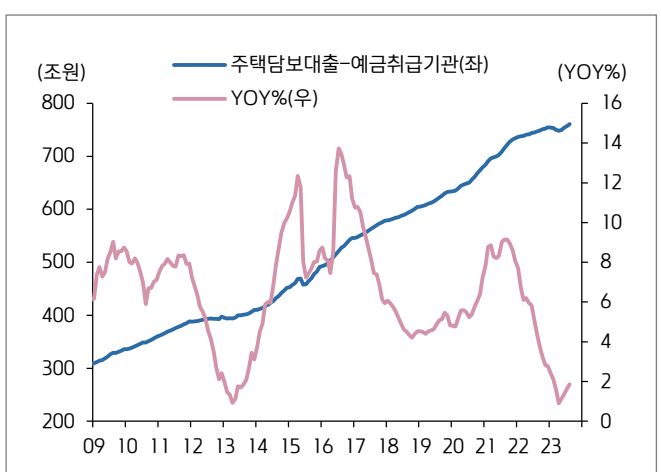
키움증권

# 25. ②가계 대출: 금융 불안을 높이나

▶ 한편, 2023년 들어서 가계대출이 재차 증가하는 양상을 보이고 있음. 신용대출은 감소 흐름을 이어가는 가운데 주택담보대출은 다시 확대 기조를 보이고 있어 부채 부담이 높아지는 등 다시 금융 불안에 따라 성장이 저해되는 환경이 펼쳐질 경우 한국은행의 인하 가능성을 낮출 수 있음

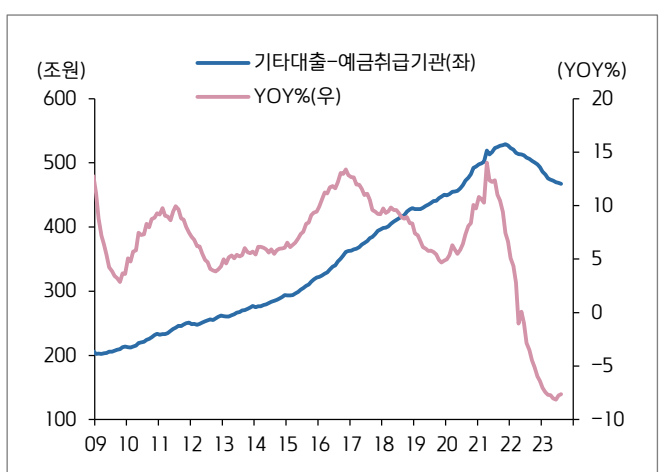
– 저금리 기조로 급격히 증가했던 신용대출은 2022년 이후 디레버리징 과정을 거치고 있음

주택담보대출 추이




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

기타 대출 추이




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

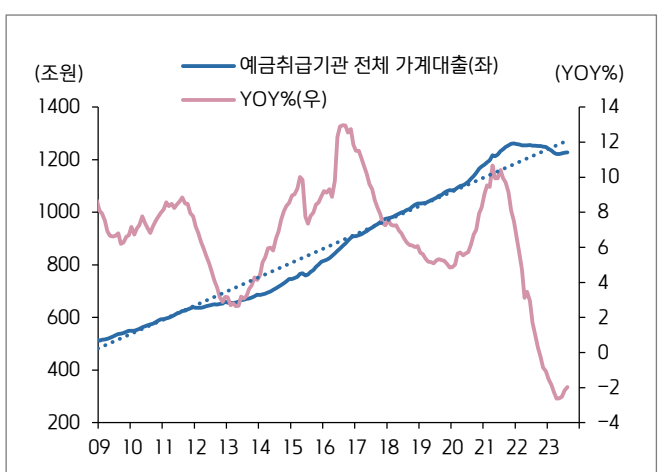


키움증권

# 26. ②가계 대출: 추세를 하회하는 수준이라면

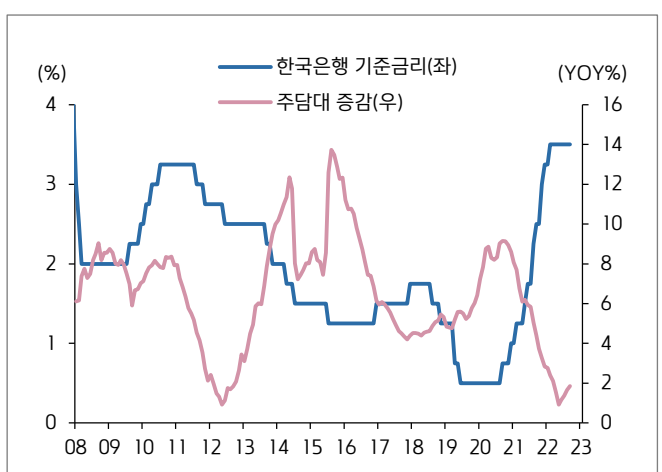
- 주택자금 대출은 증가하는 한편, 신용대출이 계속해서 감소하고 있어 전체 가계 대출은 장기 추세선을 하회하는 것으로 나타남. 이를 감안하면, 현재로서는 가계 대출 증가에 따라 금융 불안이 촉발될 상황은 아니라는 판단임
- 특히 내년 정부의 지출이 제약될 것으로 예상되는 상황에서 기업들의 성장을 위해 금융 부담 비용을 낮출 필요가 있는 상황인만큼, 일부 가계 대출의 증가는 용인하는 선에서 금리 인하가 단행될 것으로 예상함

전체 가계대출 추이




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

주택담보대출 증가율과 한국은행 기준금리




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

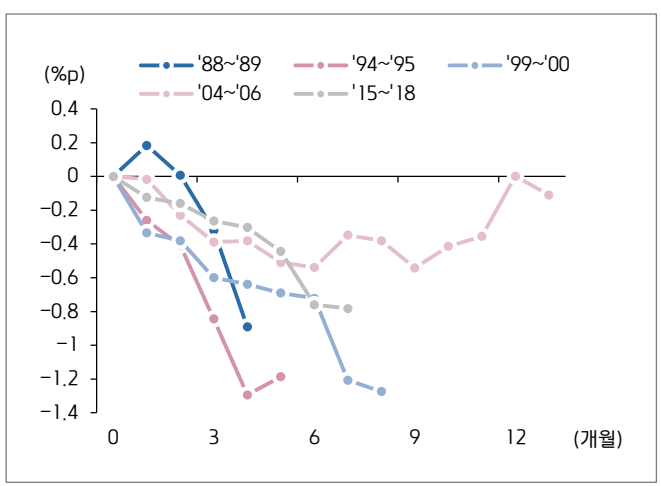


키움증권

# 27. Part 3. 시장금리와 스프레드 전망

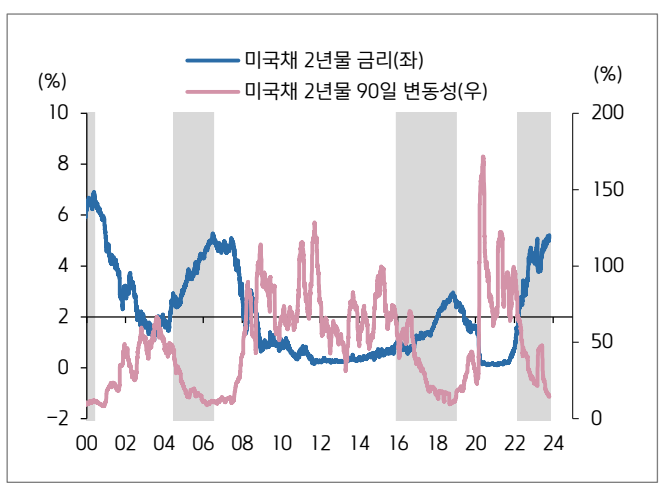
- 한국과 미국, 민간의 성장 동력 확보를 위한 소폭의 금리 인하가 단행될 것으로 예상함.
  한국은행과 미 연준 모두 2024년 2분기부터 3차례 금리 인하 단행 전망
- 다만 과거 물가가 2%를 상회하는 구간에서는 정책금리 동결에도 불구하고 시장 금리 변동성이 확대되었고,
  대부분 우상향 압력을 받았다는 점을 감안할 때, 실제 금리 인하가 단행되기 전까지는 2023년과 같은
  변동성 지수가 높은 흐름이 2024년 1분기까지 이어질 것으로 예상
- 따라서 2024년 1분기까지는 다소 높은 금리 수준이 이어지고, 이후 2분기 초부터 본격적인 금리 인하 기대를
  반영해 하락한 이후 4분기 들어서는 횡보할 것으로 예상함

1988년 이후 금리 동결기 중 시장 금리 방향




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 표시년도는 금리 인상기가 진행되었던 기간/ 금리 인상 이후 각 구간 별 동결 기간에서의 10년물 금리 방향임

2000년 이전 미국채 2년물 금리와 90일 변동성 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

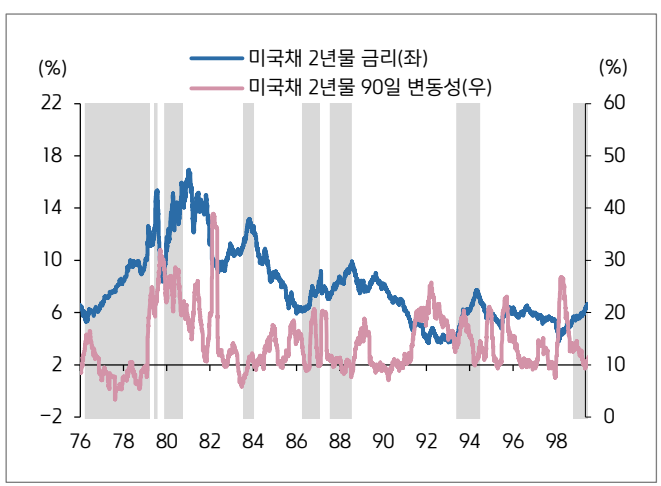


키움증권

# 28. 미국 금리: 금리 인하 전까지 높은 금리 수준 유지 예상

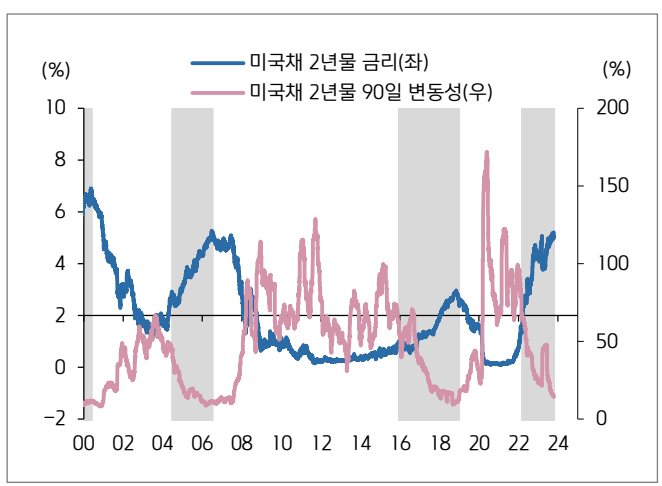
- 과거 금리 동결기에는 금리 인상이 멈춘 후 곧바로 인하를 기대하면서시장금리가 하락 압력을 받은 것이 일반적이지만, 물가가 2%를 크게 상회하던 구간에서는 오히려 금리가 상승하는 등 변동성이 확대되는 양상이었음
- 물가가 하락하더라도 2% 이상의 구간이라면 금리 동결기에도 통화정책 불확실성에 따라 시장금리 변동성이 확대되면서 높은 레벨에서 등락을 유지할 것으로 예상하며, 이후 인하기에 돌입하면서 시장금리 하락 압력이 가팔라질 것으로 예상함

2000년 이전 미국채 2년물 금리와 90일 변동성 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 음영은 금리 인상기

2000년 이후 미국채 2년물 금리와 90일 변동성 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 음영은 금리 인상기

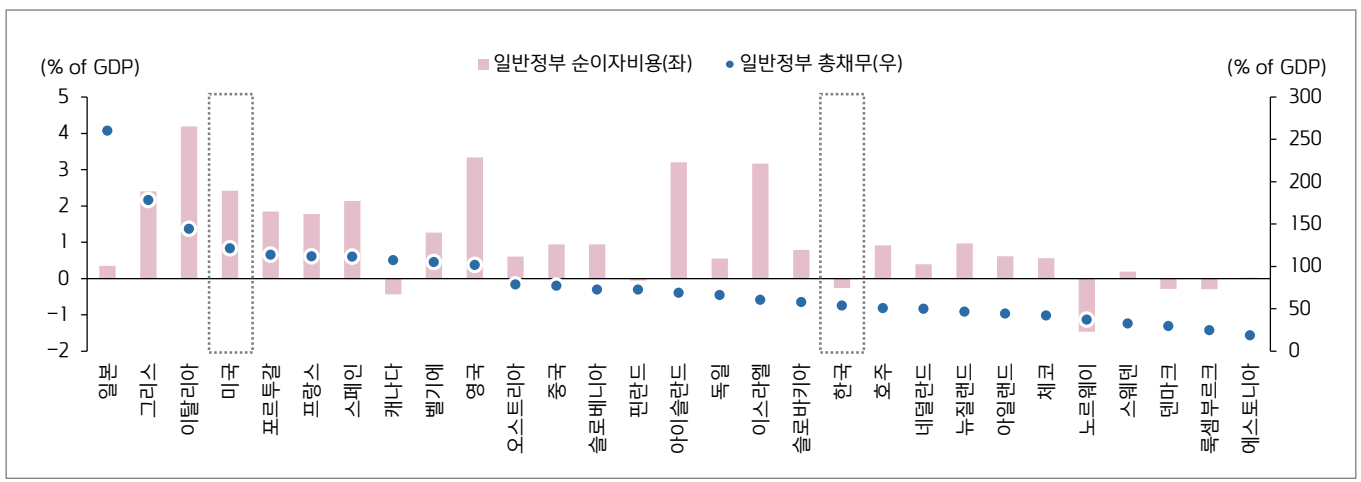


키움증권

# 29. 스프레드: 재정 여력에 따라 달라

- 2024년은 각 국가별 정책 대응 여력이 달라지는 해가 될 것으로 예상함. 여전히 물가가 높은 국가가 있는 가운데, 재정 부담이 높은 국가일수록 고금리, 고물가 상황에서 재정 활용이 제약될 것
- 특히 미국의 경우 국가 부채 비율이 크게 높아진 상황에서 순이자 비용도 다른 국가 대비 높은 수준을 기록. 재정 부담이 높은 영국, 미국, 일부 남유럽 국가들의 경우 재정 확장 기조를 택할 경우 시장금리 변동성이 높아질 리스크가 상존함

