

2023년 전망 시리즈

1

주식전략

No Fear

로이스터 전 롯데 감독이 부임 당시 선수들에게 강조한 말입니다.

팀 전체적으로 무기력함이 만연해 있었기 때문입니다.

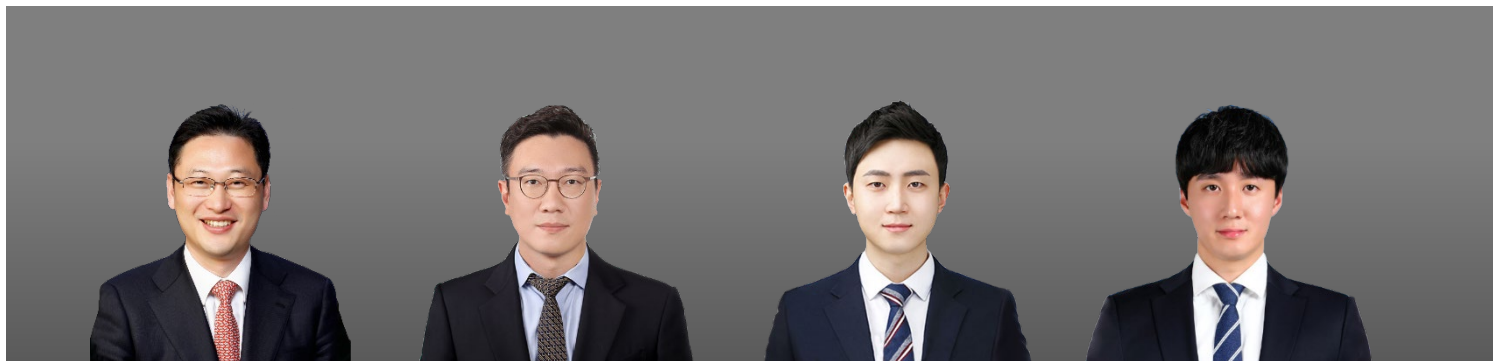
자신감을 잃은 한국시장에게도 적용될 수 있는 말일 듯 합니다.

부채위기와 국가간 다툼이 격화되고 있지만 시장은 파괴적으로 흘러갈 것으로 예상하지는 않습니다.

내년은 Fear (공포) 속 기회가 있을 것으로 판단합니다.

2023년 전망 시리즈 **1**
주식전략

No Fear



리서치센터

Chief Strategist **이경수**
02. 6454-4900
kyungsu.lee@meritz.co.kr

투자전략

Strategist **이진우**
02. 6454-4890
jinwoo.lee@meritz.co.kr

퀀트/ETF

Analyst **이정연**
02. 6454-4895
jungyeon.lee@meritz.co.kr

주식시황

Analyst **이종빈**
02. 6454-4893
jongbin.lee@meritz.co.kr

Contents

Prologue	No Fear	09
Part I	No Fear 1. Paradox of War	49
Part II	No Fear 2. 탈압박 타이밍	63
Part II-1	매크로 압박 변곡점은 3월	65
Part II-2	투자전략: 빌드업	121
Part III	No Fear 3. 감익 사이클의 변곡, 알파 전략 대응	127

Summary**No Fear****No Fear****Prologue**

- 2023년 Keyword : 부채(Debt)와 전쟁(분쟁)
 - 과거 부채위기와 무엇이 다른가: 1) 민간보다는 정부중심 부채 팽창, 2) 부채/GDP 중 부채의 절대 규모 증가가 문제
 - 국가부채 문제, 어떻게 컨트롤 할 것인가: $g > r$ 추구하되, Financial Repression(부채의 화폐화)으로 회귀할 것
- Power Game의 본격화: 견제가 아닌 충돌 가능성. 국방비가 아닌 R&D 기술 경쟁이 핵심
 - 경쟁 국가의 R&D를 견제 방법은 두 가지 : 1) 기술표준 분리(Tech Decoupling) , 2) R&D 여전 제약(반도체 통제)
 - 중기 전략: 분쟁에 따른 정책 변화는 공급화/투자의 기류를 바꾼다. 자동차부품, 2차전지, 메모리반도체, 태양광 선두

**No Fear 1.
Paradox of War****I**

- “대포소리에 사고, 나팔소리에 팔아라” : 예고된 분쟁이라면 국가간 충돌 본격화는 금융시장 패닉으로 이어지지 않아
- 전쟁(분쟁)이 본격화되면 국가 정책 전환의 시작. 그 경쟁의 중심에 있는 산업은 정책지원 수혜
- 분쟁기간 중 산업 및 주가 변곡점:
 - 1) 무역: 가격 규제(관세, 과징금, 덤핑) 보다 총량 규제(생산량)가 주가 변곡점. 생산기지 이전을 자극
 - 2) 첨단기술 분쟁: 기술표준 확립 전까지 규제 지속. 무역과 마찬가지로 생산량 규제가 변곡점, 표준 확립 이후는 승자독식
- 최근 미·중 반도체 규제는 생산량 규제 성격이 높아. 생산량 감소 이벤트로 이어진다면 과점적 기업 수혜

**No Fear 2.
탈압박 타이밍****II**

- 연준의 ‘Pause Guidance’: 역사적으로 물가 정점 → 연준 금리 정점에서 증시는 반응하는 패턴을 보임. 시장은 경기침체보다 부양책을 등에 업은 회복 기대에 집중. 현재는? Forward Guidance 고려 시 시장은 물가 Proxy 둔화 압력 체크(10~12월) → ‘Pause Guidance(12월 or 3월)’ → ‘Pause(3월)’에 차례로 반응할 것
- Non-US 진영의 회복: 수출 관점에서 미국향보다 비 미국향 수출 감소가 문제. FX 관점에서도 마찬가지. Non-US 회복 기대 발현이 중요. Non-US 회복의 필요조건 중 가장 예측 가능한 파트는 유럽 에너지 위기. (1) 수요 감축 정책의 끝과, (2) 겨울 늦깎이 한파 가능성의 확인, (3) 공급 증진 노력의 결실이 이루어지는 시기는 역시 3월
- 재고 순환의 변곡점: 국내 재고순환 = KOSPI 변곡점. 시장은 출하(수요) 회복보다는 재고조정 시 반응. 국내 제조업 재고사이클 = 반도체임. 반도체 재고사이클의 매크로 팩터/통계, 경험적인 관점에서 변곡점은 1분기 예상

Summary**No Fear****No Fear 3.**
**감익 사이클의 변곡,
알파 전략 대응****III**

- **이익 현황:** 2022년, 2023년 순이익 컨센서스 166조원, 164조원으로 형성되어 있으나 가파른 하향조정 진행중
 - 코스피 지수 2,200~2,300pt 레벨은 과거 연간 순이익 70~80조원 수준. 지수 저평가 요인은 7월 이후 가파른 이익 하향조정에 기인
- **이익 전망:** 감익사이클은 내년 4월까지 지속, 다만 하반기 들어 연말까지 12MF EPS 완만한 상승세 나타날 전망
 - 과거 2년연속 감익이 나타난 해(2012, 2013, 2019년)의 당해년도, 차기년도 이익하향 조정은 상반기에 집중
 - 감익 국면 경험칙으로 보았을 때, 상반기 하향 조정 이후 하반기부터 2024년 증익 기대감(+20% 이상) 반영되며 상승 전환
 - 반도체 업종의 경우, 과거 감익사이클 평균 지속기간 1년. 따라서, 올해 6월말부터 시작된 반도체 감익사이클은 내년 5월 마무리될 가능성
- **주가 전망:** 이익의 주요 변곡점에서는 주가 턴어라운드가 이익 턴어라운드에 선행
 - 과거 감익사이클에서 주가가 이익보다 빠르게 반등. 이익 하향조정 지속에도 PER 상승으로 주가 강보합 흐름 나타남
 - 최근 부정적 이익전망이 주가 하방압력에 기여하는 강도 다소 완화
- **투자 전략:** 'EV/EBITDA' 지표를 활용한 저평가 종목 발굴
 - 과거 2년 연속 감익국면에서는 'EV/EBITDA' 재무비율 지표의 증시 설명력이 뚜렷
 - 올해는 금리레벨이 높게 형성된 상황에서 기업이 보유한 현금이 많고 부채가 적은 기업 중 현금창출능력이 우수한 종목의 저평가 매력부각

2023년 전망 시리즈 **1**
주식전략

Prologue

No Fear

리서치센터

Chief Strategist **이경수**

02. 6454-4900

kyungsu.lee@meritz.co.kr

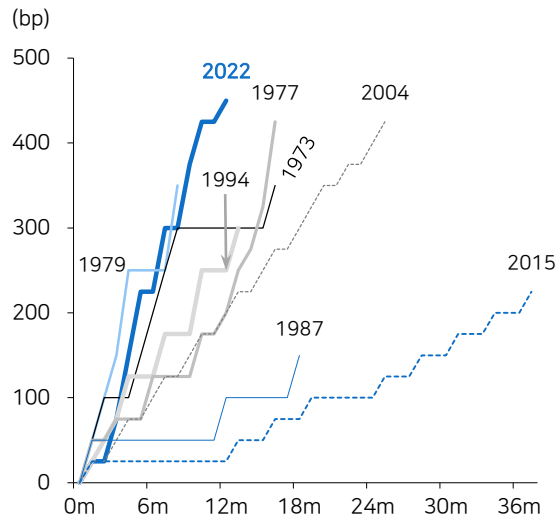


무슨 일이 일어나고 있는 걸까

No Fear

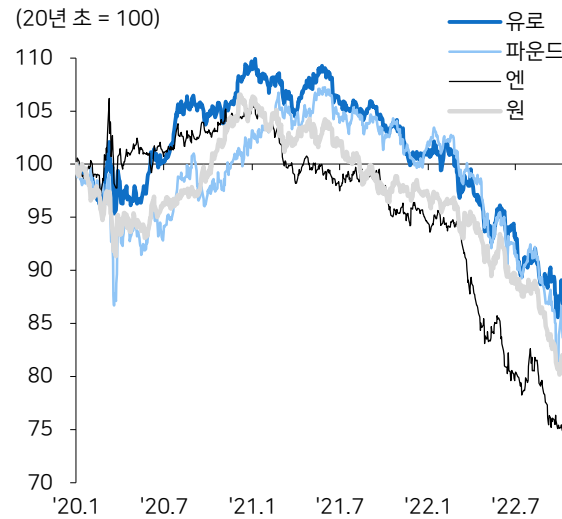
- 무엇이 문제인가? 올해 금융시장은 과거에는 볼 수 없었던 과격한 변동성이 연출
- 연준의 금리인상 속도는 70~80년대의 긴축 기조에 버금갈 정도로 가파르며(1년 간 450bp 이상)
- 급격한 달러화 강세는 금융시장 혼란을 가중. 특히 엔화의 경우 주요국 통화정책과 엇박자로 급격한 약세
- 강도 높은 긴축 + 강달러 환경은 주요국 채권시장 패닉(금리 급등)으로 연결

역대 연준의 금리 인상 속도: 현재는 역대급



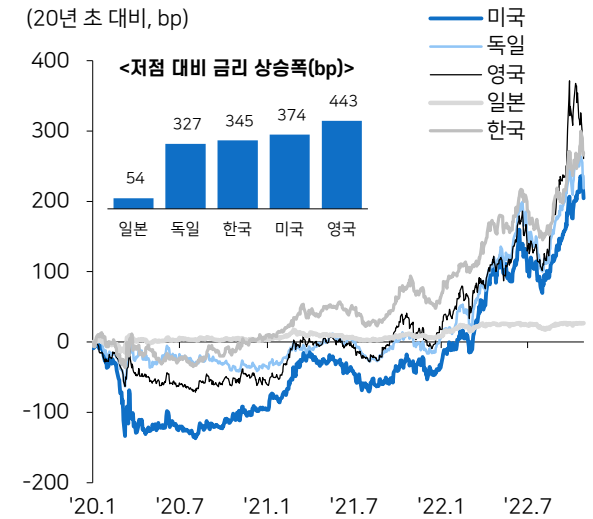
주: 1993년 7월 이전은 재할인율, 이후는 연방기금금리
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

주요국 달러대비 통화가치



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주요국 10년물 변화: 연초 이후 평균 300bp ↑



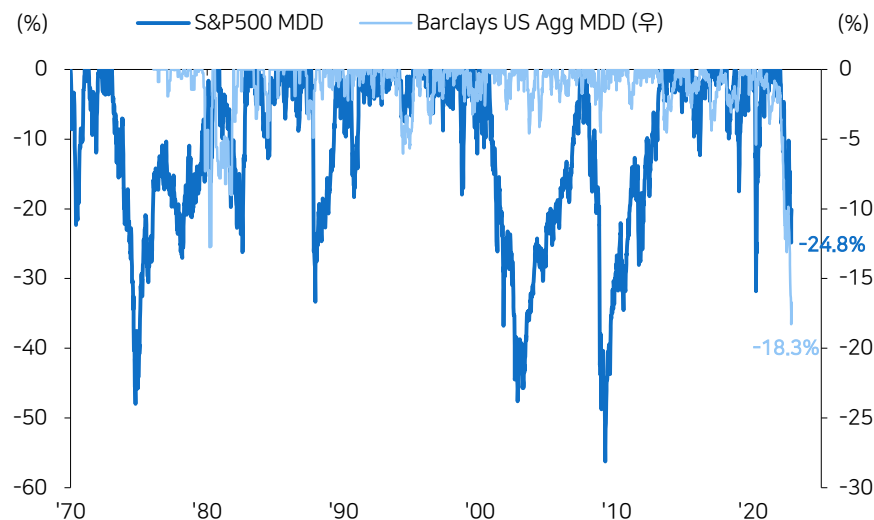
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

금융시장 대혼란. 전통 투자방식에도 의문

No Fear

- 안전자산이 안전하지 않고, 위험자산의 매력은 저하되는 환경이 조성 중
- 채권 가격 급락세는 주식과 유사할 정도로 변동성 극심
- 주식 역시 시중금리 급등으로 위험 대비 수익 매력이 크게 약화
 - KOSPI 예상 배당 수익률은 2.6%로 정기예금 2.9%에 못 미치는 상황
- 불과 작년만 해도 평균 예금 금리가 1% 미만이었던 것을 감안하면 급격한 투자환경 변화

미국 주식, 채권 MDD(고점대비 최대 낙폭): 채권 부진 강도는 주식과 유사



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국: 투자의 시대에서 저축의 시대로? 예금금리가 배당수익률을 다시 역전



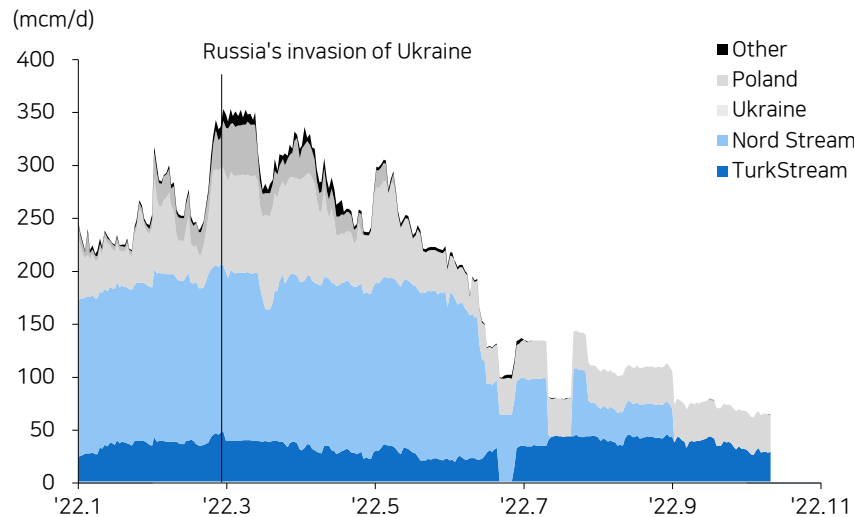
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

에너지 풍요의 시대는 이제 빈곤의 시대로

No Fear

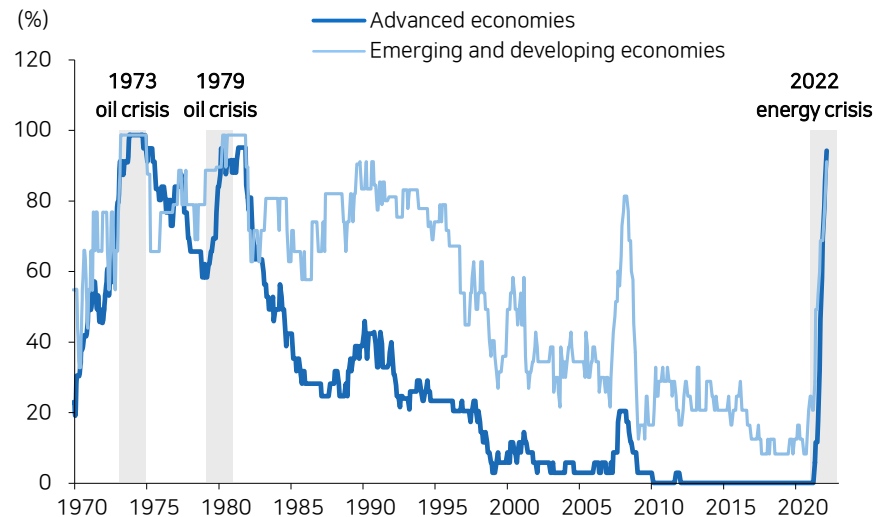
- 러시아·우크라이나 전쟁은 ‘에너지 위기’로 확산
 - 에너지 풍요의 시대를 누렸던 글로벌 경제에는 예상치 못한 충격파
 - 에너지 부족은 전기료 등 에너지 관련 인플레이션을 자극
- 대부분 국가들은 연간 인플레이션 6%를 상회. 1970년대 오일쇼크 이후 40년 만에 처음 겪는 환경
- 현재의 매크로 변수를 지난 30~40년간의 프레임으로 접근할 수 없는 이유

러시아 → 유럽& 터키 향 천연가스 이동량 변화: 지난 5월 대비 80% 급감



자료: IEA(World Energy Outlook 2022), 메리츠증권 리서치센터

연간 인플레이션 6%를 상회하는 국가 비중



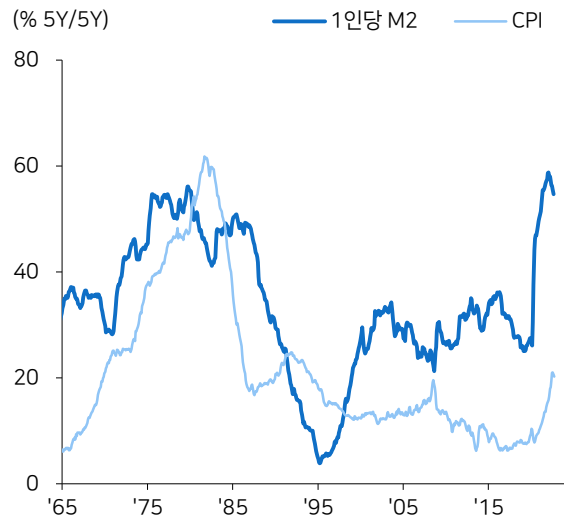
자료: IEA(World Energy Outlook 2022), 메리츠증권 리서치센터

질병(인플레이션)의 원인을 명확히 진단할 수 있나?

No Fear

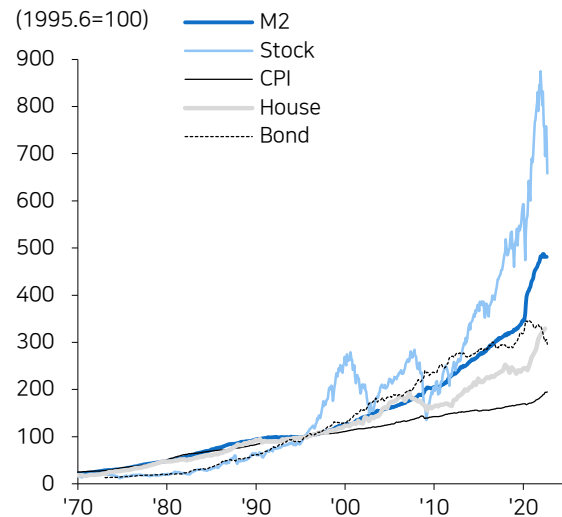
- 금융시장 질병인 인플레이션 배경은 복합적. 보는 관점에 따라 주요 원인이 다르기 때문
- 인플레이션 처방에 혼선이 있는 이유이기도. 지금의 인플레이션은 각각의 요소를 모두 지니고 있어
 - 1) Monetary Inflation: 유동성 팽창에 따른 물가 상승 압력
 - 2) Asset Inflation: 저금리로 인한 자산가격 급등
 - 3) Price Inflation: 수요 혹은 비용 증가에 따라 재화 가격 자체가 상승

Monetary Inflation?



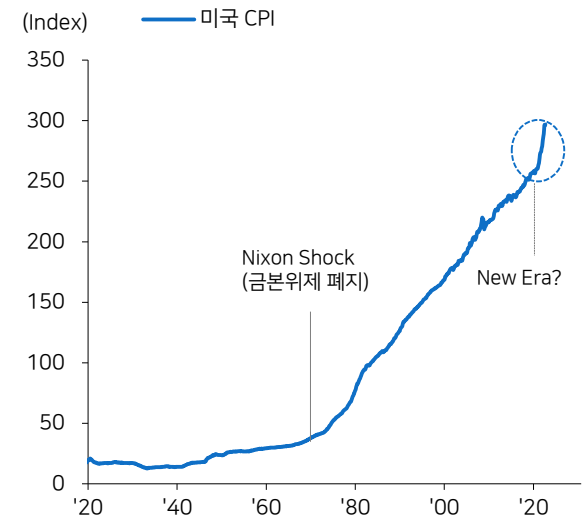
자료: Federal Reserve, US Census Bureau, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

Asset Inflation?



자료: Federal Reserve, US Census Bureau, US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Price Inflation?



