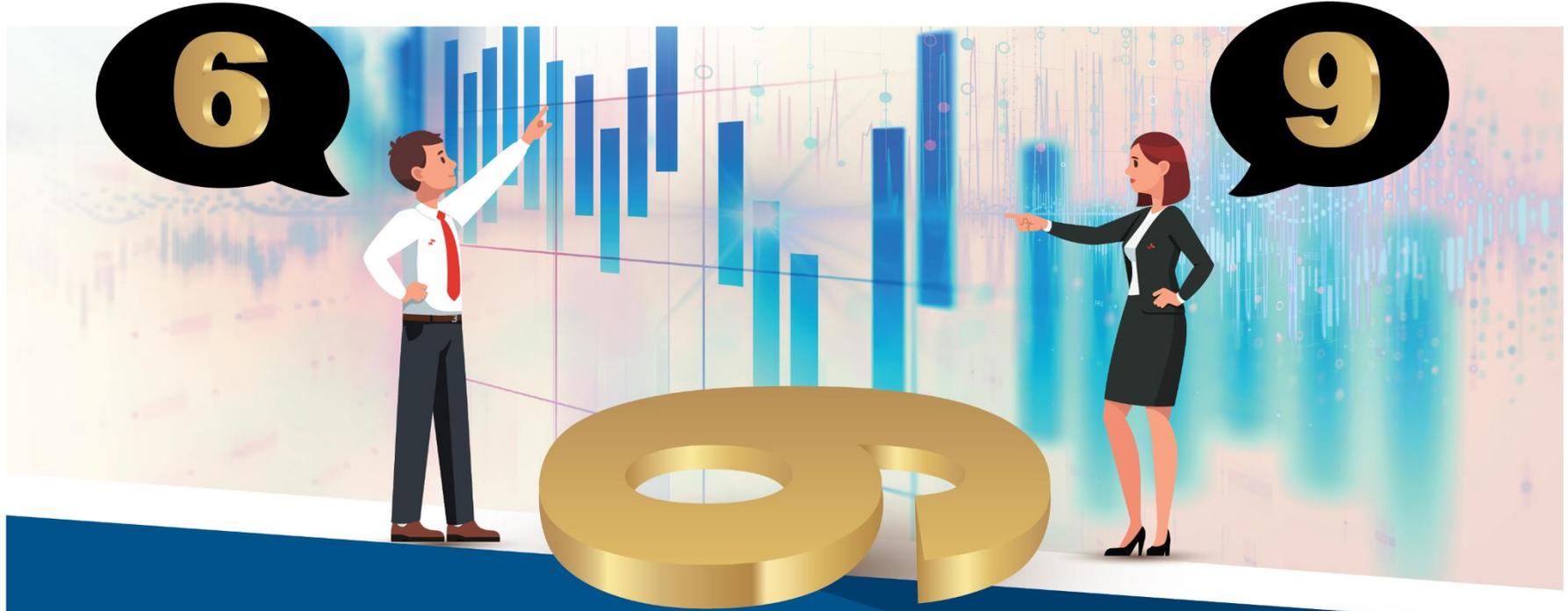


2022.11.7

2023년 매크로 전망



2023년 매크로 전망: 인플레이와 달러가 꺾이면

Economist. 안영진, 3773-8478

R.A. 조준기, 3773-9996

SK ASSET Analysis



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



R.A
조준기
junkee.cho@sks.co.kr
02-3773-9996

[2023년 경제/금융시장 전망] 인플레이와 달러가 꺾이면

[매크로] '23년은 Demand Down-Cycle의 정점, 그 과정에서 나타날 변화는 인플레이 둔화와 달러 하락
[자산/금융시장] ① 주식과 채권은 접근 시점 모색 필요, ② 원자재와 부동산은 비선호, ③ 달러는 1Q를 전후로 고점,
④ 채권은 선진국/IG와 신흥국/HY의 바벨 전략, ⑤ 주식은 저점을 높여가는 박스권

● [매크로] '23년은 Demand Down-Cycle의 정점, 그 과정에서 나타날 변화는 인플레이 둔화와 달러 하락

2023년은 Demand Down-Cycle의 정점을 향해갈 것이다. 게다가 최근 누증되고 있는 금융위기(유동성, 크레딧) 우려가 현실화 되는지에 따라 글로벌 경기의 턴어라운드 시점은 2023년 하반기에서 2024년으로 이연될 가능성도 부정할 수 없다. 그러나 우리는 1) 그 과정에서 나타날 변화를 통해 투자 아이디어를 삼아 보고자 하며, 2) 위기 이후의 세상에 관해 상상력을 발휘해 보기로 한다.

무엇보다 우리는 2022년과 대조될 2023년의 변화(Δ)로 **인플레이션 둔화와 달러화의 하락**을 꼽는다. 그 과정은 울퉁불퉁할 것이고, 수요 침체가 위 변화들의 순기능을 상쇄할지 모른다. 기업들은 이익이 아닌 생존을 요구 받을 수도 있다. 거의 대부분의 펀더멘탈(수요, 기업이익)은 좋을 리가 없다. 그러나 투자의 관점에서 조차 낙담하는 것은 좋은 선택이 아니라고 본다. 사이클은 순환하고, 가격은 미래를 당겨 반영하는 경향이 있고, 2023년의 위기는 나름대로의 시나리오로 많은 분석가들과 투자자들이 그리고 있기 때문이다. 이미 그려놓은 그림에 포함되지 않은 일들이 등장하는 것이 아니라면 주식과 채권은 접근 시점을 모색해 보는 것도 좋을 것 같다. 다만 원자재는 추가 동력이나 가격 매력이 그리 높지 않다는 점, 부동산은 자산의 특성(장기)과 자금/조달 시장의 경색 여파에 의해 선호하지 않는다.

위기 이후의 세상에 관해서는 Global Purchase Power Index(구매력 지수)를 직접 고안해 봄으로써 상상해 봤다. 2022년 “Cost of living”의 급등이 “구매력”을 봐야 하는 이유이며, 2023년부터는 1) 인플레이션 둔화와 2) 달러화의 하락이라는 가정을 통해 “**가격탄력성**”을 수요와 공급의 키워드로 삼아야 한다고 본다. 2024년이 될지 모르는 수요의 회복은 가격탄력성이 높은 IT, 내구재 수요가 부각되고, 가격탄력성이 낮은 필수소비가 덜 눈에 띈 것이라 전망한다.

● [금융시장] 달러 1Q 전후 고점, 채권 DM/IG와 EM/HY의 바벨 전략, 주식 저점을 높여가는 박스권 흐름

[환율] 달러는 1Q를 전후로 고점 예상. 계기는 Fed의 변신과 유로화 숏 포지션의 청산. 원화 강세는 외국인 수급에 우호적
[금리] 경기 침체 전망 하에 장기채 금리 하락을 예상하지만, 선진국/IG와 신흥국/HY의 바벨 전략 검토

[주식] 역사적 저점 수준의 밸류에이션 매력은 분할 매수의 1순위 요인. 하지만 추세 상승의 전제는 경기/이익 턴어라운드



Executive Summary

2

#1. 유동성/크레딧 요인

: 침체보다 두려운 건 유동성/신용 위험

7

#2. 순환 요인/실물 경제

: 2023년 Down-turn Cycle의 최정점

19

#3. 금리와 환율/주식시장

: 이제는 8~9부 능선

42

Compliance Notice

- 작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자조건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

세계경제

- 2023년 세계경제는 Demand Down-Cycle의 정점이 될 전망. '21년>'22년>'23년<'24년
- 세계 경제의 턴어라운드는 빠르면 2023년 하반기, 그렇지 않으면 2024년이 되어야 회복 가능
- 그 전제조건은 현재 금융/자금시장의 경색과 각 산업의 수익성 악화가 구조적인 위기로 확산되는지 여부에 달려 있음(美 연준의 국채 유동성 문제, 중국의 부동산 금융 부실 등)
- 인플레이션은 2023년에 둔화를 예상. 상품물가 상승률은 내년에 꾸준히 둔화될 것이며, 부채 감축과 금리 상승이 조합된 부담이 내년에 그 효과가 나타나 인플레이션 기대가 낮아질 전망

국내경제

- 한국 경제는 2022년 +2.6%에 이어 2023년에는 +1.9%로 성장률이 낮아질 것으로 추정. 높은 대외의존도라는 특성상 세계 경제와 동조되기 때문에 회복 시 수출 부문을 중심으로 개선 전망
- 주력 수출품목인 반도체의 부진이 최소 내년 상반기까지 단가 하락과 수요 부진이 나타날 것이며, 최소 내년 중순 이후 전체 수출의 턴어라운드를 기대. 무역적자도 당분간 이어질 것
- 내수는 금리 인상, 부동산 시장 침체, 부채 원리금 상환 부담, 반도체 산업 공급 조절 등 소비, 건설/설비투자 전반적으로 부진할 수 밖에 없는 가운데 부양책에 의해 보완하는 과정 필요

환율/금리

- 올해 연말부터 내년 상반기까지 가장 큰 리스크는 금융/자금시장에서 진행(우려)되는 금융위기 가능성. 한국은 부동산PF발 자금 경색이 그 끝을 가늠할 수 없는 상황이며, Fed의 긴축 과정도 미국채 유동성 우려를 내재하고 있어 위기 현실화 여부에 따라 침체의 폭, 회복 시점이 달라짐
- 시스템적 침체로 확산될 확률은 낮게 보고 있다는 전제 조건으로, Fed 금리는 연말 4.5%, 내년 1Q 4.75%로 예상하며 시장금리의 고점도 임박했다고 판단. 한국은행은 올해 말~내년 초 3.5~3.75%를 끝으로 금리 인상이 마무리될 전망. 환율은 1,500원 수준을 고점으로 하락 예상

주식

- 투자환경: 기업 이익 둔화 압력 심화되며 금융 컨디션은 악화될 수 있음. 다만 하반기 경기 저점 타진할 수 있다는 기대감에 주식 저점 매수성 자금 유입 기대
- 실적 추정: KOSPI 상장사 순이익은 2022년 170조, 2023년 172조로 전망 중. 경제 환경이 불확실한 만큼 실적 추정에 어려움이 있어 실적 시즌을 거치면서 전망이 계단식으로 하향 조정되고 있음. 따라서 2023년 순이익 추가 하락 및 감익 가능성도 있다고 판단
- 밸류에이션: 금리 하락 가능성 반영, PER 10.5배 적용하여 KOSPI 타겟 2,450pt
- 변수 및 리스크 : 1) 한국 가계부채 부실 가능성 우려. 주요국 가운데 GDP 대비 가계부채 비율과 가계 DSR은 높은 수준. PF발 부동산 리스크가 완화되지 않을 시 전반적인 부동산 시장의 냉각, 더 나아가 소비 리스크로 확대될 가능성도 배제할 수는 없음 2) 미국 빅테크 기업의 부진. 실적 악화되는 가운데 일부 기업은 최근 재무비율도 급격히 악화중. 아마존에 주목

채권/ 크레딧

- 2023년 크레딧 스프레드는 전반적인 축소세가 이어질 것으로 전망함. 2022년 하반기 이후 확대된 크레딧 스프레드는 금리 강세 분위기속에서 스프레드 매력력이 부각되며 축소세를 보일 것으로 전망. 다만 크레딧 시장의 유동성과 펀더멘털이 악화되면서 크레딧 이벤트 발생 가능성이 높아짐. 예상하지 못한 크레딧 이벤트 발생시 크레딧 스프레드 급등 가능성 존재
- 크레딧 채권 발행시장은 섹터별로 차별화가 진행될 것으로 전망. 공사채는 정부의 계획에 따라 발행량 증가하는 반면, 은행채는 정부 규제완화로 발행량이 감소할 것으로 전망. 여전채와 회사채는 원리금 부담과 투자 수요 감소로 상반기 감소, 하반기 증가할 것으로 전망

2023 Economic/Market Outlook Table



구 분		2021	2022 ^f			2023 ^f				
		연간	1H	2H	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간
한국경제 전망	경제성장률(%)	4.1	3.0	2.3	2.6	1.2	1.0	1.8	3.4	1.9
	경상수지(억\$)	883.0	247.8	260	508	120	100	150	210	580
	소비자물가상승률(%)	2.5	4.6	5.6	5.1	4.8	3.1	2.5	2.2	3.1
세계경제 성장률 (%, yoy)	World	6.0			3.2					2.7
	미국	5.7	2.7	0.8	1.7	0.4	0.5	0.2	0.6	0.5
	유로존	5.2	4.8	1.4	3.1	0.3	-0.3	-0.1	0.7	0.2
	중국	8.1	2.6	3.8	3.2	3.5	6.0	4.7	4.4	4.5
환율 (기간 평균)	원/달러	1,145	1,233	1,386	1,305	1,410	1,350	1,300	1,250	1,328
	엔/달러	110	123	141	131	142	128	122	118	127
	달러/유로	1.18	1.09	1.01	1.04	0.98	1.02	1.07	1.10	1.05
	위안/달러	6.45	6.48	6.98	6.72	7.20	7.05	6.80	6.70	6.94
금리 (%, 말 기준)	미국 기준금리	0.25	1.75	4.50	4.50	5.0	5.0	5.0	4.5	4.5
	한국 기준금리	1.00	1.75	3.50	3.50	3.75	3.75	3.50	3.25	3.25



#1. 유동성/크레딧 요인

: 침체보다 두려운 건 유동성/신용 위험

2023년 경기 침체보다 더 두려운 건 유동성/신용 위험



현재 자금 경색과 부동산 금융 부실에 의한 금융 위기의 가능성이 가장 큰 리스크



현재 가격에 상당 부분 반영됐다고 봐야 할 것들

- 펀더멘털(경기 침체, 기업 이익 전망의 추가 하향)
- Fed의 최종 금리 5.0% 및 그에 준하는 컨센서스

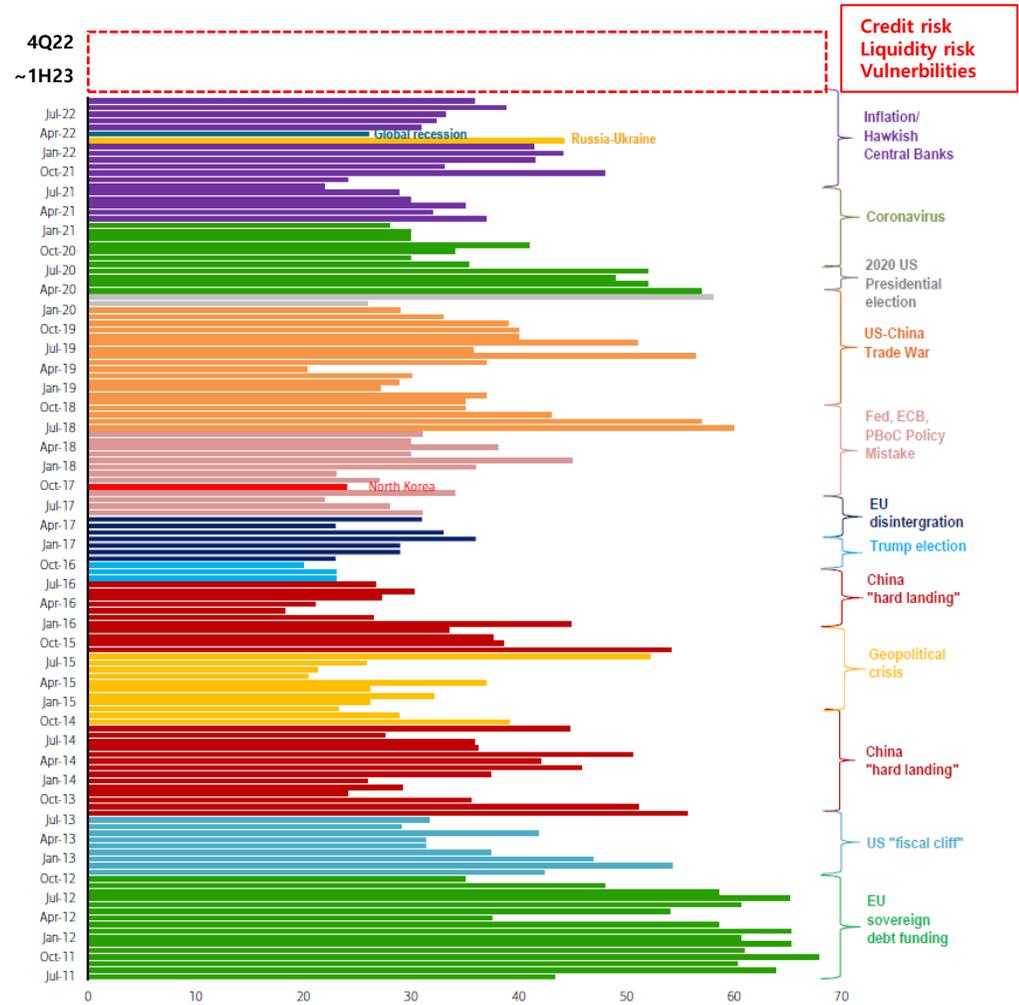
아직 충분히 반영됐다고 보기 어려운 것들

1. Liquidity risk

- 미국채 유동성 리스크. 바이백(Buyback)까지 검토되는 이유
- 은행/예금취급기관들은 유동성 위험을 방관하지 않음
- 잔여 인플레이션 통제를 위한 유동성 회수. 자금 경색
- 이들이 경기침체, 수익성 악화, 재무건전성 악화와 만날 때