국가별 순이자비용과 채무 비율(IMF 전망 2022년 기준)




자료: IMF, 키움증권 리서치센터
주) 일반정부 순이자 비용 = General government primary net lending/borrowing− General government net lending/borrowing

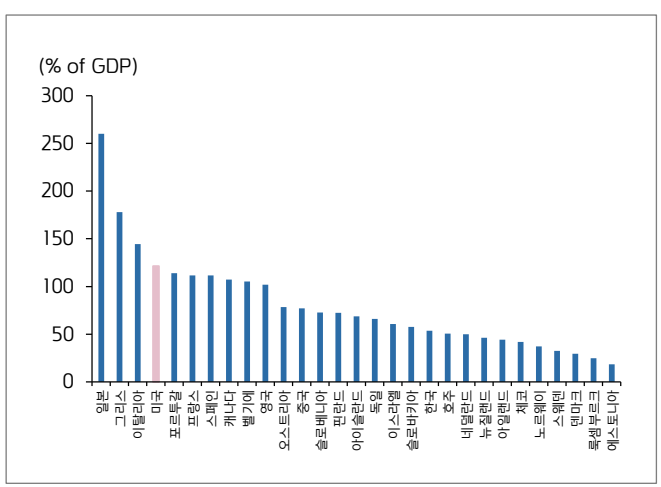


키움증권

# 30. 스프레드: 미국, 재정여력이 제한적이라면

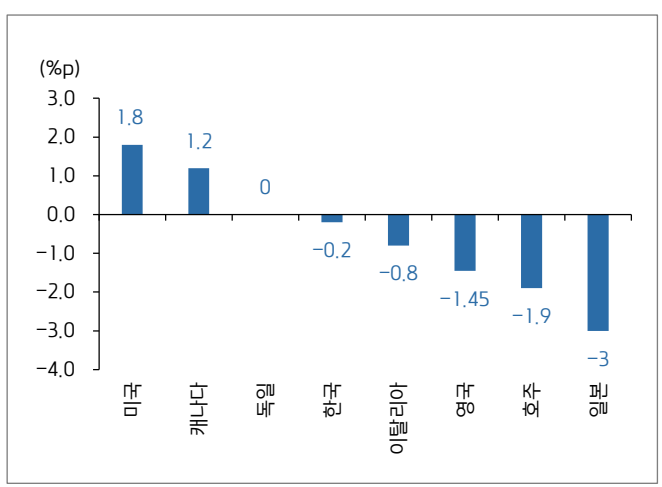
- 미국은 주요국 가운데 정부부채 비율이 네번째로 높은 국가임. 기축통화국임을 감안할 때 부채 부담이 다른 국가 대비 낮을 수 있으나, 피치의 신용등급 강등 조치 등이 있었다는 점은 금융시장 변동성을 언제든 키울 수 있는 리스크 요인으로 작용할 것
- 상대적으로 통화정책을 통한 정책 여력이 남아있음. 9월 소비자물가 3.7%를 반영한 실질 정책금리 수준은 1.8%p로, 여전히 물가가 높은 다른 국가에 비해서는 통화정책의 활용이 가능한 상황임. 특히 내년 근원 물가가 2% 중반 선으로 낮아진다면 금리를 소폭 낮추더라도 실질 금리는 플러스 수준으로 물가에 제약적인 환경이 여전히 펼쳐지는 가운데 기업과 정부의 이자 부담을 낮춰줄 수 있을 것으로 예상

국가별 정부부채 비율




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국가별 실질 정책금리(9월 소비자물가 기준)




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

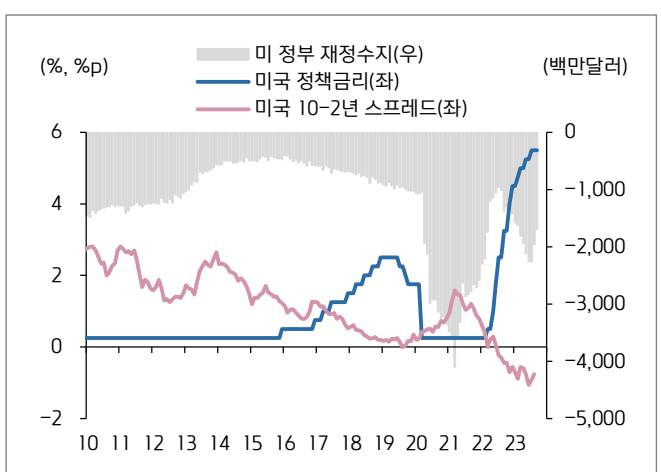


키움증권

# 31. 스프레드: 2024년 대선을 고려하면 가파른 스티프닝은 제한될 것

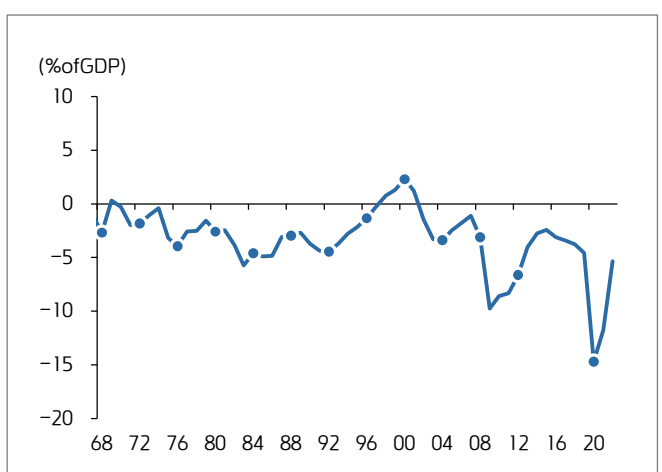
- 과거 미국 재정 확대와 금리 인하가 동반되었던 시기에는 금리 스프레드가 확대된 것이 일반적임. 이미 재정적자 부담이 높은 점과 2024년 11월 대선을 앞두고 지출 확대가 제한될 수밖에 없다는 점과 이에 따라 정책금리만 소폭 인하된다는 점을 고려하면 현재 역전된 금리 커브가 재역전되기까지는 시간이 소요될 것으로 예상함
  - 과거 대선이 진행된 해, 2008년과 2020년 경제 위기 당시를 제외하면 GDP 대비 재정적자 수준은 전년 수준에서 크게 변화가 없는 것이 일반적
- 장단기 금리 역전폭이 축소될 것으로 예상하나, 금리 인하에도 불구하고 2024년 중 가파른 스티프닝은 없을 것

미국 재정적자와 미국 정책금리 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 GDP 대비 재정적자 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 점은 대선 진행된 해를 표시한 것

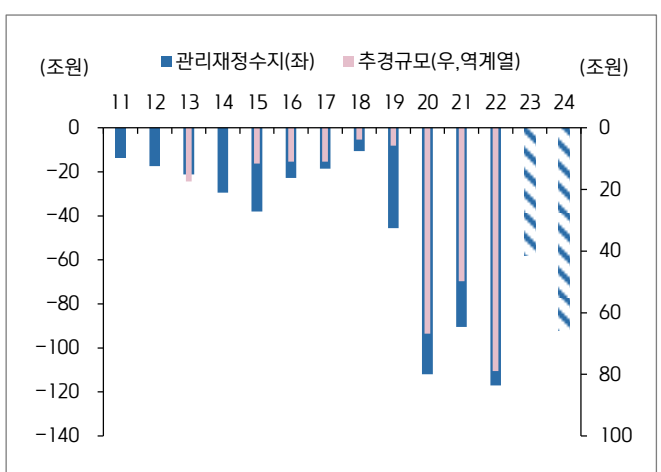


키움증권

# 32. 한국 금리: 한국도 재정 긴축 기조 강화

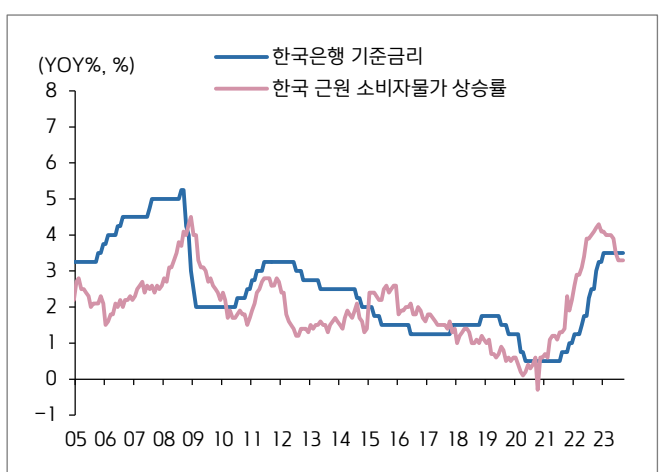
- 한국은 다른 국가 대비 정부 부채 비율이 높지 않아 상대적으로 재정 활용 여력이 높음. 다만 정부의 강도 높은 재정 긴축 기조에 따라 재정과 정부 소비를 통한 성장을 기대하기는 어려움
- 한편 근원 물가 수준은 기준금리를 하회하고 있어 다른 국가에 비해서는 통화정책 여력이 점차 확보될 것으로 예상함. 내년 한국은행의 근원 물가 전망치가 2.1%임을 고려하면 정책금리 조정의 필요성이 높아질 것으로 전망함

한국 정부 재정수지와 추경규모 추이




자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

한국은행 정책금리와 근원 물가 추이




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터



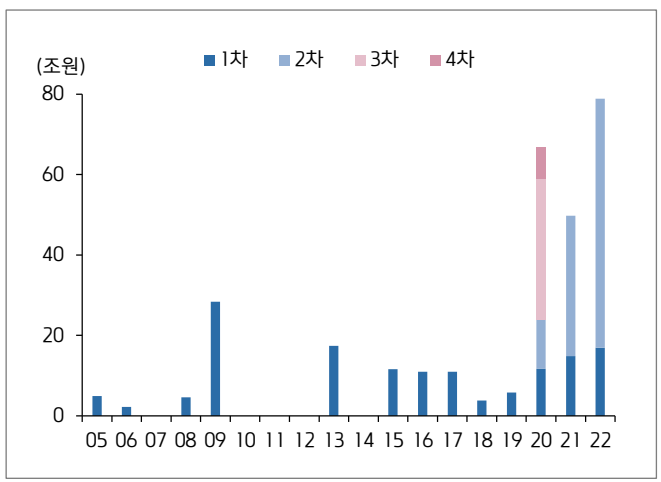
키움증권

# 33. 스프레드: 추경 가능성을 배제할 수 있나

▶ 한편, 추경의 가능성을 일축하고 있는 가운데, 성장 부진으로 세수 확보가 2024년에도 제한적이라면 성장 지원을 위한 추경의 가능성을 완전 배제할 수는 없음

- 특히 한국은 다른 국가 대비 물가 수준도 높지 않으며, 내년 근원 물가 상승률을 2% 대로 예상하고 있는만큼 재정확대로 인한 고물가 재연출 가능성도 낮다는 판단임
- 과거 고유가 극복을 위한 민생안정이라는 목적의 추경이라거나, 구조조정 지원을 위한 추경 편성 등이 있었다는 점을 감안할 때 2024년에도 고유가 지속과 기업 지원 등을 목적으로 한 추경 편성을 완전히 배제할 수 있는 환경은 아니라고 판단함

## 한국 정부 과거 추경 규모




자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

## 한국 정부 과거 추경 배경

| 시기 | | 배경 | 시기 | | 배경 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2005년 | 1차 | 세입결손 보전 및 의료생계 급여 부족분 | 2019년 | 1차 | 미세먼지 등 국민안전과 민생경제 지원 |
| 2006년 | 1차 | 태풍 에위니아와 집중호우로 인한 피해복구 | | 1차 | 코로나19 파급영향 최소화와 조기극복 |
| 2008년 | 1차 | 고유가 극복을 위한 민생 안정 | | 2차 | 긴급재난지원금 |
| 2009년 | 1차 | 민생 안정을 위한 일자리 추경예산 | 2020년 | 3차 | 경제위기 조기극복과 포스트 코로나 시대 대비 |
| 2013년 | 1차 | 세수 부족 보전 및 민생안정과 경제 회복 – 일자리 창출 등 | | 4차 | 맞춤형 긴급재난 패키지 |
| 2015년 | 1차 | 메르스 극복 및 민생 안정 | | 1차 | 맞춤형 피해지원 – 소상공인 · 중소기업 긴급피해지원, 긴급 고용대책, 고용취약계층 등 긴급피해지원, 방역지원 |
| 2016년 | 1차 | 구조조정 지원과 일자리 창출 | 2021년 | 2차 | 피해지원 및 민생안정<br>– 코로나19 피해지원, 방역보강, 고용 및 민생안정지원, 지역경제 활성화 |
| 2017년 | 1차 | 일자리 창출과 일자리 여건 개선 | | 1차 | 초과세수 기반 방역추경<br>– 소상공인 손실보상 및 방역지원금, 취약계층 사각지대 보완, 방역보강 |
| 2018년 | 1차 | 청년일자리 창출과 고용 · 산업위기지역 지원 | 2022년 | 2차 | 코로나 완전 극복 및 민생안정<br>– 소상공인피해지원, 방역대책, 민생안정, 지역경제 활성화 및 지방재정 보강 |