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

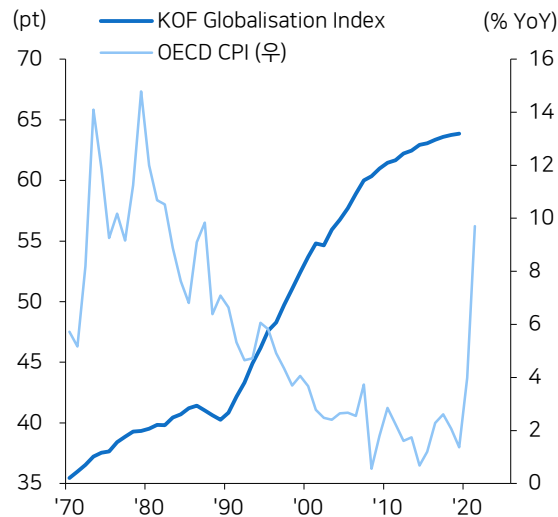
생산성 향상(feat. 저물가) 배경인 Globalization도 한계점을 노출

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

No Fear

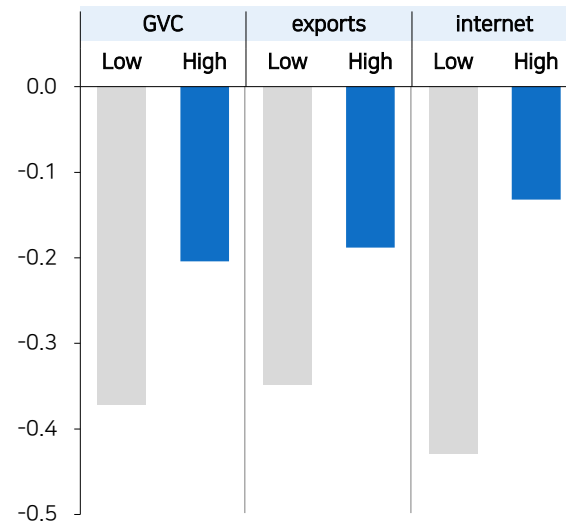
- 1990년 이후 물가 안정에 기여했던 세계화(예: 글로벌 밸류체인 구축)의 확장도 장담하기 어려워
- GVC에 깊이 연계되어 있으며, 수출비중 높고, 네트워크가 잘 발달된 국가일수록 인플레이션이 안정
- ‘고용 호조 속 낮은 인플레이션’을 의미하는 필립스 곡선 평탄화의 배경이기도
→ 최근 공급망 차질(Shortage)이 장기화된 것도 세계화 추세가 정체되고 있었다는 증거

세계화 지수와 물가상승률은 역의 상관성



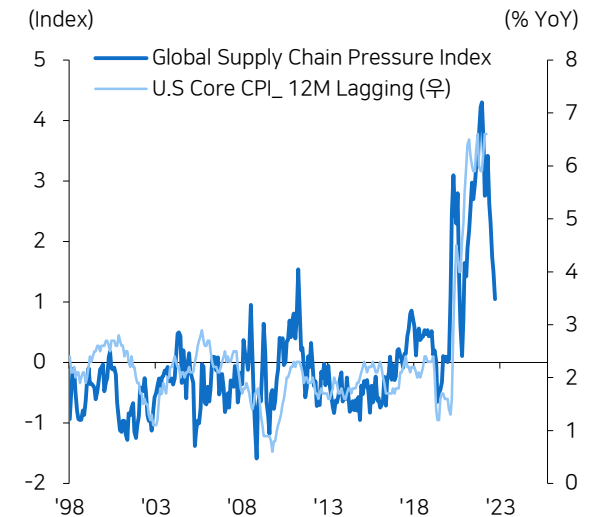
주: Headline median inflation of 22 OECD countries
자료: OECD, KOF Swiss Economic Institute, 메리츠증권 리서치센터

네트워크 효과는 필립스 곡선을 평탄화 시켜



주: 2001~2019년 유럽 11개국 대상. 숫자는 곡선의 기울기
자료: Bianchi and Civelli, 메리츠증권 리서치센터

공급망 차질 장기화가 의미하는 것은 세계화의 정체



자료: Bureau of Labor Statistics, 메리츠증권 리서치센터

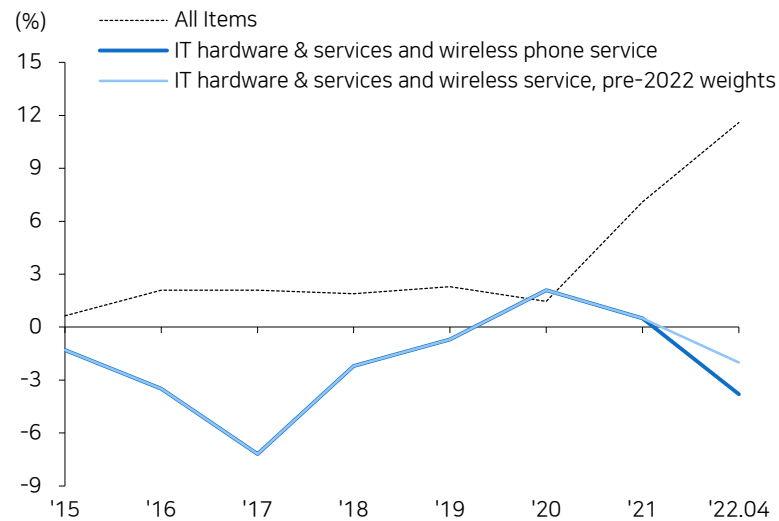
분절된 세계: 구경제는 인플레이션, 신경제는 디플레이션

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

No Fear

- 반면 금융위기 이후 Deflationary Era를 야기했던 New Economy의 효과는 여전
- 무역 기반한 구경제는 인플레이션에 취약하나, 온라인 중심의 신경제는 상대적으로 인플레 파급력이 덜함
- 스마트폰 등 디지털 H/W 및 서비스 가격은 오히려 하락
- 구경제는 Shortage로 인한 인플레이션 압력에 직면했다면, 신경제는 오히려 경쟁심화 및 공급과잉으로 인한 디플레이션을 경험 중

인플레이션의 구경제와는 다르게 신경제 품목 가격 하락세



자료: Marshall Reindorf(2022), 메리츠증권 리서치센터

스마트폰 등 디지털 제품은 작년 3분기 이후 가격 하락세

디지털 제품 CPI (%)	3Q21 ~1Q22	2021	2020	2014 ~2019
Information and information processing	-0.0	1.1	2.2	-1.9
Information technology hardware & services etc.	-0.4	0.6	2.1	-3.0
Information technology hardware	-0.2	1.9	-1.0	-2.1
Computers, peripherals, and IoT home assistants	-1.7	3.2	1.2	-5.0
Computer software and accessories	-0.3	-2.7	-5.1	-5.4
Internet services & electronic information providers	2.3	2.6	0.0	0.1
Telephone hardware, calculators	-6.9	-7.8	-17.1	-10.4
Smartphones	-14.9	-13.7	-18.0	-
Wireless telephone services	-0.4	-0.4	4.1	-3.6
Residential land-line telephone service	4.1	6.0	4.1	2.5
Headline CPI	8.6	7.3	1.4	1.9
Core CPI (except food & energy)	6.1	5.7	1.5	2.1

자료: BLS, 메리츠증권 리서치센터

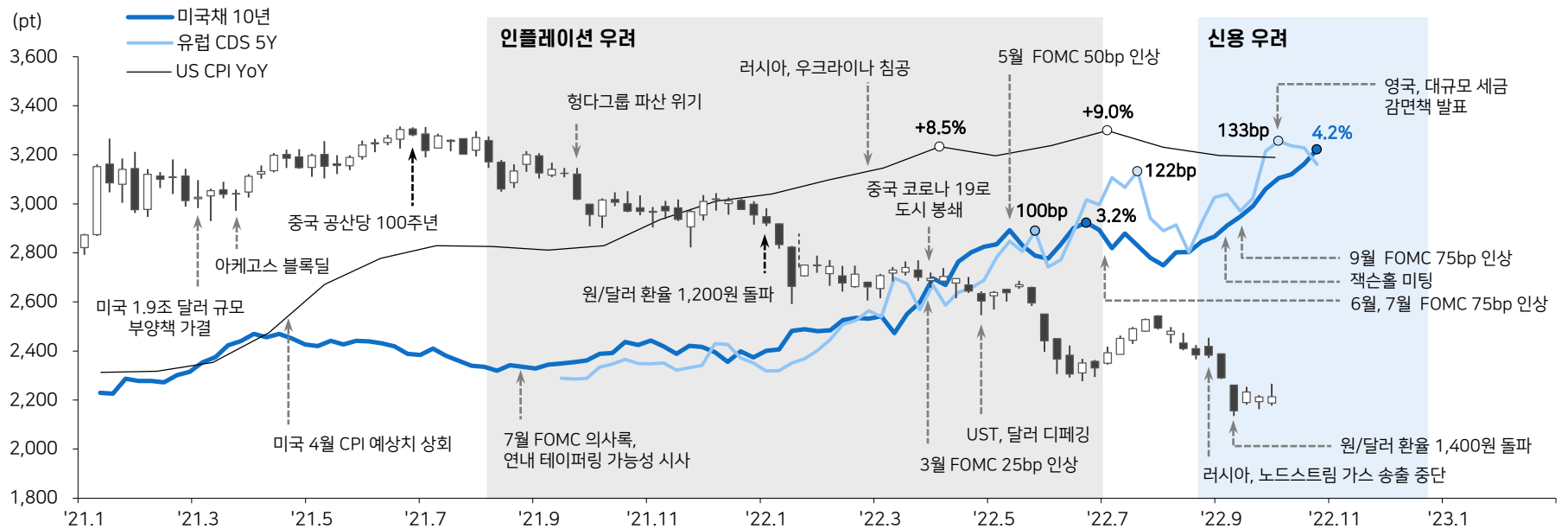
시장의 진짜 걱정: 인플레이션 쇼크 → ‘부채(Debt)’ 위기

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

No Fear

- 작년 하반기 이후 본격화된 ‘인플레이션 공포’ 는 이제 ‘부채 공포’ 로 전이되는 양상
- 인플레이션 압력 완화 속도는 더디지만 고점을 형성 중인 반면 신용 지표는 최근 빠르게 위축되기 때문
- 저금리(COVID19)에서 커진 부채는 문제가 크지 않지만, 금리 급등은 부채 Control 의문을 키우는 요인
→ 고금리가 결국 부채문제를 자극한 셈

KOSPI와 주요 Macro 이벤트: 인플레이션 우려에서 신용위험으로



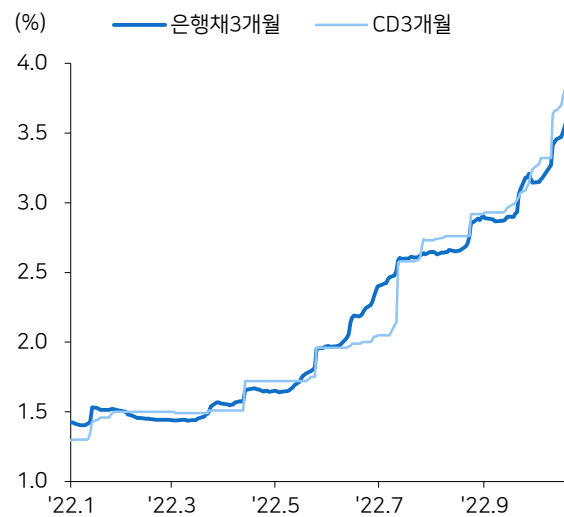
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

‘신뢰’가 무너지면 공포는 빠르게 확산

No Fear

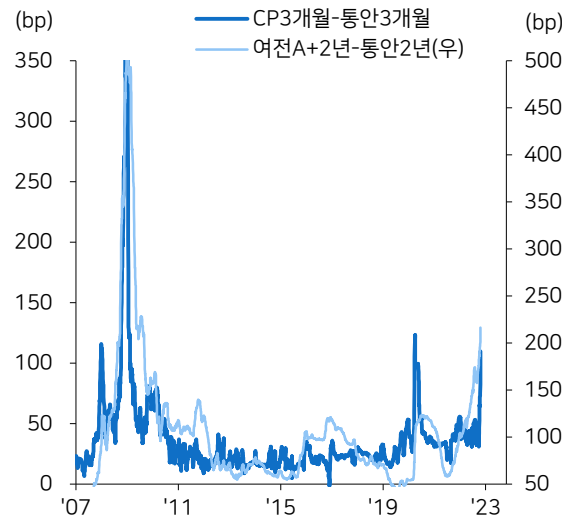
- 국내도 상황은 유사. 채권시장 중심으로 ‘신뢰’의 위기로 연결
 - 다행히 정책 대응(ex. 유동성 공급)이 진행되고 있지만 불안 심리는 지속
- 자금 조달 여건은 빠르게 악화되고 있고, 부동산 시장 불안은 PF 대출을 의심
 - 누구도 믿을 수 없기에 자금 조달 자체가 쉽지 않다는 의미
 - 비단 여신업체들만의 문제가 아닌 일반 기업도 사정은 비슷

실질 자금 조달 여건은 ‘보이는 것’ 보다 크게 위축



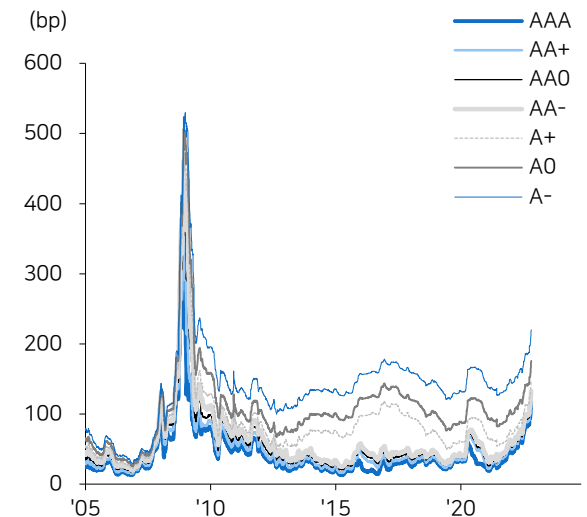
자료: Infomax, 메리츠증권 리서치센터

부동산 PF 불안은 여전채 금리 급등을 자극



자료: Infomax, 메리츠증권 리서치센터

국내 회사채 스프레드: 전방위적 급등



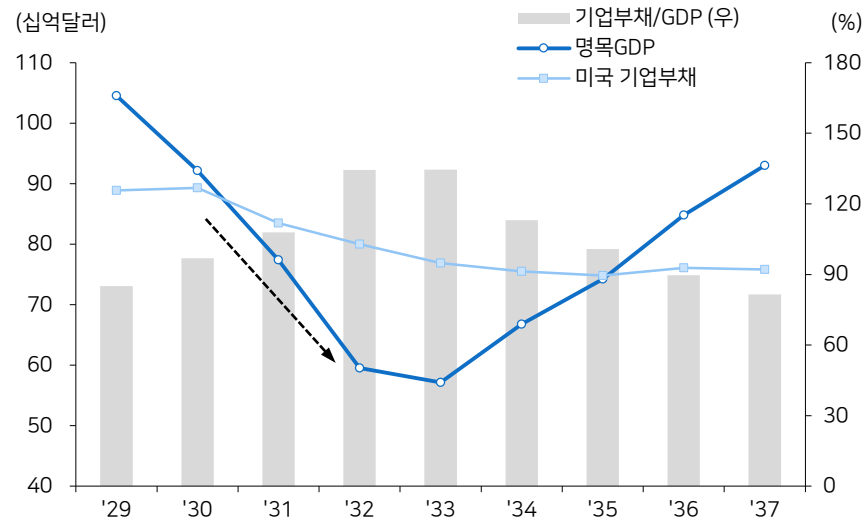
자료: Infomax, 메리츠증권 리서치센터

부채 위기: 두 가지를 구분해서 접근해야

No Fear

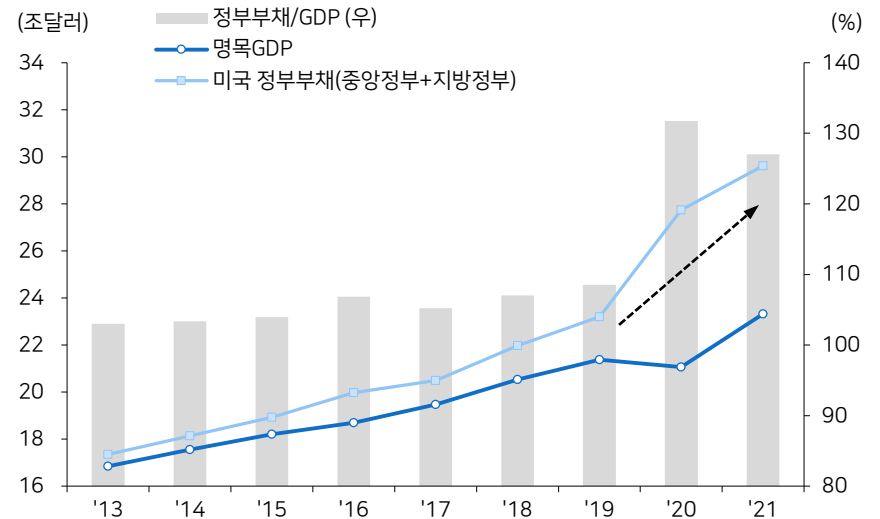
- 부채 문제는 부채 비율(부채/GDP)의 기여도를 구분해서 봐야
- 경기충격(GDP)과 부채 디레버징 강도에 따라 달라져
 - 대공황은 과도한 기업부채 문제. '30년 이후 기업부채 감소(Deleveraging)와 더불어 GDP 위축 가속화
→ 경기충격이 부채충격을 증폭시켰던 사례 (기업부채 비율: 1929년 85% → 1932년 134%)
 - 반면 지금은 정부부채 자체가 빠르게 급증한 반면 GDP 충격은 제한
→ 깊은 경기침체가 아니라면 국가부채 컨트롤이 중요해져

미국 대공황 전후 기업부채 및 부채비율 변화



자료: US Census, "From Colonial Times to 1970", US BEA, 메리츠증권 리서치센터

미국 COVID-19 전후 정부부채 및 부채비율 변화



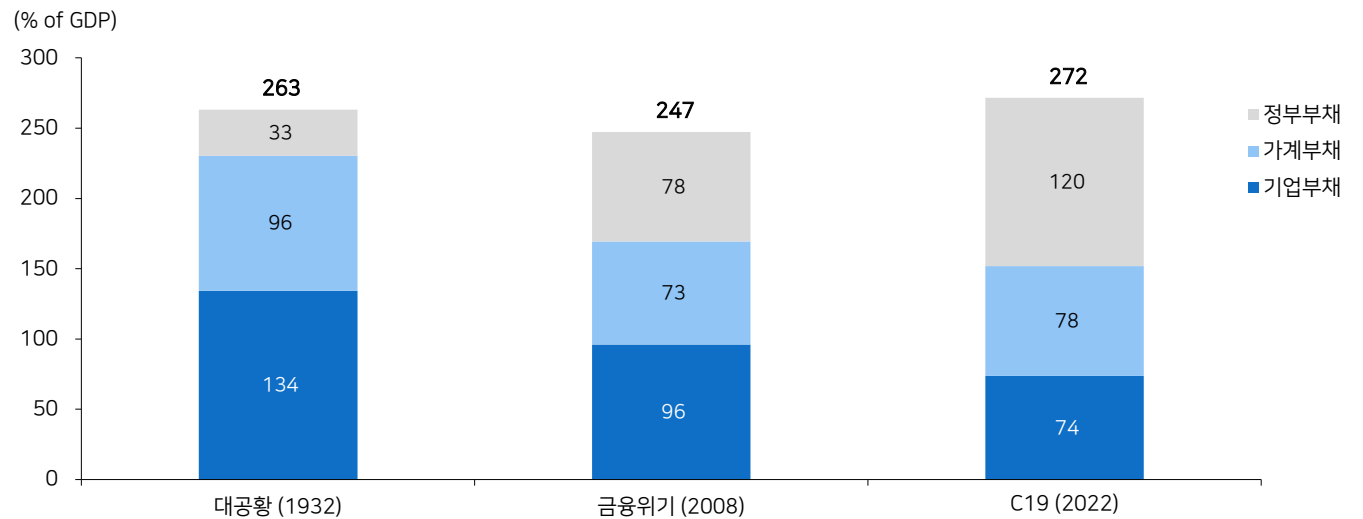
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

과거의 부채위기와 무엇이 다른가?

No Fear

- 미국은 민간부채보다는 정부부채만 크게 팽창
- 가계, 기업, 정부부채의 GDP대비 비율은 250% 내외로 대동소이
- 그러나 대공황과 금융위기는 민간부채 조정이 수반되었던 시기. 지금은 정부부채가 부채 팽창을 주도

과거 부채위기와 지금이 다른 것은 '민간'이 아닌 '정부' 주도의 부채 팽창



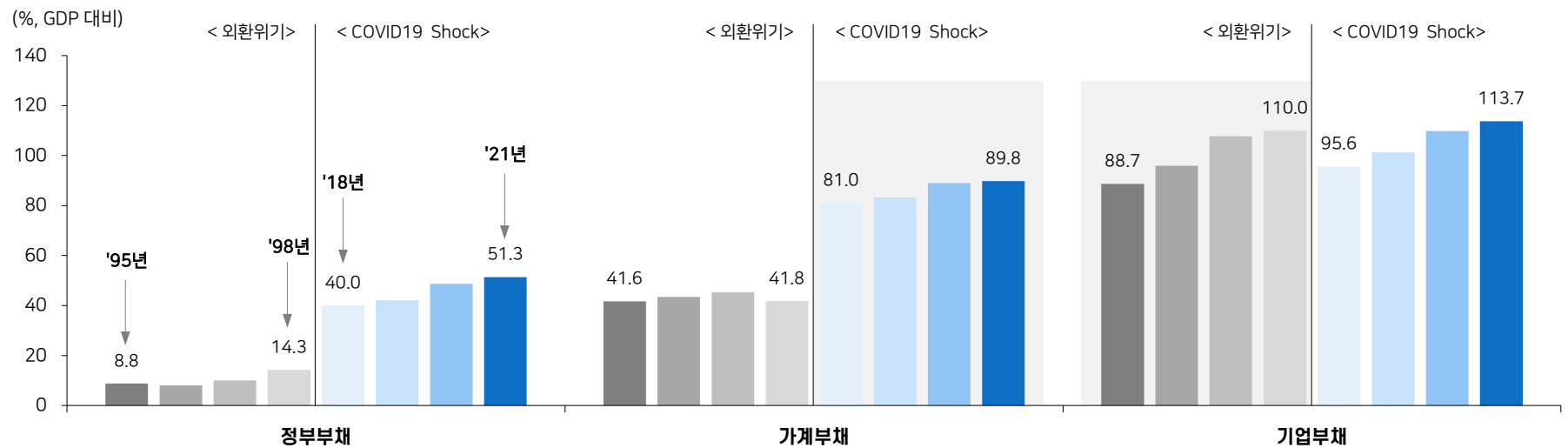
자료: Federal Reserve, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

한국은? 외환위기 재현 가능성 있나

No Fear

- 한국 외환위기는 ‘기업부채’ 문제에서 촉발. 지금은 기업 보다는 정부·가계부채가 높아져
- ‘98년 정부, 가계, 기업의 부채 비율은 14.3%, 41.8%, 110.0%: 기업부채 비율이 월등히 높았던 상황
- 반면, 현재는 정부, 가계, 기업의 부채 비율이 51.3%, 89.8%, 113.7%
 - 정부와 가계부문 중심으로 외환위기 대비 부채 비율 높아져
 - 미국과 마찬가지로 경기 충격이 아니라면 부채 관리가 핵심이 될 수 밖에 없음

외환위기 vs. 현재 : 한국 정부, 가계, 기업부채 비율 변화



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

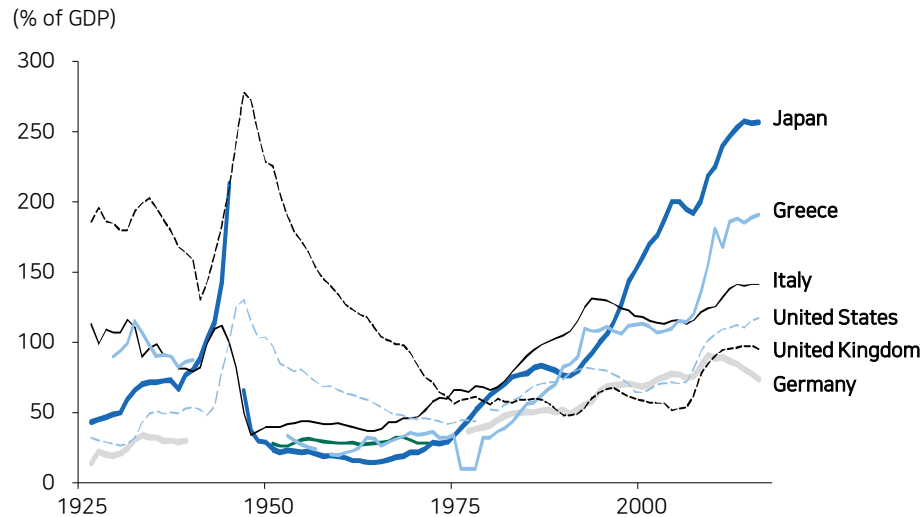
‘국가 부채(Sovereign Debt)’ 문제, 어떻게 컨트롤해야 하나

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

No Fear

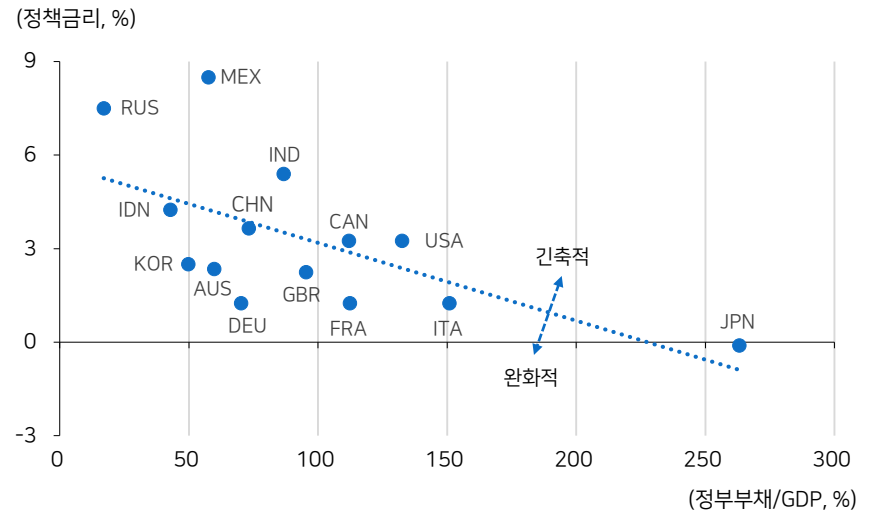
- 결국 국가 부채가 자극된 이유는 스태그플레이션 (고물가, 저성장)환경에서 정책의 Mismatching 때문
 - 중앙은행은 물가 안정을 위해 금리를 올리지만, 행정부는 경기위축을 제어하기 위한 부양책을 추구
 - 최근 영국 사태의 본질도 그것
- 높은 부채 속 인플레이션 대응(급격한 금리인상)이 쉽지 않은 환경
 - 국가별 부채 규모에 따라 금리 인상폭의 편차가 존재하는 이유
- 지금이 1970~80년과 다른 이유는 부채 문제
 - 오히려 인플레이션과 부채를 동시에 컨트롤했던 1940년대와 유사한 면이 있어

주요국 GDP 대비 국가부채 비율: 지금은 어디에 가까운가?