2. Credit risk

- 유럽 소버린 리스크, 중국 부동산 금융 부실
- 신흥국들의 부채 리스크 by 달러 강세, 금리 상승
- 자금 경색. 정부의 개입이 시장의 투자 심리를 개선시킬까?
- Tail risk로써의 러시아 전술 핵 사용 언급



자료: BofA Global Fund Manager Survey

시스템 붕괴의 사례: '97 IMF 외환위기, '08 글로벌 금융위기



과거 위기 사례별 비교 (1)



구분	1997 외환위기	2008 금융위기	2011 유럽재정위기	2022년 고물가
한국 기준금리 (콜금리)	97/1 12.48% 98/1 25.34% (고점) 99/1 6.35% 97년초 대비 두 배 상승	07/1 4.5% 08/9 5.25% (고점) 09/2 2% (저점) 3년간 인상 후 위기로 인하	11/1 2.75% 11/6 3.25% (고점) 12/12 2.75% 11~12년 유럽 재정위기 후 인하	21/7 0.5% 22/10 3% 21년 7월 이후 금리 인상 지속
미국 기준금리	97/1 5.25% 98/1 5.5% (고점) 99/1 4.75% 경기 사이클에 따른 소폭 조정	07/1 5.25% (고점) 08/9 2% 08/12 0.25% (저점) 3년간 인상 후 먼저 인하	11/1 0.25% 11/6 0.25% (고점) 12/12 0.25% 금융위기 이후 초저금리 유지	22/2 0.25% 22/10 3.25% 22년 3월 이후 급격한 인상 중
원달러	97/1/2 844.2원 97/12/24 1964.8원 (고점) 99/1/2 1207.8원 97년 초 대비 2.3배 급등	07/11/2 902.2원 (저점) 09/3/3 1573.6원 (고점) 09/12/30 1167.6원 07년 저점 대비 74% 상승	11/8/2 1049.5원 11/12/21 1167.1원 (단기 고점) 유럽 위기로 120원 상승 이후 장기간 1010원~1180원	21/1/4 1083.1원 (저점) 22/10/20 1431.7원 물가 우려가 발생한 후부터 빠르게 올라 32% 상승 중
한국 주가(KOSPI)	97/1/2 651.22 98/6/16 280 (저점) 99/1/2 562.46 97년 초 대비 57% 하락	07/10/31 2064.85 (고점) 08/10/24 938.75 (저점) 09/12/30 1682.77 07년 고점 대비 54% 하락	11/5/2 2228.96 (고점) 11/9/26 1652.71 (저점) 유럽 위기로 26% 하락 이후 장기간 1800~2000 유지	21/7/6 3305.21 (고점) 22/10/20 2218.09 1년 4개월째 하락 지속 고점 대비 현재 33% 하락
미국 주가(S&P500)	97/1/2 740.74 98/6/16 1087.59 99/1/2 1229.23 꾸준한 상승 기초 유지	07/10/31 1549.38 09/3/9 676.53 (저점) 09/12/30 1126.42 07년 고점 대비 56% 하락	11/4/29 1363.61 (고점) 11/10/3 1099.23 (저점) 유럽 위기로 19% 하락 이후 상승 추세 이어감	22/1/3 4796.56 (고점) 22/10/20 3665.78 10개월째 하락 지속 고점 대비 현재 24% 하락

과거 위기 사례별 비교 (2)



구분	1997 외환위기	2008 금융위기	2011 유럽재정위기	2022년 고물가
유가(WTI)	97/1/2 25.55달러 98/12/10 10.82달러(저점) 99/1/2 12.14달러 경기둔화 우려로 꾸준히 하락. 97년 초 대비 98년 말 57% 하락	07/1/2 60.77달러 08/7/4 145.31달러 (고점) 08/12/23 30.28달러 (저점) 위기 전 급등 후 위기와 함께 고점 대비 79% 급락	11/4/29 113.39달러 (고점) 11/10/4 75.4달러 (저점) 글로벌 주가 흐름과 유사하게 위기 반영. 고점 대비 33% 하락	20/4/20 -36.98달러 (저점) 22/3/8 123.64달러(고점) 22/10/22 86달러 경기 회복에 러시아-우크라이나 전쟁까지 겹치며 급등 현재는 고점 대비 30% 하락
부동산 가격	한국: 1997년 10월 고점 후 1998년 11월까지 18% 하락 미국: 같은 기간 지속적으로 상승. 같은 기간 상승률 7%	한국: 위기감 고조에도 2008년 9월까지 상승 후, 2013년까지 10% 하락 미국 2007년 2월 고점 이후 2012년 2월까지 26% 하락	유럽 재정위기는 큰 변수가 아니었고, 2008년 금융위기 이후 하락세가 계속되고 있는 상황이었음	한국: 2020년부터 상승세 가팔라져 33% 오른 뒤 2022년 7월을 고점으로 하락 시작 미국: 2020년말부터 43% 오른 뒤 2022년 6월을 고점으로 하락 시작 양국 부동산 가격 하락은 초기 단계
주가 기준 위기 이전 수준 회복 기간	96년 중반 주가인 850대 회복에 약 3년 소요(1999년)	2007년 10월말 2064대 회복 3.5년 소요(2011년)	2011년 5월 2228대 고점 회복하는데 6년 소요	고점 이후 1년 4개월째 하락 중. 고점 회복까지 장기간 소요될 전망
비고	IMF 외환위기는 달러 강세, 엔화 약세와 아시아 각국의 기업부채, 과잉투자 등이 맞물린 국지적 위험으로, 한국은 큰 타격을 받은 반면, 주요 선진국은 상대적으로 안정적 상황 유지 외환위기였기 때문에 환율이 먼저 크게 상승했고, 이후 경제 충격이 더해지며 주가가 나중에 하락하는 모습 나타남	2008년 금융위기는 미국의 서브프라임 모기지과 파생상품에서 비롯되었고, 중국의 부양 정책으로 아시아권 국가들의 피해가 상대적으로 작았음 다만, 이후 유럽 재정위기 등 발생되며 글로벌경제는 상당기간 저성장 이어감이 경우에는 한국 위기가 아니어서 주가가 먼저 반영 후 환율 추가 상승	유럽 재정위기는 일시적으로 금융시장에 충격을 줬지만, 글로벌 시스템 위험으로 전이되었다고 볼 수 없음. 따라서 주가 하락 폭도 경기 둔화기의 일반적 수준에서 마무리되고 이후 회복 우리나라 주가는 2011년부터 장기간 횡보 국면 이어감. 성장 동력 약화가 주된 요인. 단, 환율 변동폭은 작았음	코로나19에 따른 재정지출과 탈세계화, 전쟁, 자원 무기화 등으로 고물가 이어지며 긴축 지속되는 중 적어도 내년까지는 고금리 정책 유지 예상되어 자산시장 추가 충격 가능성 있음 특히 부동산 가격 상승 폭이 가팔라 하락에 따른 충격이 다른 위기보다 더 클 수 있음

중앙은행의 움직임은 설립/운영 목적에 맞게: 시장 부양에 대한 과도한 기대 경계



국가/중앙은행	설립 / 운영 목적 원문	정책 목표
미국 (Fed)	The Federal Reserve Act mandates that the Federal Reserve conduct monetary policy "so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.	1. 최대 고용 2. 물가 안정 2. 적정 장기 금리
유로존 (ECB)	The objectives include the primary objective of maintaining price stability and the secondary objective of supporting the general economic policies in the Union.	1. 물가 안정 2. 유로존 일반적 경제 정책 지원
영국 (BOE)	The Bank of England has a primary mandate to maintain price stability. It also supports the government's economic policy, including its objectives on growth and employment.	1. 물가 안정 2. 경제 성장/고용 등 정부 정책 지원
일본 (BOJ)	The purposes of the Bank are to aim at achieving price stability and to contribute to financial system stability.	1. 물가 안정 2. 금융 시스템 안정
한국 (BOK)	한국은행은 효율적인 통화신용 정책의 수립과 집행을 통해 물가안정을 도모 함으로써 나라경제의 건전한 발전에 이바지합니다. 또한 이 과정에서 금융안정에도 유의 하여야 합니다.	1. 물가 안정 2. 금융 시스템 안정



시사점

1. 물가 안정은 모든 중앙은행들의 운영 목적에 공통적으로 포함되고 대부분 중앙은행의 **최우선 목표**임. 따라서 인플레이션이 완전히 제압되지 않은 상황에서 인플레이션을 다시 자극할 수 있는 전면적 정책 전환은 상정하기 어려움

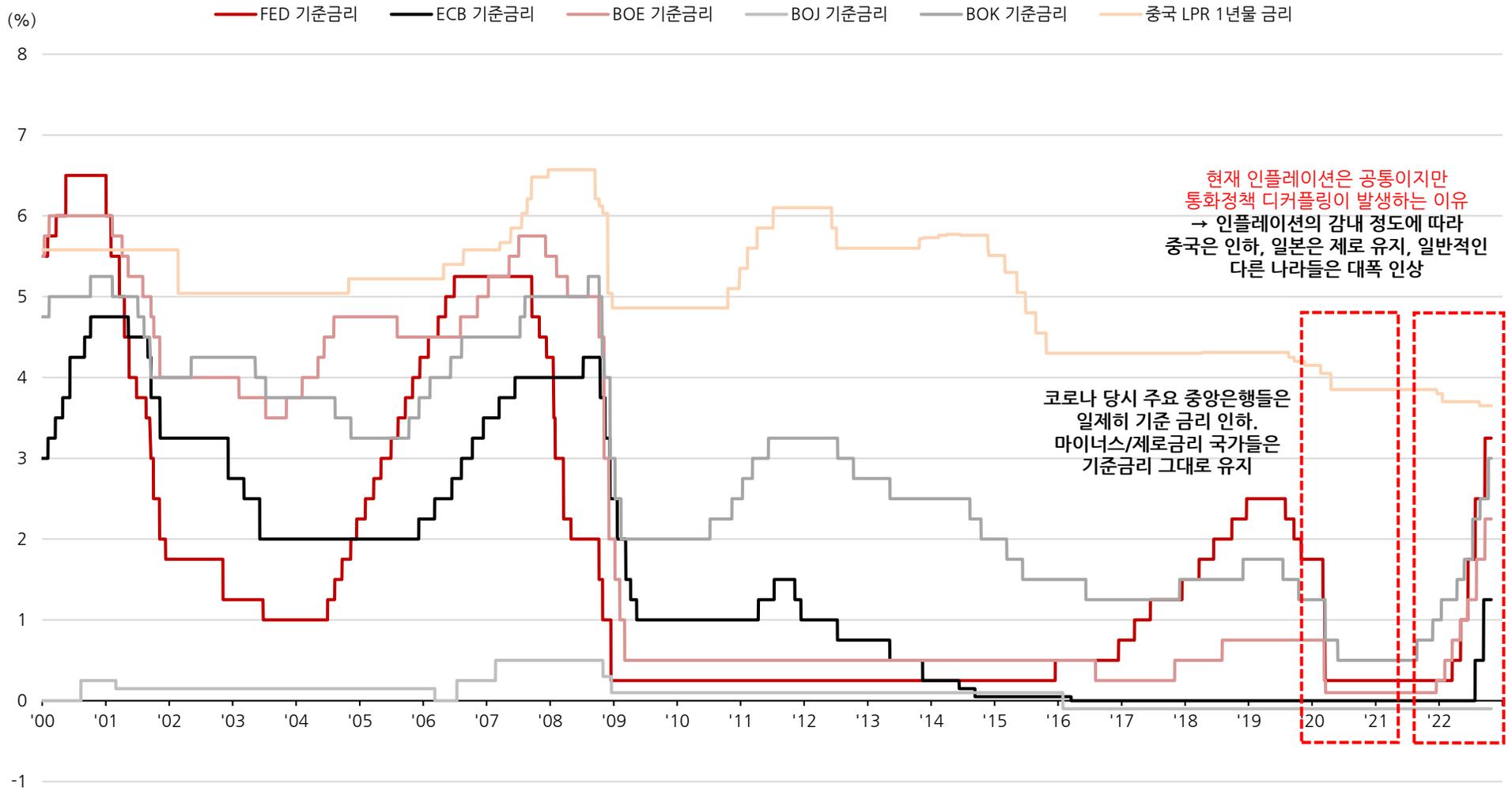
2. 다만 **금융 시스템 안정**에 대한 지원은 이와 별개로 추가될 수 있음. 그 형태는 금융시장을 부양하는 수준에 이르기 보다 **긴축 과정에서 나타나는 특정한 문제점들을 해결하거나 재발을 방지하는 수준**에서 이루어질 것