자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

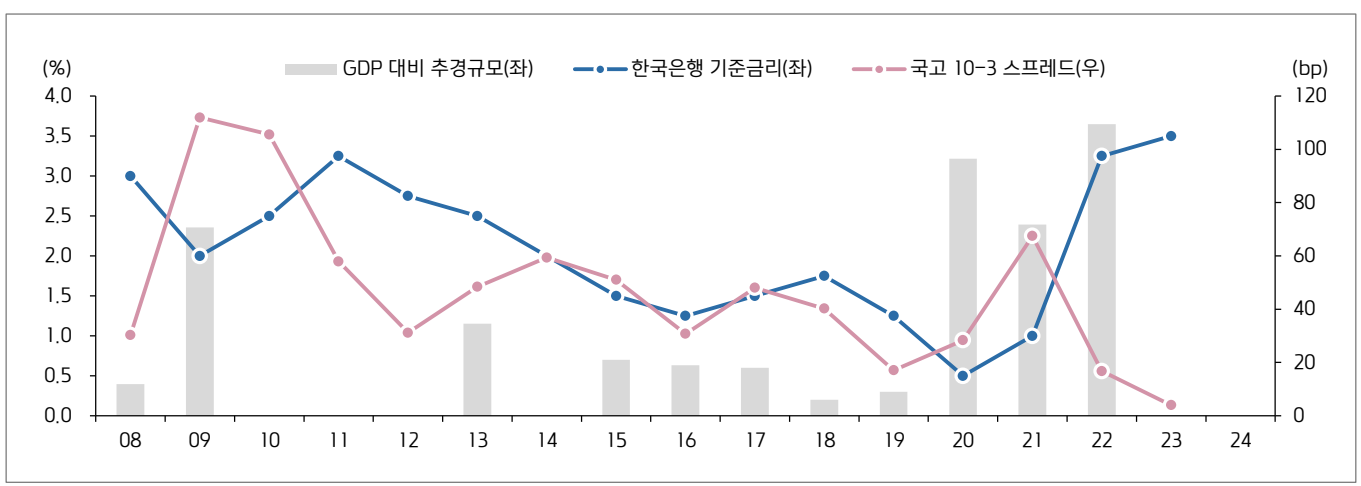


키움증권

# 34. 스프레드: 민간 주도 성장 가능한가

- 정부의 긴축 재정 기조가 유지되면서 추경 편성 가능성이 약화된다면 금리 인하에도 커브 스팁을 예상하기는 어렵다고 판단함. 민간 주도의 성장 동력이 제약된 상황에서 정부의 소비 확대 없이 가파른 성장세를 기대하기 어렵다고 판단하기 때문임. 한국은행의 금리 인하로 스프레드가 소폭 확대될 수 있겠으나, 그 수준은 제한적인 선에서 그칠 것
  - 3-10 스프레드 연간 20~40bp 수준 예상. 연초 스프레드 축소 이후 금리 인하와 함께 소폭 확대 예상
- 다만, 내년 총선이 있음을 고려할 때 경기 회복을 위한 재정과 통화정책 모두 활용된다면 커브는 과거 금리 인하와 재정이 모두 확대되었던 시기와 같이 가팔라질 것으로 예상함

한국 추경과 한은 기준금리, 장단기 금리차 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

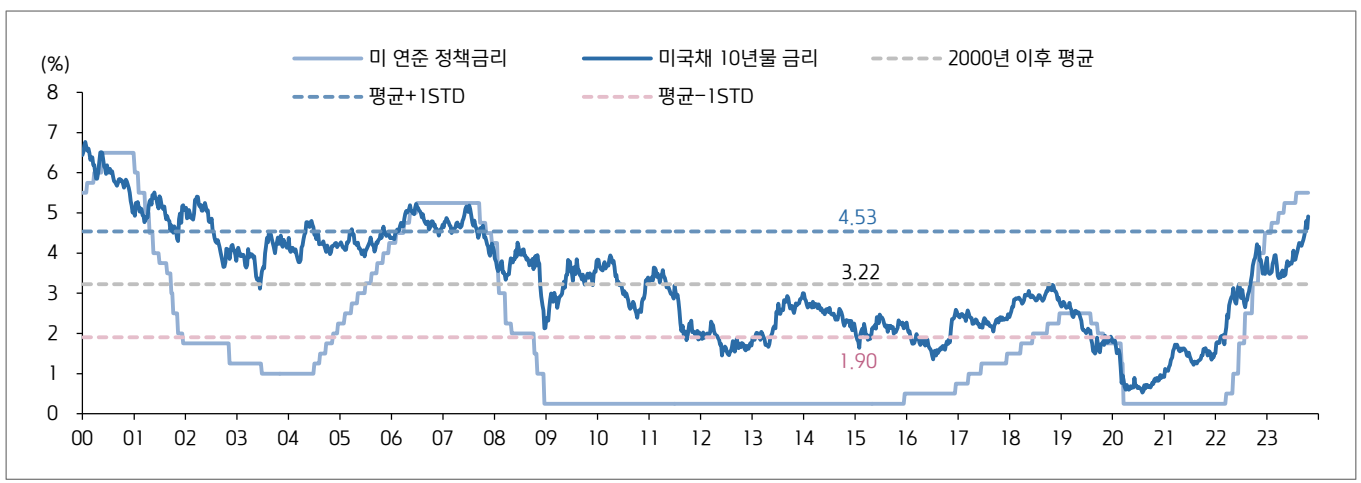


키움증권

# 35. 적정 금리 레벨은: 미 연준 추가 인상 없다면 오버슈팅 구간

- 미국채 10년물 금리는 12월 FOMC까지 최근의 상승세를 이어나갈 것으로 예상함. 미 연준의 금리 인하 기대가 확실해지기까지는 시간이 소요될 것으로 예상한는만큼, 동결기에도 불구하고 이전과 같이 시장금리 하락세가 선제적으로 나타나지 않을 것으로 판단하기 때문
- 미 연준이 9월 FOMC 점도표를 통해 추가적인 인상 가능성을 남겨두었으나, 물가 둔화와 소비 경기 둔화로 실제 인상으로 이어지지 않는다는 것이 12월 이후 확실시되면서 시장금리 상승세는 진정될 것으로 예상
  - 2000년 이후로 4.5%를 상회하던 구간은 미국 기준금리가 현 수준보다 높았던 2000년대 초반이거나 경기 확장기였던 2006~2008년 수준임. 현재는 서비스업 경기 둔화 속에 기준금리 또한 더 높아지지 않는다는 전제를 감안하면 현재 정책금리 수준에서는 미국채 10년물 4.5% 정도가 적정 레벨인 것으로 판단. 미국채 10년물 금리는 2024년 1분기부터 완만한 하락세를 보일 것으로 전망하며, 연말 10년물 금리 수준은 3.9% 내외에서 형성될 것으로 예상함

미국채 10년물 금리 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

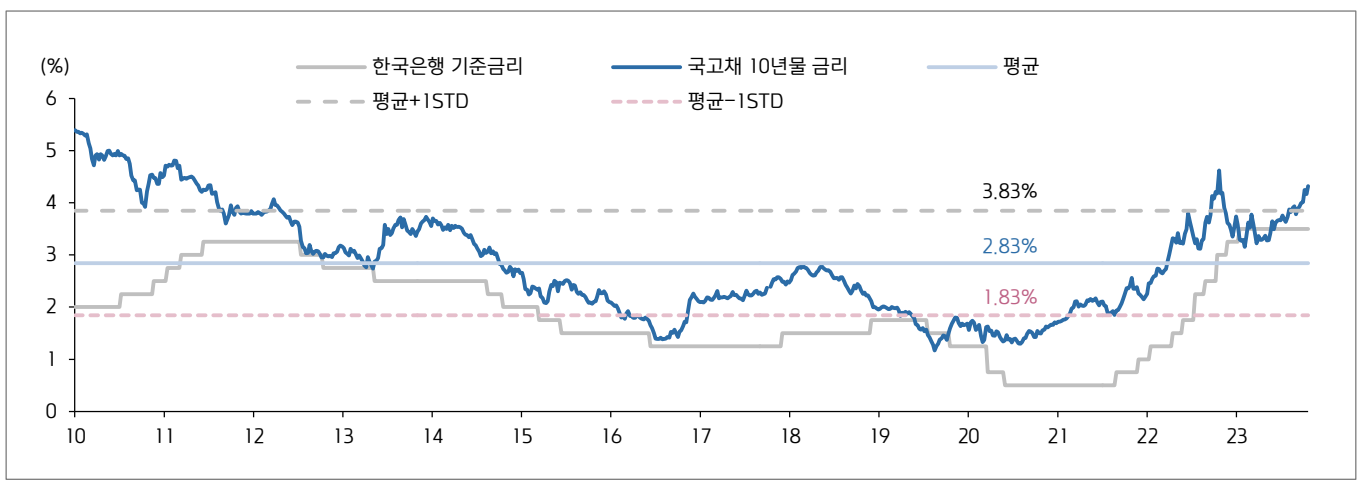


키움증권

# 36. 적정 금리 레벨은: 한국, 기준금리 3.75% 이상을 반영한 금리 수준

- 국고채 금리 레벨 또한 오버슈팅 구간에 있다고 판단함. 미국채 금리에 연동되어 추가 상승 압력을 받았으나, 한국은행의 실제 금리 인상 가능성은 낮다는 점을 감안할 때 현재 레벨은 정책금리 3.75% 이상까지도 반영한 수준이라고 판단. 미 연준의 정책 불확실성이 해소되기 전까지는 미국채 금리에 연동되는 것이 불가피하다는 판단이나, 오버슈팅 구간에 있는만큼 금리 상승시 장기채, 우량 회사채 중심으로 매수하는 전략은 여전히 유효하다고 판단함
- 한국은행 기준금리 3.5% 레벨에서 10년물 적정 수준은 3.8% 수준이라고 판단함. 이후 미 연준의 금리 인하와 함께 한국은행도 금리 인하에 나서면서 국고채 10년물 금리 수준은 연말 들어 3.20~3.40% 선에서 형성될 것으로 예상

국고채 10년물 금리 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



키움증권

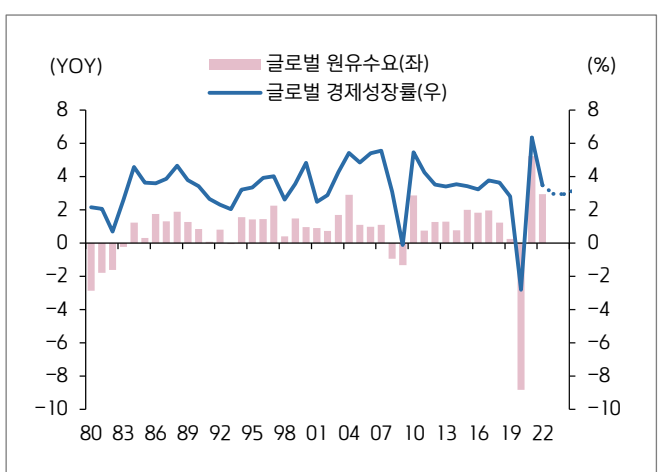
VI. 원자재

# 공급으로 돌아온 관심

# 01. 수요 불안과 공급 불안이 공존하는 원유시장

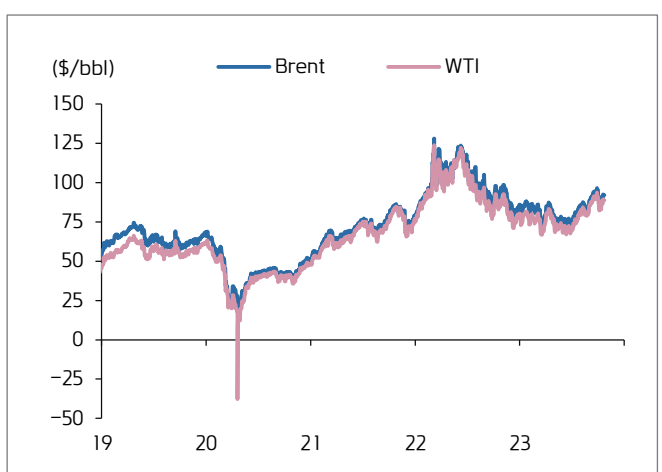
- 주요국 중앙 은행의 긴축 기조 유지로 경기 위축에 대한 경계감 속 수요 불안 지속
  - 2023년 10월 IMF는 2024년 글로벌 경제성장률이 2023년보다 둔화될 것으로 전망한 가운데 2024년 글로벌 경제성장률을 3.0%에서 2.9%로 하향 조정. IMF는 인플레 압력 완화를 위한 주요국 금융당국의 긴축 정책이 경제 활동 둔화로 연결될 것으로 전망
- 그러나 원유시장 내 수요 불안은 공급 불안으로 연결되며 원유시장 내 타이트한 수급 전망이 지속됨
  이에 하반기 유가는 연초보다 높은 수준에서 등락

글로벌 경제성장률과 글로벌 원유 수요




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국제유가 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



키움증권

# 02. OPEC+, 수요 불안에 대해 감산으로 대응

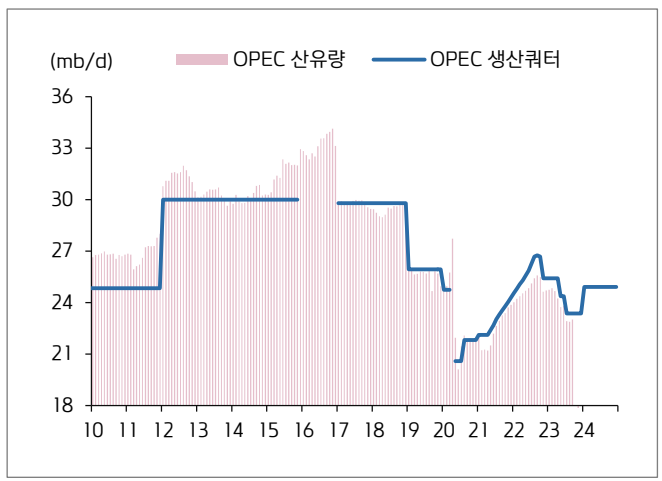
- 공급 불안은 주로 OPEC+의 감산에서 기인. OPEC+ 산유국은 2022년 10월부터 감산을 재개한 가운데 2023년 5월 일부 산유국은 자발적 추가 감산을 발표하며 감산 규모 확대
  - 이에 OPEC 감산대상국 산유량은 2023년 9월 기준 일평균 2,301만 배럴로 전년동기대비 249만 배럴 감소
- 최근 OPEC의 감산대상국 산유량을 살펴보면, 과거와 달리 대체로 생산 쿼터에 부합하는 수준의 산유량을 기록
  - OPEC의 생산 쿼터 제도는 과거에도 존재했으나, 생산 쿼터 이행 여부를 두고 잡음 발생. 특히 2019년부터 2020년 초 감산 합의 종료시점까지 사우디 외 주요 산유국의 실제 산유량은 생산 쿼터를 상회