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

국가부채 규모와 정책금리의 수준은 반비례하는 경향



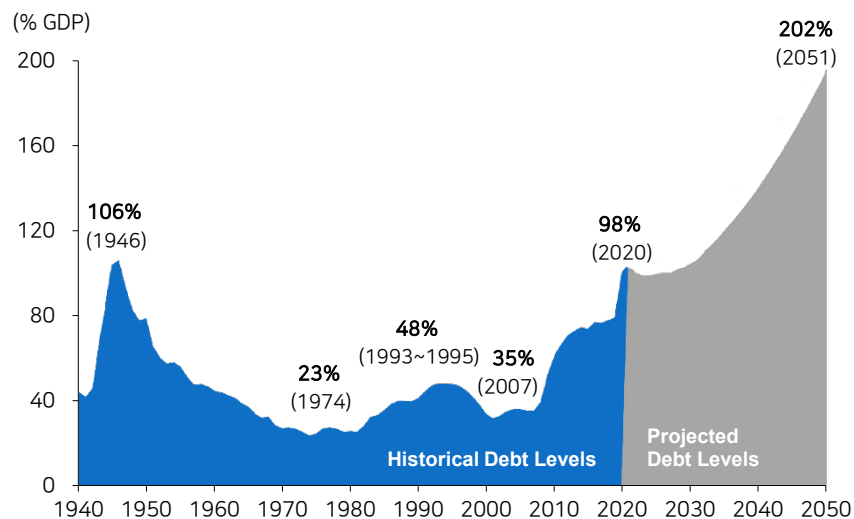
주: 정부부채/GDP 기준은 2021년
자료: IMF, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 '부채'는 현재의 금리를 감당할 수 있나?

No Fear

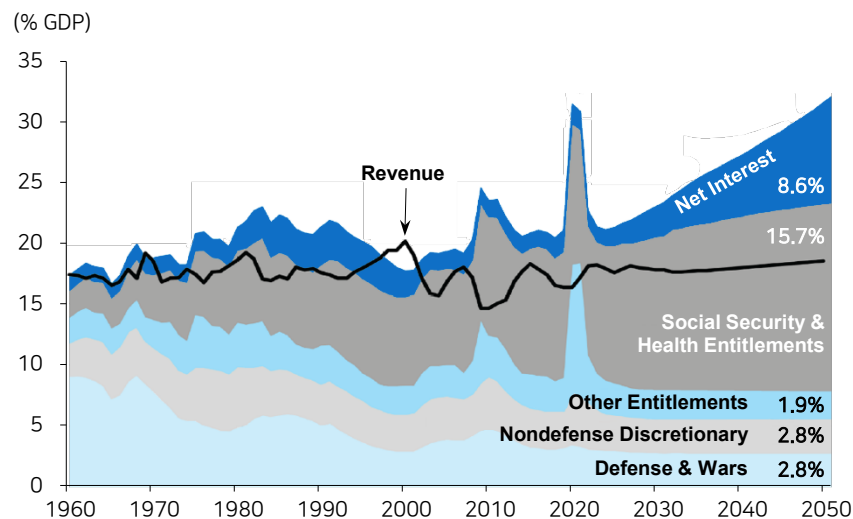
- 미국 의회예산처(CBO)는 정부 부채가 향후 30년간 GDP대비 100%에서 202%까지 증가할 것으로 예상
 - 2050년까지 점진적 금리 상승(2050년 명목금리 4.5% 가정)
 - 향후 추가적인 감세, 지출 확대를 하지 않는다는 낙관적 전망 하에서임
- 이 중 예산 증가분의 상승의 주된 원인은 메디케어이지만, 상승폭이 두드러진 것은 '이자비용'
- 현재와 같은 금리 급등이 지속된다면 이마저도 불가능한 시나리오. 접점을 찾아야

미국 GDP 대비 정부부채 비율 추정 (CBO 추정) : 2050년 202% 도달



자료: CBO, 메리츠증권 리서치센터

연방 예산안(1960~2051) 주요 지출 항목: 메디케어 + 이자비용



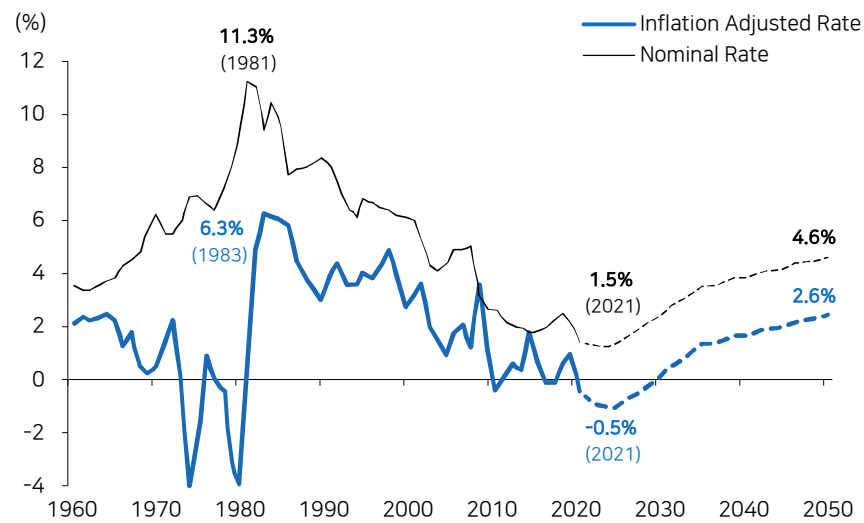
자료: CBO, 메리츠증권 리서치센터

금리와 부채의 균형점은 어디인가?

No Fear

- 미국의 경우, 부채 문제 해결을 위해 g (경제성장) > r (이자비용)을 추구할 가능성이 있으나...
- 높은 인플레이션으로 금리를 단기간에 빠르게 낮추기는 어려워
- 당분간 부채관리는 경제성장보다는 인플레이션(π)과 금리(r)와의 조정을 통한 부채 관리가 현실적

미국 정부부채의 평균 이자비용 추이(예상경로)



자료: CBO, 메리츠증권 리서치센터

이자율 변동에 따른 2051년 정부 부채 시나리오

2051 Interest Rate	Revenue (% GDP)	Spending (% GDP)	Deficit (% GDP)	Debt (% GDP)	Interest Spending			Deficit (US\$bn)
					(% GDP)	(% Revenue)	(US\$bn)	
0.0%	18.5	23.2	-4.6	110	0.0	0	0	1,041
1.0%	18.5	24.5	-6.0	130	1.3	7	296	1,337
2.0%	18.5	26.3	-7.7	153	3.1	17	690	1,732
3.0%	18.5	28.2	-9.7	167	5.0	27	1,121	2,163
3.6%	18.5	29.3	-10.7	174	6.1	33	1,357	2,398
4.6%	18.5	31.8	-13.3	202	8.6	47	1,935	2,977
5.6%	18.5	36.2	-17.6	243	13.0	70	2,903	3,945
6.6%	18.5	41.7	-23.1	294	18.5	100	4,144	5,185
7.6%	18.5	49.0	30.5	357	25.8	140	5,786	6,827

자료: CBO, 메리츠증권 리서치센터

국가 부채를 해결하는 방법

No Fear

- Carmen M. Reinhart에 따르면 GDP 대비 부채비율을 줄이는 방법은 5가지
1) 경제성장 ($g > r$), 2) 긴축재정, 3) 디폴트 및 부채조정, 4) 고인플레이션
5) 점진적 금융억압 (Financial Repression, 실질 이자율 마이너스(-) 유지를 통한 부채의 화폐화)
- 과거 경험 :
 - 1)은 상대적으로 어렵고, 2)는 선호되지 않음
 - 역사적으로는 3)이 의외로 빈번하며 (2차 세계 대전 이후 국가 채무 불이행 빈번)
 - 현실적으로는 5)의 옵션이 성공확률을 높였음 (2차 세계 대전 이후)

국가 부채를 줄이는 방법 5가지

The Elements of Debt Reduction

1. Economic growth
2. Fiscal adjustment-austerity
3. Explicit (de jure) default or restructuring
4. Inflation surprise
5. A steady dose of financial repression accompanied by a steady dose of inflation.

1930년대 미국에 대한 주요국 1차 채무 불이행 사례 (1차 세계대전 이후)

(백만달러)	전시 (Wartime)	전후 (Postwar)	채납금 제외 총 부채	GDP 대비 비중 (%)
아르메니아	-	12.0	12.0	-
오스트리아	-	24.1	24.1	1.7
벨기에	171.8	207.3	379.1	3.3
체코슬로바키아	-	91.9	91.9	-
에스토니아	-	14.0	14.0	-
핀란드	-	8.3	8.3	0.2
프랑스	1,970.0	1,434.8	3,404.8	24.2
그리스	-	27.2	27.2	8.9
헝가리	-	1.7	1.7	-
이탈리아	1,031.0	617.0	1648.0	19.1
라트비아	-	5.1	5.1	-
리투아니아	-	5.0	5.0	-
폴란드	-	159.7	159.7	-
루마니아	-	37.9	37.9	-
러시아	187.7	4.9	192.6	-
영국	3,696.0	581.0	4,277.0	22.2
유고슬라비아	10.6	41.2	51.8	-
채납금 제외 총 부채	7,067.1	3,272.9	10,340.0	-
미국 GDP 대비 비중(%)			15.7	
채납금 포함 총 부채			11,628.3	
미국 GDP 대비 비중(%)			16.9	

자료: Carmen M. Reinhart (2013), 메리츠증권 리서치센터

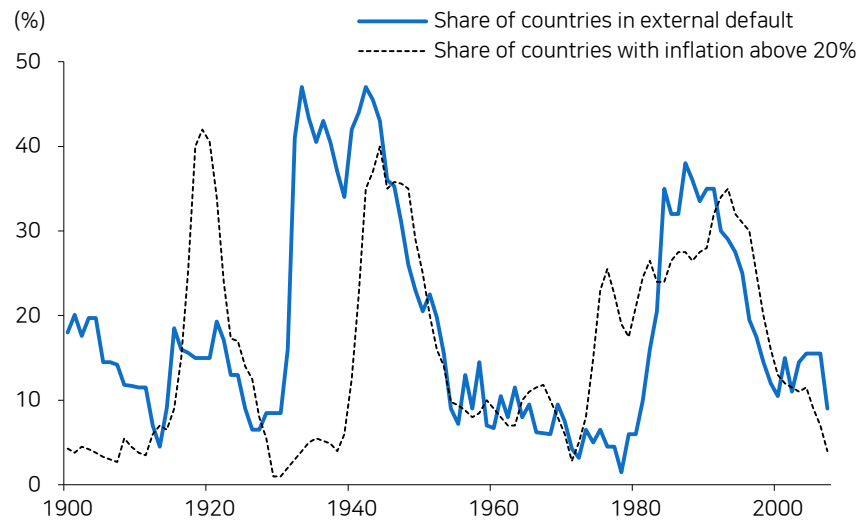
자료: Carmen M. Reinhart (2013), 메리츠증권 리서치센터

대규모 재정지출 이후 부채 조정의 역사가 반복되는 이유...

No Fear

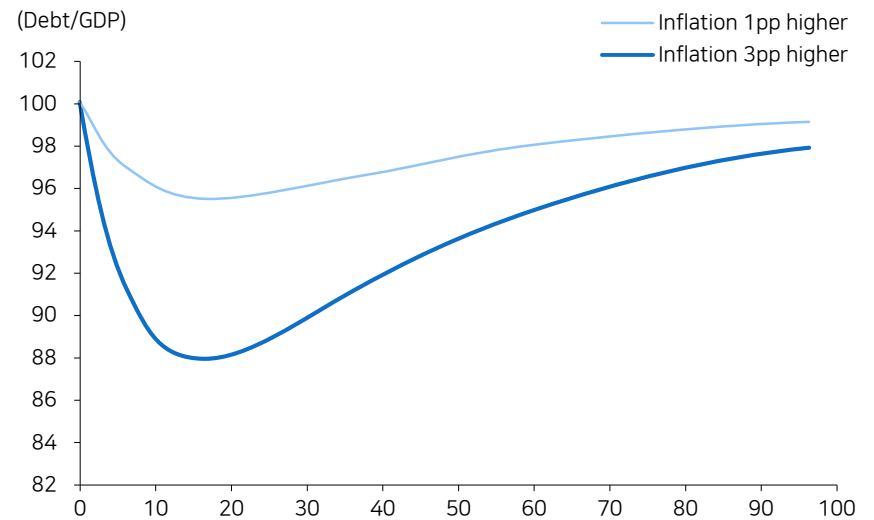
- 역사적으로 인플레이션과 대규모 재정지출은 무관치 않았음
→ 대규모 재정지출 이후 인플레이션 및 국가 Default 위험이 증가했기 때문
- 국가 재정이 위험한 수준에 도달했을 때(혹은 인식 됐을 때) 금리 상승이 증폭되는 경향
- Eric Engen & Glenn Hubbard(2004)는 국가 부채비율 1%p 상승 시 20~30bp 상승한다고 분석
- 국가부채가 높은 환경에서 기대인플레이션 안정 & 정책 신뢰(통제)가 중요한 이유
- 인플레이션을 통한 부채의 화폐화, 즉 금융억압(Financial Repression)의 전제 조건임

인플레이션이 국가 재정(부채)와 밀접한 이유



자료: Carmen M. Reinhart (2009), 메리츠증권 리서치센터

인플레이션 변화에 따른 '부채'의 화폐화 시나리오



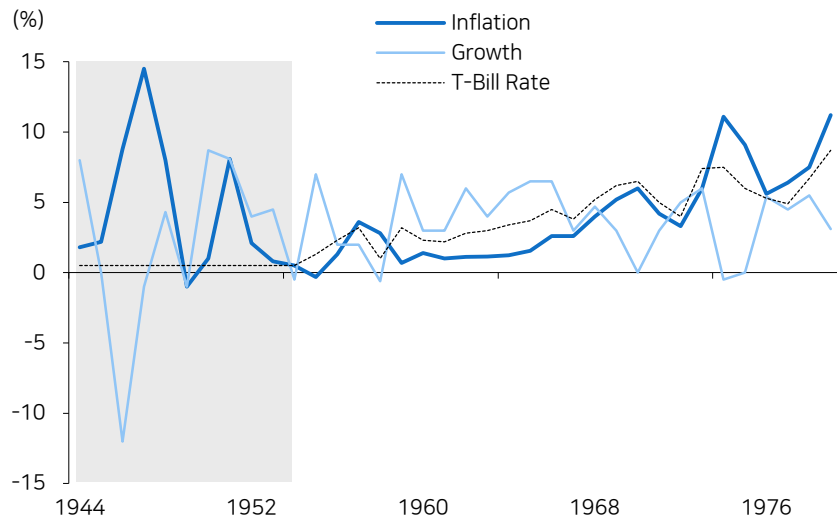
자료: BOE(2020), 메리츠증권 리서치센터

부채조정의 역사가 주었던 시사점

No Fear

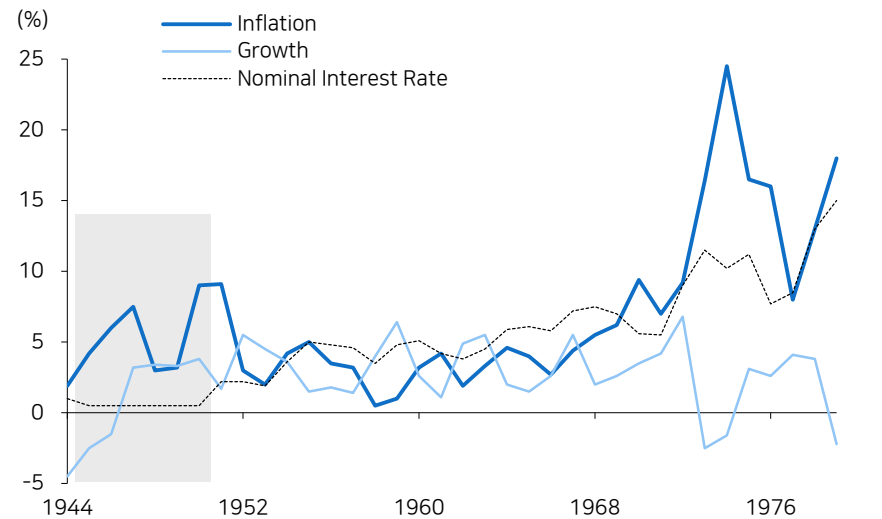
- 현재와 금융시스템/대외환경은 다르나, 2차 대전 이후 주요 선진국의 금융 억압도 본질은 유사
 - 유럽: 외환 통제(금 보유에 대한 규제 포함), 자본 유출 제한, 이자율 규제 적용
 - 미국: 금에 대한 사적 소유를 금지, 장기 금리 상한선을 2.5%로 설정 (Yield curve targeting)
- 역사가 주는 시사점
 - 고금리와 부채팽창은 공존하기 어렵다는 것
 - 부채 관리를 위해서는 과도한 금리인상 보다는 적정수준의 금리를 유지하는 쪽이 유리

미국: 금리 상한제는 자본시장 통제



자료: Measuringworth.com, 메리츠증권 리서치센터

영국: 금리 컨트롤은 마찬가지



자료: Measuringworth.com, 메리츠증권 리서치센터

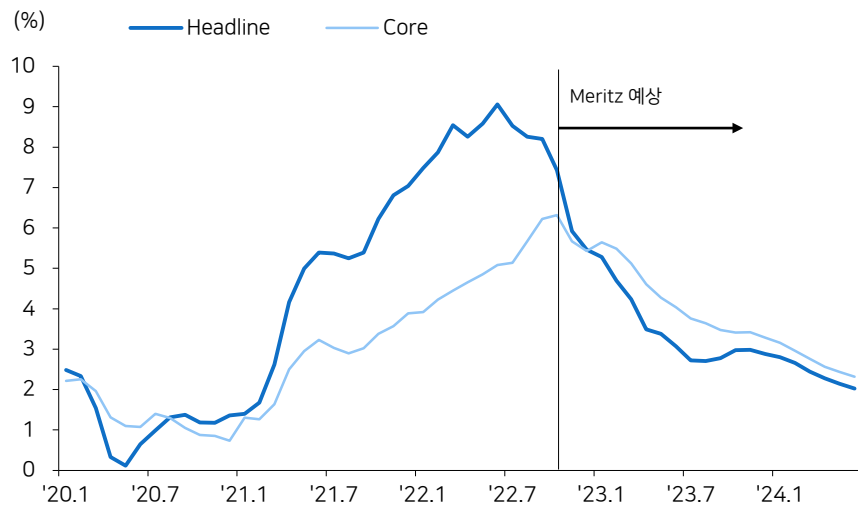
인플레이션은 내년 상반기 안정화 국면 진입

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

No Fear

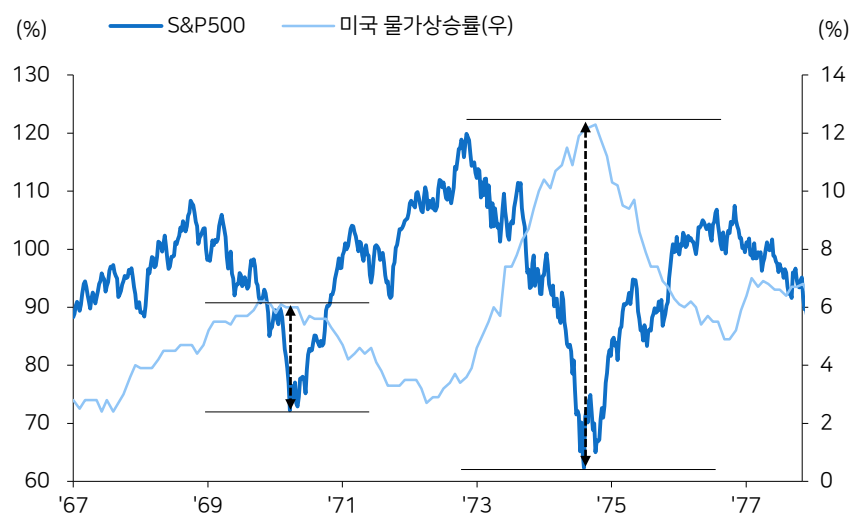
- Financial Repression의 전제 조건인 인플레이션 안정화는 내년 상반기 뚜렷해질 전망
- 미국 Core CPI는 올해 10월을 전후로 정점 형성 후 전년비 상승세 둔화 예상
- 물가공포 컷던 '70년대 물가와 주가 변곡점 유사했던 경험 감안 시, 상반기 시장 추가 안정화 가능성 커질 것

미국 인플레이션 경로 추정: Core CPI는 정점을 통과 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

물가 충격이 컸을 경우 물가 상승률과 주가 변곡점은 유사



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

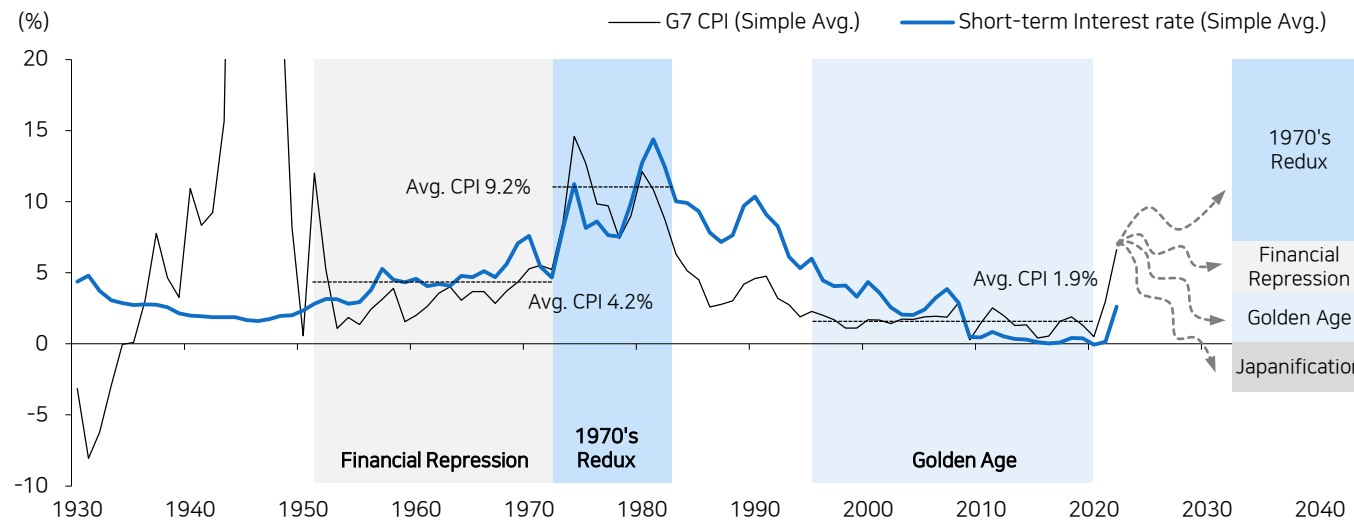
결국 인플레가 잡히면, Financial Repression 2.0 으로 회귀 전망

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

No Fear

- 물가 안정 이후 국가 부채는 Financial Repression으로 회귀할 것으로 전망
- 일정수준에서 인플레이션을 안정적으로 관리하면서 부채의 화폐화를 유도할 것으로 기대
- 정책 금리 역시 인플레이션보다 소폭 낮은 수준에서 안정화될 것

Golden Age 시대에서 Financial Repression 시대로?