자료: Fed, ECB, BOE, BOJ, 한국은행, SK증권

주요국 소비자물가지수(CPI) 추이: 완화 정책을 고수하는 일본과 중국은 3% 수준



주요국 기준금리 추이: 인플레이션의 정도에 따라 확연히 다른 통화정책

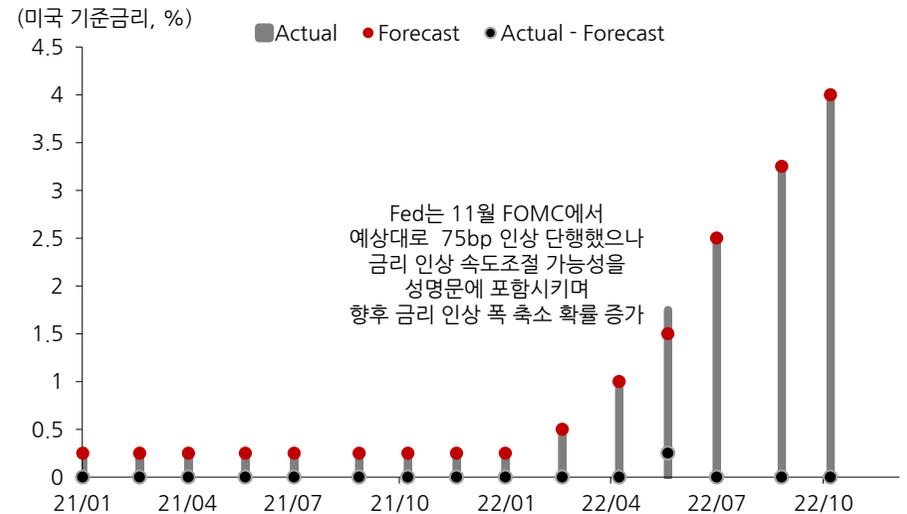
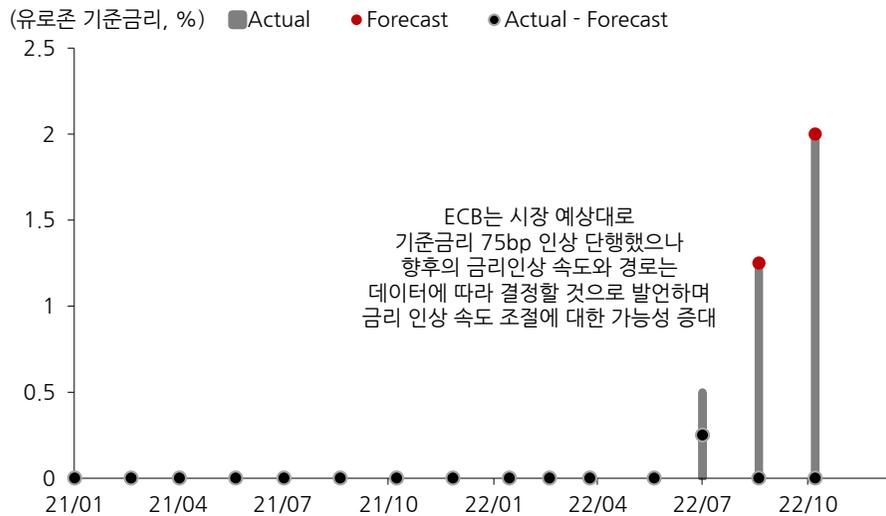
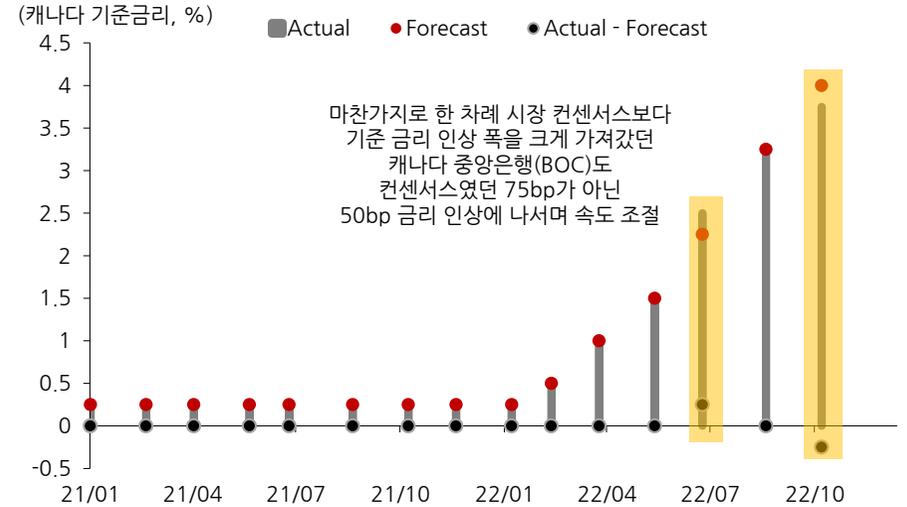
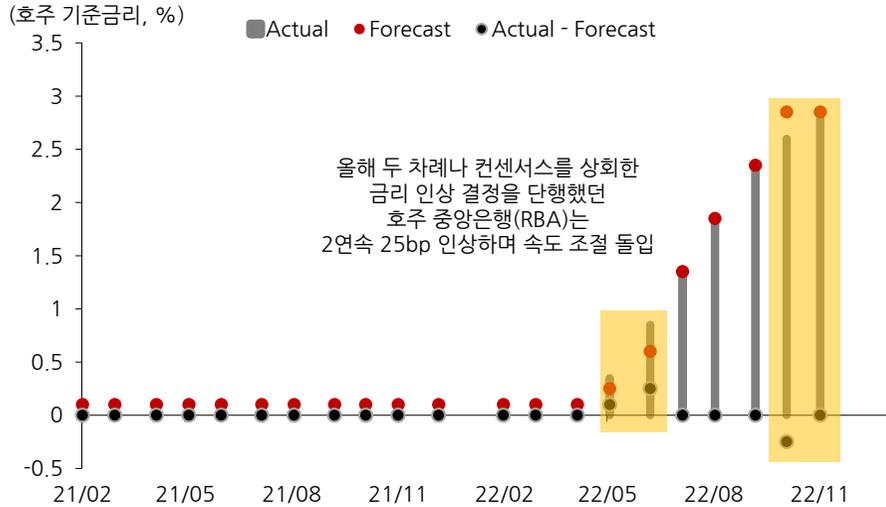


주요 국가 정부 정책 및 중앙은행 통화정책 현황 비교: 어렵지 않은 곳이 없다



	미국 (Fed)	유로존 (ECB)	영국 (BOE)	일본 (BOJ)	한국 (BOK)	중국 (PBoC)
기준금리 추이와 인상 폭	인상 (4.00%, +75bp) 연속 세번째 75bp	인상 (2.00%, +75bp) 연속 두번째 75bp	인상 (3.00%, +75bp) 33년래 최고 인상 폭	동결 (-0.1%)	인상 (3.00%, +50bp)	인하 (3.65%, -5bp)
중앙은행의 긴축/완화 스탠스	- 긴축 기조 - QT 진행 중 (6월 1일~)	- 긴축 기조 - QT 진행 예정이나 일정은 아직 미정인 상황	- 긴축 기조 - QT 진행 중 (11월 1일~) (당초 10월 초 진행 예정, 정부 감세안에 의한 금융 시장 혼란으로 연기)	- 완화 기조 - QE 정책 지속	- 긴축 기조	- 완화 기조 - QE 정책 지속
세부 정책 1	- QT는 만기 도래분 재투자 중단 방식으로 진행 - 6월부터 475억달러/월 규모로 시작, 9월 950억 달러/월 규모로 확대	- 자산매입 프로그램(APP) 만기 도래 증권에 대한 장기간 전액 재투자 방침 - 팬데믹 긴급매입 프로그램(PEPP) 원금 재투자 최소 24년 말까지 유지	- 4Q22에는 단기/중기 국채 중심으로 매각 진행될 예정. 장기 국채 (20년 이상)는 매각 대상에서 제외	- YCC 정책 고수 (BOJ가 일본 국채 10년물 금리 상단 0.25% 설정 목표로 무제한 매입 진행)	- 긴축적 통화정책 기조는 지속되나 금융시장 안정 목적의 미시적 정책 병행하는 상황	- 실물 경기 급랭 대응책으로 정책금리와 지급준비율 인하, 지속적 부양책 발표에 나서며 완화 기조 유지
세부 정책 2	- 국채 가격 폭락 추세에 미 재무부가 20년만에 유동성 공급 목적의 바이백 프로그램 도입 검토	- 초저금리였던 시중 은행 대상 TLTRO III 정책의 적용 금리 재산정 (기준금리 연동 유력) 11/23부터 시행	- 보유 국채 8380억 파운드 규모 중 800억 파운드를 1년에 걸쳐 축소 계획	- Nikkei 225 지수 등에 연동되는 ETF 매입 기조 지속 (연 12조엔 규모)	- 크레딧 시장 신용 경색에 50조+∞ 정부가 규모 유동성 공급 발표 - 중시안정펀드 및 채권 시장안정펀드 재가동	- 제로 코로나 정책 장기간 지속. 인플레이션 억제 영향 있으나 실물 경기 반등 또한 제한하는 효과
인플레이션 (CPI, YoY)	8.2% (9월)	10.7% (10월)	10.1% (9월)	3.0% (9월)	5.7% (10월)	2.8% (9월)

호주, 캐나다 등 글로벌 중앙은행들 중 일부는 최근 속도 조절에 나서기 시작함



자료: Bloomberg, Refinitiv, SK증권

미국채 유동성 리스크에 대응하는 Fed의 예상 가능 조치들



연준 보유 : QT의 실제 시행 규모 조절

- 2022년 3월부터 시작해 2022년 9월부터 규모를 월 950억 달러로 늘려 자산 매각 중
- 그런데 최근 잇따른 미국채 매도 압력과 유동성 리스크 부각 등과 결부돼 실제 Fed가 월간 평균 매각/상환하는 규모는 9월과 10월 각각 300억 달러, 725억 달러에 불과
- 미국채 유동성 리스크에 관련해 **가장 직접적으로 제도적 의사결정의 변동을 최소화하면서 할 수 있는 조치는 자산 매각(QT)의 규모를 조절하는 방안임**

민간 보유 : 레버리지 규제(SLR) 완화

- 최근 재무부 측의 바이백(Buyback) 검토 소식에 실제로 내년부터 바이백이 가동될 수 있다는 전망 등장
- **바이백의 구체적 형태는 1) 재무부 보유 현금으로 실행하는 경우, 2) 신규로 국채 발행을 하되 거래가 활발한 지표물로 발행해 비 지표물을 조기상환 하면서 유동성이 돌게 함**
- 하지만 바이백이 실질적으로 민간의 국채 거래를 확대시키는 것은 아니기 때문에 레버리지 규제 완화 등에 대한 필요성은 제기
- 은행들의 B/S 확대 부담을 덜어줄 규제 완화가 필요한데, 그 형태는 대내적으로 **SLR(Supplimentary Leverage Ratio) 규제 완화, 대외적으로 SRF(Standing Repo Facility)의 규모 확대** 등이 있음
- 연말에 구체적 실행 계획을 마련해 내년 상반기 가동될 수 있을 전망

해외 보유 : Fed의 속도조절과 SRF 규모 확대

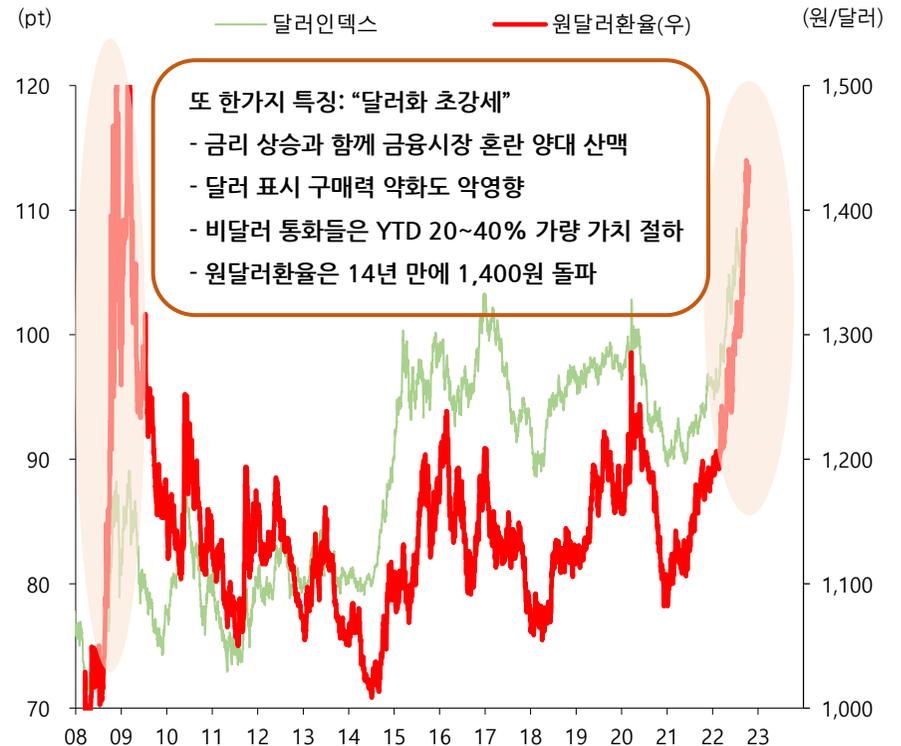
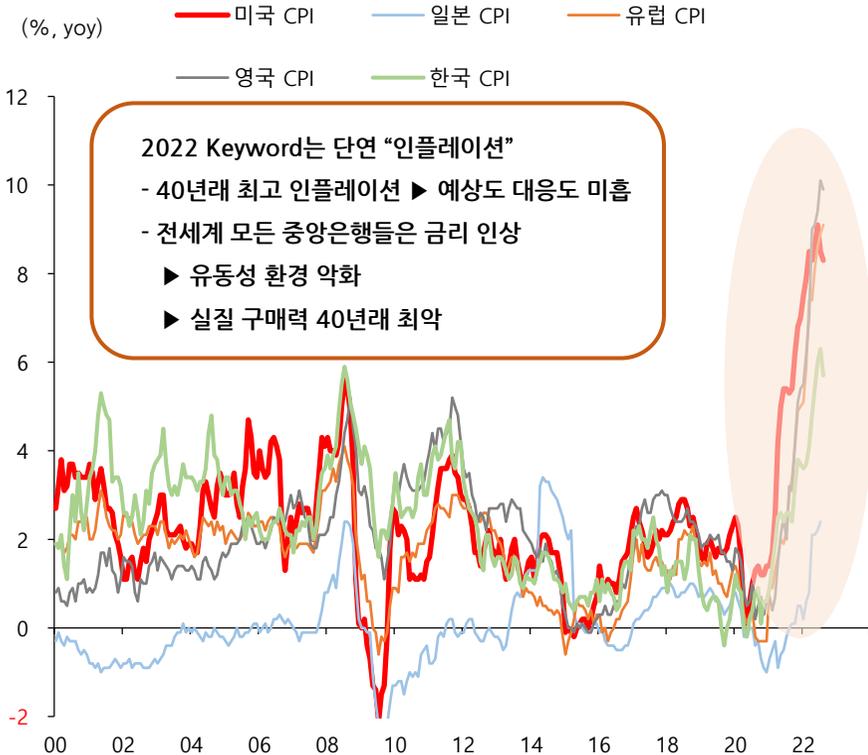
- 현재 Fed의 금리 인상에 비자발적으로 동조화될 수 밖에 없는 국가들도 문제지만, 일본과 중국처럼 통화정책 디커플링 국가들은 환율 방어 문제가 골칫거리
- 이에 외환보유고 중 미국채 매도를 통해 확보한 달러를 자국 외환시장에서 공급하는 '달러 매도 개입' 중
- 환율 방어를 위한 미국채 매도는 지금 상황에서 불가피한 선택일 수 있지만, 11월 FOMC 회의에서 시사한 **속도조절, 나아가 실제 인상 폭 감축은 금리와 달러의 힘을 약화시켜 해외 보유 미국채 매도 압력을 낮출 수 있음**
- 더불어 SLR 규제 완화와 함께 **스탠딩 레포(SRF) 규모 확대는 리스트에 포함이 된 Non-US 국가들에게 달러 유동성을 지원한다는 점에서 예상 가능한 조치 중 하나임**