2022년 이후 OPEC+ 산유국 생산 관련 정책

| 날짜 | 내용 |
|---|---|
| 22/09 | OPEC+, '22년 10월부터 일평균 10만 배럴 감산 발표 |
| 22/10 | OPEC+, '22년 11월부터 일평균 200만 배럴 감산 발표 |
| 23/03 | 러시아, 일평균 50만 배럴 감산 시작 |
| 23/04 | 사우디 등 '23년 5월부터 추가 감산 진행 발표 |
| 23/06 | 사우디, '23년 7월부터 일평균 100만 배럴 추가 감산 발표 |
| 23/07 | 러시아, '23년 8월부터 일평균 50만 배럴 추가 감산 발표 |
| 23/08 | 러시아, '23년 9월부터 일평균 30만 배럴 추가 감산 발표 |
| 23/09 | 사우디·러시아, 추가 감산안 '23년 12월까지 유지 발표 |

자료: OPEC, 키움증권 리서치센터

OPEC 감산대상국 산유량과 생산쿼터 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 2023년 5월 이후 OPEC 생산 쿼터는 자발적 추가 감산을 고려한 수치

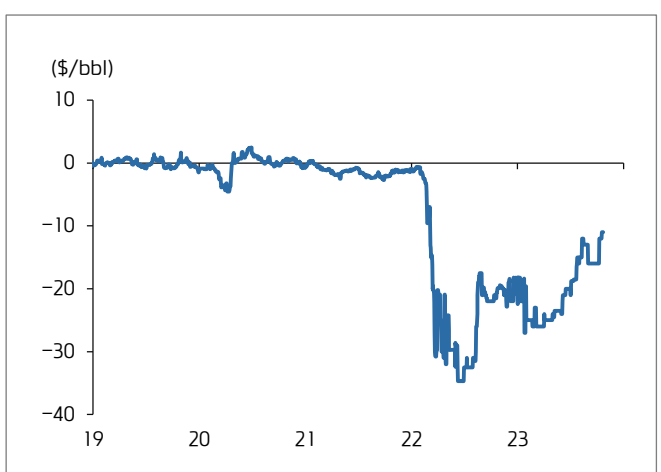


키움증권

# 03. 러시아도 감산 기조에 동참하고 있고…

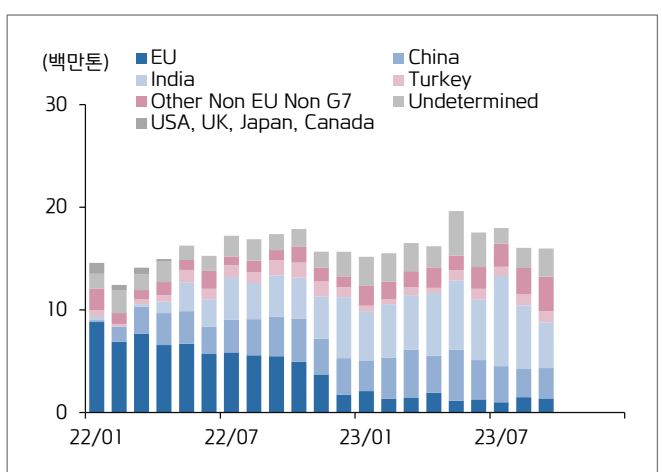
- 2022년 하반기를 기점으로 러시아산 원유와 브렌트유 스프레드는 감소. 이는 러시아-우크라이나 전쟁 이후 서방 국가의 러시아산 원유 제재 조치에도 이에 대한 수요가 유입되고 있다는 것을 시사
- 러시아산 원유에 대한 수요에도 러시아는 감산 기조에 동참하며 원유 시장 여건에 따라 산유량을 결정할 것이라 발표
  - 러시아는 2023년 3월 일평균 50만 배럴 감산을 시작으로 8월 일평균 50만 배럴의 원유 수출 제한, 9월 일평균 30만 배럴 추가 감산 진행

러시아산 원유-브렌트유 스프레드




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

러시아 원유 수출 추이




자료: Brugel, 키움증권 리서치센터

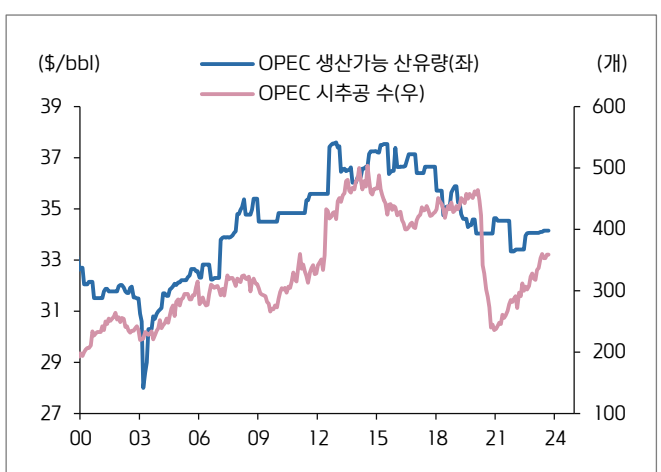


키움증권

# 04. OPEC이 과거와 달리 생산쿼터를 준수하는 이유①: 생산 여력의 부족

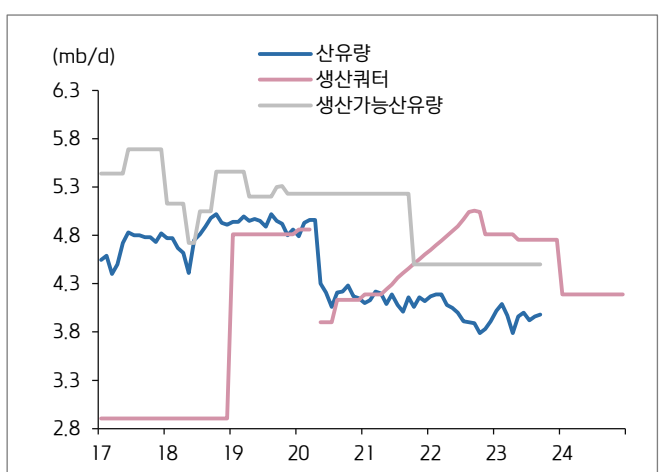
- OPEC 감산대상산유국이 과거와 달리 생산 쿼터를 준수하는 배경으로는 우선 생산 여력의 부족을 들 수 있음
- 아프리카 산유국의 생산 가능 산유량은 꾸준히 줄어들며 생산쿼터를 하회. 중동 산유국의 생산 가능 산유량은 쿼터를 상회하나 이라크, 쿠웨이트의 생산 여력이 크지 않은 상황
  - 2000년대 이후 중국 산업화에 따른 가파른 수요 유입, 고유가 흐름 등에 따라 OPEC이 생산 관련 투자에 나서며 OPEC의 생산 가능 산유량이 꾸준히 늘어나던 시기. 반면, 현재는 2014~2016년 유가 하락과 2017~2019년 미국 셰일 생산 증가에 따른 저유가 국면 속 투자 부진
  - 이에 2021년 OPEC+은 생산 쿼터를 단계적으로 늘렸으나 일부 산유국은 이를 따라가지 못하며 생산 쿼터를 하회하는 산유량 기록

OPEC 시추공수와 생산 가능 산유량 변화




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

아프리카 감산대상 산유국의 산유량 및 생산쿼터와 생산여력




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: '19년 이후 생산쿼터 확대는 감산대상산유국에 콩고, 기니, 나이지리아 추가 영향



키움증권

# 05. OPEC이 과거와 달리 생산쿼터를 준수하는 이유②: 고유가 유지

- 2021년 증산 기조에 어려움을 겪지 않았던 대표적인 국가는 사우디와 아랍에미리트(UAE)이며, 특히 사우디가 감산 준수에 적극적인 모습을 보임
  - UAE는 현재 생산쿼터를 상회하는 산유량을 기록하고 있기는 하나, OPEC 감산 기조에 맞춰 감소하는 흐름
- 사우디는 2023년 5월의 추가 감산과는 별개로 7월부터 일평균 100만 배럴의 추가 감산을 시작. 당초 사우디는 추가 감산안을 7월 한달 간 진행할 예정이었으나, 추가 감산 기간을 연장하며 연말까지 유지할 것으로 발표
  - 코로나19 이후 국제유가와 OPEC+의 생산 정책 소식을 살펴보면, 유가가 상승 추세를 보일 때 OPEC+는 증산에 나섰고, 하락 추세를 보이는 시기에는 감산 단행

코로나19 이후 브렌트유와 사우디 재정균형 유가 추이

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



키움증권

# 06. 사우디가 감산 기조를 유지하는 이유는?

▶ 이는 사우디의 생산 전략이 유가에 무게를 두고 있다는 것을 시사. 2014년~2016년 사이 유가가 꾸준히 내려가면서, 2016년 사우디는 'Vision2030' 이라는 석유 중심의 산업구조 다각화를 위한 계획 발표
다만, 이를 위해서는 재원 마련이 필요

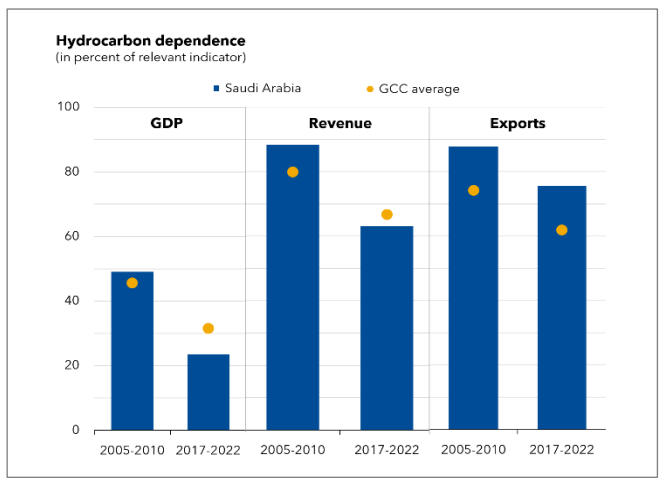
- 이러한 흐름 속에서 사우디 경제에서 원유가 차지하는 비중이 이전보다 낮아지고 있음. IMF에 따르면 2005년~2010년 사이 재정 수입의 90%가 원유에서 발생했으나, 2017~2022년의 경우 해당 수치가 60% 초반까지 내려옴
- 사우디 경제가 과거에 비해 석유 의존도가 낮아진 것은 사실이나 여전히 높은 수준. 이에 유가가 재정수지 균형 수준을 상회하는 수준에서 등락을 이어가는 것이 사업 진행을 위한 재원 마련에 긍정적

사우디의 산업다각화 관련 주요 정책

| 구분 | 내용 |
|---|---|
| Vision 2030 | – 원유 의존적인 경제구조에서 탈피하는 것을 목표로 하는 중장기 국가발전 계획<br>– 민간 및 해외 자금 투자 유치를 통한 제조·관광·금융·건설·보건 등 집중 육성 예정<br>– '30년 까지 $1,483억 수출 창출 목표<br>– NIDLP(국가산업발전 및 물류 프로그램): 광물자원, 제조업, 에너지, 물류 등 4개 분야 중점 육성 계획, '30년까지 GDP $1.2조, 160만명의 일자리 창출 목표<br>– NEOM: 대규모 신도시 프로젝트로 총사업비 $5,000억 투입. 100% 재생에너지만을 사용하는 자급자족 스마트 생태도시 구현 계획 |
| Green Initiative | – '60년까지 탄소배출량 제로 목표 |

자료: 국제금융센터 재인용, 키움증권 리서치센터

사우디아라비아 원유 의존도 변화




자료: IMF 재인용

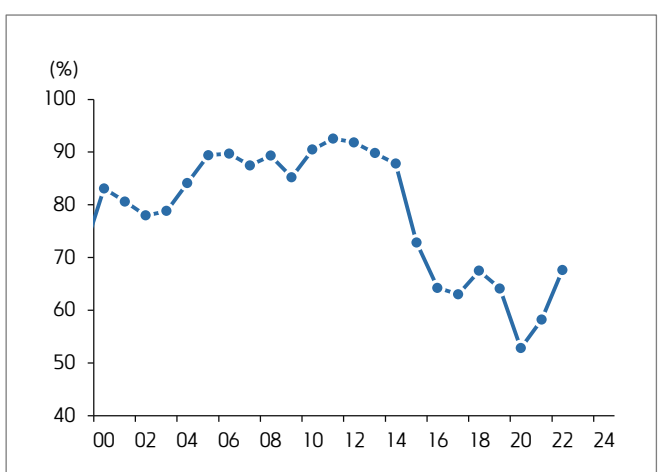


키움증권

# 07. 높은 석유 의존도를 낮추기 위해 필요한 고유가 환경

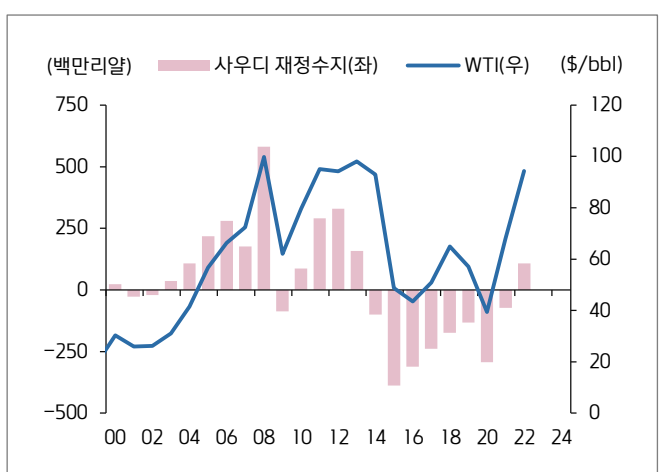
- 국제유가는 2013년 이후 꾸준히 사우디 재정수지 균형 유가 수준을 하회하며 사우디는 장기간 재정수지 적자에 직면. 그러나 최근 유가 상승으로 사우디의 2022년 재정 수지는 흑자 기록
  - 더욱이 주요국에서 탈 탄소화 정책 등이 논의되고 있어 사우디도 사업 진행에 속도를 내고 싶어할 가능성이 높음
- 이를 감안하면, 사우디가 원하는 유가는 브렌트유 기준 최소 배럴당 80달러 선으로 보임
  - IMF에 따르면 2024년 사우디의 재정 균형 유가 수준은 브렌트유 기준 배럴당 $79.7인 만큼, 유가가 배럴당 80달러 대에서 등락을 이어갈 경우 사우디는 재정수지 흑자를 기대할 수 있을 것으로 예상함