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

내년 주요 변수는 ‘Power Game’, 견제가 아닌 충돌일 가능성

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

No Fear

- 미국의 대중국 견제 정책은 완화되기보다는 더욱 강도 높게 진행될 전망
- 오바마의 ‘Pivot to Asia’ 전략 선회 이후 바이든의 대중국 정책은 트럼프보다 약하지 않아
- 바이든이 Little Obama, More Trump라 평가되는 이유
- 작년 미국 국무부 장관 블링컨의 발언은 대중국 강경 정책을 시사한 바 있음
- “이미 중국과의 관계는, 경쟁을 해야할 때 기꺼이 경쟁을 할 것이고, 협력할 일이 있다면 협력할 것이며, 적대적이어야 한다면 반드시 그렇게 할 것이다”

미국 역대 대통령의 대중국 Rhetoric 변천: 협력 1순위에서 견제 1순위로 급격한 변화



2010 Obama National Security Strategy	우리는 중국과 긍정적이고 건설적이며 포괄적인 관계를 계속 추구할 것
2015 Obama National Security Strategy	중국에 대한 경계감을 유지함에도 중국과의 협력의 범위는 전례가 없다
2015 Secretary of Defense Ashton Carter, Obama White House	강대국 경쟁으로의 회귀 ... '그렇지만' 그 관계에 대해 아무것도 정해진 것은 없다
2017 Trump National Security Strategy	중국은 미국의 가치와 이익에 반하는 세상을 만들기를 원한다
2020 Secretary of State Mike Pompeo	중국 공산당의 행동은 오늘날 자유세계에서 가장 중요한 도전이다
2021 Secretary of State Antony Blinken	중국과의 관계는, 경쟁을 해야할 때 기꺼이 경쟁을 할 것이며, 협력할 일이 있다면 협력할 것이며, 적대적이어야 한다면 반드시 그렇게 할 것이다
2022 Biden National Security Strategy	중국은 유일한 경쟁자이며, 이들과의 경쟁은 향후 결정적인 10년이 될 것이 분명하다

자료: Jon Bateman (2022, U.S - China Technological: “Decoupling”), 메리츠증권 리서치센터

NSS(미국 국가안보 전략)가 주는 답안지

No Fear

- '22.10월 발표된 미국의 국가안보 전략(National Security Strategy Document)은, '냉전시대로의 진입 인정 및 대중국 견제를 통한 리더십 확충'에 방점
- 특히 기술 분야에 있어 중국에 대한 단순 경쟁 우위 전략이 아닌 '기술 성장 억제 및 고립' 전략이 병행
- 군사력 강화 및 범에너지원 공급망 확충도 포함

미국 역대 대통령 National Security Strategy Document 핵심 내용

	2006 Bush's	2015 Obama's	2017 Trump's	2022 Biden's
쪽수	49	29	55	48
전략목표	폭정을 종식시키고, 민주적인, 선정을 펼치는 국가를 창출	새로운 21세기를 위해 미국의 리더십을 유지하고 강화	미국 우선주의: 미국적 원칙, 미국의 이익에 대한 명확한 평가, 미국이 직면한 도전 해결	불확실성 속 미국이 주도하는 리더십 전략경쟁: '마당은 좁게, 담장은 높게'
주요내용	<ol style="list-style-type: none"> 1) 인간의 존엄성 제고를 위한 폭정 종식 및 민주주의 확산 2) 지구촌 테러리즘의 패배와 미국의 동맹국들에 대한 테러방지 3) 미국과 우방국들의 지역분쟁 해결 노력 4) WMD 위협으로부터 미국과 동맹국, 우방국들 보호 5) 자유시장과 자유무역에 기반한 지구촌 경제성장 6) 사회개방과 발달 지역 확대 7) 강대국과의 협력적 조치를 위한 현안 개발 8) 21세기 도전과 기회에 적응할 수 있는 미 국가안보기구 개혁 9) 세계화에 대한 도전과 기회 	<ol style="list-style-type: none"> 1) 미국의 리더십 2) 미국의 이익: 안보, 번영, 가치, 규범에 기반한 국제질서 3) 정치적, 경제적, 군사적 미국의 힘을 강화하여 리더십을 유지해야 함 	<ol style="list-style-type: none"> 1) 미국 본토와 국민 그리고 미국적 삶의 양식의 보호 2) 미국의 번영 증진 3) 힘에 의한 평화 수호 4) 미국의 영향력 증대 	<p>- 탈냉전의 종료</p> <p>- 지금은 미국과 세계에 있어 결정적인 10년의 초기</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 국력과 영향력 증대를 위한 국내적 자원과 수단에 투자 2) 집단적 영향력을 증진하기 위해 국가 간 강력한 연대 구축 3) 군사력을 현대화 & 강화
위협	<ol style="list-style-type: none"> 1) 증오와 살인에 기반한 공세적 이념에 의해 촉발되는 테러리즘 위협 2) 투쟁적 이슬람 과격주의에 의한 이념적 위협 	<ol style="list-style-type: none"> 1) 주요 외부 위협은 이란과 북한 2) 테러리즘으로부터 미국을 보호 	<ol style="list-style-type: none"> 1) 중국, 러시아 등 수정주의 국가들에 의한 미국의 이익과 영향력에 대한 도전 2) 북한, 이란과 같은 불량 국가들 3) 지하디스트 테러리스트에 의한 안보에 대한 도전 	<ol style="list-style-type: none"> 1) 중국(+ 러시아)와의 전략경쟁 2) 공유된 도전들 (기후변화, 식량안보, 질병, 테러리즘, 에너지 부족, 인플레이션 등)
동맹	강대국간의 관계보다는 다자적 협력을 강조	UN, NATO	목적에 위해 즉각적인 다자간 파트너십이 설립될 것	NATO, FVEY, Quad

자료: Jon Bateman (2022, U.S - China Technological "Decoupling"), 메리츠증권 리서치센터

미국의 정책 제안의 윤곽 : 기술정책의 이원화

No Fear

- 중국의 기술 견제의 모호성이 높았던 이유는 경제적 이익과 국가안보간의 상충 때문
- 역설적으로 중국은 미국의 가장 큰 고객 중에 하나이기 때문
 - Jon Bateman의 미국 대중국 정책 제언은 그런 의미에서 현실적인 제언이라 평가
- 통신(5G), 슈퍼 컴퓨팅, 유전학에 대한 통제는 강화하되 경제 품목(스마트폰 등)에 대해서는 제한 없음
 - 혁신 산업에 대한 국가 주도(정부 지출 증대를 권고)

Jon Bateman 미국 정책 제언(feat. 에릭 슈미트- 국가안보위원회 공동의장)

	Policy objective (정책 목표)	Standard for government tech controls (기술 통제 기준)	Illustrative policies (정책 예시)	Key offensive measures (핵심 조치)
National Security 국가 안보	Maintain a military edge over China 중국에 대한 군사적 우위 유지 Limit Chinese national security espionage 중국 국가 안보 간첩 행위 제한	Slow China's acquisition of tech that could thwart U.S. defense planning objectives 미국 국방 계획 목표를 방해하는 중국 기술 획득 속도 지연 Deny China insider access to U.S. personal data 미국 개인 데이터에 대해 중국 내부에서 접근 거부	Consider controls for drone swarm hardware, but review sanctions on Chinese supercomputing organizations 집단 드론 통제, 중국 슈퍼컴퓨팅 조직에 대한 제재 Continue blocking sale of American genetics firms to Chinese entities 중국 기업에 미국 유전학 회사 매각 불허	Speed up U.S. force transformation. Improve defense industrial base information and cybersecurity 미군 변혁 가속화. 방위 산업 기반 정보 및 사이버 보안 개선 Pass national cybersecurity and data privacy laws. Improve defensive counterintelligence 국가 사이버 보안 및 데이터 개인 정보 보호법 통과. 방어적 방첩 개선
Economics 경제	Counter unfair Chinese economic practices and IP theft 중국의 불공정 경제 관행 및 IP 절도 행위 반대 Compete and lead in strategic industries 전략 산업 경쟁 선도	Link U.S. technology controls to a comprehensive strategy for the international trade system 미국의 기술 통제와 국제 무역 포괄적 전략 연결 Prevent long-term Chinese dominance of tech industries 기술 산업에 중국의 장기적 우위를 방지	Reconcile U.S. open trade aspirations with America's tech-related trade barriers and claims of a WTO "national security exception" 개방 무역을 기술 무역 장벽 및 WTO "국가 안보 예외" 조항과 조화 Maintain controls on 5G telecoms equipment 5G 통신 장비에 대한 통제 지속/ 경제적 품목인 시소프트웨어, 스마트폰, IoT는 제한X	Cultivate a united front among U.S. allies about the WTO's future and China's role within it WTO의 미래와 WTO 내에서의 중국의 역할에 대해 미국 동맹국들과 협업 전선 구축 Increase federal spending on R&D, STEM education and training, and innovation infrastructure. Step up antitrust scrutiny R&D, STEM 교육 및 훈련, 혁신 인프라에 대한 정부 지출 증대. 반독점 조사 강화
Ancillary 보조	Obtain general leverage over China 중국을 뛰어넘는 영향력 획득 Shape U.S. domestic narratives 미국 내 분위기 형성	Use technology restrictions as bargaining chips with Beijing in rare cases when they could advance supreme U.S. interests 미국의 이익을 높일 경우에만 기술 제한을 중국과의 협상 카드로 사용 Raise domestic awareness about technology threats from China while minimizing politicization 정치화를 최소화하면서 중국 기술 위협에 대한 국내 인식 형성	Consider leveraging Huawei sanctions to secure Chinese emissions reductions 중국의 배출량 감소를 위해 화웨이 제재를 활용 Use regularized processes instead of executive orders 행정 명령 대신 정규화된 프로세스를 사용	Build and sustain international coalitions to press China on key U.S. concerns 주요 관심사에 대해 중국을 압박하기 위해 국제 연합을 구축 및 유지 Carry out responsible, factual domestic messaging campaigns. Listen to domestic stakeholders 책임감 있고 사실에 기반한 국내 캠페인 수행. 국내 이해관계자의 의견 수용

자료: U.S.-CHINA TECHNOLOGICAL "DECOUPLING", 메리츠증권 리서치센터

엇갈린 길을 가려는 중국의 로드맵: 무너진 파벌간의 균형

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

No Fear

- 특히 시장 예상과 달리 6명의 정치국 상무위원이 모두 시 주석 충성주의자로 발탁되며, 당내 파벌균형 종료
- ‘7상8하(67세 이하면 계속 남고 68세 이상이면 퇴임)’의 암묵적인 Rule도 사실상 유명무실해짐
- 결국 시진핑 주석에 대한 충성심이 보상받았다는 점에서 독재 리스크 상승

시진핑 3기 지도부 7인: 칠상팔하 원칙, 공청단 전면 후퇴



주: 현재 예상, 내년 3월 전인대에서 최종 확정
자료: 20차 1중전회 결과 공문, 메리츠증권 리서치센터 정리

더욱 부각된 국가안보(ft. 시진핑 연설)

No Fear

- 중국공산당 20차 당대회 개막식에서도 시진핑 주석은 예년보다 국가안보를 더 강조
- 이번 연설에서 강조된 국가안보의 내용은 다음과 같음
 - ① 현대화 수준을 갖춘 군대육성, ② 식량/에너지/공급망 안전 확보, ③ 일국양제 수호, 필요시 무력 사용
- 경제 부문에서도 인재, 과학기술, 질적 성장 등을 더욱 강조

역대 당대회 연설 분야별 언급 빈도 수

	경제			국가안보			국민 생활				
	18차 (2012년)	19차 (2017년)	20차 (2022년)		18차 (2012년)	19차 (2017년)	20차 (2022년)		18차 (2012년)	19차 (2017년)	20차 (2022년)
경제/발전	104	67	22	안보	4	18	17	인민	4	18	17
인재	25	7	17	투쟁	5	19	17	의법치국	5	19	6
과학 기술	16	17	13	일국양제	4	9	5	Marxism	8	8	14
질적 성장		1	8					공동부유	4	6	4
개혁 개방	19	8	4								

주: 동그라미의 크기는 키워드 빈도수를 매년 연설문의 전체 분량으로 평준화를 한 값. 동그라미가 클 수록 해당 발표 내용에서의 언급 빈도수가 컸음을 시사
자료: 18차, 19차, 20차 연설문에서 발췌, 메리츠증권 리서치센터 정리

또 다른 Sputnik Moment...

No Fear

- 기술분야에 있어 미국은 또 다른 Sputnik Moment를 통과 중. 일종의 기술 위협 사건임
 - 소련과의 냉전시절이었던 1957년 이후 소련이 스푸트니크 인공위성 발사에 성공하자 미국 기술분야의 급격한 정책 변화(추진)가 진행
- 1980년대 Japan Bashing 역시, 일본의 기술에 뒤쳐진데 미국인들의 분노의 단면. 이후 대일본 견제 심화
- 현재 중국 관련 기술분야의 Sputnik Moment:
 - 초음속 미사일 발사 성공, SMIC의 7nm 개발성공

소련 Sputnik 인공위성 발사 성공(1957)



자료: Google, 메리츠증권 리서치센터

일본산 제품 불매 운동 (1980's)



자료: Google, 메리츠증권 리서치센터

중국 SMIC 7nm 양산 성공



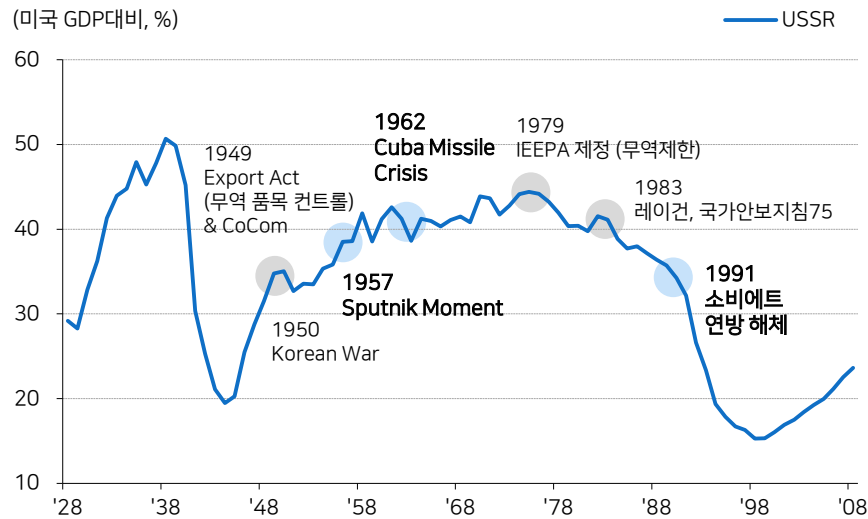
자료: Tech Insight, 메리츠증권 리서치센터

미국의 국가 경제의 방정식

No Fear

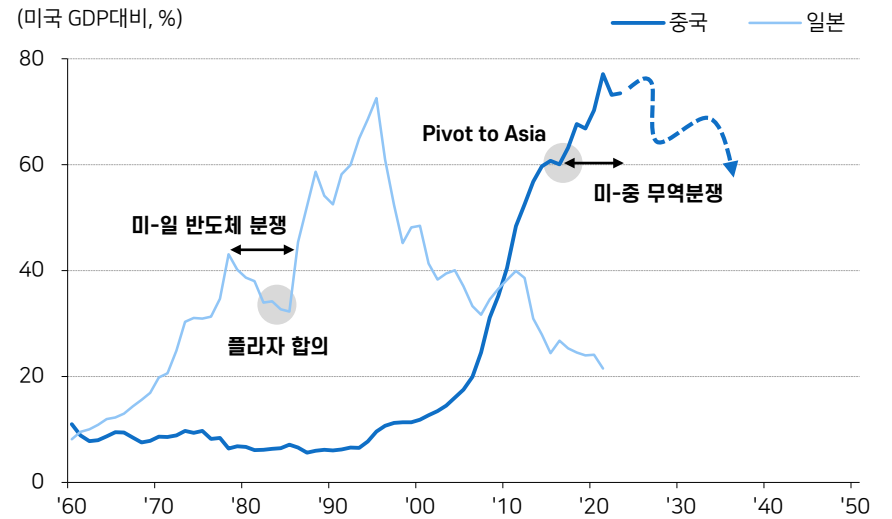
- 냉전시대, 미국이 소련을 견제했던 것처럼 일본, 중국에 대한 견제와 억제 또한 시차를 두고 진행
- 미국의 견제 방정식: 상대국 GDP가 미국의 40% 전후에서 견제 시작, 60% 전후에서 규제 강도가 최고조
- 실제 소련은 GDP 대비 30% 중반 수준에서 기술 통제(COCOM, 수출금지품목)가 시작됐고, 40% 수준에서 1979년 IEEPA(국제비상경제권법, 거래 차단 및 자산동결 권한) 제정
 - 일본은 40% 수준에서 자동차 분쟁, 50% 수준에서 반도체 견제가 본격화
- 중국은 이에 비해 다소 뒤늦었지만, 60% 전후에서 무역분쟁이 시작됐고, 현재는 기술 견제 & 통제에 진입

미국 대비 소련 GDP 규모: 미국 GDP의 30%~40% 수준에서 견제 본격화



주: Based on 1990 International Geary-Khamis Dollars
자료: Maddison Database 2010, Groningen Growth and Development Centre

미국 대비 일본, 중국의 GDP 규모: 일본은 패턴 비슷. 중국은 뒤늦게 견제 시작



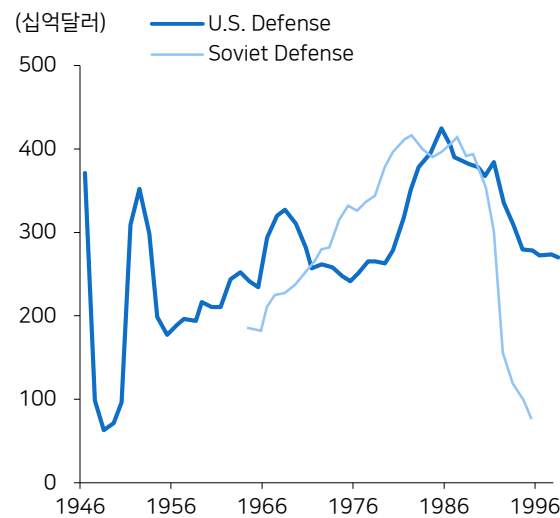
자료: World Bank, 메리츠증권 리서치센터

무엇이 충돌의 핵심인가? 국방비 → R&D 로

No Fear

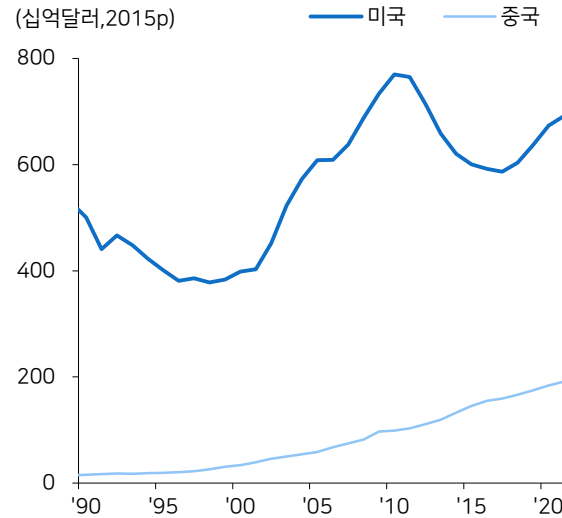
- 미·중간의 경쟁과 견제, 충돌의 영역은 국방비보다는 기술 투자(R&D)로 맞춰지고 있어
- 과거 소련과의 냉전시대에는 군비경쟁이 치열했지만 지금 중국과는 군사비 지출을 비교할 수는 없는 수준
- 중국은 미국의 1/3 에 불과
- 반면 R&D는 중국이 미국의 85% 수준까지 근접 → 해당분야 경쟁이 이미 본격화되었음을 시사

미국과 소련의 국방비 지출



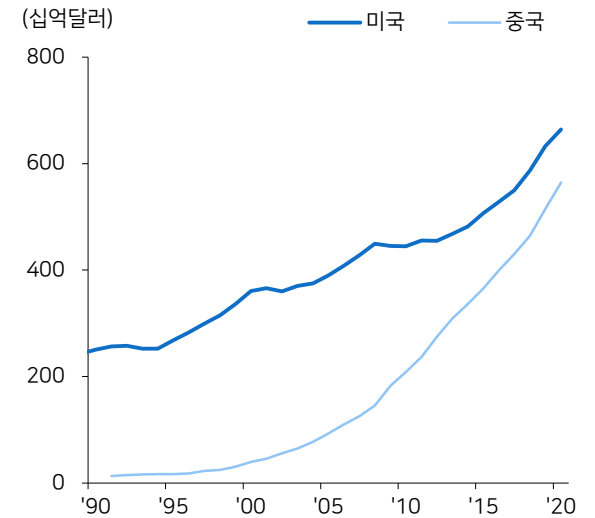
자료: Harrison(2003), 메리츠증권 리서치센터

미국과 중국 국방비 지출



자료: 중국 재정부, 미국 관리예산처, 메리츠증권 리서치센터

미국과 중국 R&D 지출



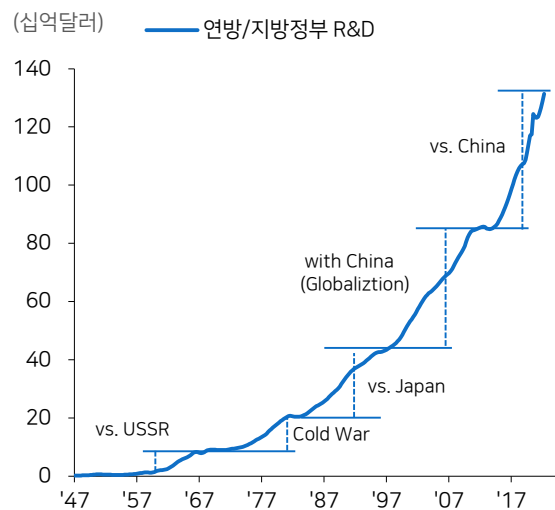
자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

정부주도의 R&D. 견제하는 방법은 무엇인가

No Fear

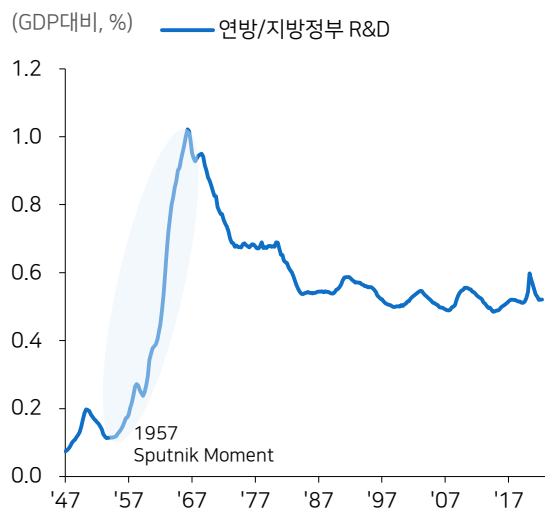
- 과거 국가 분쟁 때마다 정체됐던 미국 정부의 R&D 투자는 급증
 - 가장 극적인 사례는 1957년 Sputnik Moment 이후 우주관련 R&D 투자집중: 나머지 경우는 완만히 진행
- 경쟁 국가의 R&D 견제 방법은 두 가지
 - 1) 기술표준을 분리하던가(Tech Decoupling) , 2) R&D 자체를 못하게 하거나(반도체 통제)

미국 정부 R&D 지출 규모



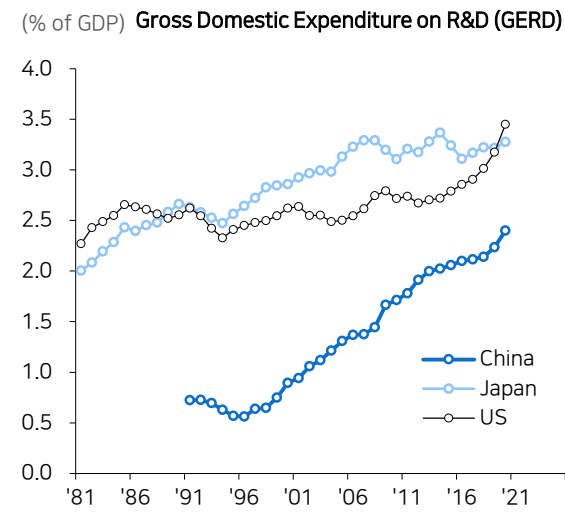
자료: BEA US National Account, 메리츠증권 리서치센터

R&D 규모가 극적으로 급증했던 시기는 1950년대



자료: BEA US National Account, 메리츠증권 리서치센터

지금은 미국, 중국 중심으로 R&D 투자 증가세



자료: Main Science and Technology Indicators, OECD Statistics, 메리츠증권 리서치센터

1) Tech Decoupling : 기술 표준의 리드 & 분리

No Fear

- 5G가 대표적. 기술분야에 있어 중국이 미국을 일부 앞서 있는 분야라 평가받고 있기 때문
- 유독 중국 통신사 및 관련 기업들이 제재 리스트(entity list)에 많이 올라간 이유도 같은 맥락
- 미국 입장에서는 5G 기술 중 인프라 주도권만 가져오면 미국의 우위 가능성 높아져

5G 분야별 경쟁력 비교: 미국 vs. 중국

5G Architecture	China	United States
Network infrastructure	A _M	D _M
Mobile devices	A _M	A _T
Mobile device OSs	D _T	A _M , A _T
Microchip design	D _T	A _M , A _T
Microchip foundries	D _T	D _T

주: A는 Advantage(경쟁우위), D는 Disadvantage(경쟁열위)를 의미. M, T는 제조사. 같은 파랑일수록 해당영역 경쟁우위를 의미
자료: 메리츠증권 리서치센터

주요 업체의 5G 인프라 시장 점유율

Company	Country	Market Share (%)			
		2014	2016	2018	2020
Alcatel-Lucent	France-United States	6	0	0	0
Ericsson	Sweden	31	18	27	29
Huawei	China	39	22	31	31
Nokia	Finland	19	32	22	23
Samsung	South Korea	<5	8	11	4
ZTE	China	<5	12	5	9

자료: Indrayan, 2014; Lewis, 2018; Omdia, 2019; TelecomLead.com, 2016. 메리츠증권 리서치센터

파운드리 시장 점유율 및 공정 레벨

Company	Market Share (%)	Country	Node Size, in Nanometers
TSMC (undated)	54.1	Taiwan	7
Samsung (2020)	15.9	South Korea	6
GlobalFoundries (McGregor, 2019)	7.7	United States and United Arab Emirates	12
UMC (undated)	7.4	Taiwan	14
SMIC (undated)	4.5	China	14