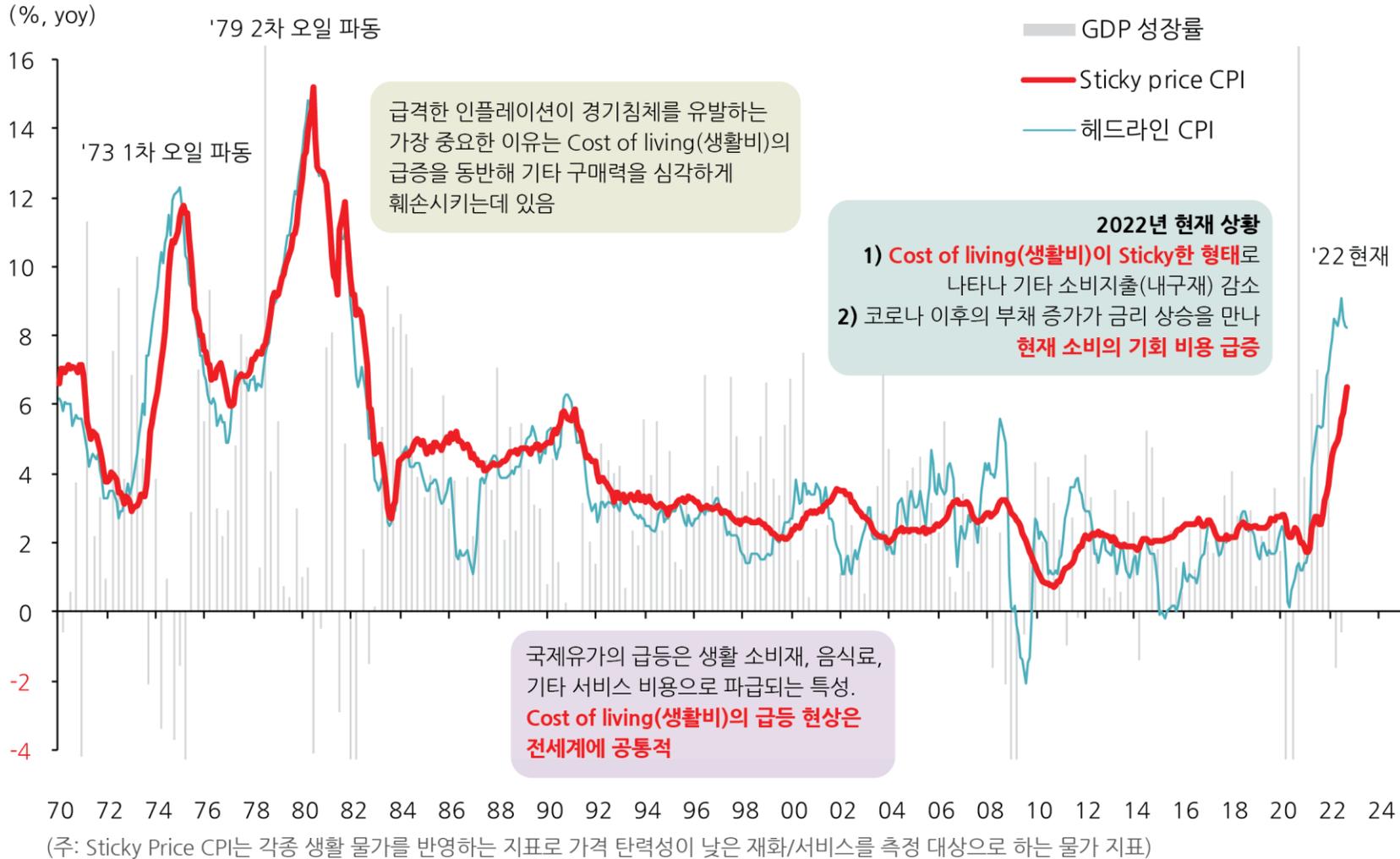
#2. 순환 요인/실물 경제

: 2023년 Down-turn Cycle의 최정점

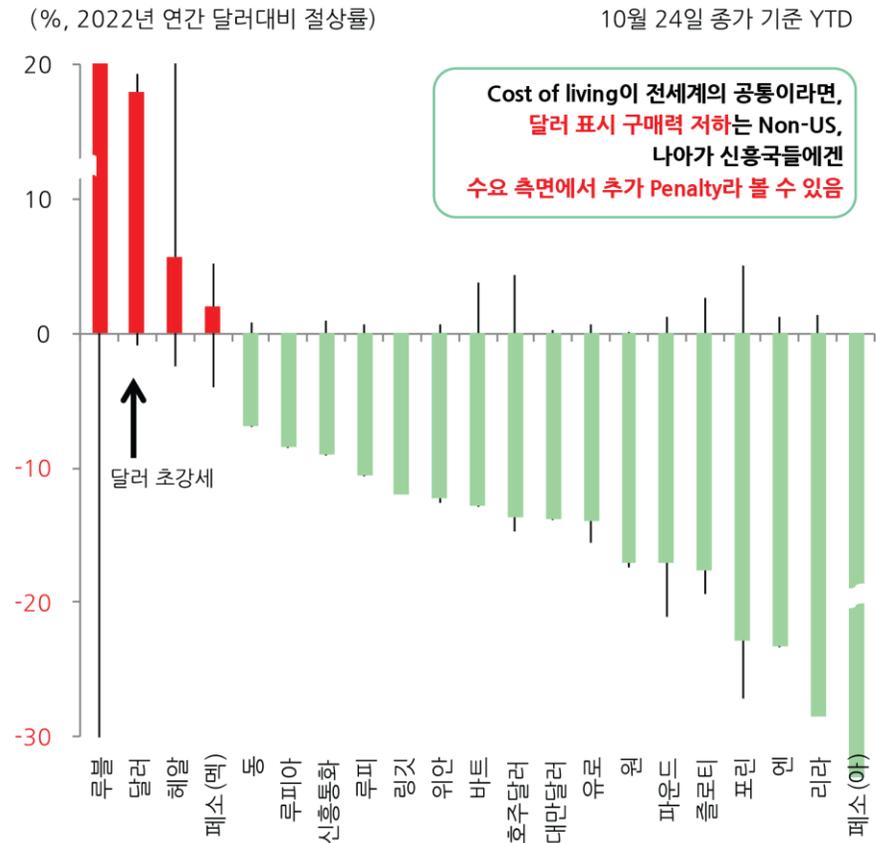
2022년 세계 경제/금융시장 Keyword: “인플레이션”과 “킹달러”



40년 만에 온 인플레이션, Cost of living의 급증으로 기타 구매력 약화

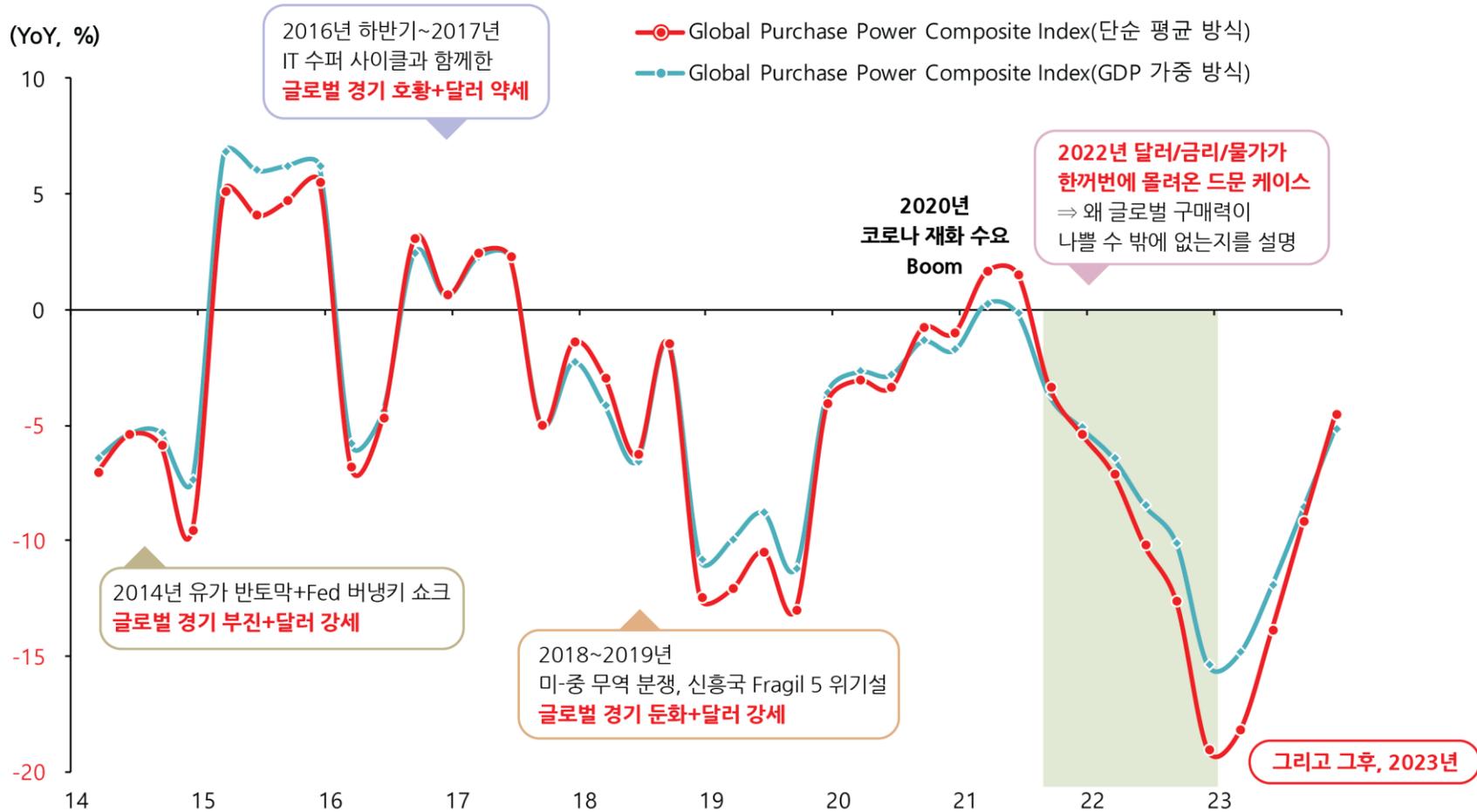


킹달러는 Non-US 국가들의 수요에 추가적인 Penalty



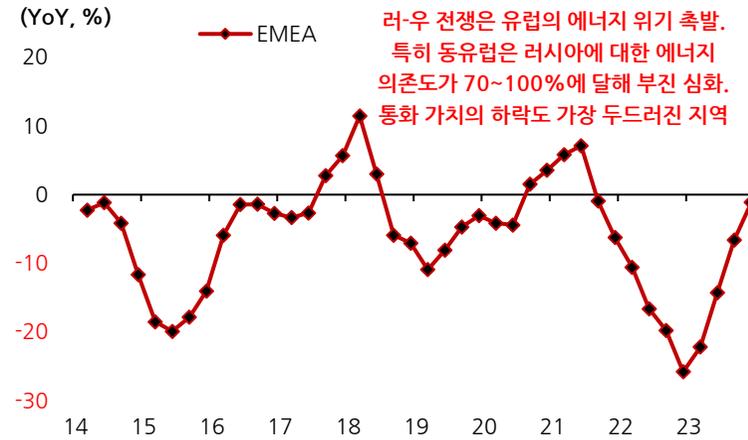
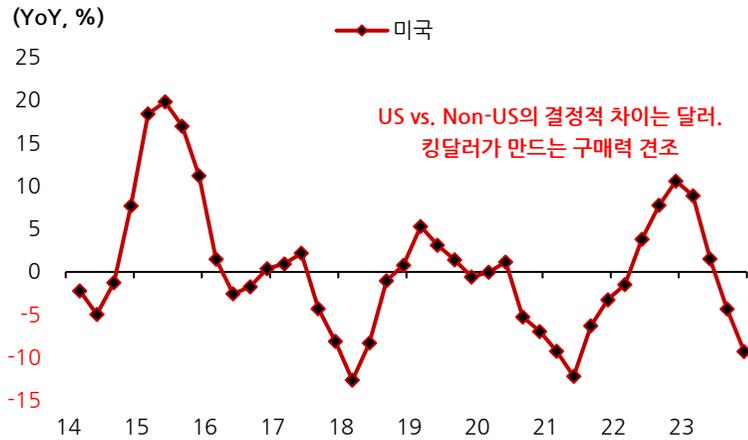
(주: 달러 강세는 유동성이 미국으로 회귀되는 결과로 이어져 금융시장에서는 위험자산 가격의 손실로 귀결. 실물시장에서는 달러 표시 가격 급등)

거시 경제 → 물가/금리/환율 → 수요로 이어지는 매커니즘을 관통하는 “구매력”

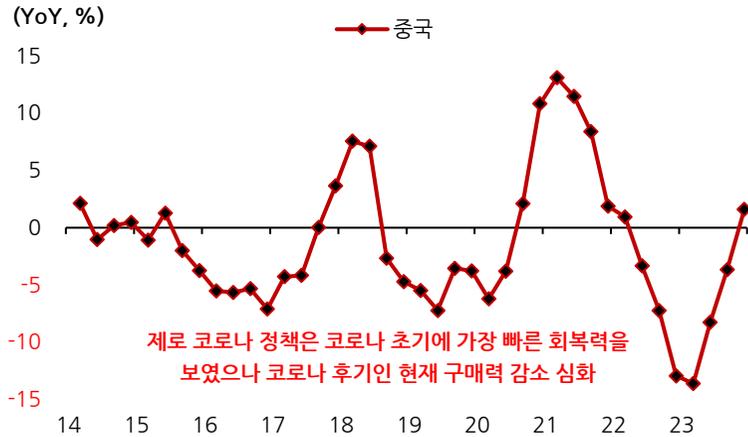


(주: 상기 GPPI는 SK증권에서 직접 고안해 글로벌 구매력을 Index화 해서 만든 지표. 전세계 모든 국가에 각각 적용 가능하며, 전세계를 통합하는 Composite Index를 통해 글로벌 경기 사이클, 구매력 등을 예측해 볼 수 있는 도구로 활용)

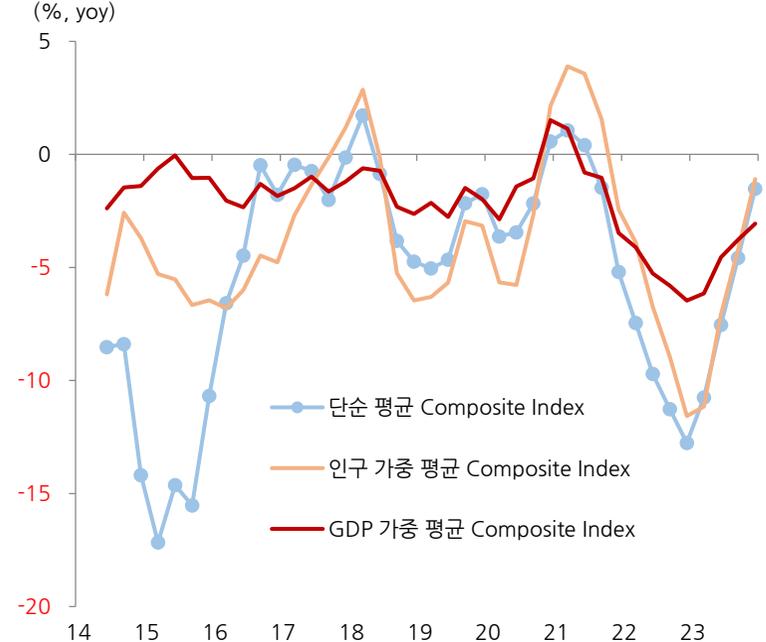
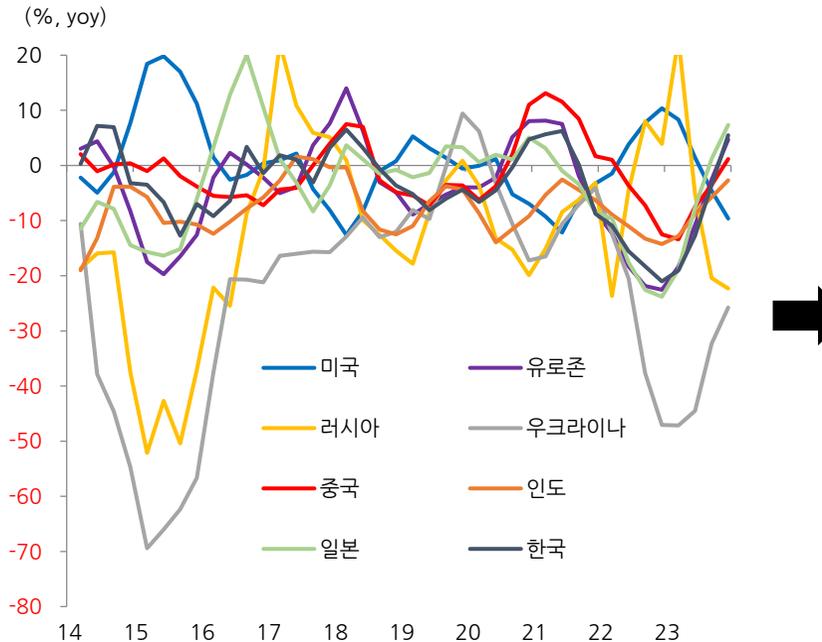
Local Purchase Power Index(LPPI): US와 Non-US의 결정적 차이는 달러



Local Purchase Power Index(LPPI): 골이 깊었던 곳에 모멘텀도 있다



글로벌 구매력 지수(Global Purchase Power Index) 추정



글로벌 구매력 지수(GPPI)의 산정 방식

- 북미, 남미, 서유럽, 동유럽, 중국, 인도, 아시아 등 주요 지역별 실질 구매력(인플레이션), 달러 환산 구매력(환율)을 지수화해 글로벌 Composite Index로 산출
- 인구 가중 방식과 경제 규모(GDP) 가중 방식으로 보완

내년 추정치 반영한 지수 전망 ▶ 모멘텀 턴어라운드

- (기본 가정1) 내년 인플레이션은 둔화되는 궤적
- (기본 가정2) 내년 달러화는 1Q를 고점으로 순환적인 반락
- (지수 추정) 2년 간의 구매력 저하는 내년 1Q를 최저점으로 모멘텀 턴어라운드 예상. 다만, 절대 구매력 회복은 시간 소요

[가정1. 인플레이션] 양방향 불확실성은 남아있으나, 향후 진행 방향은 둔화



내년 인플레이션 둔화를 전망하나, 불확실성 상존

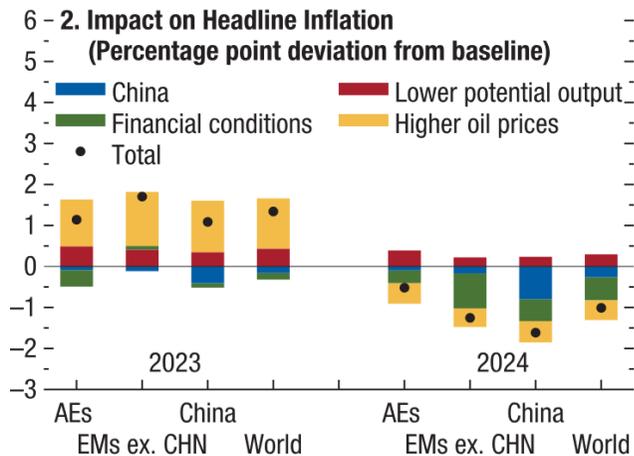
- 2022년 내내 인상된 금리, 2023년에 더 심화될 경기 침체, 유가/환율의 기저효과 등 내년은 인플레이션 둔화 경로
- 국제유가가 가장 큰 불확실성 요인(러시아, OPEC+ 감산)
- 한편, 중국의 디플레이션 우려는 down-side risk 중 으뜸