사우디 재정수입 중 석유 비중의 변화




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

사우디 재정수지와 국제유가 추이




자료: 국제금융센터 재인용, 키움증권 리서치센터

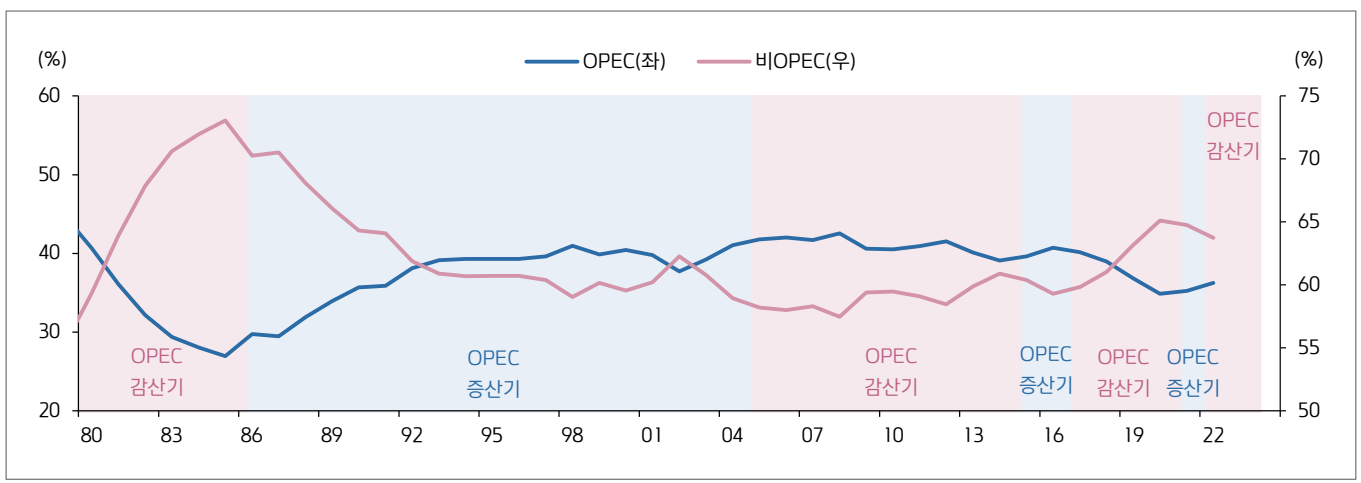


키움증권

# 08. 비OPEC의 생산 여건도 중요하지만

- 물론 비OPEC의 생산 정책도 중요. 과거 OPEC의 원유 생산 기조는 국제유가, 원유 수요와 더불어 비OPEC의 생산 동향의 영향을 받았음
  - 과거 OPEC의 생산 전략이 감산에서 증산으로 변했던 대표적인 사례는 1986년과 2014년. 두 시기 모두 고유가 흐름이 이어지며 비OPEC의 원유생산이 경제성을 확보했고, 이에 비OPEC 산유량은 증가 했음
  - OPEC은 비OPEC의 증산으로 시장 영향력과 점유율이 낮아지자 증산을 통해 점유율 경쟁 시작
- 그러나 현재의 고유가가 비OPEC 산유국의 적극적인 투자와 생산량 급증으로 연결될 가능성은 제한적

글로벌 원유 공급에서 OPEC과 비OPEC 비중 변화




자료: BP, 키움증권 리서치센터

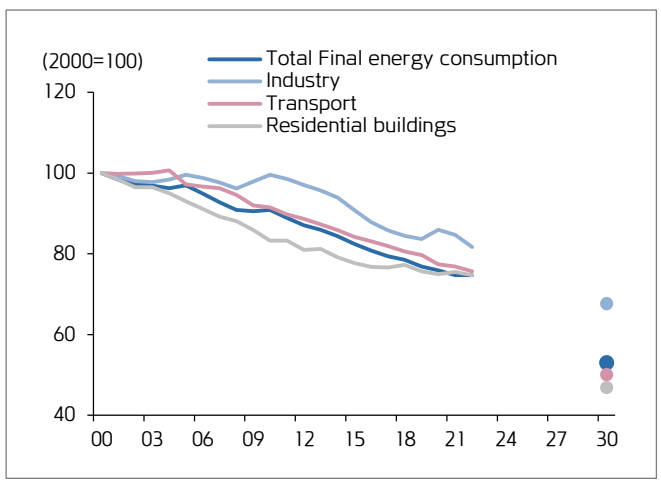


키움증권

# 09. 에너지 전환 논의와 원유 수요 정점 시기에 대한 고민

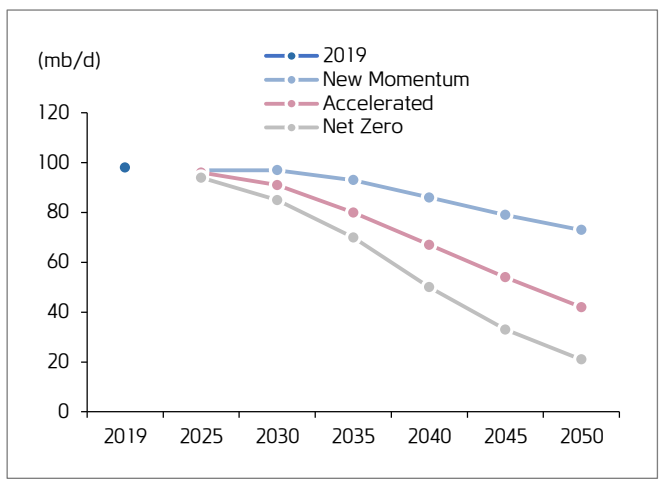
- 주요국이 탄소 중립 정책을 내놓기 시작하면서 에너지 효율성 개선, 친환경 에너지 전환 등의 노력이 이어지고 있기 때문
- 이에 미래 원유 수요가 과거보다 가파르게 늘어나기 보다는 완만한 증가세를 보일 것이라는 전망이 우세한 것으로 보임
  - 물론 기관별로 원유 수요 정점 시기에 대한 전망은 엇갈리는 상황. 최근 국제에너지기구(IEA)는 글로벌 원유 수요가 2028년 정점을 기록할 것으로 보고 있는 반면, OPEC은 2045년까지 원유 수요가 꾸준히 늘어날 것으로 전망

글로벌 에너지 집약도 개선 추이 및 전망




자료: IEA, 키움증권 리서치센터
주: 2030년 전망치는 Net Zero 시나리오를 기반으로 한 전망치

BP 글로벌 원유 소비 전망




자료: BP, 키움증권 리서치센터



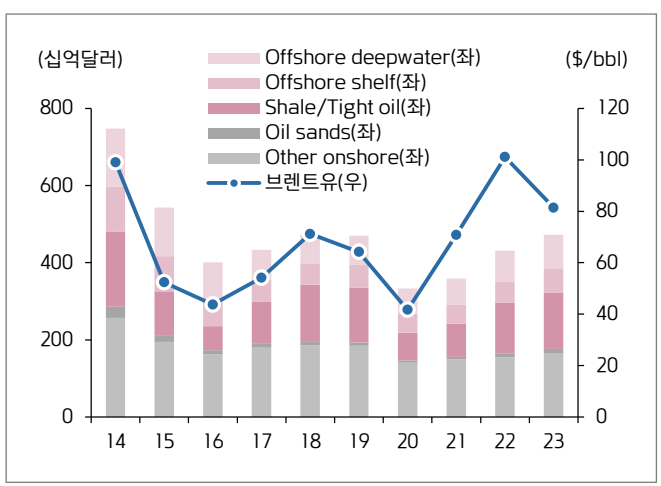
키움증권

# 10. 비OPEC 국가의 석유 및 가스 투자 동향은?

▶ 비OPEC 국가의 원유 관련 투자 규모를 살펴보면, 코로나19 이후 꾸준히 늘어나는 흐름을 보이고 있음. 다만, 과거의 유가 및 생산투자 규모와 현재를 비교해보면 관련 회사들이 적극적인 투자를 진행하고 있다고 해석하기는 어려워 보임

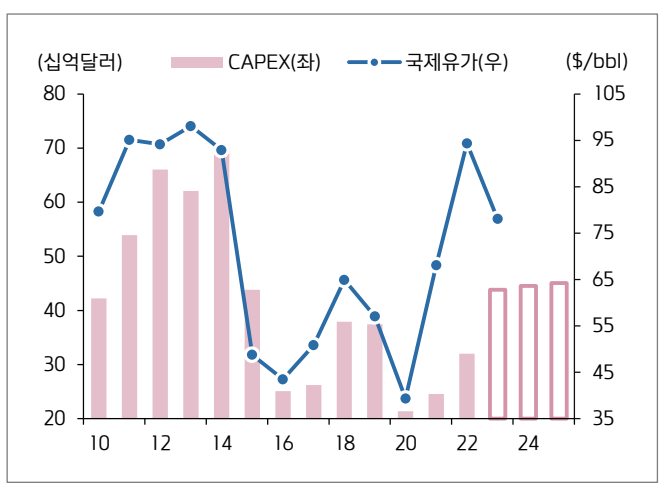
- 현재 유가는 코로나19 이전보다 높은 수준에서 등락을 보이고 있으나, 석유·가스 탐사 및 생산 회사들의 자본지출 규모는 코로나19 이전 수준을 회복하는 정도에 그침
- 북미지역의 독립 E&P(Exploration and Production) 기업들의 CAPEX 투자 동향과 블룸버그 컨센서스를 살펴보면, 2023년까지는 늘어나나, 그 이후는 횡보할 것으로 전망 중

비OPEC의 석유 및 가스 투자와 국제유가




자료: OPEC, Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 2023년은 OPEC 전망치, 브렌트유는 2023년 초부터 현재까지 평균

북미 독립 E&P 기업들의 탐사 및 개발 CAPEX와 국제유가




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 북미 독립 E&P기업 시가총액 상위 10개사 기준/'23년 이후는 블룸버그 컨센서스

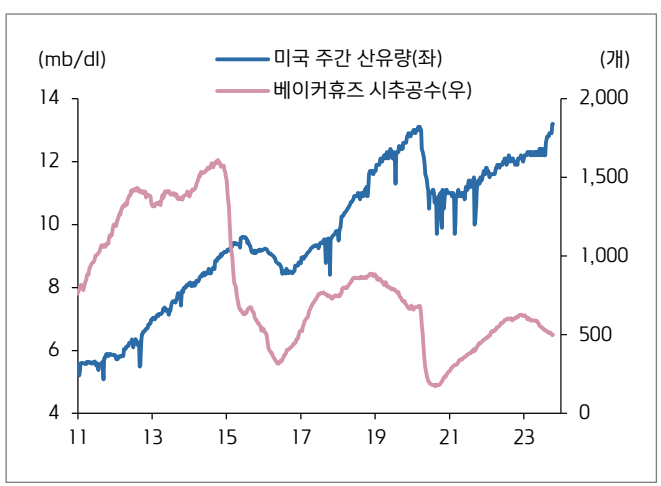


키움증권

# 11. 코로나19 이전 수준을 회복한 미국의 원유 생산

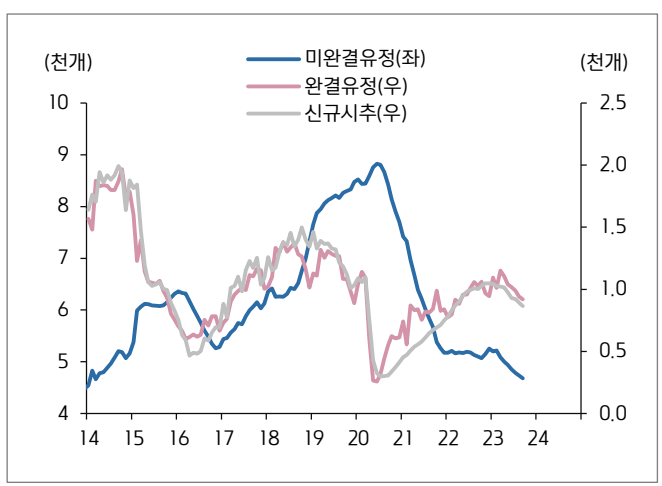
- 미국의 원유 생산은 연내 꾸준히 증가. 일평균 1,320만 배럴 기록하며 코로나19 이전 수준을 회복
  2022년 2분기 이후 꾸준히 하락했던 댈러스 연은의 미국 에너지기업 활동지수도 3분기 반등
  - 특히 탐사 및 생산 부문의 기업활동지수가 급격하게 늘어나며 지수 개선을 견인
- 그러나 미국 원유 생산 관련 선행지표는 전반적으로 둔화되고 있는 것으로 보임. 베이커휴즈 시추공 수는 연중 감소세를 지속했고 신규 시추건수나 완결 유정 건수도 꾸준히 감소
  - 코로나 이후 미국 산유량이 회복되는 동안 미완결유정이 줄어들며 완결유정 수 증가. 이와 동시에 신규시추도 늘어나는 흐름을 보였으나, 최근에는 미완결유정, 완결유정, 신규시추 모두 감소