자료: Statista, 2020. 메리츠증권 리서치센터

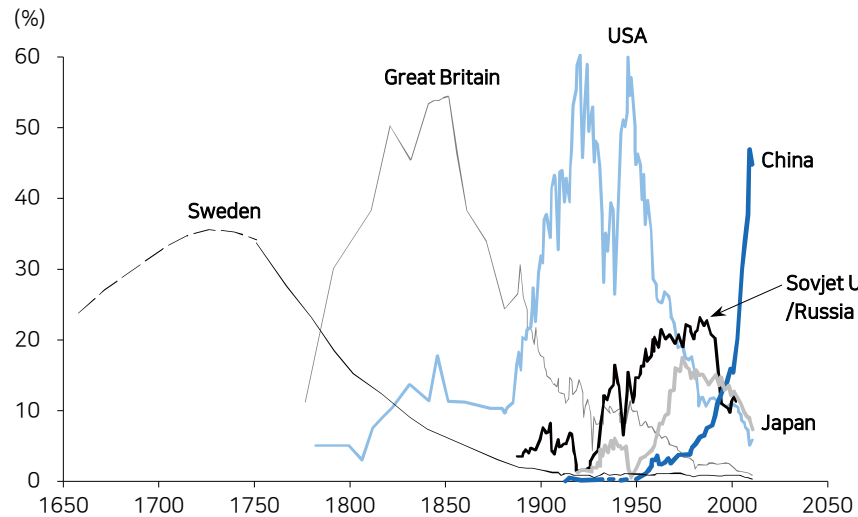
2) 반도체 통제: 과거 ‘강철’ & ‘알루미늄’ War → 현재는 ‘Chip War’

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

No Fear

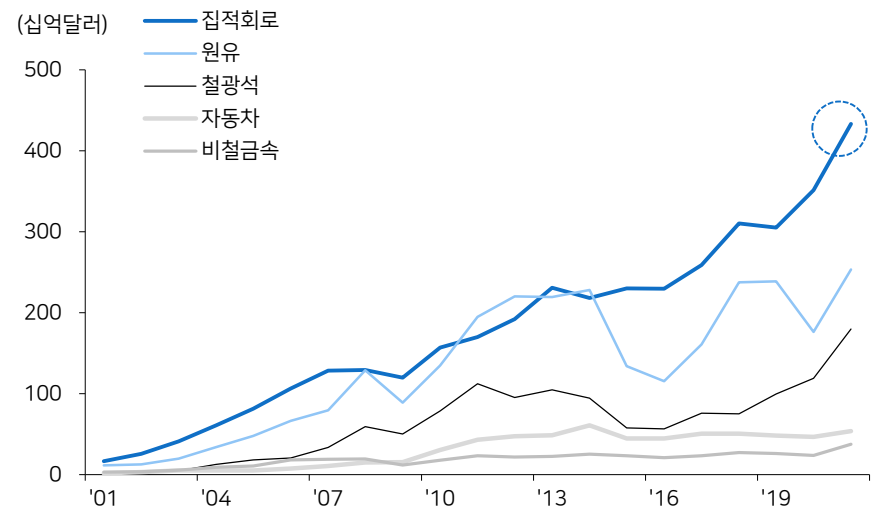
- 과거 1~2차 세계대전은 강철과 알루미늄의 싸움이었다면 현재는 그 중심에 Chip이 있어
- 현재 중국은 원유보다 반도체 수입량이 많아. 중국의 핵심 수입품목은 결국 반도체라는 의미
- 반도체 통제는 중국 내 R&D에 영향을 줄 수 밖에 없는 구조

주요국 철강 생산량 비중 추이: 얼마나 생산할 수 있느냐가 강대국의 지위



자료: Swedish Iron and Steel Makers Association(2019), 메리츠증권 리서치센터

중국 품목별 수입 : 원유보다 집적회로(ex. 반도체) 수입 비중이 압도



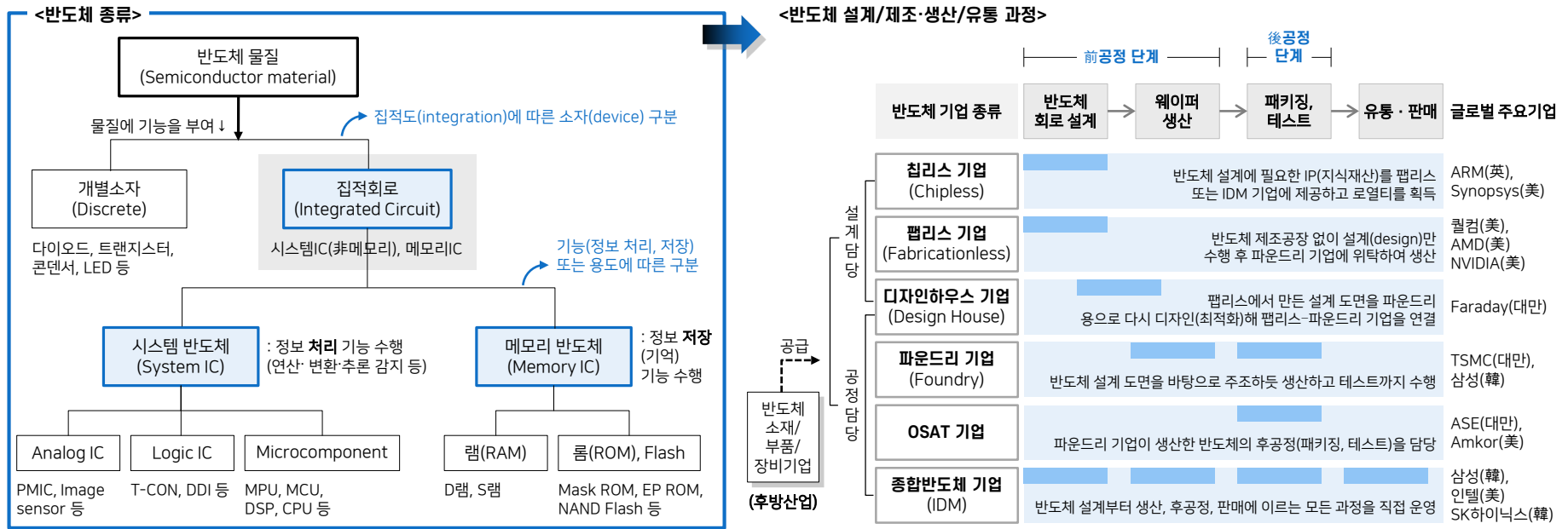
자료: 중국 해관총서, 메리츠증권 리서치센터

반도체 시장 어디가 취약점인가 (1)

No Fear

- 반도체는 전형적인 국제 분업화가 되어 있어 공급망(GVC)리스크에 취약
 - 전공정 단계인 반도체 설계 부문은 선진국에 특화
 - 생산 단계는 한국, 대만에 편중. 중국은 후공정 단계에 포진
- 이 중 어느 한 곳이라도 문제가 생길 경우 생산차질 리스크에 언제든지 노출

반도체 종류(좌)와 GVC에서 반도체 기업의 비즈니스 모델(우)



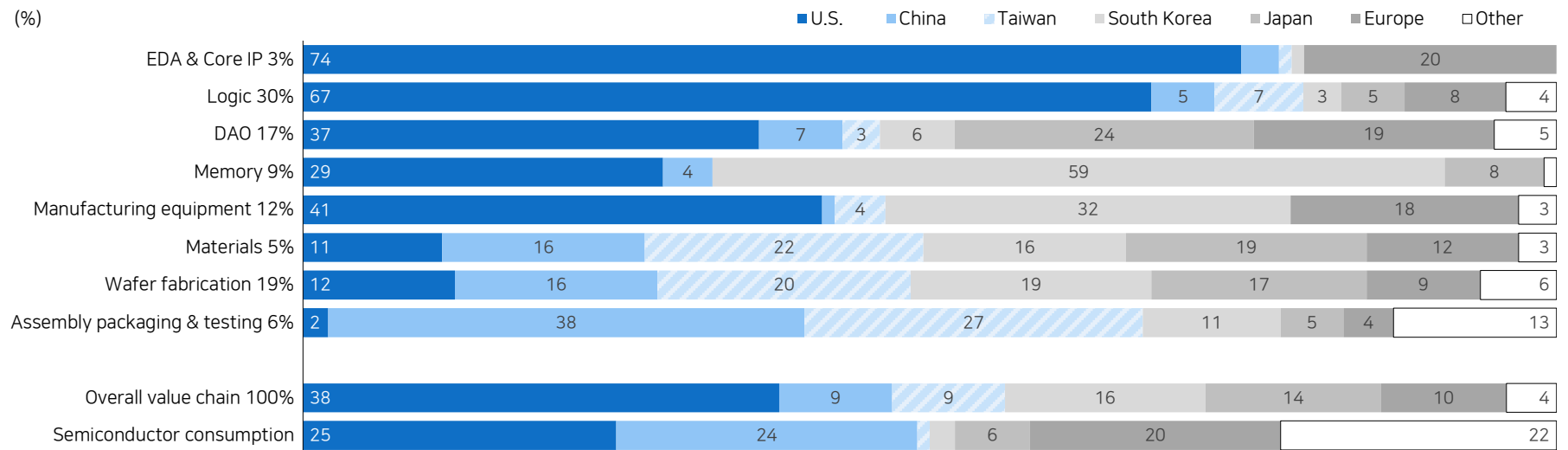
자료: 국회입법조사처(2022.10.17, 박재영, '반도체 산업 경쟁력 어떻게 확보할 것인가?'), 메리츠증권 리서치센터

반도체 시장 어디가 취약점인가 (2)

No Fear

- 반도체 디자인 & 설계 분야(EDA & Core IP & Logic)에서는 미국이 압도적이지만,
- 후공정(조립, 테스트)은 중국, 대만 쏠림이 유독 심화
→ 미국이 공급망 안정을 위해 후공정 분야의 공급망 복선화가 필요한 이유이기도
- 중국과 대만의 후공정 분야 시장점유율은 65%에 육박

반도체 GVC 내 공정 비중 및 공정별 지역분포



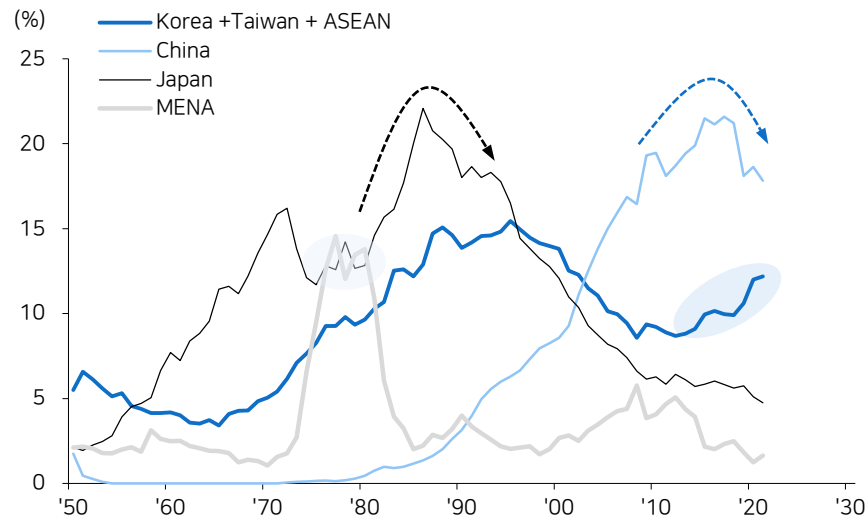
자료: Antonio Varas et al. Strength in Global Semiconductor Supply Chain in Uncertain Era (BCG & SIA, 2021), 메리츠증권 리서치센터

정책변화는 필연적으로 공급망 변화로 연결

No Fear

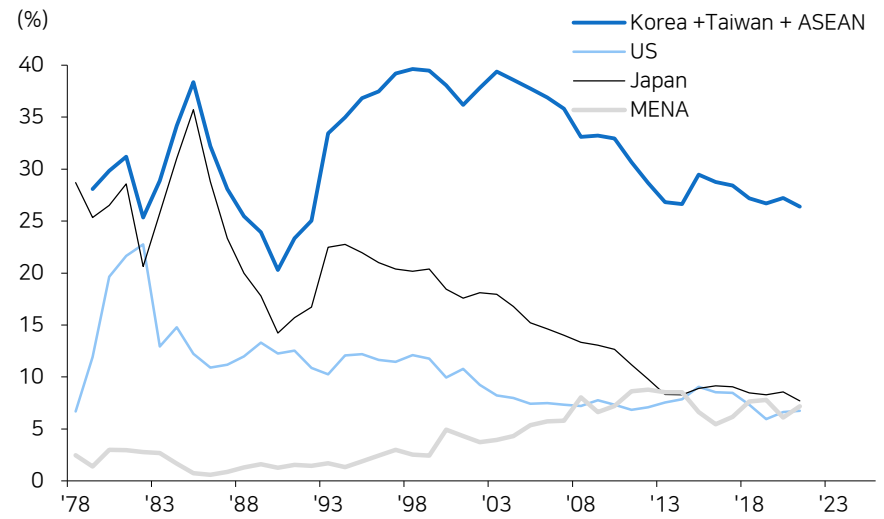
- 미국의 대외무역 정책 변화는 필연적으로 공급망 변화를 일으켜
- 1970년대 일본과의 마찰은 일본 수입 비중 감소로 연결됐고, 그 자리는 중국이 이어받음
- 현재 중국 수입 비중이 줄고, 한국+ 대만+ 아세안 지역에 대한 수입 비중 확대 중
- 이들이 미국의 새로운 공급망임

미국의 주요국 수입 비중: 1980년대 일본, 2010년대 중국, 지금은?



자료: IMF Direction of Trade Statistics (DOTS), 메리츠증권 리서치센터

중국의 주요국 수입 비중: 특정 국가에 대한 편중 없음. 자립경제 본격화?



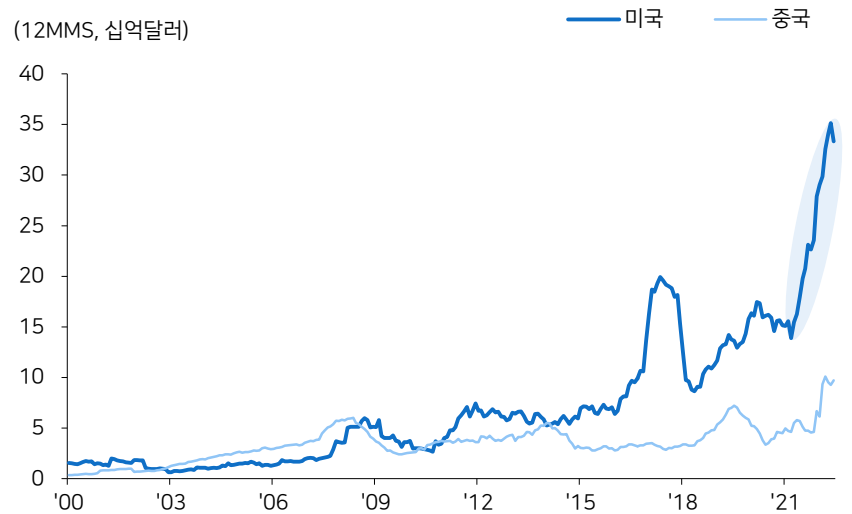
자료: IMF Direction of Trade Statistics (DOTS), 메리츠증권 리서치센터

투자의 기류도 급속히 변화 중

No Fear

- 한국의 대미 투자 빠르게 확대 중. 미국 공급망 편입에 따른 자연스러운 수순
- 2015년 이후 중국보다 미국에 대한 투자를 늘리기 시작
- 작년부터는 급격히 확대 중(반도체, 자동차, 2차전지 등 영향)
- 2003~2006년 중 한국 전체 투자금액의 절반 가까이가 중국에 집중되었던 것과는 대조적 현상

한국의 대외투자 금액(ODI): 미국, 중국



자료: 한국수출입은행, 메리츠증권 리서치센터

한국의 대미, 대중 대외투자(ODI) 금액 비중 (전체 ODI 대비)



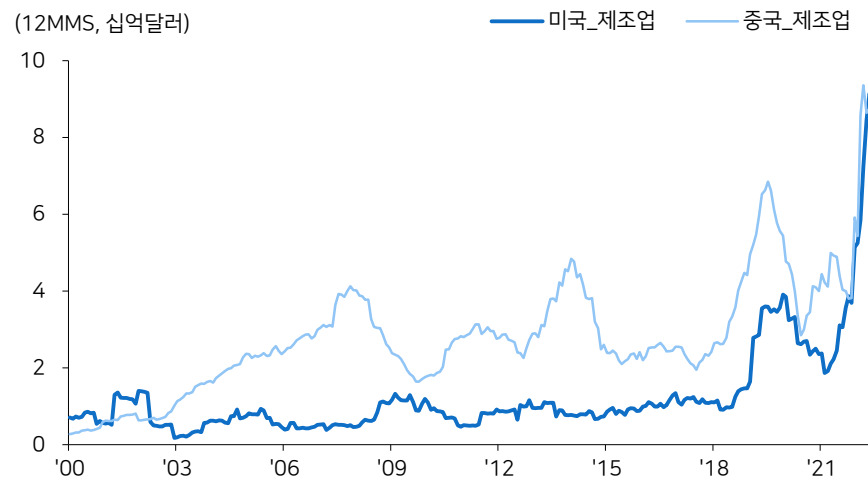
자료: 한국수출입은행, 메리츠증권 리서치센터

제조업 투자는 미국향 투자가 중국 넘어서

No Fear

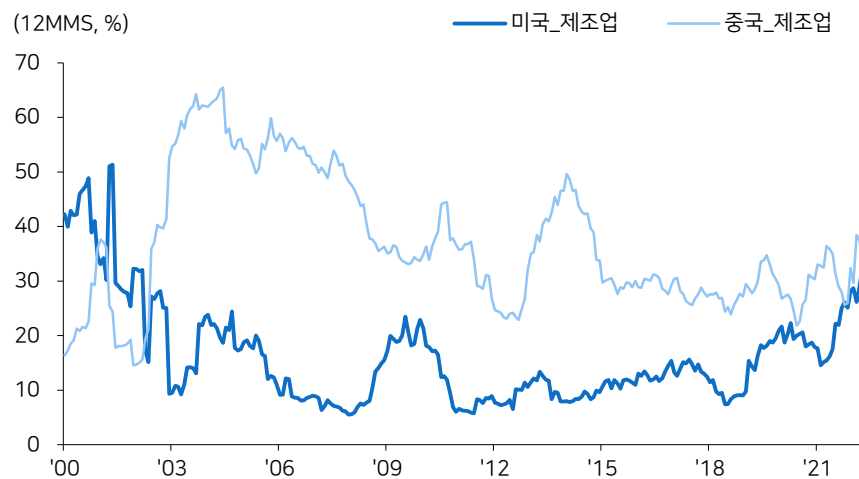
- 제조업 부문만 놓고 봐도 마찬가지로. 제조업의 탈 중국화
- 절대 투자금액에서 미국향 제조업 투자(설비투자 포함) 금액은 중국을 앞서고 있음
 - 전체 제조업 투자 중 미국 투자 비중이 2000년 이후 처음으로 넘어설 전망
- 업종별 동향
 - 2차전지, 자동차 부품 투자확대 & 수출확대(매출)가 동시에 진행
 - 반도체는 최근 투자가 진행 중
 - 태양광은 꾸준히 대미 투자를 늘려온 이후 최근 들어 수출 급증 (다음 페이지 참고)

한국 주요국 제조업 투자 금액(ODI)



자료: 한국수출입은행, 메리츠증권 리서치센터

한국 주요국 제조업 투자 금액 비중(ODI)



자료: 한국수출입은행, 메리츠증권 리서치센터

미국 공급망 투자에 속도를 높이거나 성과를 내는 업종은?

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

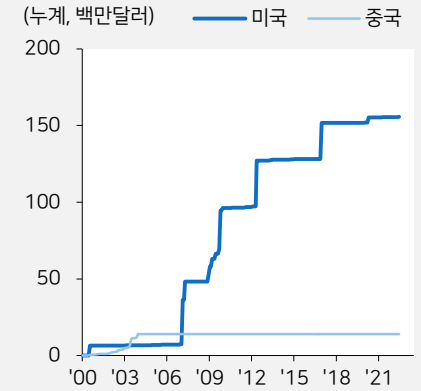
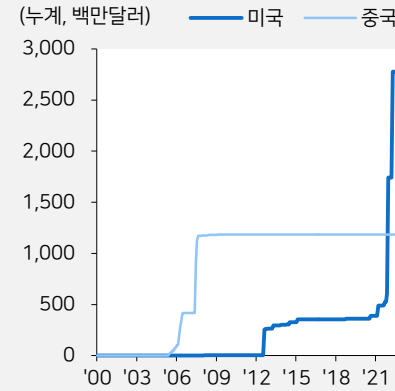
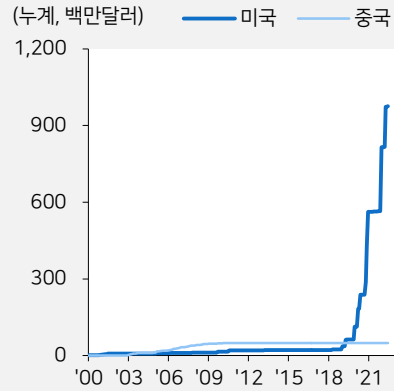
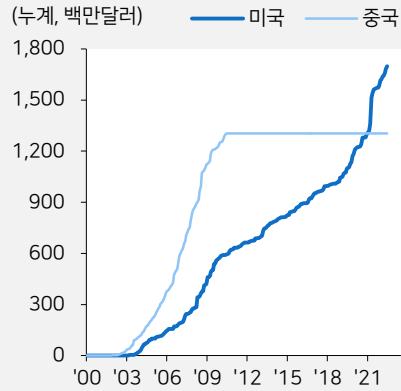
 자동차부품

 2차전지

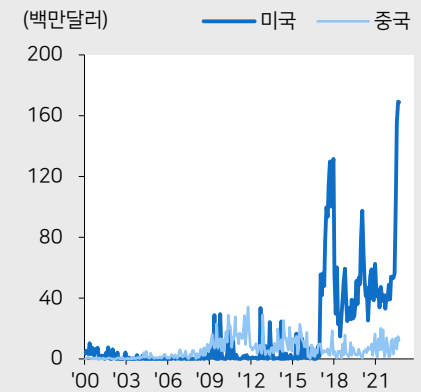
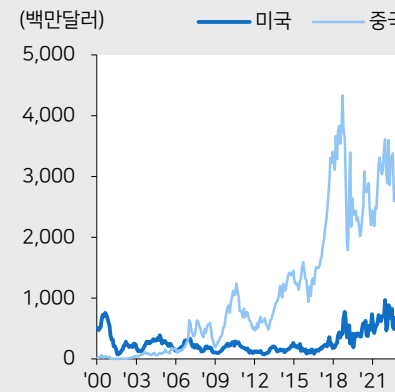
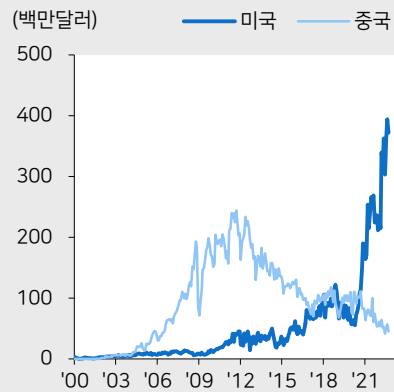
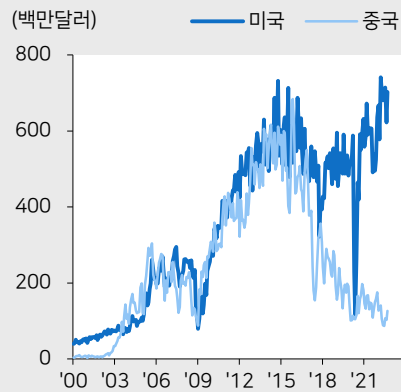
 메모리반도체