내년 인플레이션 둔화 정도는 'DM>EM/Frontier'

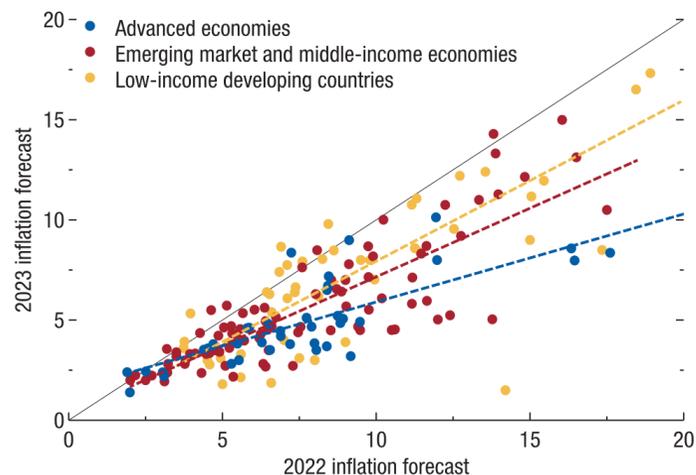
- 인플레이션이 실질 구매력 약화, 경기 침체의 주범이라면 내년 인플레이션 둔화 전망은 침체 후 회복의 전제 조건
- IMF의 분석에 따르면, 선진 경제가 신흥 경제보다 인플레이션 대응법이 효과적이어서 상대적인 인플레이션 둔화 정도가 클 것

인플레이션 전망에 국제유가는 up-side risk, 중국의 디플레 우려는 down-side risk

Inflation이 2023년에 둔화되는 과정에서 선진 경제가 신흥 경제보다 대응력이 좋다



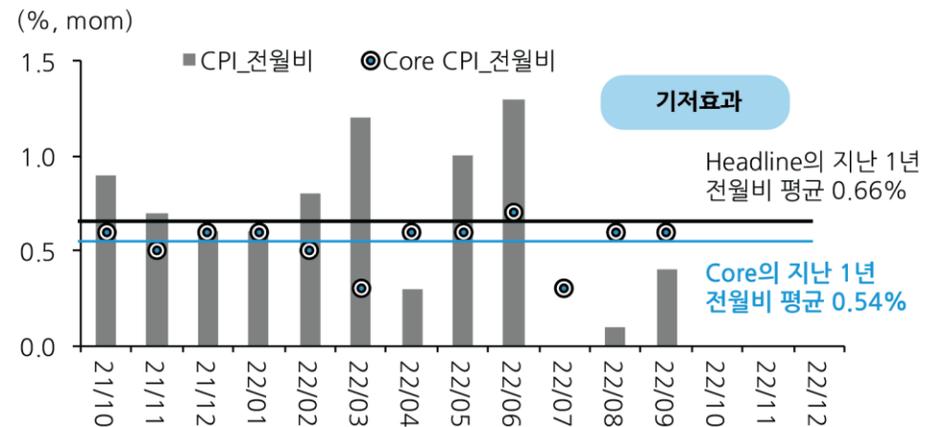
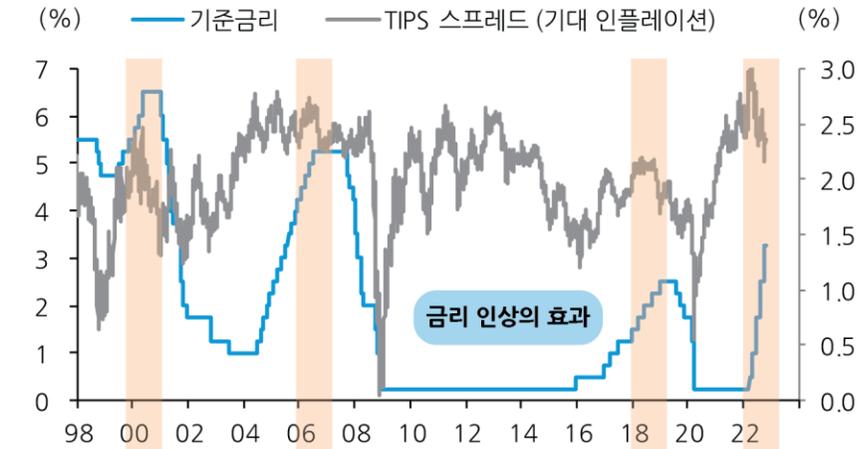
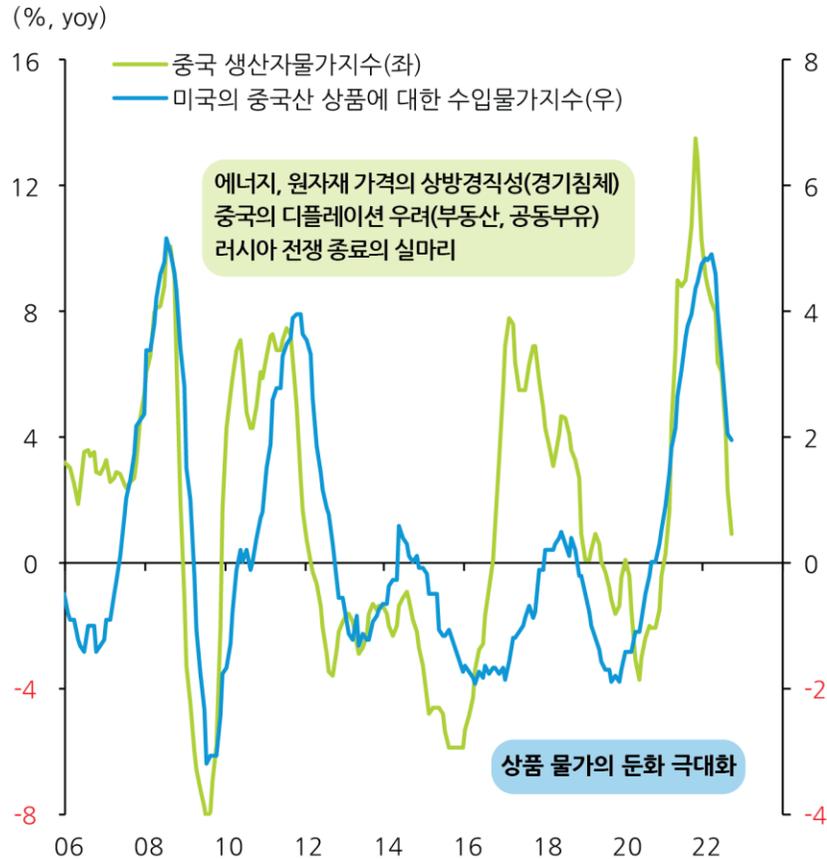
(Percent)



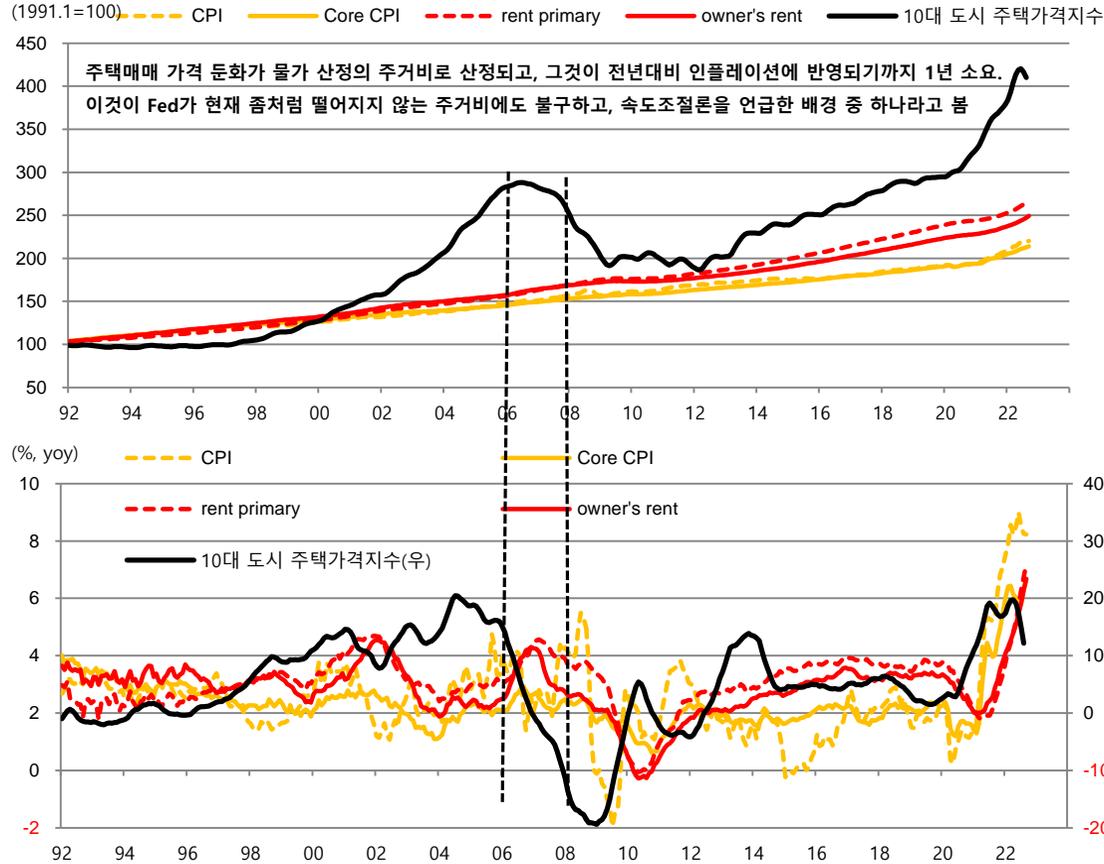
자료: IMF, SK증권

자료: IMF, SK증권

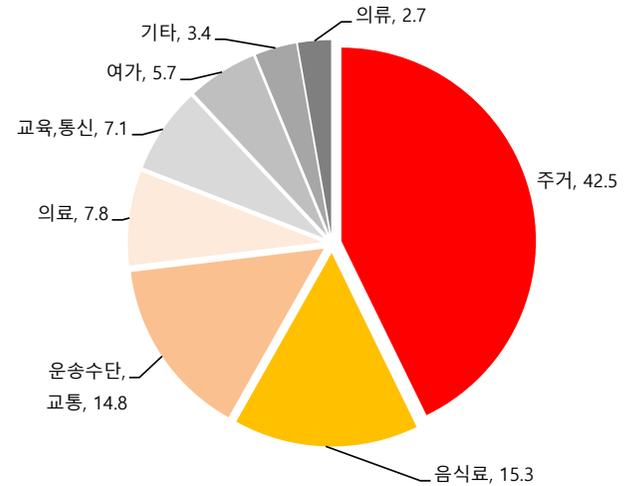
[가정1. 인플레이션] 둔화의 신호들: 중국의 디플레, 금리 인상 효과, 에너지 가격



[가정1. 인플레이션] 11월 FOMC 회의에서 속도조절을 시사할 수 있었던 배경



US CPI 내 항목별 비중: 주거비 관련이 40% 이상



[가정2. 달러] 여전히 강세 우위지만 변곡의 재료를 끊임없이 찾아가는 중

● 달러 변곡의 2가지 조건

(1) Fed의 금리 인상 기조에 나타날 변화(현재△)

(2) 유럽 경제가 바닥이라는 인식의 등장(현재 X)

→ 현재 Parity 수준으로 떨어진 유로화에 대한 매수 심리 등장

● 7월→9월의 반전(tightening), 또 9월→10월의 반전(easing)

- 9월 장기 시장 금리 전고점 뚫고 상승, 장단기 금리 역전폭 확대
- 10월 또다시 속도조절론 등장. Fed 위원들의 발언 직후 블랙아웃 돌입
- 급기야 10월 ECB 통화정책회의에서 실제로 등장한 속도조절론

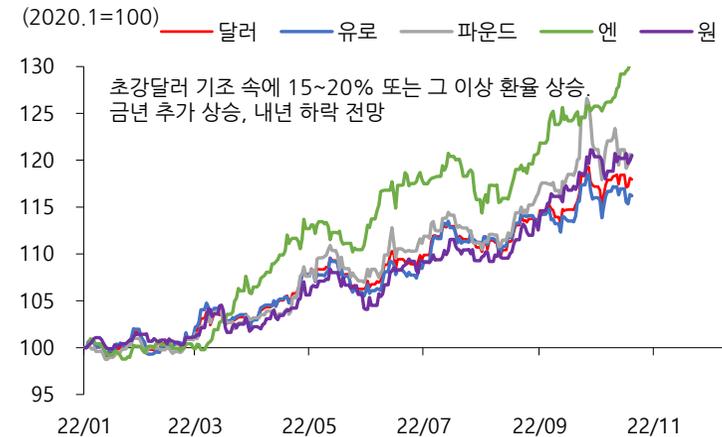
● (1) 조건에 대해 광범위하게 확산되는 컨센서스

- 물론 추가적인 인플레이션, 실업률 지표들의 확인 필요
- Fed가 가이드언스를 제공해 왔던 것을 줄이겠다는 뉘앙스를 통해 Data dependency가 더 요구됨

● (2) 조건은 아직 불확실. 진행 중인 전쟁 및 잇따른 유럽 리스크

- 러시아 전쟁의 장기화 → 겨울철 늘어나는 에너지 수요와 공급의 병목
- 크레딧 스위스 등의 금융기관 리스크, 금리 급등, 유로 시스템 리스크
- 대륙의 경기침체, 영국발 금융위기 우려 등