미국 주간 산유량과 베이커휴즈 시추공수 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 미완결유정, 완결유정 및 신규시추 추이




자료: Bloomberg, EIA, 키움증권 리서치센터



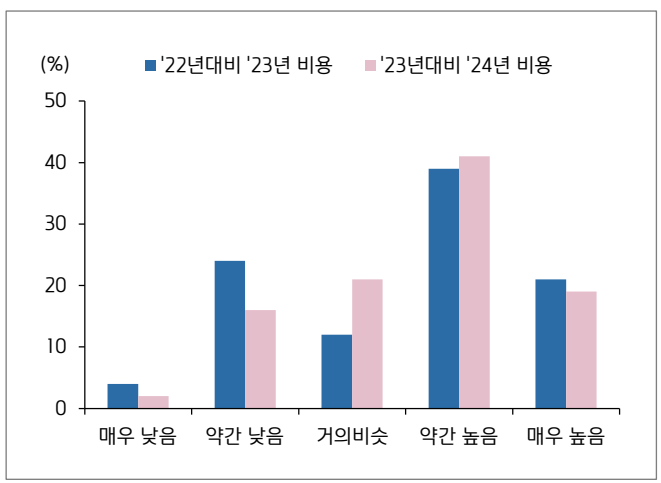
키움증권

# 12. 미국 에너지 기업, 유정 당 시추 및 완료 비용 증가 전망

▶ 댈러스 연은이 관할 지역 내 에너지 기업을 대상으로 진행한 설문조사에 따르면, 미국 내 원유·가스 E&P 기업들은 전반적으로 유정 시추 및 완료 비용이 2023년에 이어 2024년에도 올라갈 것으로 전망

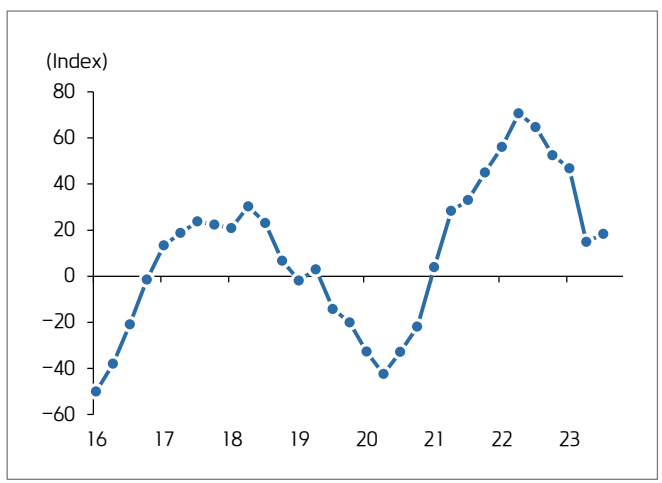
– 미국 댈러스 연은의 관할 지역내 E&P 기업들의 탐사 및 개발 비용이 늘어났다고 답변한 기업은 2021년 이후 꾸준히 늘어나고 있으나, 2023년 국제유가는 2022년보다 낮은 수준에서 등락

미 원유 E&P 기업의 유정 시추 및 완료 비용 전망




자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 키움증권 리서치센터

미 원유 E&P 기업의 탐사 및 개발 비용 지수




자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 키움증권 리서치센터

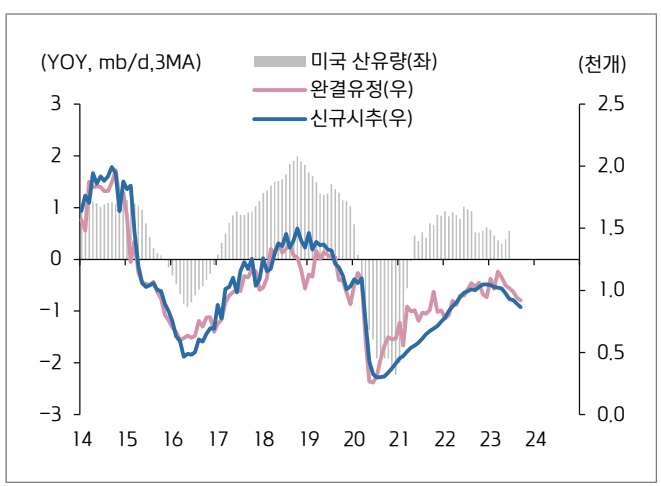


키움증권

# 13. 2024년 미국 산유량 급증 가능성은 제한적

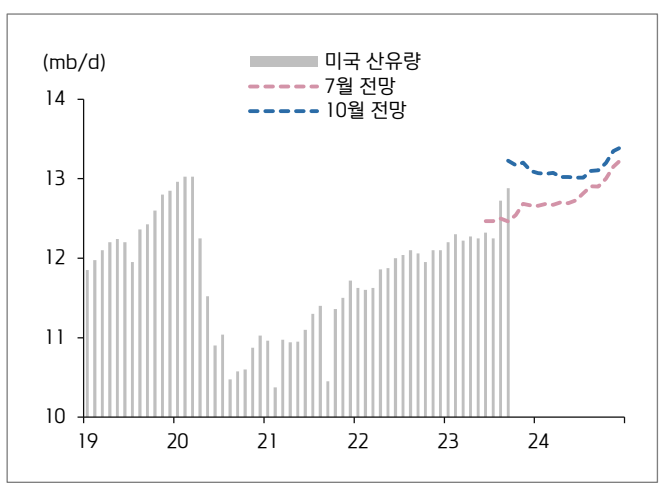
- 미국 에너지정보청(EIA)은 10월 단기에너지보고서(STEO)를 통해 2024년 미국의 원유 생산이 일평균 1,312만 배럴을 기록할 것으로 전망. 이는 현재 미국의 주간 산유량과 유사한 수치
  - EIA의 전망을 상반기와 하반기로 나누어 살펴보면, 상반기 중에는 미국의 원유 생산이 소폭 줄어들고 하반기 중 이를 회복하는 흐름을 보일 것으로 예상. 즉 2024년 미국 원유 생산은 2023년 대비 큰 변화 부재할 가능성이 높음
- 이를 감안하면, 사우디는 내년에도 유가에 초점을 맞춘 원유 생산 정책을 이어갈 가능성이 높음
  - 사우디 입장에서 최상의 시나리오는 2022년과 같이 OPEC의 증산이 유가 하락 요인으로 작용하지 않는 것으로 보임 즉, 사우디는 수요 불확실성 완화가 가시화되는 시점부터 증산에 나설 것으로 예상하며, 2022년과 같이 단계적 증산으로 대응할 것으로 예상함

신규시추 및 완결유정 건수와 미국 산유량 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

EIA 미국 산유량 추이 및 전망




자료: Bloomberg, EIA, 키움증권 리서치센터

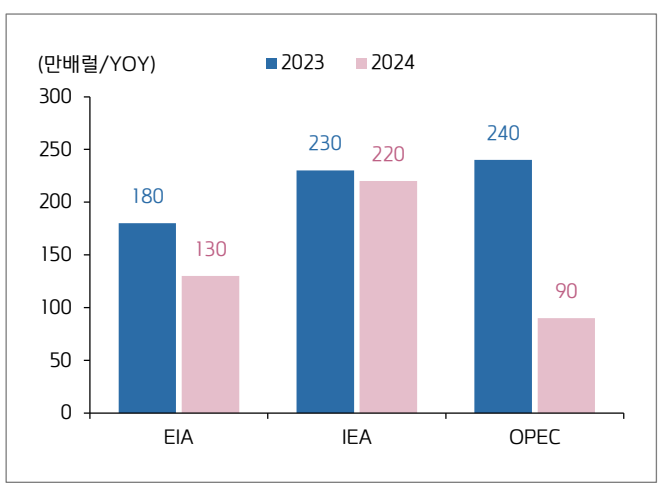


키움증권

# 14. 2024년 글로벌 원유 수요, 완만한 증가 전망

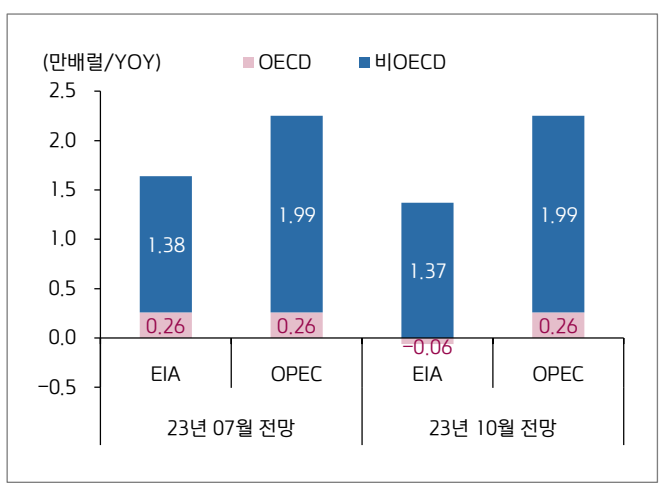
- 한편, 주요 에너지기관은 2024년 글로벌 원유 수요의 증가 폭은 2023년 보다 완만할 것으로 전망
- 다만, 기관별로 2024년 글로벌 원유 수요 증가 전망에 차이 존재. OPEC은 비OECD 국가의 견조한 수요를 바탕으로 2024년 글로벌 원유 수요 증가폭은 2023년과 크게 차이가 나지 않을 것으로 전망
- IEA는 비OECD 수요 기대는 OPEC과 동일하나, 경기 둔화, 에너지 효율성 개선으로 2024년 글로벌 원유 수요의 증가폭이 2023년에 비해 크게 둔화될 것으로 예상

주요 에너지기관의 '23, '24년 글로벌 원유 수요 증가 전망




자료: EIA, IEA, OPEC, 키움증권 리서치센터

OECD와 비OECD 원유 수요 증가 전망 변화




자료: EIA, OPEC, 키움증권 리서치센터

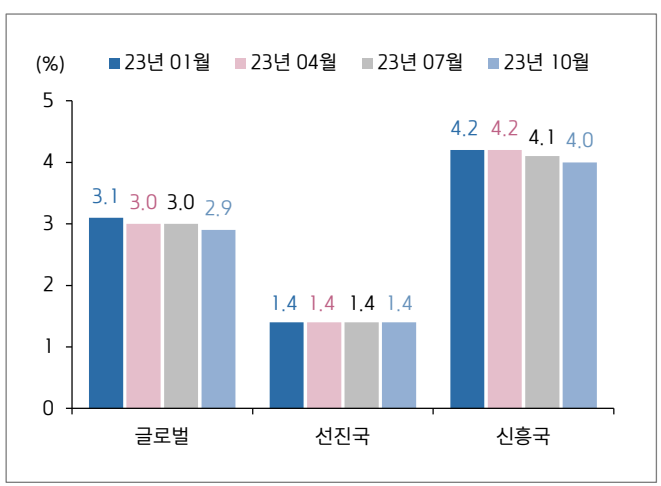


키움증권

# 15. IMF, 신흥국 및 글로벌의 2024년 경제성장률을 하향 조정

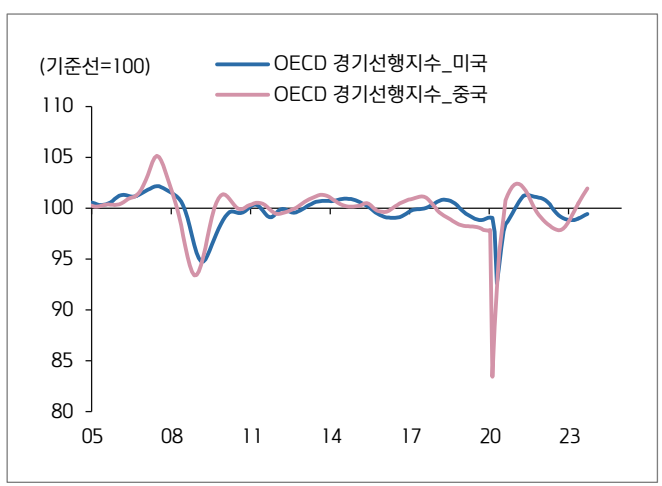
- 주요 에너지기관의 비 OECD 산유국 원유 수요 기대는 이어지고 있으나, 최근 IMF는 글로벌 경제성장률과 신흥국 경제성장률 전망치를 모두 하향 조정
  - IMF는 중국의 2024년 경제성장률 전망치를 4.5%에서 4.2%로 하향
- 그러나 원유 소비에서 가장 큰 비중을 차지하는 중국과 미국의 OECD 경기 선행지수를 살펴보면, 중국은 기준선(100)을 상회하며 확장 국면에 있고 미국의 경우 반등세를 보이고 있음