 태양광

투자



수출



자료: 한국수출입은행, 무역협회, 메리츠증권 리서치센터

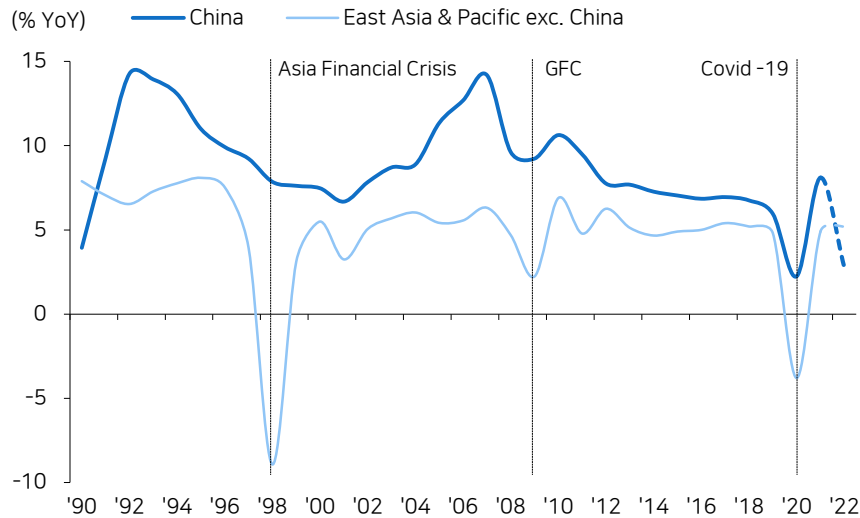
Era of Fragmented Globalization: 추월당한 ‘중국’ 성장률

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

No Fear

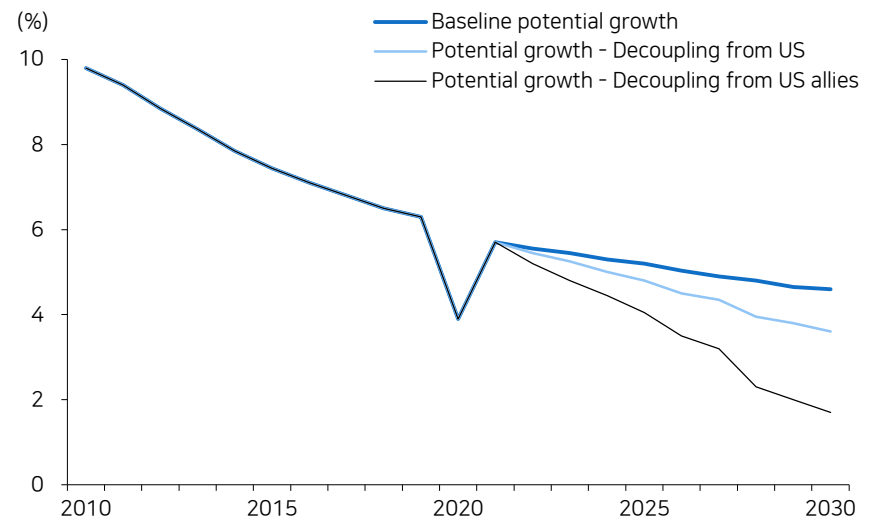
- 2022년은 1990년 이후 중국이 처음으로 아시아 성장률(중국 제외)에 추월당하는 해일 것
- 제로 코로나 정책의 여파이지만, 향후 미·중간 갈등으로 과거와 같은 협업은 어려울 수도
- 경제 분리의 시대가 현실화될 수 있음을 염두

중국, 중국 제외 아시아 성장률: 1990년 이후 처음 역전



자료: World Bank, 메리츠증권 리서치센터

경제 분리에 따른 중국 잠재성장률 시나리오(블룸버그 인용)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

자본주의 3.0 : 풍요의 시대인가, 결핍의 시대인가

No Fear

- 분절된 세계화는 현실. 정부의 힘은 강해졌고 특정분야의 자원은 유한한 시대일 것
 - 기술 육성 산업일 수록 정부정책이 중요해지며,
 - 업황보다 정책방향이 기업실적을 결정할 가능성이 높아지는 국면으로 진입할 것
- 반대로 강한 정부에 따른 규제도 공존할 것으로 예상

자본주의 1.0 부터 2.0시대로. 이제는 3.0 시대를 준비

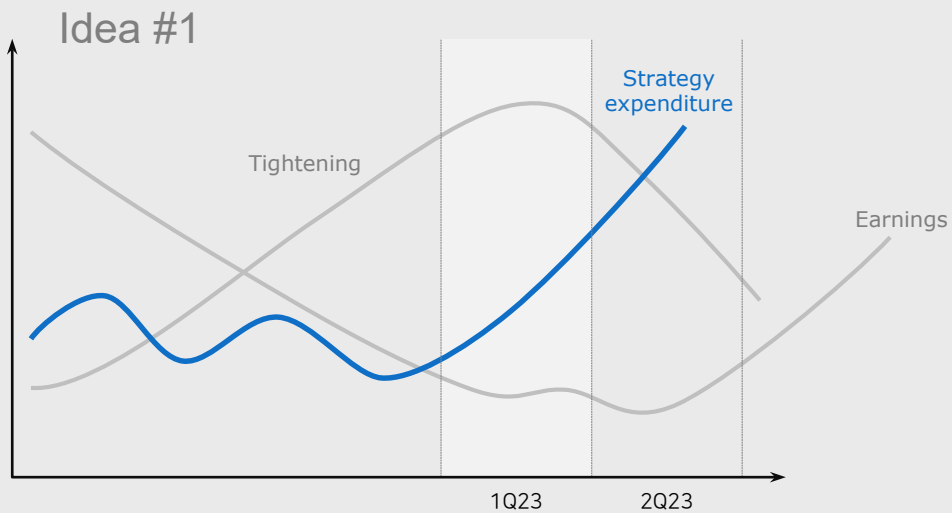
	1.0 Shortage Capitalism	2.0 Surplus Capitalism	3.0 Fragmented Capitalism
Scale	개별국가	글로벌	분절화(Fragmented)
Supply and demand	초과수요	초과공급	수요 불변. 인위적 공급통제
분쟁위험	High	Low	High
주요 경제주체	개인	기업	정부
신용	부족	풍부	풍부
비용(물가)	High	Low	High
Scarcities (희소성)	자본	시간, 환경	자원(에너지), 기술, 이데올로기

자료: 메리츠증권 리서치센터

2023년 전망 시리즈 **1**
주식전략

Part I

No Fear 1. Paradox of War



투자전략

Strategist **이진우**

02. 6454-4890

jinwoo.lee@meritz.co.kr

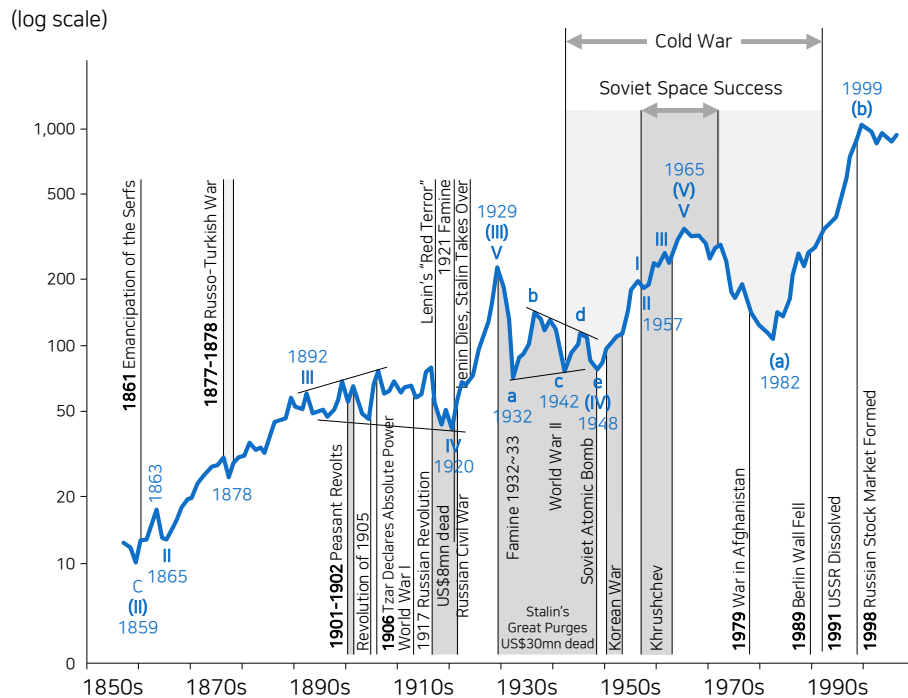


Cold War 와 전쟁(충돌)은 금융시장에 부정적인가?

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

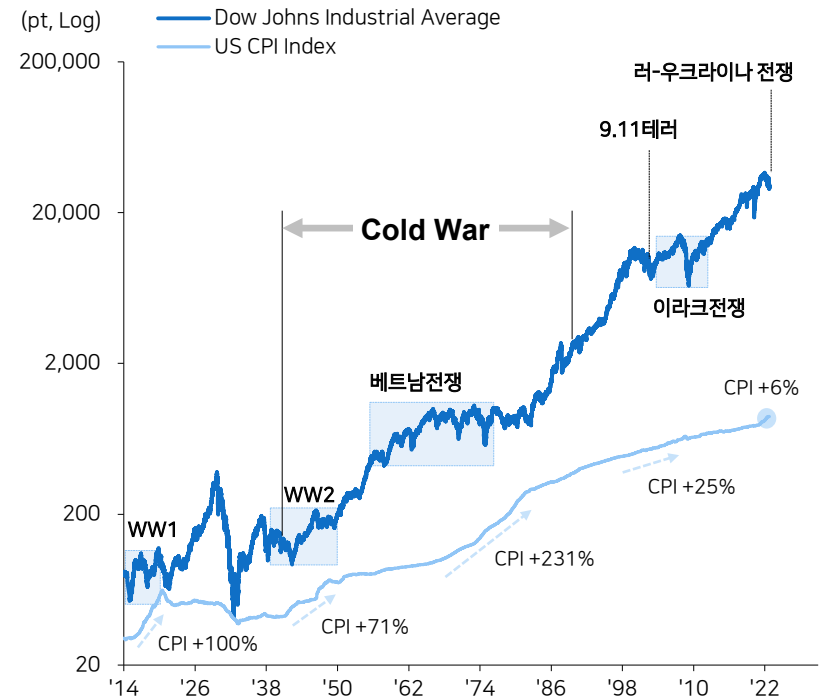
- “대포소리에 사고, 나팔소리에 팔아라 (“Buy on the sound of the cannon, sell on the sound of the trumpet” - Nathan Rothschild)
- ‘예고된 분쟁’이라면 국가간 충돌 본격화는 꼭 금융시장의 패닉을 의미하지는 않음. 냉전시거나, 물리적 전쟁이 진행됐던 시기의 공통적 현상이기도

1850년 이후 소련 분쟁과 관련한 미국 시장 반응



자료: Elliot.com, 메리츠증권 리서치센터

1914년 이후 전쟁과 관련한 미국 시장 반응



자료: Bloomberg, BLS, Stock Trafer's, 메리츠증권 리서치센터

예고된 분쟁 현실화는 정책의 전환 및 가속화를 의미

Paradox of War

- 불확실성, 공포가 주식시장 조정의 본질적 이유이기 때문
- 한편으로는 전쟁(분쟁)이 본격화되면 국가 정책의 전환이 시작되고(전쟁 승리를 위한), 그 경쟁의 중심에 있는 산업은 정책지원의 수혜를 보기 때문일 것
- 반대로 예고되지 않았던, 예상치 못했던 전쟁은 모두 부정적

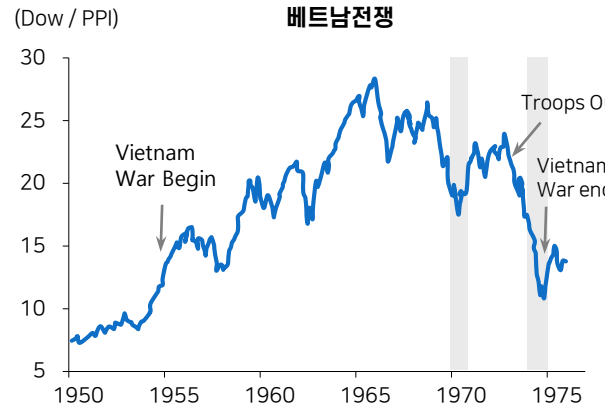
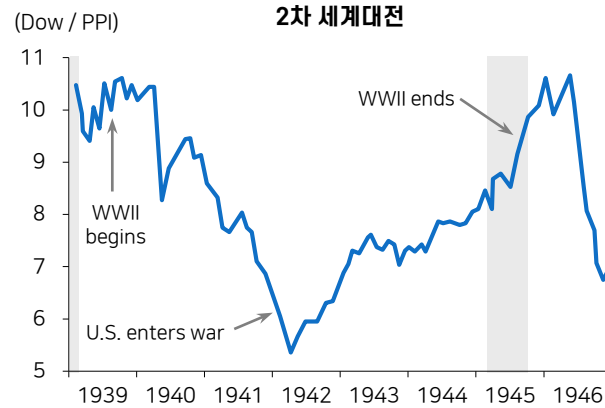
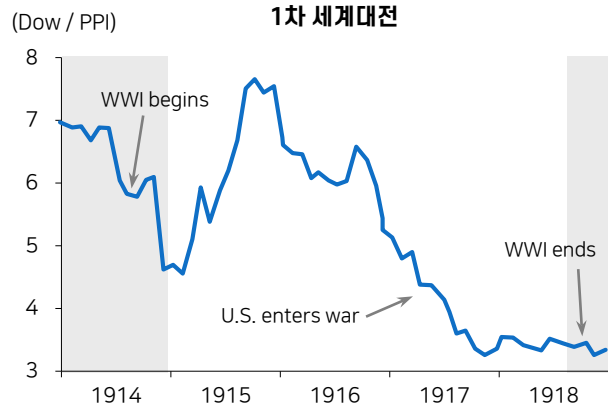
전쟁 확률에 따른 주식시장 반응

Wars	Probability range (schematic)	Stock market reaction to:		
		Increasing prob 0-99%	Expected start 99-100%	Surprising start 0-100%
	WWII (Start in Europe)	↓	↑	
	WWII (Pearl Harbor)			↓
	Korean War			↓
	Vietnam War	↓	↑	
	Gulf War (Kuwait invasion)			↓
	Gulf War ("Desert storm")	↓	↑	
	Afghanistan War	*	↑	
	Iraq War (2003)	↓	↑	

자료: Amelie Brune (2012): "The war puzzle: contradictory effects of international conflicts on stock markets", 메리츠증권 리서치센터

분쟁의 '실익'은 전쟁기간의 동선을 결정

주요 전쟁 전후 실질 주가 동선: 1차, 2차 세계대전, 한국전쟁, 베트남 전쟁



1차 세계대전

미국은 뒤늦게 참전. 전쟁기간 중 실질적인 이득은 없었으나, 전쟁 이후 순채무국에서 순채권국으로 전환 (전시 주요국 차관 제공)

2차 세계대전

미국 참전 이후 종전까지 주가상승 지속. 1차 세계대전 이후 누적된 기술 및 산업화로 관련 제품 호조

한국전쟁

냉전 시대에서 발생한 전쟁으로 전쟁비용을 국채가 아닌 세금조달만으로 참여

베트남전쟁

참전 이후 주가 상승. 이후 전쟁 장기화 및 경기침체로 하락 전환. 베트남 철수 이후 하락 가속화(패전 Pricing)

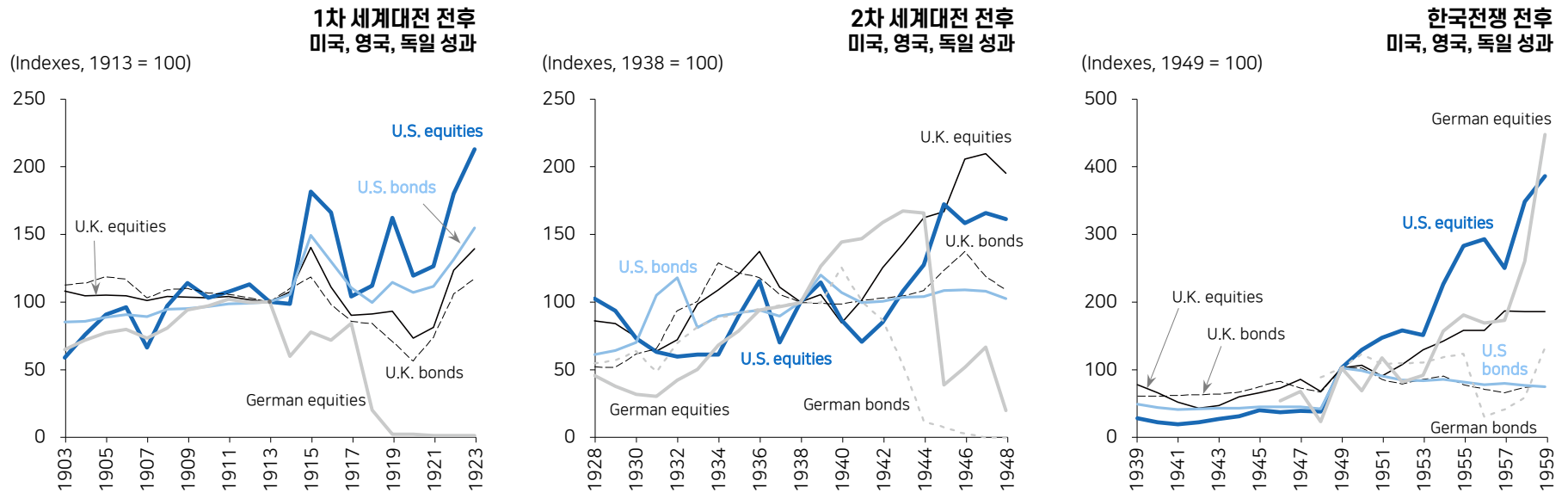
주: 음영은 경기침체 국면
자료: Robert Prechter (2016) 메리츠증권 리서치센터

승자와 패자도 명확히 구분

Paradox of War

- 전쟁에 따른 금융시장 반응은 미국만의 현상은 아님
- 1~2차 세계대전에서 승전국인 영국과 패전국인 독일은 전후 주가 차별화 심화
- 반면 한국 전쟁 전후는 금융시장의 패자는 없었음. 주가는 대부분 우상향

전쟁 전후 미국, 영국, 독일의 주식&채권 성과: 1차 세계대전 전후, 2차 세계대전 전후, 한국 전쟁 전후



주: Inflation-Adjusted Total Returns (인플레이션 조정된 실질가격 기준임)
자료: Niall Ferguson (2008), Global Financial Data, 메리츠증권 리서치센터

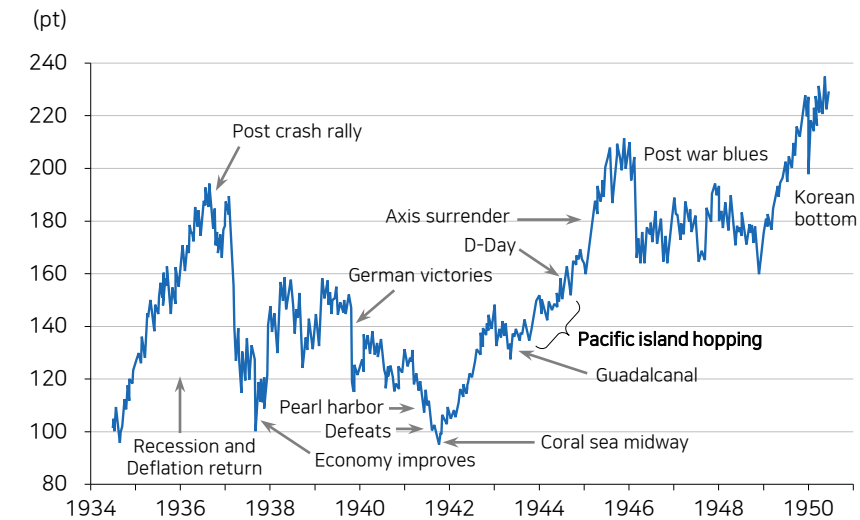
1930~1950년의 에피소드: 작은 변곡점들을 형성해 나가기 시작

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

Paradox of War

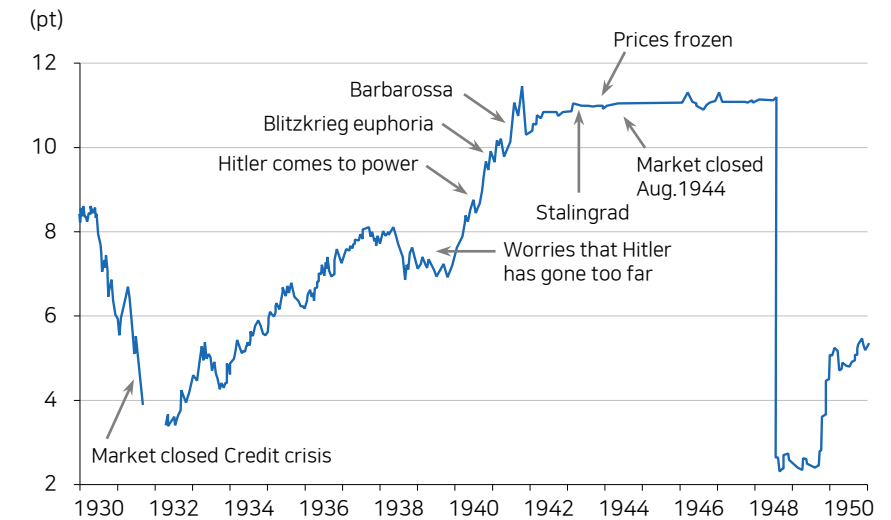
- 1930~50년간의 에피소드를 보면 주식시장은 전세의 상황에 따라 민첩하게 반응
- 미국: 1) 일본의 진주만 습격 이후 첫 대전인 ‘산호해(Coral Sea) 해전’에서 주가 저점 형성
2) 연합군의 첫 지상 작전인 과달카날(Guadalcanal) 전투는 2차 변곡점
3) 일본 핵공격(D-Day) 이후, 일본의 항복(Axis Surrender)이후 주가 급등세로 연결
- 독일: 1) 1940~1941년 군사물자 생산으로 경기 호황기. 이전까지 압도적인 승리를 예상
2) 하지만 독일은 스탈린그라드 전투 패배(1942년)로 주식시장 폐장
- 흥미로운 점은 1939년 히틀러의 군사장악력이 약화되고 있다는 소문(?)으로 큰 폭 조정 발생
- 당시 전장과 소통이 어려운 주식시장임에도 그만큼 민감하게 반응했다는 의미

1930~50년: 전쟁 이벤트에 따른 미국 주가 반응



자료: Barton Bigg, 메리츠증권 리서치센터

1930~50년: 전쟁 이벤트에 따른 독일 주가 반응



자료: Barton Bigg, 메리츠증권 리서치센터

전쟁과 기술의 공존: 핵심 기술에 대한 투자 기폭제

Paradox of War

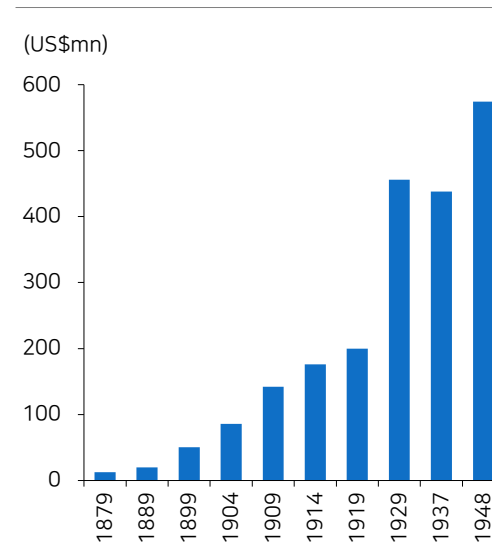
- 2차 세계대전을 앞둔 미국은 1차 세계대전 이후 누적된 기술에 대한 투자가 확대 중이었던 상황 (ex. Punched Card: 초기 저장매체, Adding Machine: 기계식 계산기 등)
- 전쟁 발발 이후에는 오히려 투자가 급증(ex. 사무용 기기)
- Burroughs, IBM, NCR, Underwood가 대표 기업
- 2차 세계대전 전쟁 발생 이후에도 기술 관련 기업들의 확장 지속

1939~1945 주요 미국 핵심 기술

Applications	Devices	Start Date
Cryptoanalysis	IBM Punch Hardware	1920s
	NCR Accounting Machines	1941
	Heath Robinson	1942
	Colossus	1943
Ballistics	IBM Punch Hardware	1930s
	Differential Analyzer	1930s
	ENLAC	1944
	Harvard Mark I	1944
Flight Training	MIT Equipment	1944
Atomic Bomb	ENIAC	1945