여전히 달러 강세 우위지만, 변곡의 조건이 등장할 때마다 약세로 반응



US > Non-US 경기 상황, Fed 긴축도 견고

유럽 소버린, 영국 신용 위험

러시아 전쟁/핵 위험



각종 크레딧 위험들은 +α

자료: Bloomberg, SK증권

[가정2. 달러] 양적 완화(QE) 테이퍼링과 금리 인상 속도 조절의 공통점



자료: Bloomberg, SK증권

[가정2. 달러] 양적 완화(QE) 테이퍼링과 금리 인상 속도 조절의 공통점



자료: Bloomberg, CME Group, SK증권

주: 기준금리 전망치는 CME Group Fed Watch의 11월 4일 기준

[가정2. 달러] 달러 약세의 전제로써 유로화의 투기적 매도 포지션의 청산을 보자



달러

Fed put

: 자이언트 스텝 → 빅 스텝 → 베이비 스텝



유로

전쟁 후반부와 유럽의 진바닥

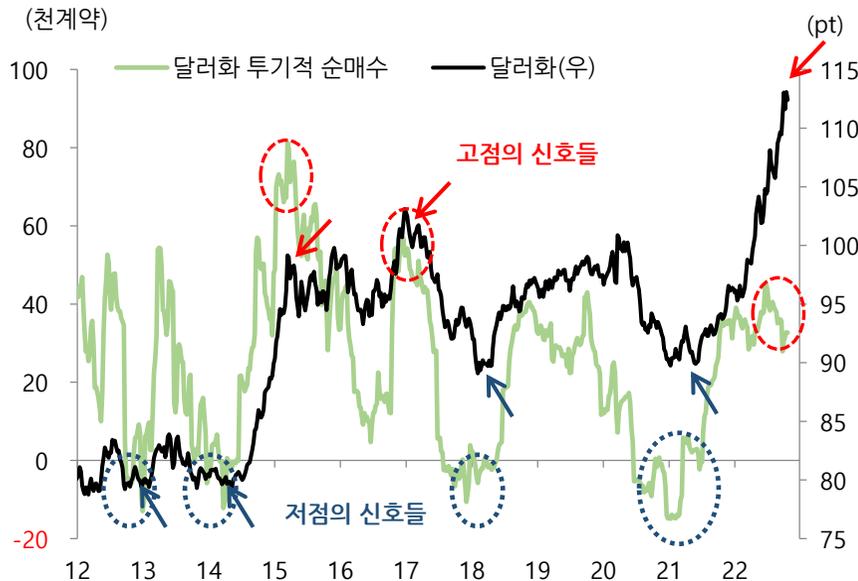
: 유로화 투기적 매도 포지션 청산

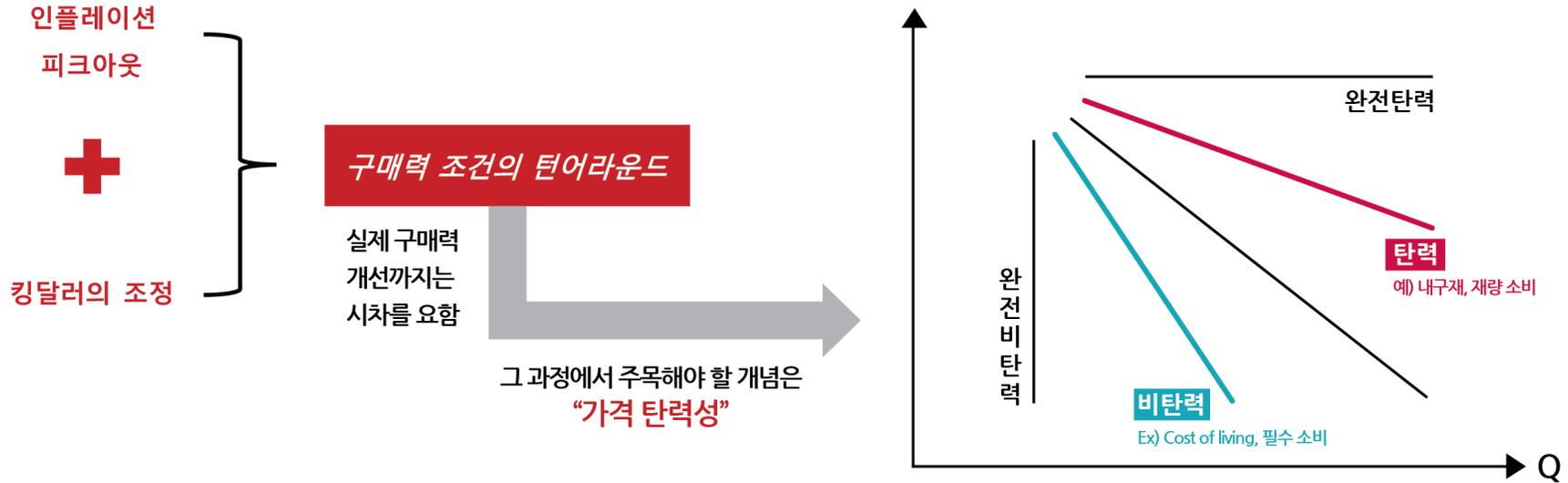


엔

아베노믹스의 종언

: 내년 4월 구로다 총재의 퇴임





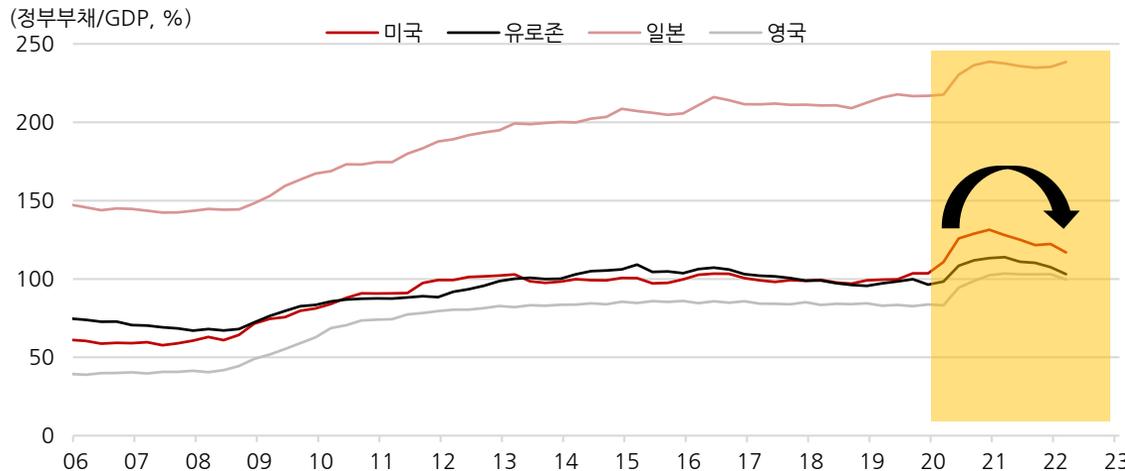
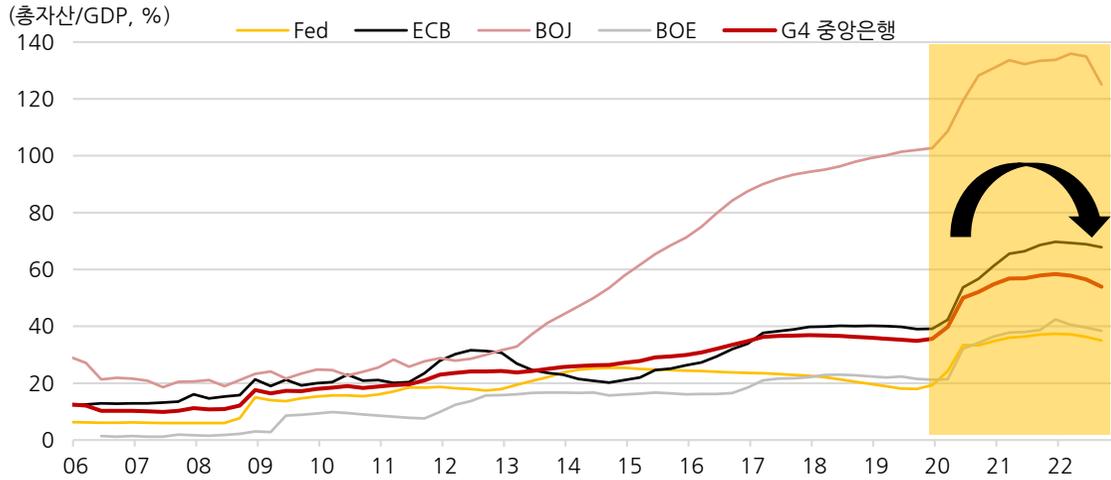
1. 2022~2023년 최악의 경기 침체를 견딘 후

- 2022년은 Non-US 지역/국가들의 사실상 경기침체 진행 중
- 2023년은 US도 침체에 진입할 전망. 누적된 금리 부담과 인플레이션 피크아웃 이후 나타나는 수요 부진이 주된 배경
- 2023년 상반기가 경기 사이클의 최저점

2. 2024년 회복을 대비하는 아이디어

- 경기 사이클의 최저점을 통과한다 해도 부채 감축과 금리 상승의 잔상으로 진바닥에서 실질적 턴어라운드까지 시차를 요함
- 2024년 회복을 대비하는 단계에서 필요한 건 가격 탄력성에 관한 접근법. 물가+달러가 고점에서 방향을 전환하는 시기

GDP대비 중앙은행 총자산, 정부부채 추이: 코로나 위기에 부채로 띄워 놓은 경기



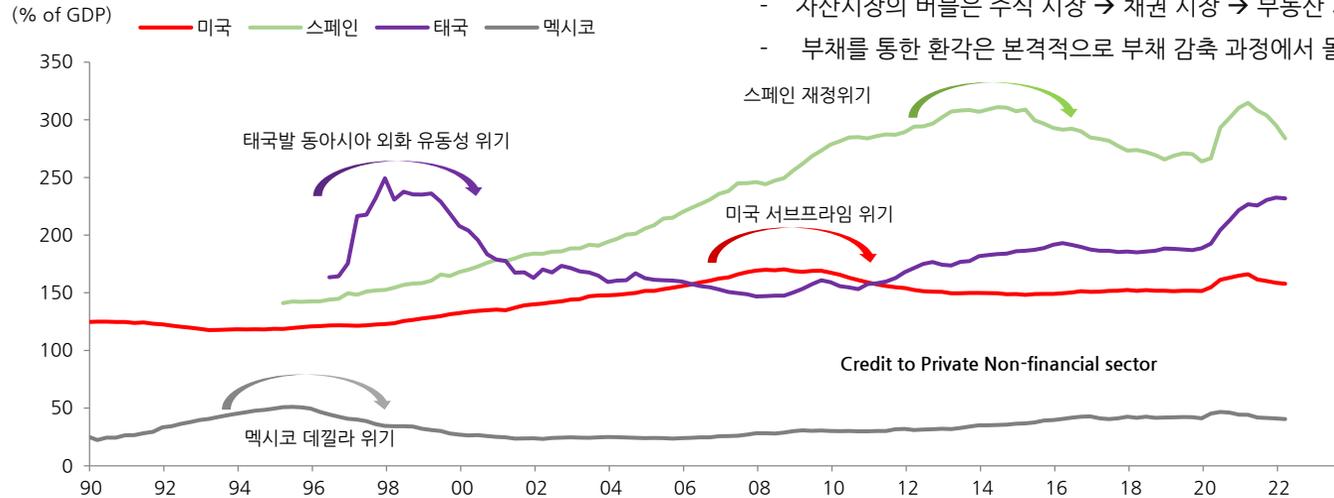
위기 상황에서 부채로 띄운 경기, 이젠 유동성 축소 국면

- 코로나19 발생 후 전 세계 정부와 중앙은행들은 각각 정부부채와 총자산 규모를 크게 늘리며 경기 부양
- 막대한 유동성에 주식, 채권, 부동산 등 자산 시장은 역대급 호황을 누리며 환호했지만 유동성 확대 국면은 영원히 지속될 수 없었으며 다시 축소 국면 돌입
- 풍부한 유동성 환경 아래에서 수면 아래에 감추어져 왔던 약한 고리들이 유동성 축소 국면 돌입에 따라 점차 수면 위로 떠오르기 시작. 이에 위기 발생에 대한 우려와 전조 증상들이 점점 등장하고 있는 상황

부채로 띄워 놓은 경기 회복 다음에 오는 위기는 이번에도 예외일 수 없다

디레버리징(부채 감축)

- 코로나 국면에서 전세계는 전례 없었던 규모와 속도로 부채를 늘려 극복.
- 자산시장의 버블은 주식 시장 → 채권 시장 → 부동산 시장 순으로 충격
- 부채를 통한 환각은 본격적으로 부채 감축 과정에서 돌출



금리 상승(인플레이션)

- 디레버리징의 위기는 금리 상승이 동반될 때 등장
- 부채 + 금리 상승 = 원리금 부담 폭증과 부실로 이어짐
- 40년 만에 찾아온 구조적 인플레이션이 금리 상승의 도화선
- 부채로 띄운 경제 다음에 오는 위기는 이번도 예외가 될 수 없었음 → **좀비 기업의 퇴장, 담보 가치의 하락, 구매력의 저하**

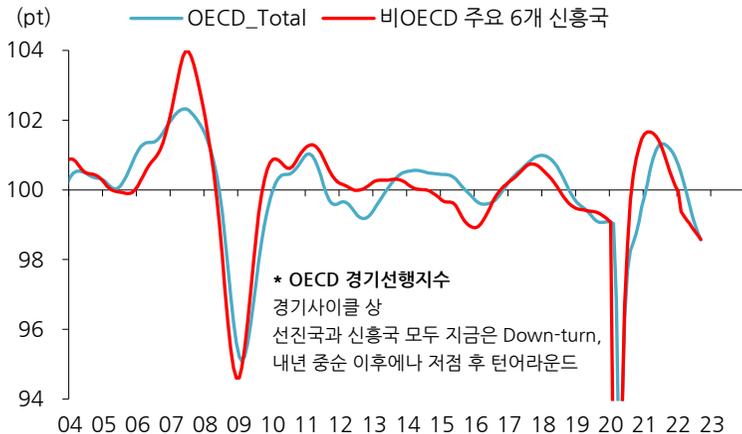


2023년 글로벌 경기 침체는 상수. 변수는 하반기 경기 저점 후 턴어라운드 여부



2021년>2022년>2023년, Down-turn의 정점

- 2022년 스태그플레이션과 거친 금리 인상의 효과는 경기 침체
- 인플레이션 가속화를 잡은 건 다행이지만, 1) 금리 상승에 의한 원리금 상환 부담, 조달 비용 급증, 2) 부동산 시장 급랭으로 자금 시장 경색, 3) 각종 유동성 리스크 등이 세계 경제가 넘어설 허들
- (우측) IMF의 수정 경제 전망(2022.10)에 따르면 연간 단위 경제 성장을 전망은 선진 경제에서 대폭 하향. 다만 내년 상반기 최악의 국면을 지나 하반기 서서히 개선되는 궤적을 예상해 볼 수 있음
- (아래) OECD 경기선행지수는 좋은 경기 사이클 모니터링 지표



자료: OECD

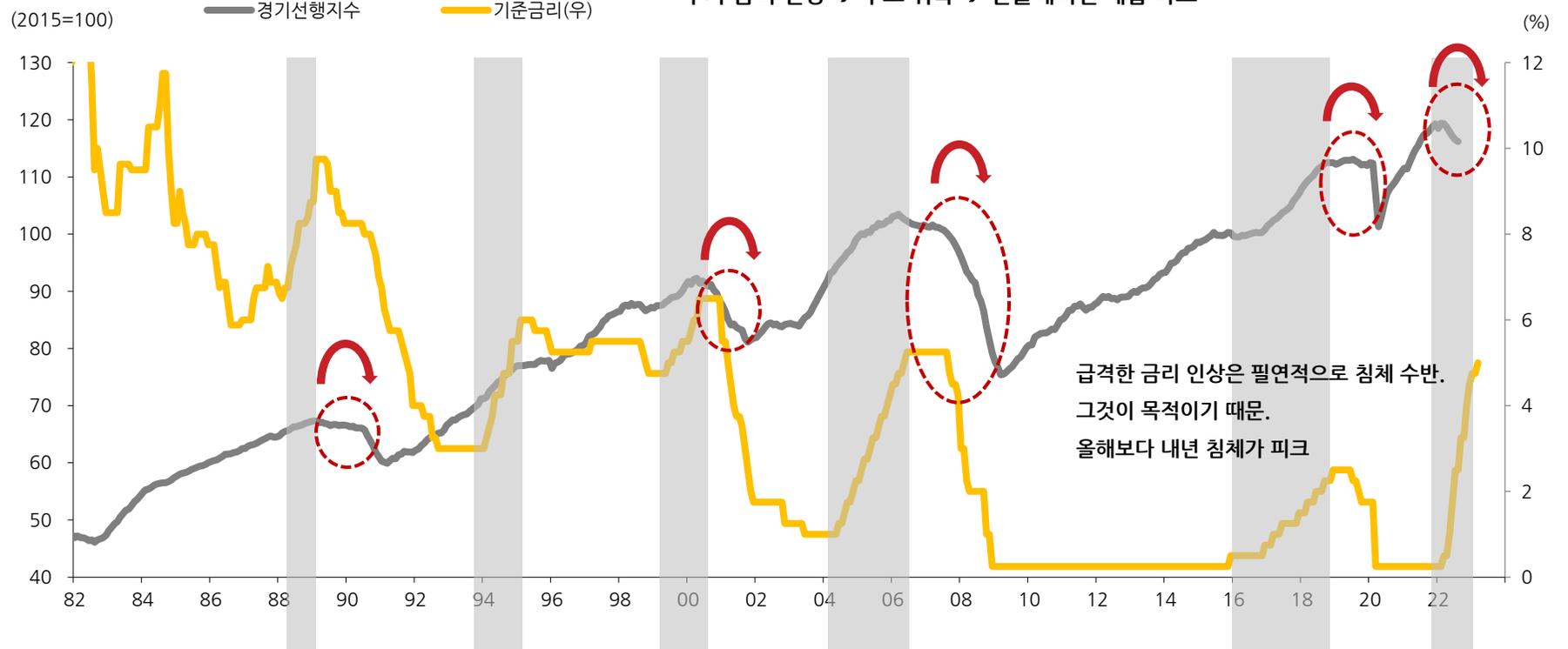
(real GDP, annual percent change)	2021	2022	2023
World Output	6.0	3.2	2.7
Advanced Economies	5.2	2.4	1.1
United States	5.7	1.6	1.0
Euro Area	5.2	3.1	0.5
Germany	2.6	1.5	-0.3
France	6.8	2.5	0.7
Italy	6.6	3.2	-0.2
Spain	5.1	4.3	1.2
Japan	1.7	1.7	1.6
United Kingdom	7.4	3.6	0.3
Canada	4.5	3.3	1.5
Other Advanced Economies	5.3	2.8	2.3
Emerging Market and Developing Economies	6.6	3.7	3.7
Emerging and Developing Asia	7.2	4.4	4.9
China	8.1	3.2	4.4
India	8.7	6.8	6.1
ASEAN-5	3.4	5.3	4.9
Emerging and Developing Europe	6.8	0.0	0.6
Russia	4.7	-3.4	-2.3
Latin America and the Caribbean	6.9	3.5	1.7
Brazil	4.6	2.8	1.0
Mexico	4.8	2.1	1.2
Middle East and Central Asia	4.5	5.0	3.6
Saudi Arabia	3.2	7.6	3.7
Sub-Saharan Africa	4.7	3.6	3.7
Nigeria	3.6	3.2	3.0
South Africa	4.9	2.1	1.1
Memorandum			
Emerging Market and Middle-Income Economies	6.8	3.6	3.6
Low-Income Developing Countries	4.1	4.8	4.9