IMF 2024년 글로벌 경제성장률 전망치 변화




자료: IMF, 키움증권 리서치센터

미국과 중국의 OECD 경기선행지수 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

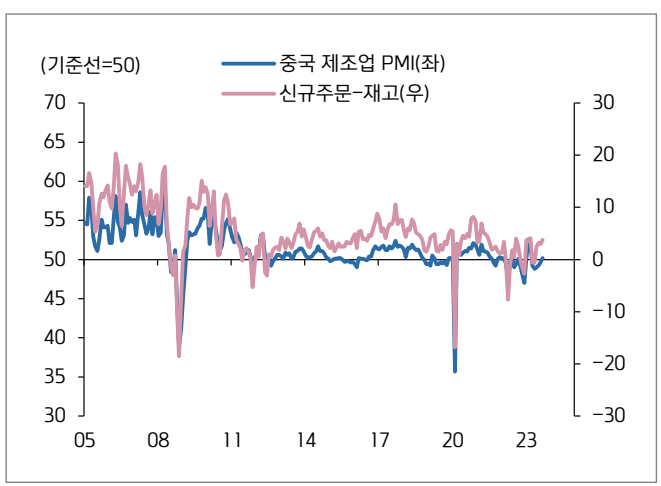


키움증권

# 16. 중국 지표 개선, 견조한 원유 수요 기대를 뒷받침

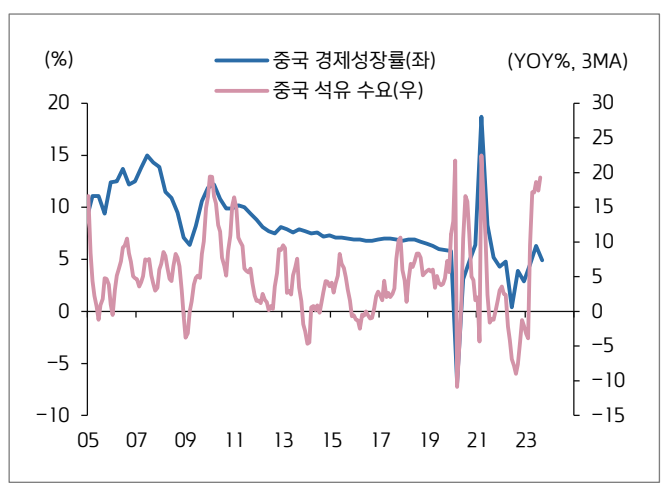
- 이런 가운데 중국의 경제지표는 개선세를 보이고 있음. 중국의 9월 제조업 PMI가 기준선(50)을 상회했고 신규주문-재고 스프레드가 상승흐름을 이어가고 있는 만큼 체감 지표 개선세가 이어질 것으로 예상
- 또한 중국의 3분기 경제성장률은 4.9%로 발표되며 시장 예상을 상회. 이에 중국의 2023년 경제성장률이 목표치인 5%를 달성할 것이라는 전망 강화
  - 중국의 2023년 3분기 경제성장률이 2023년 2분기 경제성장률보다 낮아지기는 했으나, 높은 2분기 경제성장률은 기저효과에서 기인. 2022년 2분기 중국의 경제성장률은 코로나19 봉쇄 조치로 매우 낮았기 때문

중국 제조업PMI와 신규주문-재고 스프레드




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 경제성장률과 중국 원유 소비량 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



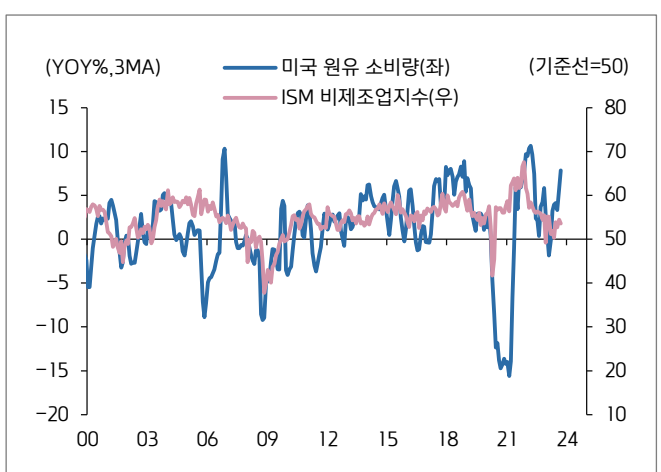
키움증권

# 17. 미국, 계절 수요 종료와 가솔린 재고 증가

▶ 미국의 경우 미국 원유 소비 증가 흐름 이어지고 있으나, 미 원유 수요 불안 지속

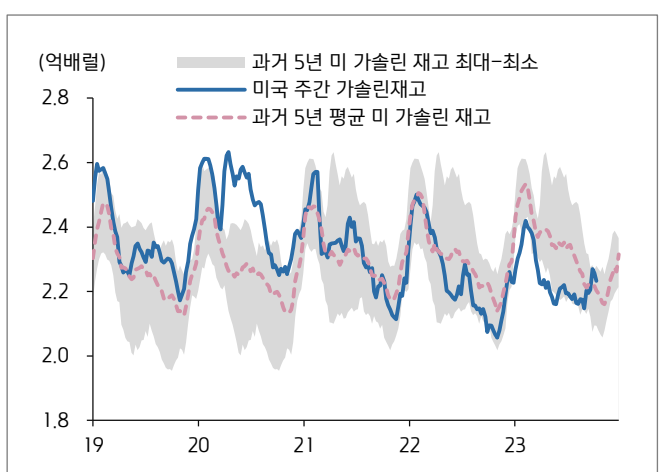
- 미국의 9월 ISM 비제조업 지수가 여전히 기준선(50)을 상회하고 있으나 전월치를 하회하는 수준으로 발표
- 또한 최근 EIA가 발표한 미국의 주간 가솔린 재고가 증가한 점도 미 석유 제품 수요 둔화 우려를 자극. 드라이빙 시즌이 종료되기는 했으나, 가솔린 재고가 일반적으로 줄어드는 기간에 늘어나면서 5년 평균 수준을 상회하고 있기 때문

ISM 비제조업지수와 미국 원유 소비 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 주간 가솔린 재고 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



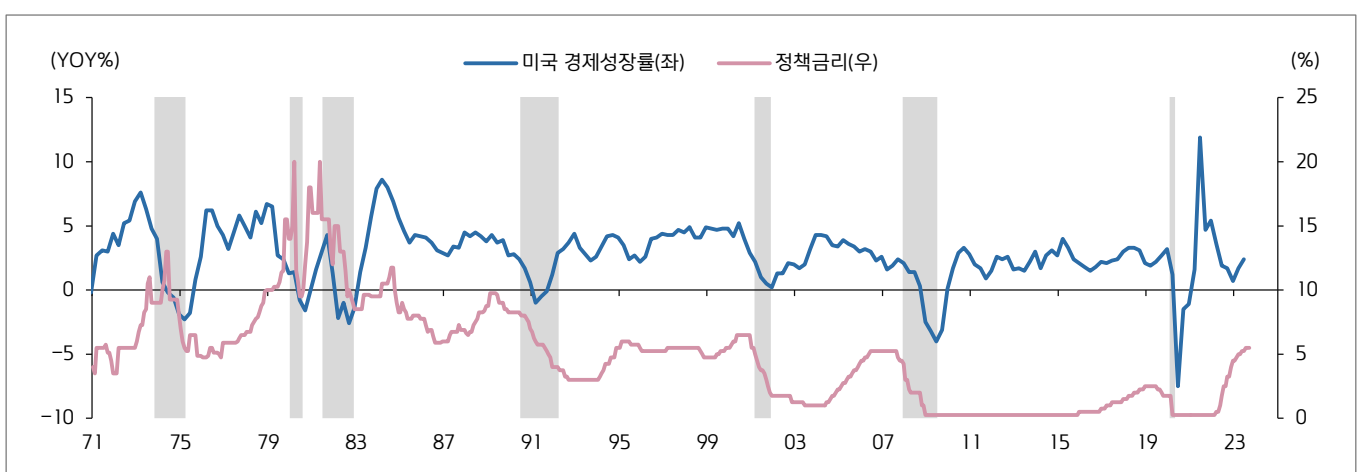
키움증권

# 18. 미 연준의 긴축 기조 재확인과 경기 둔화 우려

▶ 특히, 8월 잭슨홀 미팅과 9월 미 연준의 FOMC 이후 미 연준의 추가 금리 인상 가능성과 고금리 장기화 전망 강화. 이에 미국 경기 위축 우려와 원유 수요 불안 확대

- 1971년 이후 미 연준의 금리 인상은 9차례 진행되었으며, 금리 인상이 마무리되고 동결기를 지나면서 미국 경기가 침체에 빠진 사례는 6차례
- 경제 전망에 대한 우려는 이어지고 있으나, 3분기 미국의 경제성장률 속보치는 이전치를 상회하는 수준으로 발표되는 등 미 경제지표는 양호한 흐름을 보이고 있음

미국 정책금리와 경제성장률 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

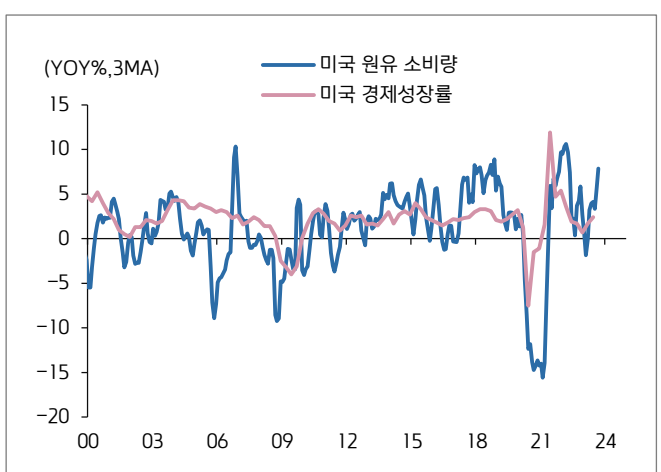


키움증권

# 19. 미국 경기 침체가 원유 수요 급감을 의미하나?

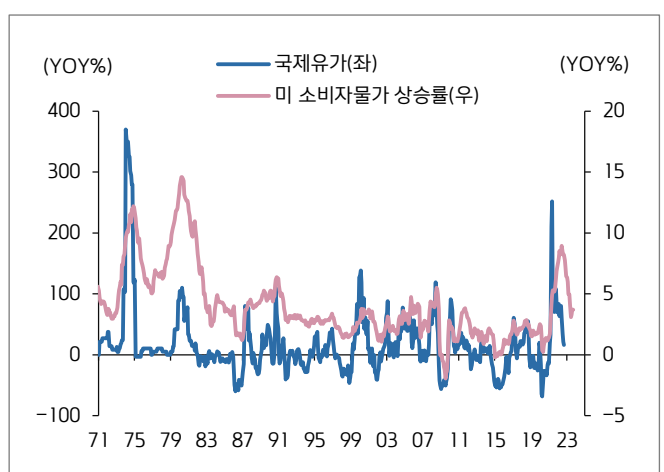
- 다만, 미국 내 석유 수요에서 가장 큰 비중을 차지하는 것은 수송 연료. 즉 경기 위축이 급격한 원유 수요 감소를 의미하는 것은 아님
  - 미국의 경제성장률과 미국 원유 소비 추이를 살펴보면, 급격한 경기 위축이 발생했던 2008년 및 2020년을 제외하고는 미국 원유 소비가 큰 폭으로 감소한 사례 부재
- 물론, 최근 유가가 연초보다 높은 수준에서 등락을 이어가면서 인플레 우려가 다시금 언급되고 있는 상황이나, 현재 유가의 상승은 연초 낙폭을 되돌리는 수준. 이에 국제유가가 현 수준에서 등락을 이어간다면 헤드라인 물가 상승에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상

미국 경제성장률과 원유 소비량 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국제유가와 미국 소비자물가 상승률




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

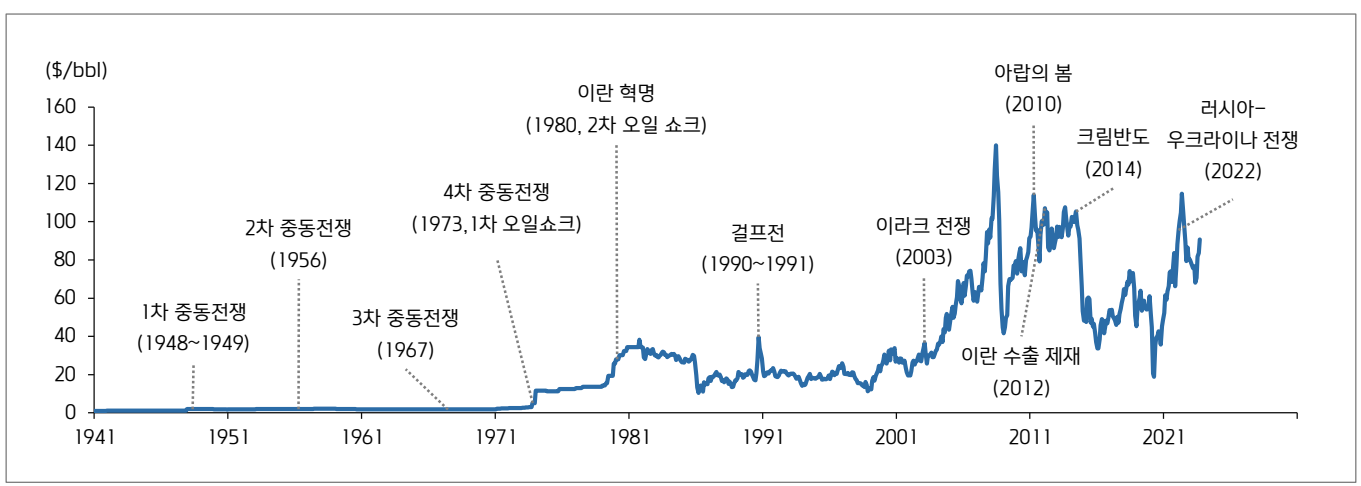


키움증권

# 20. 이스라엘-팔레스타인 충돌이 유가에 미치는 영향은?

- 한편, 10월 초 이스라엘-하마스의 충돌이 발생하면서 중동 지역의 불안이 원유 공급 여건에 변수로 작용할 수 있다는 우려가 이어지고 있음
  - 과거 4차 중동전쟁 이후 아랍 국가들이 판매가격 인상, 생산량 축소, 서방국가에 대한 원유 수출 중단을 단행하며 유가 급등. 또한, 이후 발생한 이란혁명,걸프전 등 중동 지역의 지정학적 불안이 공급 감소로 이어지며 유가 급등
- 현재 전쟁 지역은 주요 원유 생산지가 아닌 가운데 이스라엘-팔레스타인 간 충돌이 이스라엘과 아랍권 국가의 분쟁으로 확대될 가능성은 제한적이라는 시각이 우세한 상황.
  - 이 경우 실질적인 공급 차질은 부재한 만큼 유가가 연고점(WTI 기준 배럴당 $93.8)을 상회하는 수준으로 상승할 가능성은 낮아 보임