자료: James W. Cortada(Before the Computer, 1993), 메리츠증권 리서치센터

전쟁 전후 미국 사무용 기기 투자 급증



자료: Cortada(1993), 메리츠증권 리서치센터

전쟁 이후에도 기술 누적(특허권)이 진행 중

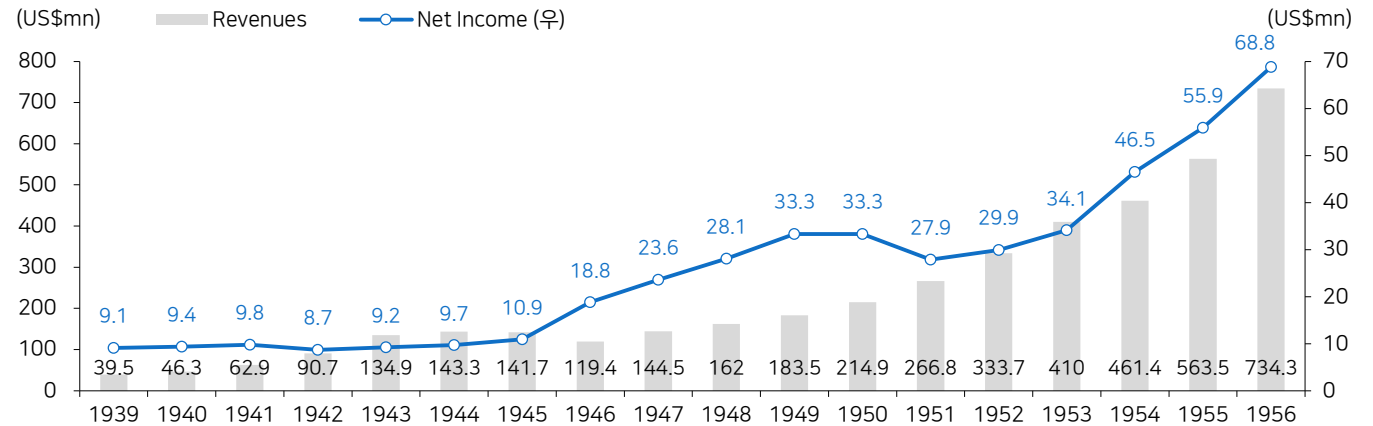
Company	1940	1941	1942	1943	1944	1945	1946	Total
Burroughs	10	14	6	8	7	4	0	49
IBM	87	72	68	59	55	52	25	418
NCR	19	25	15	12	10	12	20	113
Underwood	36	55	43	37	27	16	9	223
Remington Rand	9	22	21	16	11	5	2	86
Monroe Gardner	5	11	9	8	6	6	2	47
Annual Total	76	199	162	140	126	95	58	

자료: Edward Littlejohn & C.J. Maclain, 메리츠증권 리서치센터

2차 세계대전 이후 미국은 기술 강국으로 도약

- 전후 5년간 이들 기업 매출 2~3배 급증. 특히 IBM은 전쟁을 통해 기술 선도 기업으로 등장
- 1965년, 미국은 하이테크 산업에서의 시장 점유율 30%대에 육박
- 2차 세계대전은 기술의 누적과 투자로 기술 상용화가 특징

그 중 IBM이 독보적: 매출 및 순이익 추이



자료: Moody's Manual of Investments(1943), 메리츠증권 리서치센터

전후 미국 주요 기업 매출 급증시작

Firm	1946	1947	1949	1951
Burroughs ²	100	150	202	277
IBM	100	121	153	224
NCR	100	178	216	274
Remington Rand	100	110	93	154
Addressograph	100	154	161	224
Royal Typewriter	100	189	224	316
Smith-Corona	100	150	161	227
Underwood	100	154	135	203
Felt & Tarrant	100	127	100	168
Marchant	100	109	111	200
Monroe	100	161	202	306

자료: James W. Cortada (Before the Computer, 1993), 메리츠증권 리서치센터

전세계 기술 시장의 1/3을 미국이 차지

Industry	World market share, 1965 (%)
All high-technology industries	28.0
Industrial chemicals	24.4
Plastics & synthetics	20.0
Other chemicals	16.7
Engines, turbines, & parts	31.3
Office, computing, & accounting machinery	35.7
Electrical equipment	23.8
Communication equipment & electronic components	20.4
Aircraft & parts	50.0
Guided missiles & space	43.1
Professional & scientific instruments	35.7
Optical & medical instruments	20.6

자료: Diwan And Chakraborty(1991), 메리츠증권 리서치센터

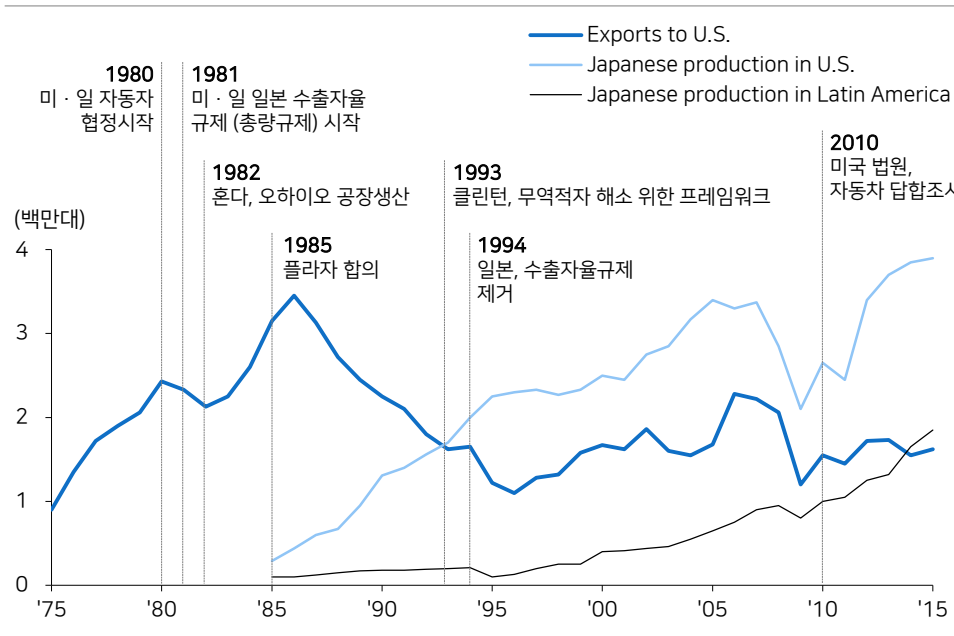
분쟁과 견제(일본 자동차): 반일운동부터 생산기지 이전까지

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

Paradox of War

- 1980년에는 반일운동(Japan Bashing)의 중심으로 자동차 규제가 본격화
- 결정적인 사건은 1981년 자동차 수출자율규제(VER). 사실상 미국 수입 총량을 결정하는 것
- 이 문제를 해결하기 위해 일본 자동차 업계는 미국 내 공장을 신설
 - 수출 물량 제한 때문에 미국에서 생산한 일본자동차를 자국으로 역수출하는 해프닝도 연출
 - 이후 1993년 클린턴 대통령과의 재정적자 축소와 관련된 회담 이후 미국 투자 급증

미·일 무역 분쟁 국면 일본 자동차 생산량 추이



자료: Japan Automobile Manufacturers Association, 메리츠증권 리서치센터

미국, 일본 무역 분쟁 및 규제

연도	제품	방법	계기
1957	섬유	수출자율규제	일본 수입 증가에 미국 섬유 제조업체들 도피 조항 신청 미국은 보호주의 피하고자 VER 협상 결정 결과: 1957년부터 5년간의 VER
1962	섬유	STA (단기 협정)	케네디 대통령 대선 기간 공약으로 면직물 제품에 대한 국제 협정. 수량제한 조치
1963	섬유	LTA (장기 협정)	STA 성공했다는 평가에 5년, 3년씩 2회 연장. 1973년까지 시행 일본은 수출 물량 한계에 고가 품목으로 수출을 전환 면직물에서 양모, 합성섬유로 전환 일본은 수출 규제 대상 아닌 국가로 생산을 이전
1966	철강	수출자율규제	닉슨 대통령 대선 공약, 일본 및 3개 동아시아 수출국과 협상 체결 1974년 GATT에 따라 MFA로 전환
1974	섬유	협정	
1977	컬러 TV	시장질서유지협정	미국 철강산업 급격한 수입확대 경협 일본 철강에 대해 반덤핑 청원 제출
1978	철강	최저 가격	
1981	자동차	수출자율규제	[배경] 오일 쇼크 이후 미국 소비자 선호 변화로 수입 증가, 크라이슬러 파산 위기 [일본 전략] 1) 미국에서 자동차 생산, 2) 고가 제품 판매
1985		MOSS	미국에 이익 되는 제품의 무역 장벽 제거 통신, 의약 및 의료기기, 전자, 임산물
1986	반도체	1차 협정	유통시스템 규제완화, 독점금지법 강화, 공정거래위원회 기능 강화, 가격 차이 조정 조치
1989		SII	
1991	반도체	2차 협정	객관적 기준 도입하고자 하였으나 일본의 강력한 반대 도입 무산
1993		프레임워크	
1995	자동차	협정	

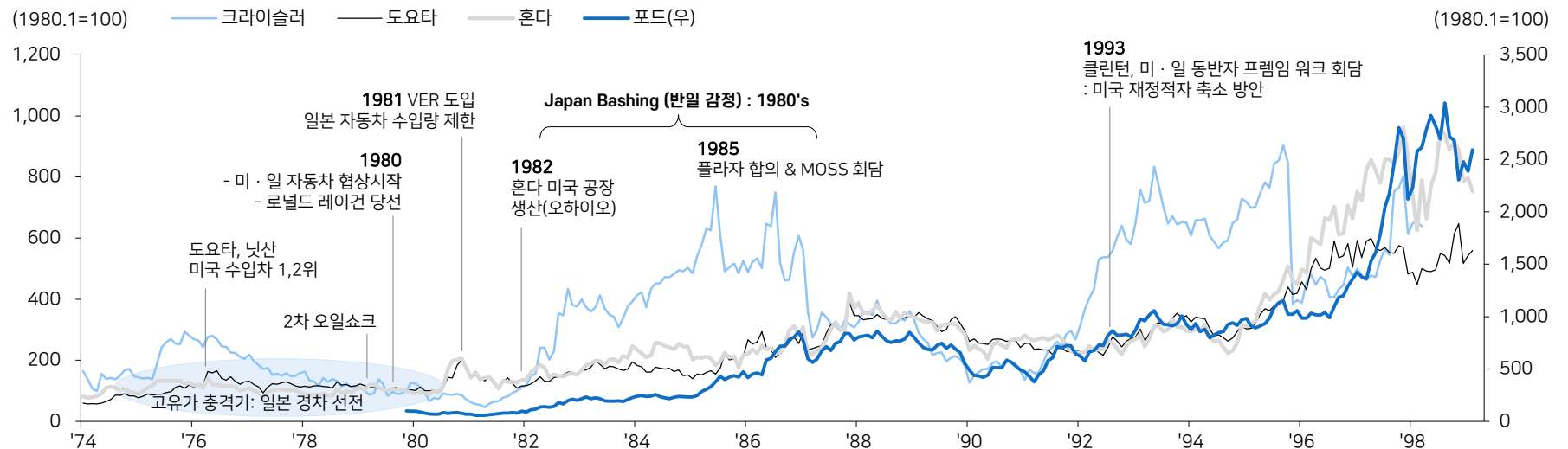
자료: Shujiro URATA(US-Japan Trade Frictions), 메리츠증권 리서치센터

분쟁과 견제(일본 자동차): 수출통제 = 주가 변곡점

Paradox of War

- 미·일 자동차 기업은 미국 정책에 따른 주가 반응도 존재했지만, 생산기지 이전이 가장 큰 주가 변곡점
- 1981년의 일본 자동차 수입량 제한 조치는 일본 자동차 기업 부진, 미국 기업 선전으로 주가 반응
 - 하지만 미국 생산기지 확대 이후 일본과 미국 자동차 기업 주가는 장기적으로 동행

미국, 일본 무역분쟁 당시 자동차 기업 주가



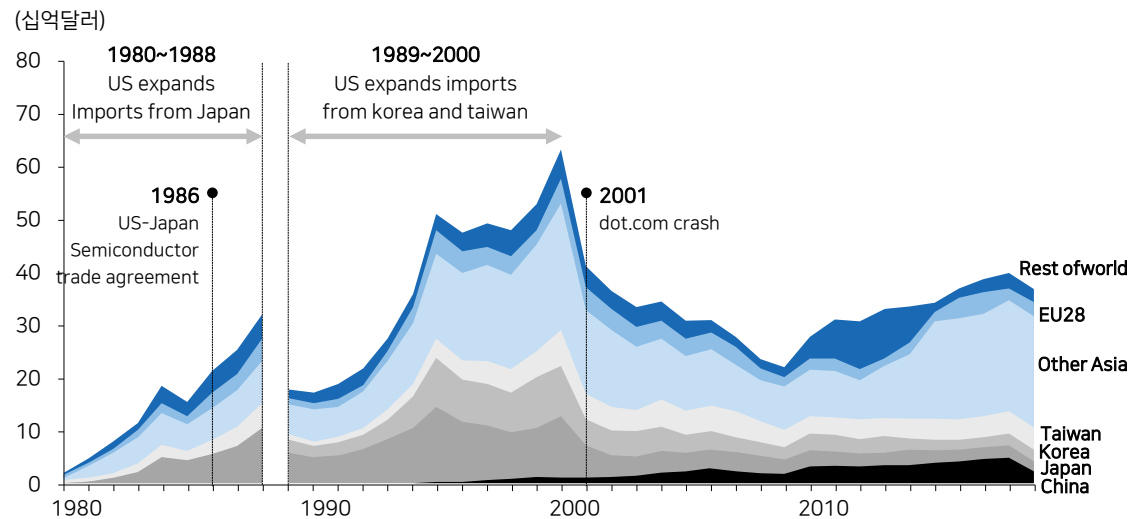
자료: Shujiro URATA(US-Japan Trade Frictions), Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

분쟁과 견제(일본 반도체): 기술표준 확립 전까지 규제 지속

Paradox of War

- 반도체 분야에 있어서 미국의 규제는 기술표준이 확립되기 전까지 규제를 지속하는 것이 특징
- 1980년대는 일본 반도체 시장의 고도 성장기
 - 1986년 전세계 반도체 시장 점유율이 미국을 추월하면서 미국 규제가 본격화
 - 1987년 이후 미국의 관세 보복 이후 미일 반도체 협정의 연쇄 효과가 나타나면서 반도체 시장 전반의 위축(철수) 발생. 그 과정에서 한국, 대만 기업의 성장 진행
- 추후 1991년 미·일 반도체 재협정 체결(외국산 비중 20% 목표)
 - 1996년 합의로 협상은 마무리되지만 이미 일본 반도체 시장 장악력은 크게 저하

미국 주요국 반도체 수입량 추이



자료: 2020 East Asian Economic Review, 메리츠증권 리서치센터

미국, 일본 반도체 분쟁 및 규제

연도	내용
1977	미국 반도체산업협회(SIA) 결성
1982	미국-일본 반도체 관세 인하에 동의
1983	일본 반도체업체 점유율 급격히 증가
1985	SIA 및 미국 업체, 일본 반도체 업체에 반덤핑 소송 제기
1986	미국-일본 반도체 무역 협정에 서명 일본, 미국 및 제3시장 수출 제한. 미국, 반덤핑 조사 기각
1987	미국, 미-일 반도체 무역 협정 미준수에 대하여 관세 보복 미국, SEMATECH R&D 컨소시엄 결성
1991	미국-일본 1986년 협정 재협상
1992	미국, Micron 요청으로 한국 DRAM에 반덤핑 조사, 관세 부과
1993	미국 반도체 시장 시장 점유율 1위 탈환
1996	반도체 산업(DRAM) 불황. 밴쿠버 협정 체결
1999	Fujitsu, Hitachi, NEC 등 일본 업체 DRAM 시장에서 철수

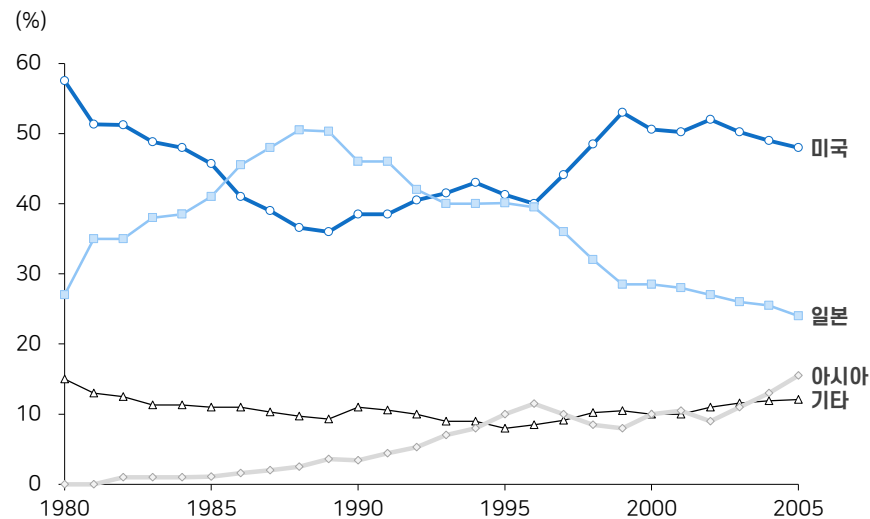
자료: Chad P. Bown (How the United States Marched the Semiconductor Industry into Its Trade War with China, 2020), 메리츠증권 리서치센터

분쟁과 견제(일본 반도체): 인텔의 리더십이 결정적

Paradox of War

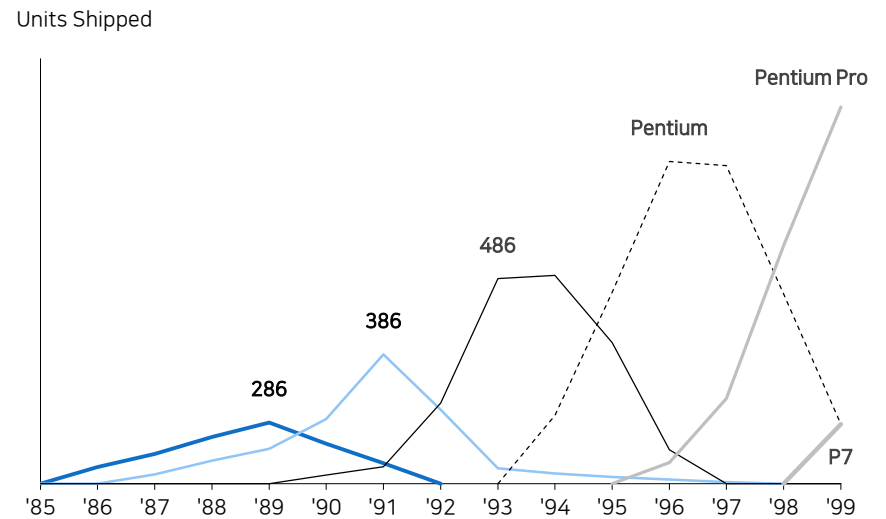
- 1980년대가 반도체 점유율 분쟁의 시대라면 1990년대는 기술표준 시대로 표현
- 일본의 반도체 시장을 수량 측면에서 견제한 것은 한국, 대만의 성장
 - 그러나 기술 리더십은 인텔의 마이크로프로세서 발전이 주효
 - 인텔 CEO, “신은 석유 매장지를 결정하셨고, 우리는 팹이 어디에 있는지 결정하게 되었다”
- 반도체 설계가 핵심이 되며 비용경쟁 위해 생산라인을 수직계열화 했던 일본 반도체 기업들의 도태가 시작

전세계 반도체 시장 점유율 변화



자료: Semiconductor History Museum of Japan, 메리츠증권 리서치센터

인텔의 마이크로프로세서는 새로운 '기술표준'



자료: SIA, 메리츠증권 리서치센터

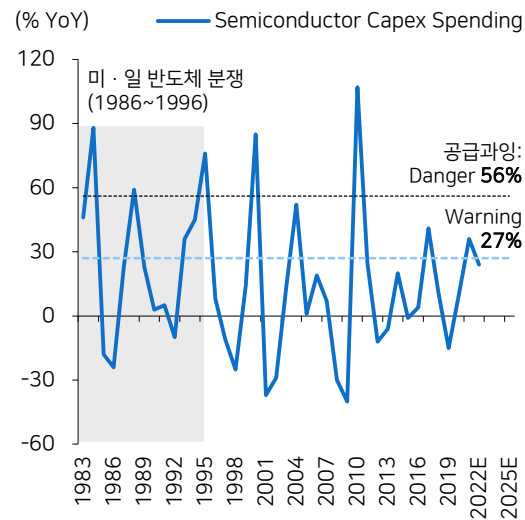
분쟁과 견제(일본 반도체) : 기술 경쟁기 주가는 제로섬 게임

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

Paradox of War

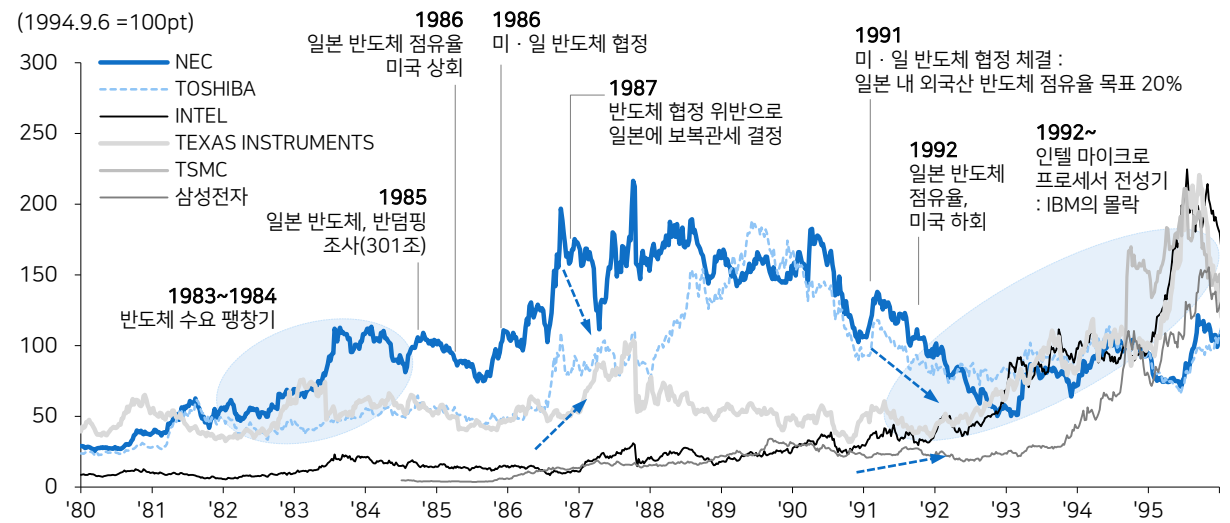
- 미·일 반도체 분쟁 당시 관련 기업들의 주가 패턴은 자동차 분쟁 당시보다 수혜와 피해를 뚜렷하게 반영
- 1987년 일본 반도체에 대한 보복관세 결정은 일본 기업 부진, 미국 기업 선전으로 주가 반등
- 1980년 후반부터는 점유율 하락에 따른 일본 반도체 기업들의 차별적 주가 조정이 진행
- 1992년 이후부터 시작된 인텔 주도의 반도체 기준 표준은 IBM의 몰락으로 연결

반도체 Capex Cycle: 본질은 공급 경쟁



자료: IC Insight, 메리츠증권 리서치센터

미·일 반도체 분쟁 당시 관련 기업 주가



자료: SIA, 메리츠증권 리서치센터

주식시장 분쟁 매뉴얼(요약) : 정책의 전환, 생산량 통제가 분기점

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

Paradox of War

- 강대국간의 물리적 충돌 및 경제적 견제의 주식시장 시사점은
- 1) 분쟁의 본격화 = 정책지원 가속화, 2) 전쟁 이후 승자독식이 뚜렷, 3) 경제적 견제의 경우 생산량에 영향 주는 규제 및 이벤트는 주가 분기점으로 작용(일본의 자동차 생산기지 이전 등) 한다는 것
- 최근 중국 반도체 규제는 생산량 규제의 일환으로 판단
 - 단기 국내 기업 불확실성 높으나 글로벌 반도체 산업 내 주가 변곡점으로 작용할 가능성 높다는 판단