자료: IMF

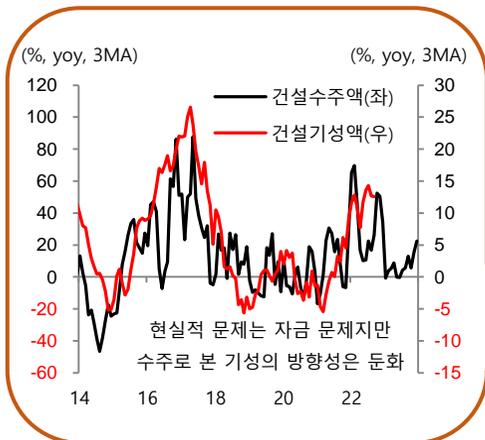
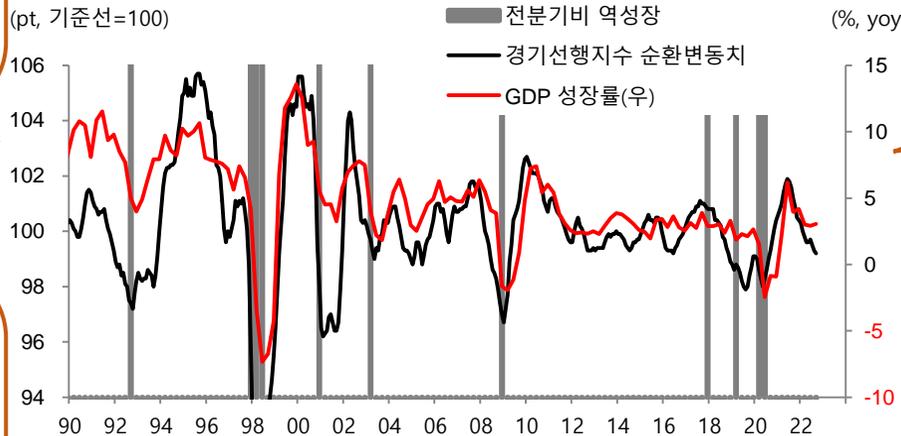
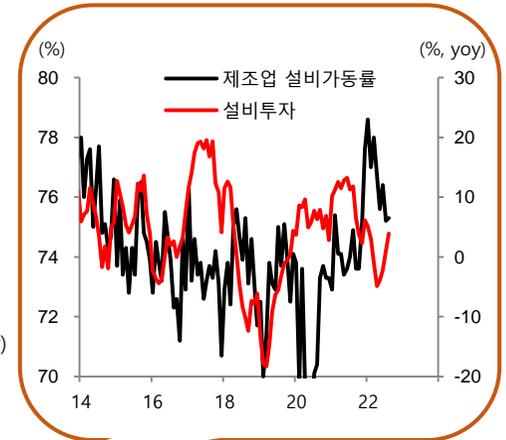
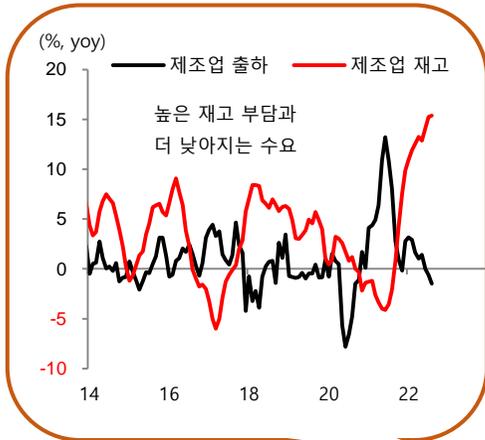
‘필연적’인 금리 인상에 ‘필연적’으로 수반될 “수요 침체”

수요(소비) = f(소득, 구매력 by 환율, 금리, 인플레이션)

- 소득효과는 아직 양호하나, 후행적으로 실업률 상승 가능성 ↑
- 2022년에만 달러가 17% 상승
- 개별 국가들의 통화 절하율은 평균 15~20% → 달러 환산 구매력 ↓
- 추가 금리 인상 → 수요 위축 → 인플레이션 제압 목표

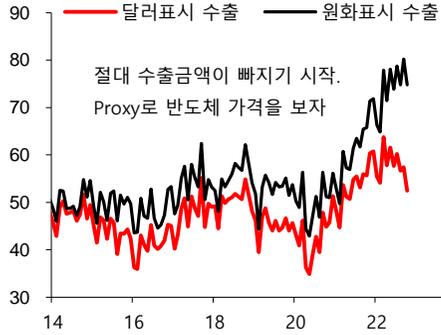


한국 경제 내수 부문: “보릿 고개가 온다”, 돌아설 때는 가격탄력성이 높은 쪽 부터

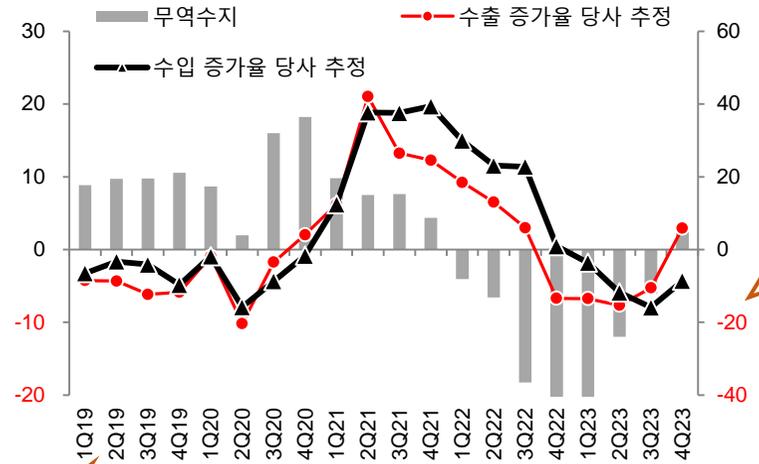


한국 경제 대외 부문: 전례를 찾기도 어려운 인고의 시간. 돌아설 때는 수출부터

(십억달러, 십억원)



(십억달러)



(십억달러)



(십억달러)



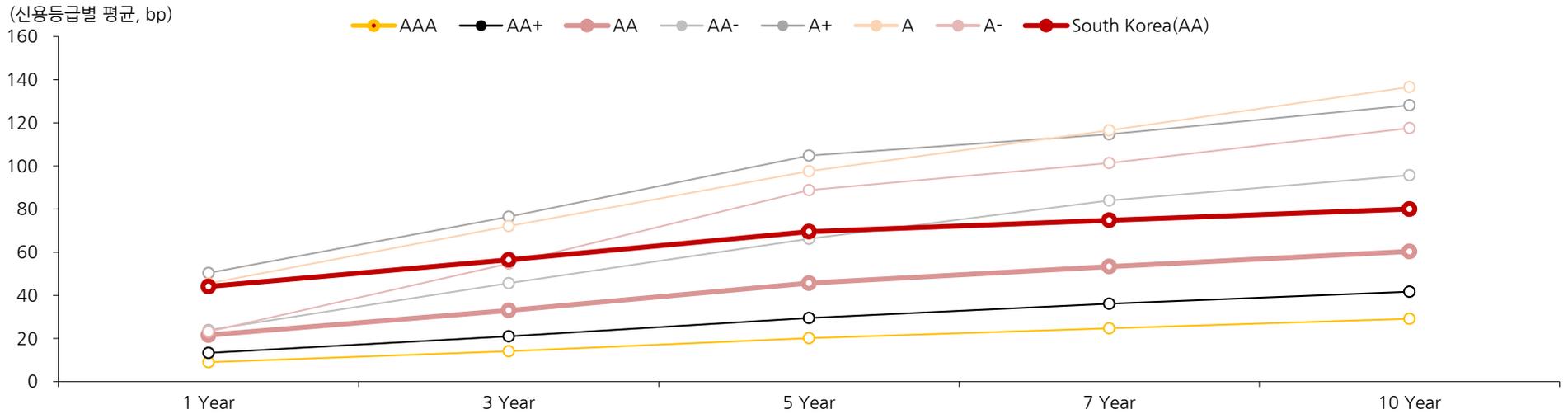
(십억달러)



(십억달러)



한국의 CDS 프리미엄 급등: 성장성 결핍보다 조달/자금 시장 안정이 시급한 문제



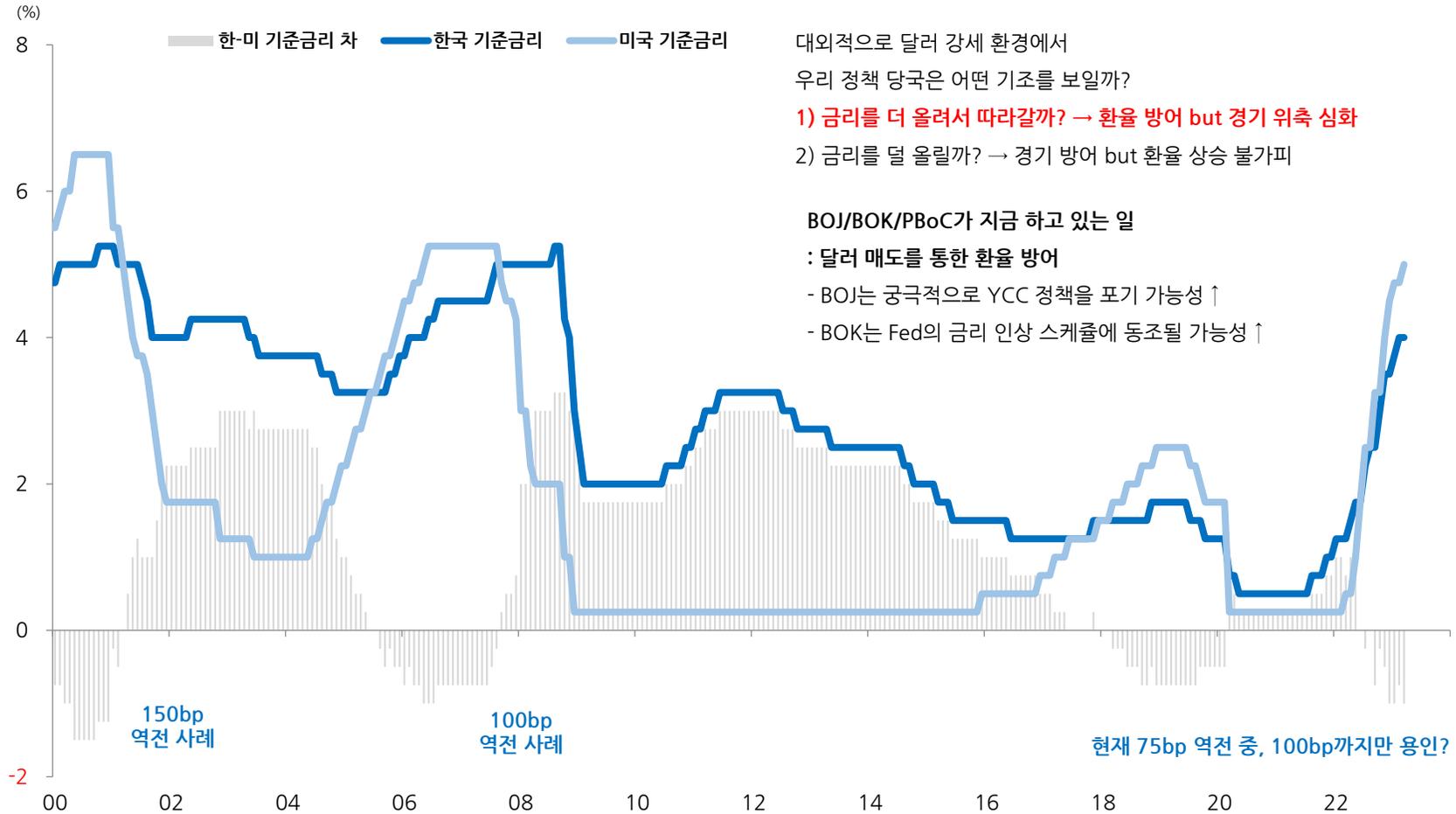
자료: Bloomberg, Refinitiv, SK증권



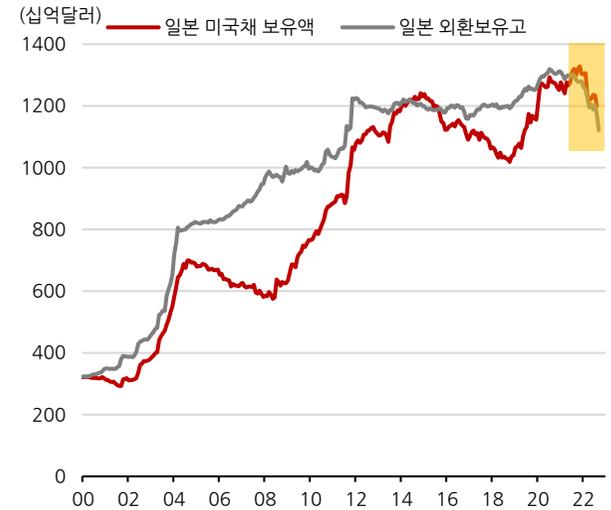
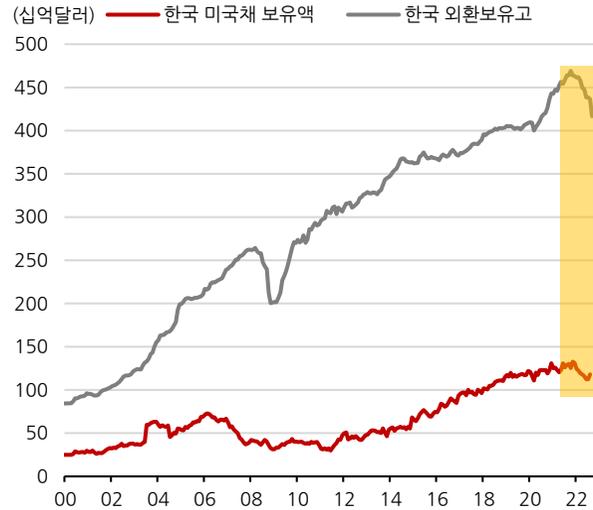
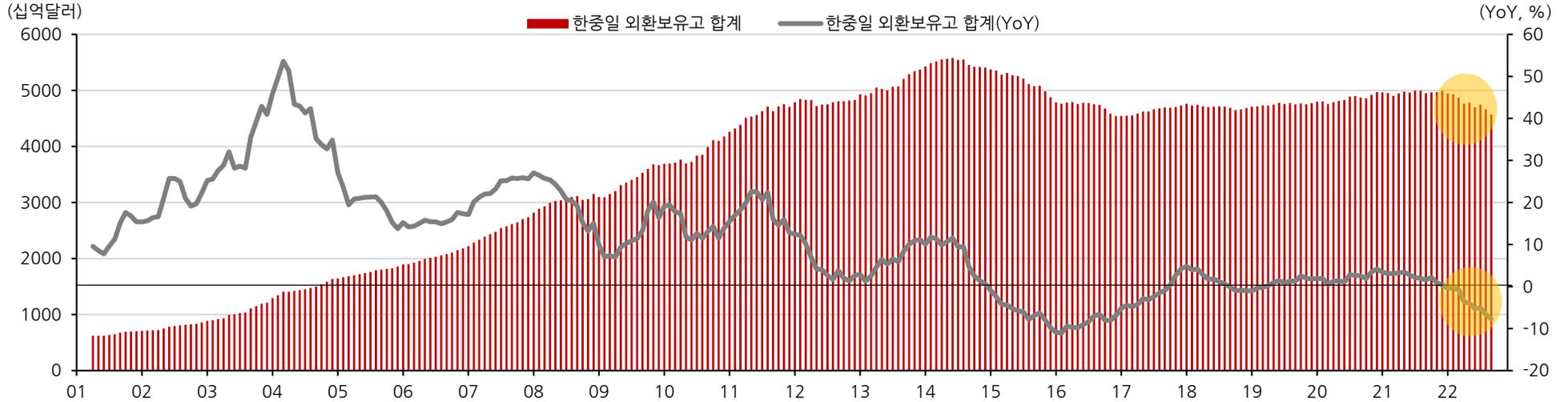
#3. 금리와 환율/주식시장