국제유가와 주요 산유국 공급 관련 이슈




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

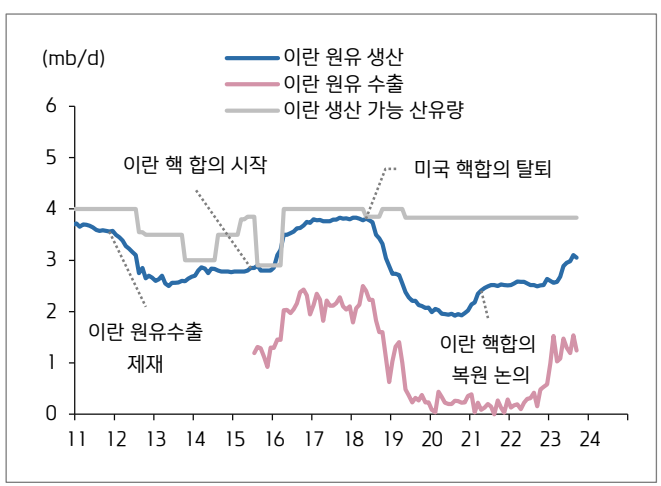


키움증권

# 21. 이란 제재 강화 가능성을 배제할 수 없어

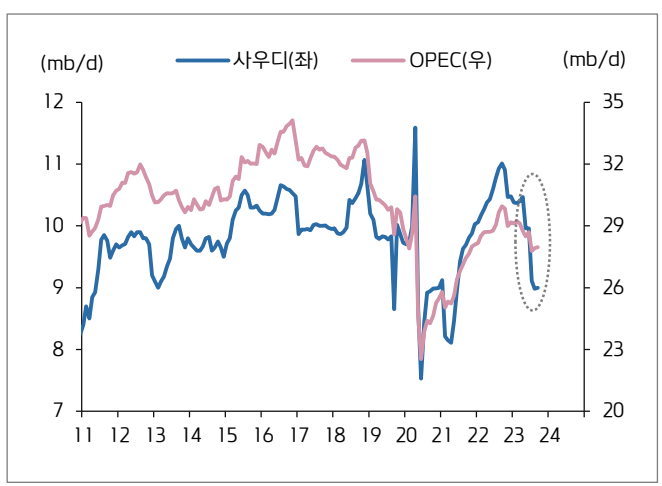
- 그러나 관련 이슈가 원유 공급에 미치는 영향을 완전하게 배제하기는 어려움. 이번 이·팔 분쟁 장기화 시 영향을 받을 수 있는 공급 이슈는 이란의 산유량. 2021년 서방국가와 이란 핵합의 복원이 논의되며 이란 원유 생산은 점진적으로 증가했고, 2023년 들어서는 수출 또한 늘어나기 시작
  - 이란의 산유량 확대로 상반기 사우디 등 OPEC 감산 참여국의 자발적인 추가감산이 원유 공급에 미치는 영향 제한
- 만약 상황이 더욱 악화될 경우 미국 등 서방 국가가 이란 제재 강화 등을 통해 이번 이슈에 대응할 가능성 존재 이란에 대한 제재가 강화될 경우 이란 산유량 및 원유 수출은 다시 줄어들 것으로 예상
  - 당초 이란은 하마스의 공격에 대해 이란 정부가 개입하지 않았다는 점을 강조하며 선을 긋는 모습을 보였으나, 상황이 다소 격화되며 이란의 개입 가능성이 재차 언급되는 상황.

이란 원유생산 및 원유수출, 생산가능 산유량 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

OPEC 산유량과 사우디 산유량 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

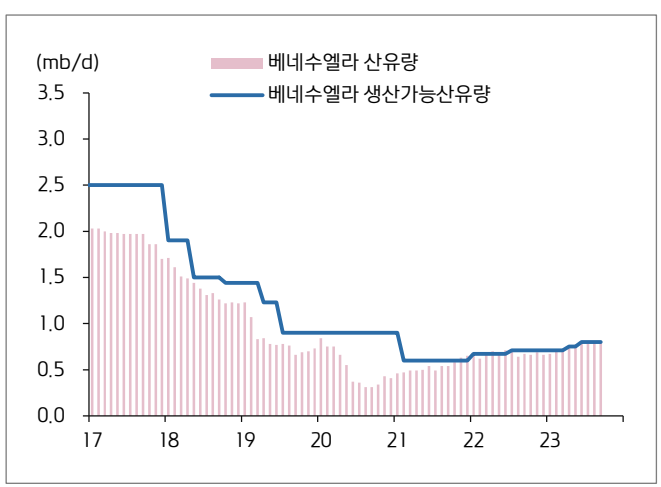


키움증권

# 22. 미국, 공급불안 완화 가능한가?

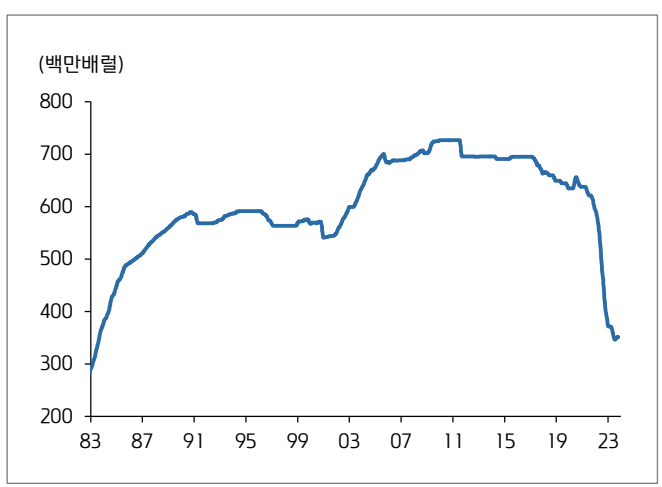
- 최근 중동의 지정학적 리스크 속 미국은 베네수엘라에 대한 제제를 일부 완화했으나, 원유 수급 여건에 큰 변화를 주기는 어려워 보임
  - 베네수엘라의 경우 현재 생산 여력 부재. 또한 2022년 5월부터 미국의 베네수엘라에 대한 제재 완화가 논의되었고, 이에 쉐브론도 베네수엘라에서 석유 시추 작업을 재개. 그러나 2022년 5월부터 현재까지 베네수엘라 원유 생산은 일평균 12만 배럴 증가에 그침
- 또한 미국 정부가 높아진 유가 상방 압력을 완화시키기 위해 전략 비축유 방출을 고민할 수도 있겠지만, 2022년 연료비 안정을 위한 대규모 방출 이후 전략비축유 규모는 1983년 수준까지 축소된 상황. 이에 추가 방출엔 신중할 가능성이 높아 보임

베네수엘라 산유량과 생산가능 산유량




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 전략비축유 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

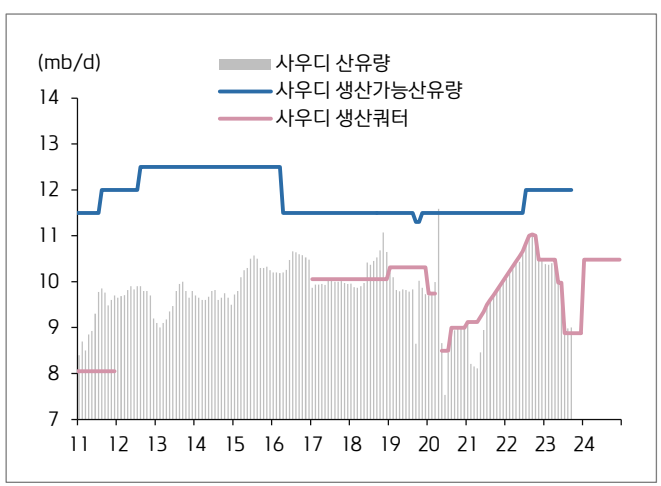


키움증권

# 23. 사우디의 추가 감산 종료 시점에 대한 불확실성 확대

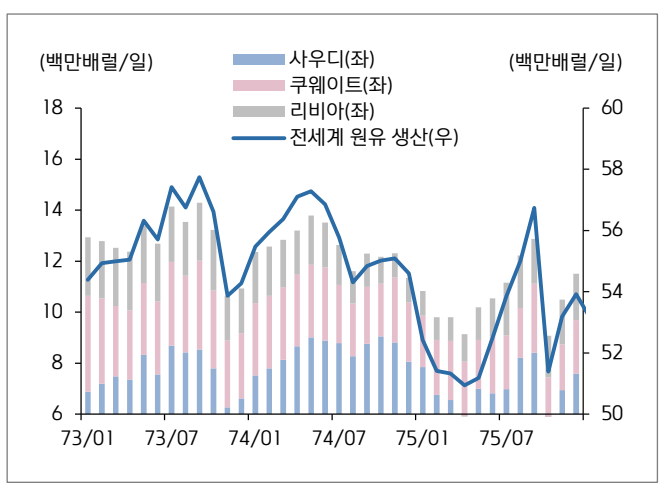
- 한편, 사우디는 일평균 100만 배럴의 추가 감산을 연말까지 유지할 예정. 이는 2024년 1월 사우디의 일평균 100만 배럴 증산을 의미
- 그러나 이-팔 사태 발생으로 중동 지역의 지정학적 불안이 심화되며 이스라엘과 아랍간의 분쟁으로 해석된다면, 사우디는 증산 시 유가 뿐만 아니라 외교적인 요인도 고려해야할 것으로 보임
  - 과거 4차 중동전쟁 이후 아랍 국가들이 생산량 축소, 원유 수출 중단, 판매 가격 인상 등을 통해 이스라엘 지지국에 대한 보복에 나섰던 점을 고려하면, 사우디가 기존에 계획한 생산 경로를 유지하기 어려울 수 있음
  - 사우디 산유량이 코로나19 로 수요가 급감했던 수준까지 내려간 만큼 추가 감산으로 대응할 가능성은 제한적이나, 감산 기간 연장 등의 방법으로 대응할 여지가 남아있음

사우디 산유량 및 생산쿼터와 생산가능 산유량




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 2023년 5월 이후 OPEC 생산 쿼터는 자발적 추가 감산을 고려한 수치

4차 중동전쟁 이후 중동 국가 및 글로벌 산유량 추이




자료: EIA, 키움증권 리서치센터

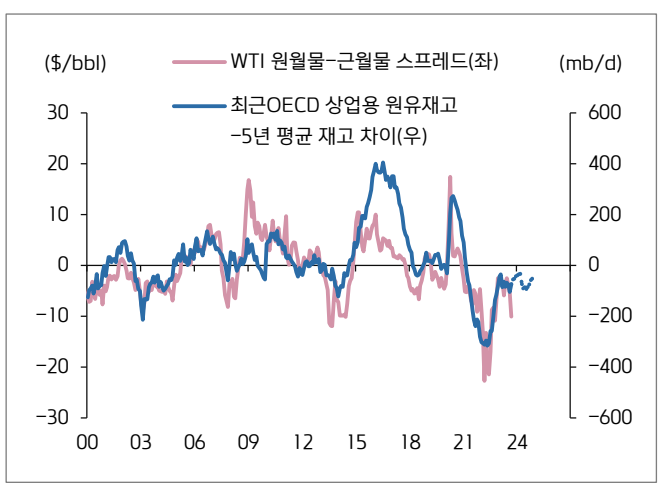


키움증권

# 24. 2024년 국제유가, 상반기 공급 불안 속 유가 변동성 주의

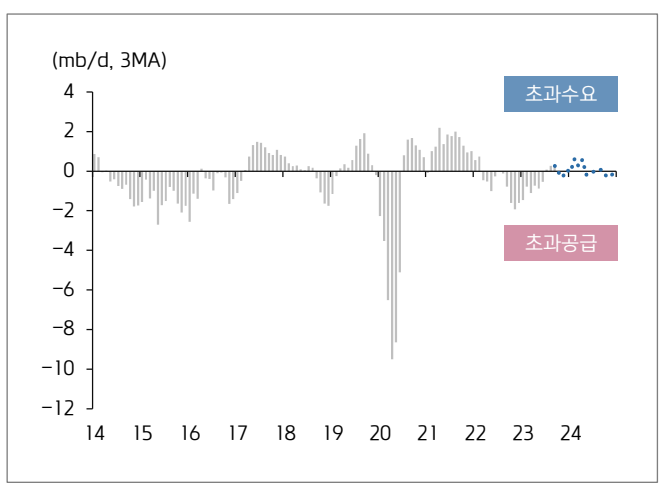
- 2024년 국제유가는 WTI 기준 배럴당 $70~$95 사이에서 등락 이어가며 2023년 유가 레인지(WTI 기준 $65~$95)와 크게 다르지 않은 범위에서 등락 이어갈 것으로 예상
- 경기 여건과 코로나19 로 급감했던 원유 수요가 회복된 만큼 2024년 글로벌 원유 수요가 2023년보다 완만하게 늘어날 것으로 전망하나, 관련 이슈가 유가 하락으로 연결될 가능성은 제한적. 비OPEC 산유국의 산유량에 큰 변화가 부재할 것으로 보이는 가운데 OPEC+의 가격 우선 생산 정책 기조 이어질 것으로 보이기 때문
  - 다만, 최근 발생한 중동의 지정학적 리스크가 상반기 유가의 상방 리스크를 자극할 수 있다는 점에 유의. 타이트한 수급 여건 하에서 공급 불안이 확대될 수 있기 때문. 만약 중동 지역의 정세가 불안정해지며 실제 공급 차질로 연결될 경우 국제유가 급등으로 연결될 수 있음

WTI 원월물-근월물 스프레드와 OECD 상업용 원유 재고




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 점선은 EIA 10월 STEO 전망치 기준

글로벌 원유 수요-공급 추이 및 전망




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 점선은 EIA 10월 STEO 전망치 기준



키움증권

# Compliance Notice & 고지사항

**Compliance Notice**

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

**고지사항**

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.