: 이제는 8~9부 능선

Non-US의 같은 고민: “환율 방어”. 독립적인 통화정책 운용이 어렵다

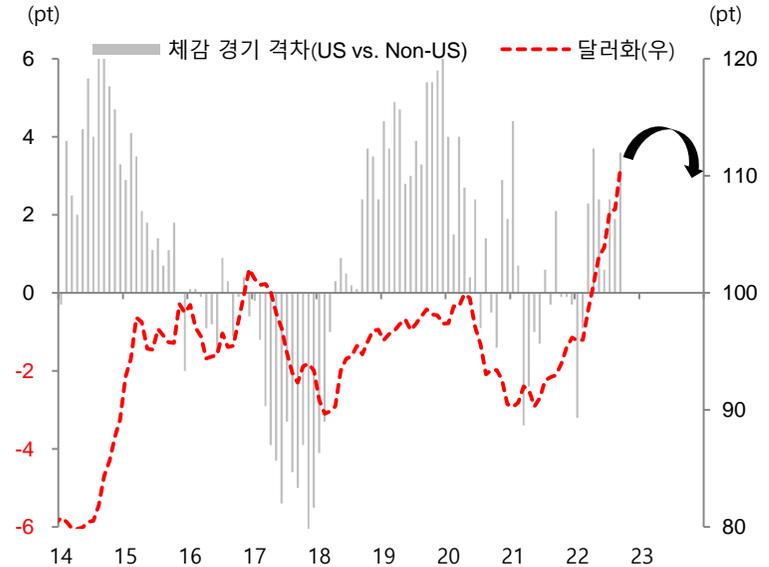
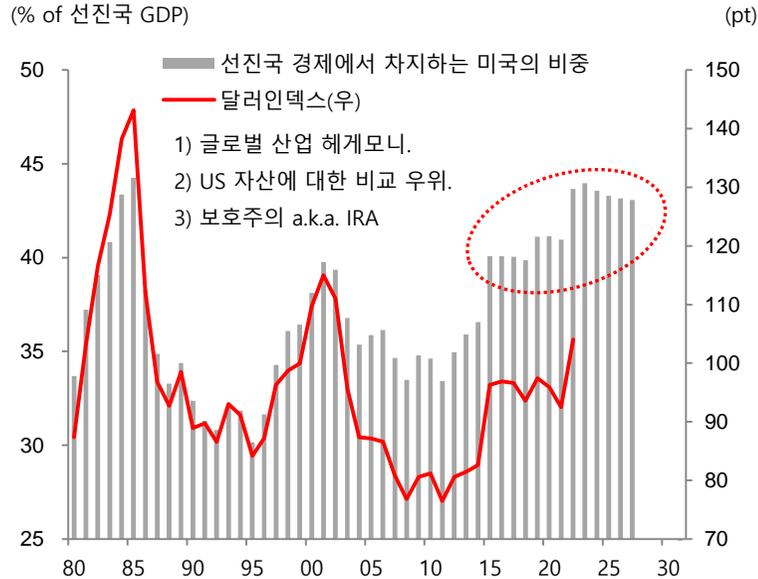


이들은 지금 환율 방어를 위해 미국채를 매도하는 중(외환보유고)



자료: Bloomberg, SK증권

달러의 거대한 흐름은 바뀌진 않는다. 다만 숨 고르기는 가능하다



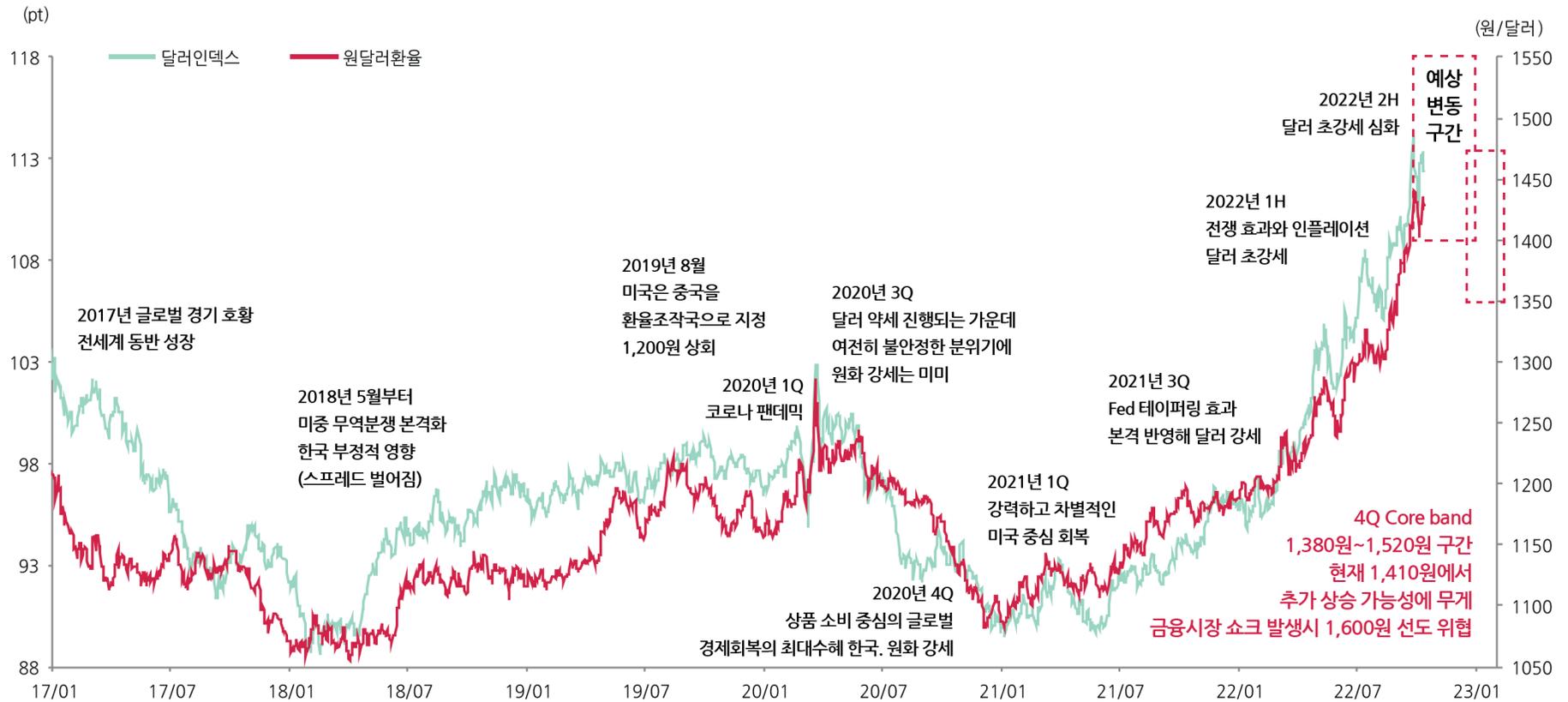
1. 달러화의 중장기적 가치는 미국 경제의 영향력에 달린다

- 시간이 갈수록 미국 경제의 영향력은 증대
- 나가는 돈: 페트로 달러의 지출 감소
- 들어오는 돈: 자국 산업 보호주의와 리쇼어링(프렌드쇼어링)
- 포트폴리오 투자: 성장이 있는 곳에 돈이 몰린다

2. 달도 차면 기울듯이: US vs. Non-US 간 체감의 로테이션

- 순환적인 달러의 반락을 예상
- 계기가 되는 것은 Fed의 금리 인상 중단 타진(1Q23)
- 러시아-우크라이나 전쟁의 심각성 완화

원달러환율도 내년 초 1,500원 선에서 고점을 형성한 후 상승세가 일단락 될 전망

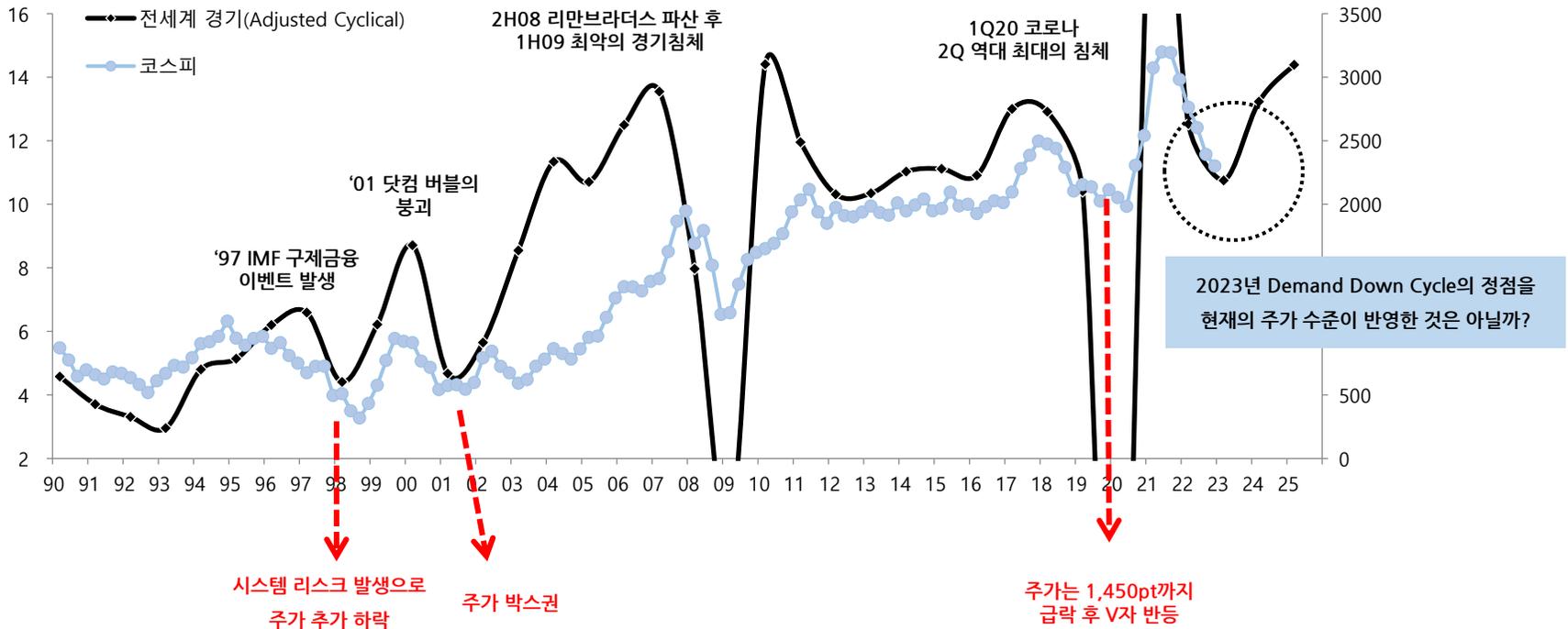


9개월 앞당긴 Adjusted Cyclical. 주가는 경기를 선행한다

- 고점대비 30% 주가 하락은 통상 경기침체를 반영한 정도
- 2023년 Down Cycle의 정점이 예고되지만, 주가는 고점대비 -35%
- 언더슈팅의 가능성도 있지만 경기적 요인에 의한 것은 일시적 현상

- 문제는 금융위기의 발생 여부(실제 발생 확률은 낮게 봄)
- 시스템적 금융위기 발생은 수요/금융 환경을 심각하게 훼손
- 골도 더 깊게, 잔상효과로 인해 회복은 더디게 될 가능성

(전세계 GDP를 Index화한 후의 증감)



낮은 밸류에이션에는 이유도 있고, 기회도 있다



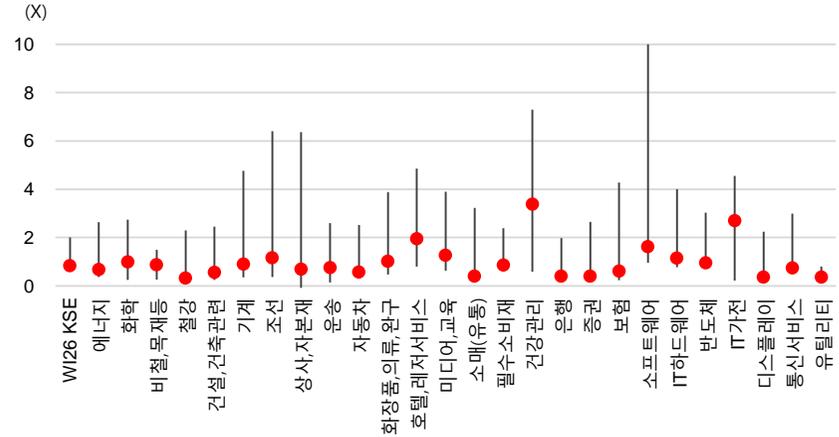
● 밸류에이션은 1) 성장성과 2) 금리의 함수 → 현재 낮은 밸류에이션에는 이유가 있다

- 경기 침체에 더해 각종 글로벌 Credit Risk가 노출돼 싼 구간임에도 불구하고 싸다고 단언하기 어려움
- 12개월 선행 밸류에이션의 경우 이익 전망의 하향 조정 등에 의해 보수적 대응을 필요로 함

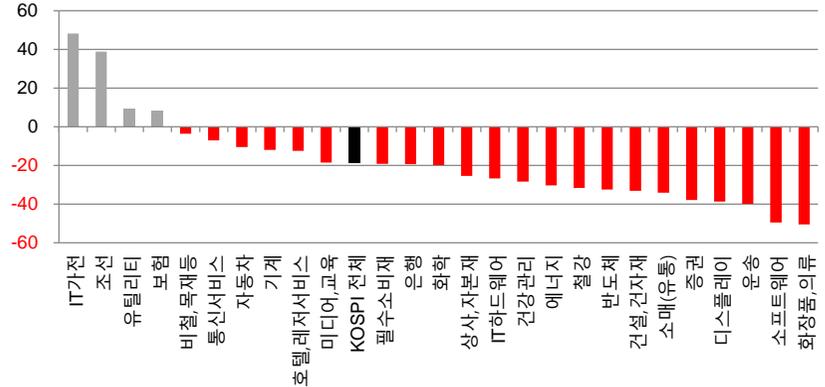
● 매크로 장세/이벤트 드리븐 국면에서 시장금리와 달러의 하락이 싼 가격과 만날 때 강한 반등도 가능

- 과거 5개년 평균 Trailing PBR 대비 현재 수준은 시장 전체로 볼 때 20% 가량 디스카운트
- 반도체, IT 하드웨어 등 IT 섹터에서 괴리율이 시장 평균보다 더 벌어져 있음을 확인(우측 하단 그림)
- 7월 랠리, 10월 초 반등은 시장금리 하락에 의한 Low valuation call의 전형이라 볼 수 있음

역사적으로 낮은 밸류에이션 → “언제 어디서든 반등이 가능하다”



과거 5개년 평균 대비 현재 밸류에이션 괴리율(Trailing PBR)



주: 대부분의 섹터에서 역사적으로 낮은 밸류에이션 구간
자료: Quantwise, SK증권

달러 환산 코스피의 고점대비 50% 하락 이후의 확률 게임



- KOSPI 지수 기준 Trailing PBR 0.85배
→ 역사적 밸류에이션 하단 부근
 - 고점대비 -35%, 올해 들어 -25%

- 이러한 단순 계산을 외국인의 시선에서 바라볼 경우,
→ 달러 환산 KOSPI는 고점대비 -55%
 - 장기 추세 지지선과 비교할 때 10% 내외의 공간이 남음
 - 이 때의 가정은 KOSPI 1,980pt, 원달러환율 1,520원
 - 심리적인 Rock bottom이 될 수 있다는 생각
 - 1) 싼 가격, 2) 비어 있는 수급과 3) 환율 하락 전환 기대가 그 조건이 될 것

싼 원화, 비어있는 수급 → 외국인이 쥐고 있는 KOSPI 열쇠