주식시장 분쟁 매뉴얼 : 분쟁의 종류 및 단계에 따른 주가 반응

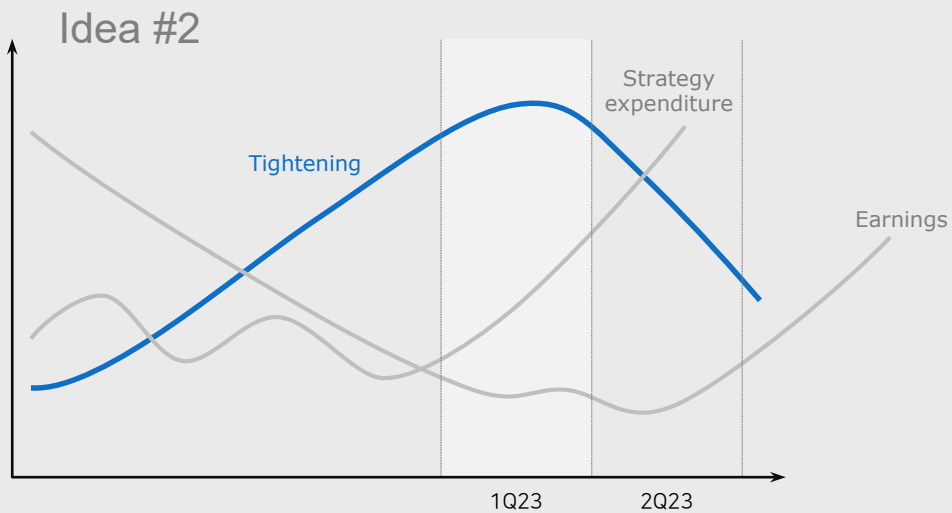
분쟁의 종류	진행 단계	Stock market reaction to:		
		정책 및 규제안	세부 내용 및 영향	주가 반응
Wars	전쟁 및 분쟁 본격화	정부 지출(국방비, 핵심 기술 R&D) 지출확대	핵심 산업에 대한 투자 강화	↗
	냉전 혹은 전쟁 기간	수출 규제 및 핵심사업 통제	Ex. COCOM(대공산권수출통제 위원회) IEEPA(국제비상경제권법)	↕ Winner / Loser Pricing
	전쟁 종료	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Rebuilding & Reconstructing, 부채 재조정 ▪ 전후 산업 경쟁 본격화 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Marshall Plan / Financial Repression ▪ 산업 재편 및 신기술 대중화 	↗ (승전국) ↘ (패전국 혹은 디폴트 국가)
Trade War (ex. 자동차)	가격 규제	반덤핑 / 과징금 / 관세	행정명령 등 조치	↘ (경쟁 국가)
	총량 규제	수출(수입)쿼터 제한	생산기지 이전 자극	↘↘ (경쟁 국가)
Technology War (ex. 반도체)	산업 팽창기 (ex. 1970's)	정부지원 부재 기술표준 부재	수요 > 공급 정부는 구매자 역할/ 경쟁자와의 공존 가능	↗ (경쟁 국가)
	산업 경쟁기 (ex. 1980's)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 경쟁열위 시 정부 지원(규제)시작 ▪ 수출제한(총량규제) / 반덤핑 & 과징금(가격 규제) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 반도체협회 및 컨소시엄 결성(SIA, SEMATECH) ▪ 무역협정 진행 	↘ (경쟁 국가) ↗ (반사이익 국가)
	기술 표준시대 (ex. 1990's)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ '산업' 중심에서 '과학정책' 중심으로 전환 ▪ 기술표준 채택 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 산업 생태계 조정 시작 ▪ 기업은 생산성 향상(Cost 절감) 추구 → GVC 	↗ 승자 독식
	기술 성숙기 (ex. 2010's)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 핵심 기술 리더십의 초월적 격차 추구 ▪ 생산의 효율화/ 분업화 극대화 ▪ 차세대 기술 견제 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 팹리스 기업의 성장 ▪ R&D 및 오프쇼어링에 집중 ▪ 수출제한 품목 부활 	기술 우위 기업 중심으로 차별화

자료: 메리츠증권 리서치센터

2023년 전망 시리즈 **1**
주식전략

Part II

No Fear 2. 탈압박 타이밍



주식시황

Analyst **이종빈**

02. 6454-4893

jongbin.lee@meritz.co.kr



2023년 전망 시리즈 **1**
주식전략

Part II-1

탈압박 타이밍

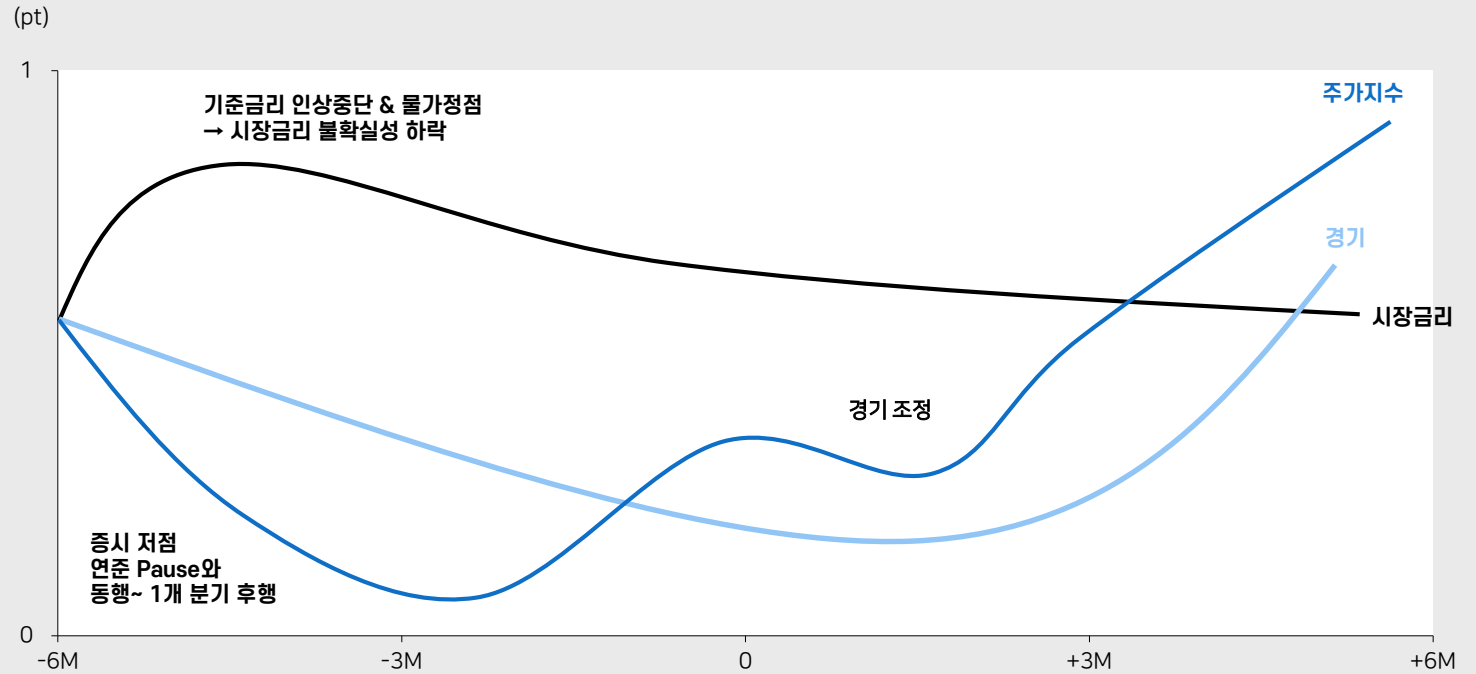
매크로 압박 변곡점은 3월

1. 연준의 'Pause Guidance'

연준의 'Pause Guidance'

물가정점 이후에는 연준의 'Pause'가 필요함. 금리 불확실성 가중하는 가이드언스의 시그널은 1분기 중 확인

물가 정점 이후 주식시장과 정책패턴

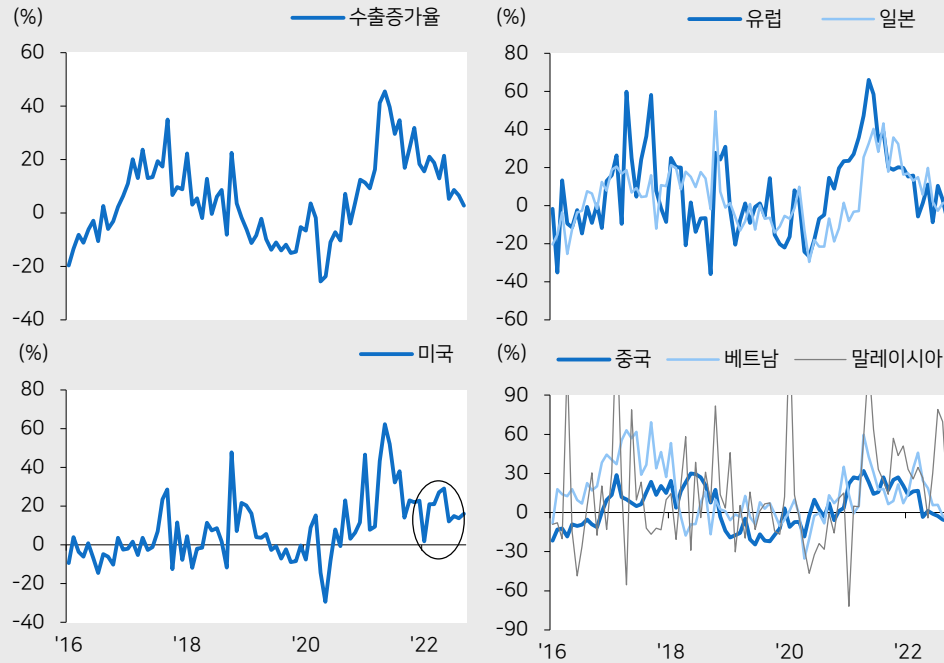


2. Non-US 진영의 회복

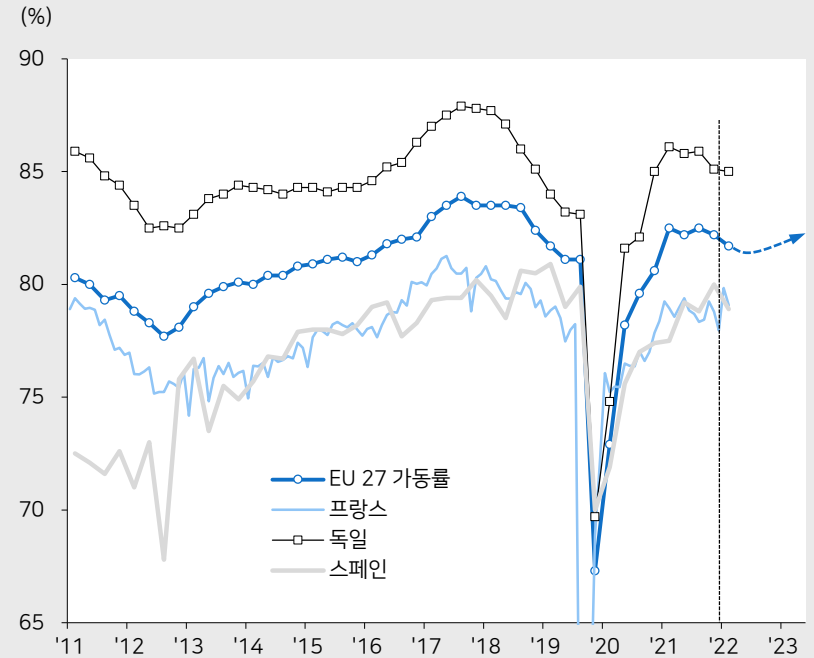
Non-US 진영의 회복 시기

수출관점에서 미국보다 미국 외 지역이 더 걱정. 다만 유럽 에너지 위기는 늦깎이 한파 가능성 있는 3월까지의 불안요소이나 이후 수급 균형 가능성 ↑

한국 수출 증가율(국가별)



유럽 주요국 가동률

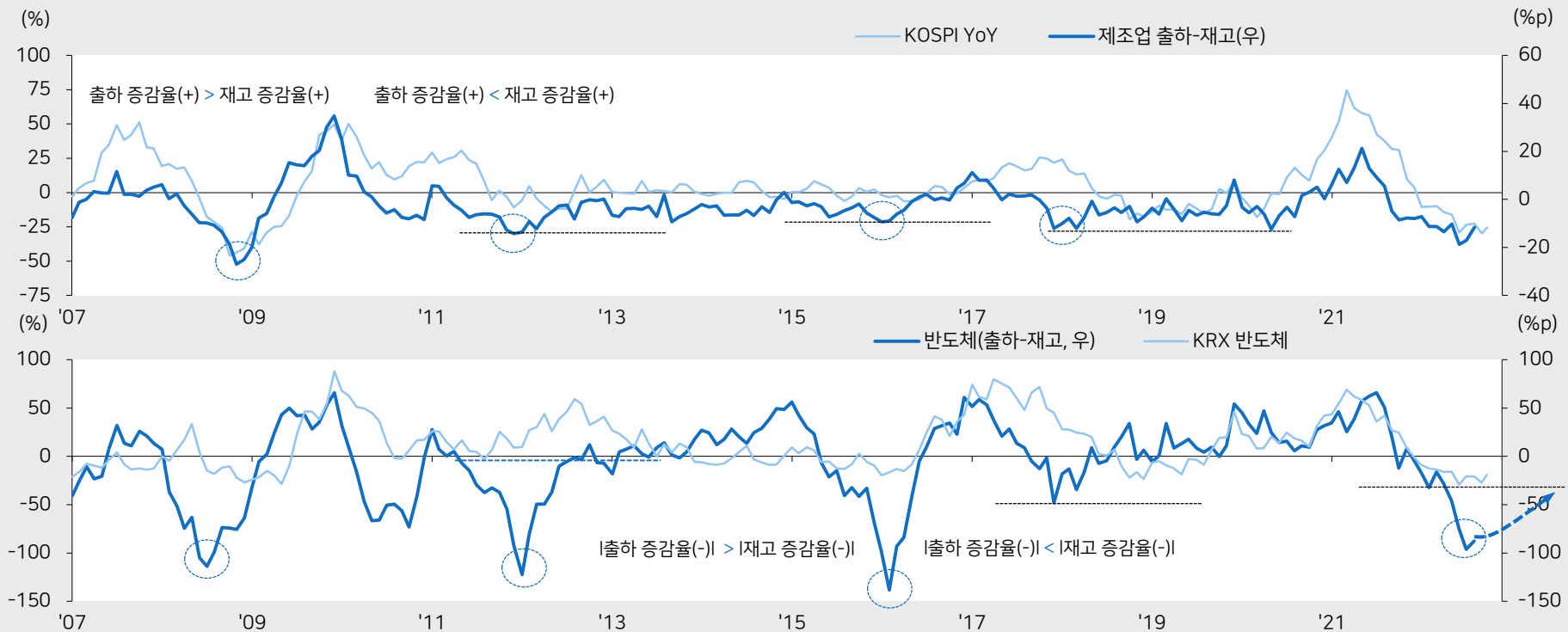


3. 국내 제조업 재고순환의 변곡점

국내 제조업 재고순환 = 반도체 사이클 = KOSPI 변곡점

변곡점은 재고 조정 초입, Not 출하(수요) 회복. 매크로 팩터/과거 사이클/통계적 관점에서 사이클 반등 시점은 1분기 내

국내 제조업, 반도체 재고사이클과 주가

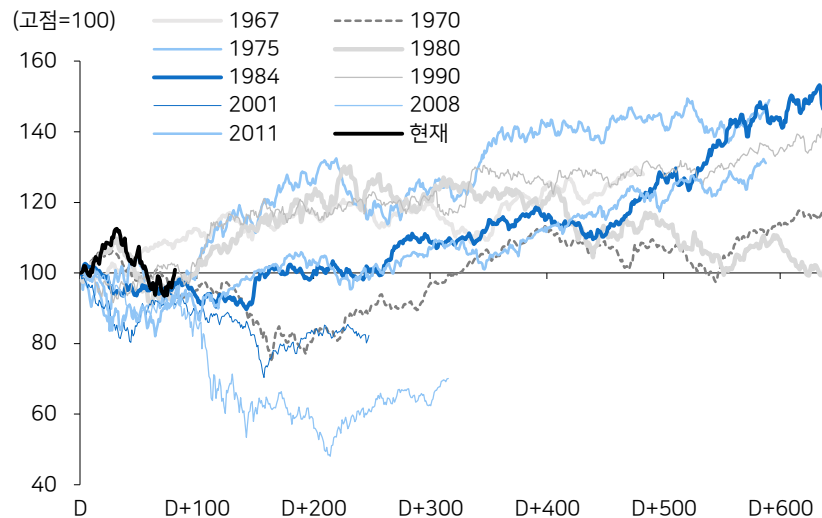


[1] Fed Pause, 금리가 정상에 오를 때

탈압박 타이밍

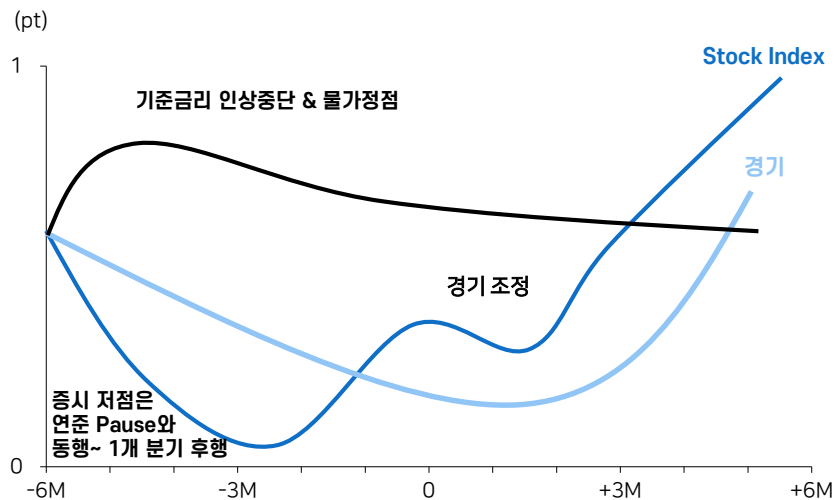
- 금리 불확실성이 마무리될 때가 첫 번째 변곡점 신호
- 과거 9차례의 물가 정점 형성 이후 증시는 1년 뒤 양호. 바닥 패턴은 물가 정점 → 기준금리 인상 중단 → 지수 저점은 기준금리 인상 중단과 동행 혹은 1개 분기 후행
- 연준의 Pivot(완화 선회)가 필요조건은 아님. 'Pause' 시그널 확인이 우선

추세적 물가 상승기 이후 주식시장 동향: 1년 뒤 성과 양호



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

인플레이션 이후 기준금리와 경기 & 주식시장 패턴 개념도



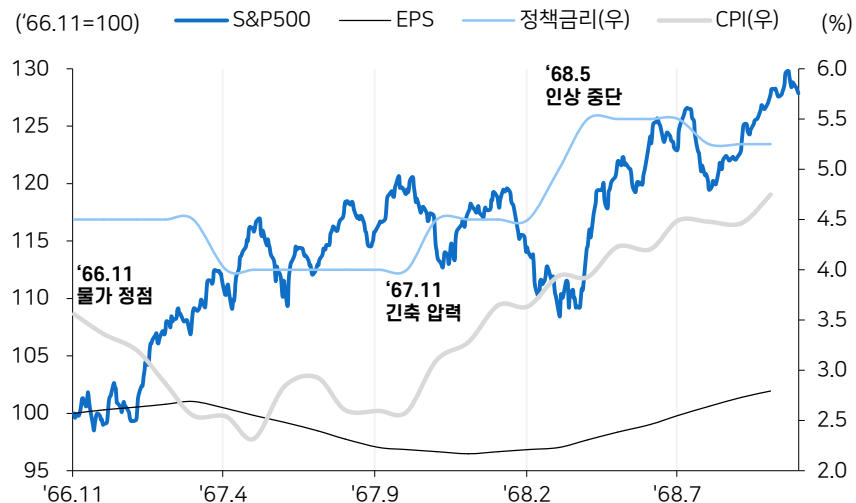
자료: 메리츠증권 리서치센터

Case study (1): 1967~1968년

탈압박 타이밍

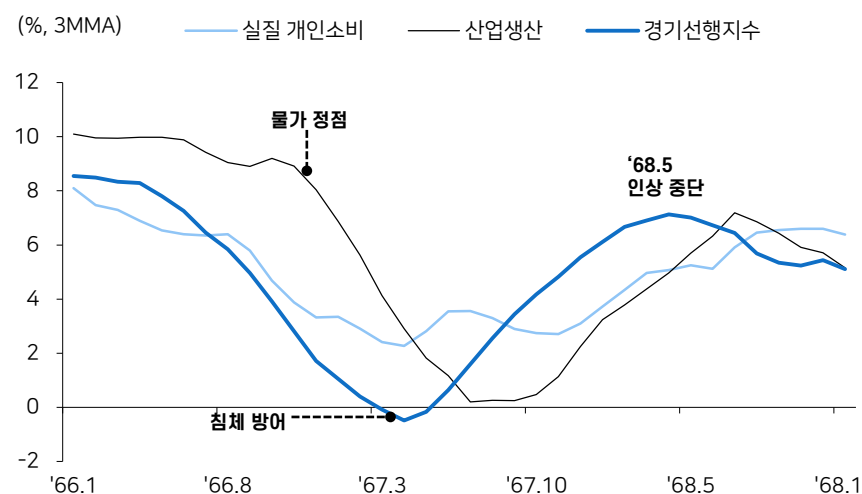
- 1967~1968년은 가장 무난한 패턴. 1966년 11월 물가 정점 이후 증시는 저점을 형성하고 시장금리는 하락. 연준은 5개월 뒤인 4월 재할인율 인하하면서 경기침체도 방어
- 1967년 11월 물가상승률이 3%를 재차 넘자 긴축 & 조정 압력 확대되기도 함. 다만 이내 경기회복과 함께 금리와 주가는 양(+)의 상관관계를 회복

S&P500 지수, 실적, 정책금리 & 물가상승률 추이



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

실물지표: 실질 개인소비, 산업생산, 경기선행지수



자료: The Conference Board, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

Case study (2). 1970~1972년

탈압박 타이밍

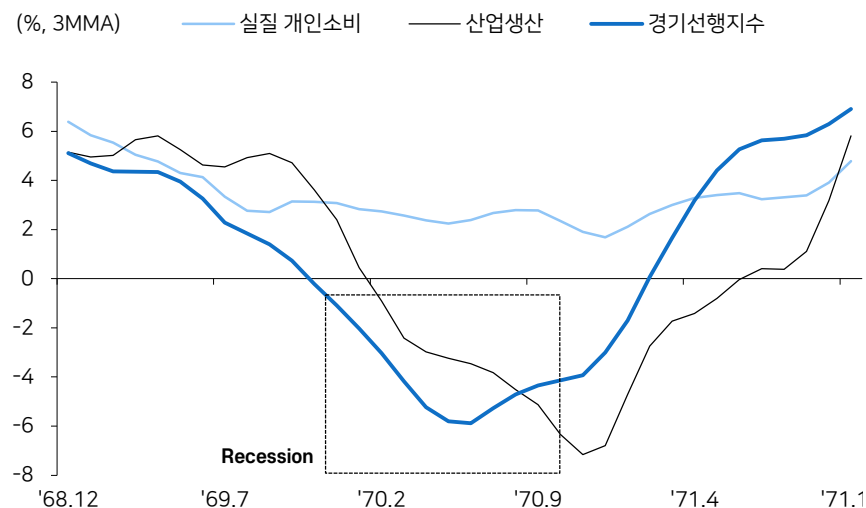
- 정책금리 정점은 1969년 4월에 형성. 물가상승률 정점이 1970년 5월에 확인됨. 1970년 2월 6.8% → 3월 6.1%로 정점 형성
- 다만 아폴로 13호 실패, 캄보디아 침공 등 외부요인 맞물리며 증시 조정 기간 연장. 1970년 5월 말 물가 정점(6.1% → 6.0%) 재확인 후 반등하기 시작. 시장 랠리는 1971년 5월 정책금리 인상과 함께 중단
- 기준금리 인상 중단 + 물가 정점 → 경기 저점 1분기 전에 증시 바닥 형성

S&P500 지수, 실적, 정책금리 & 물가상승률 추이



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

실물지표: 실질 개인소비, 산업생산, 경기선행지수



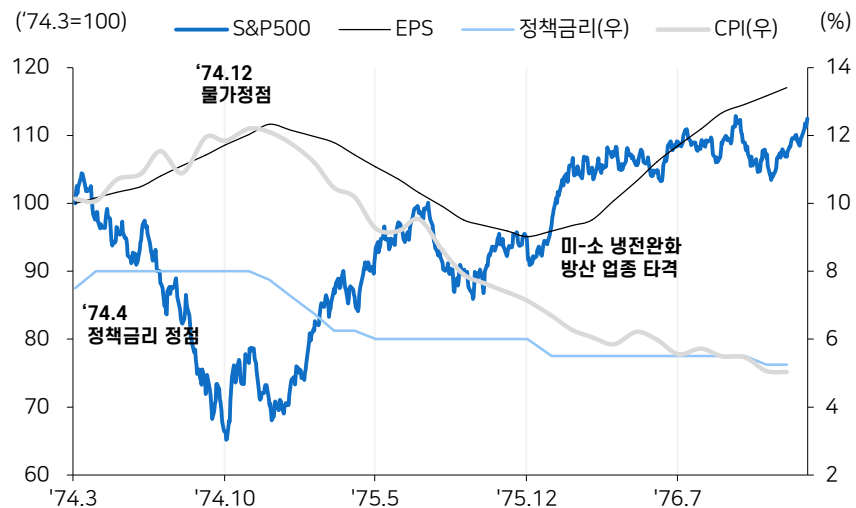
자료: The Conference Board, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

Case study (3). 1974~1976년

탈압박 타이밍

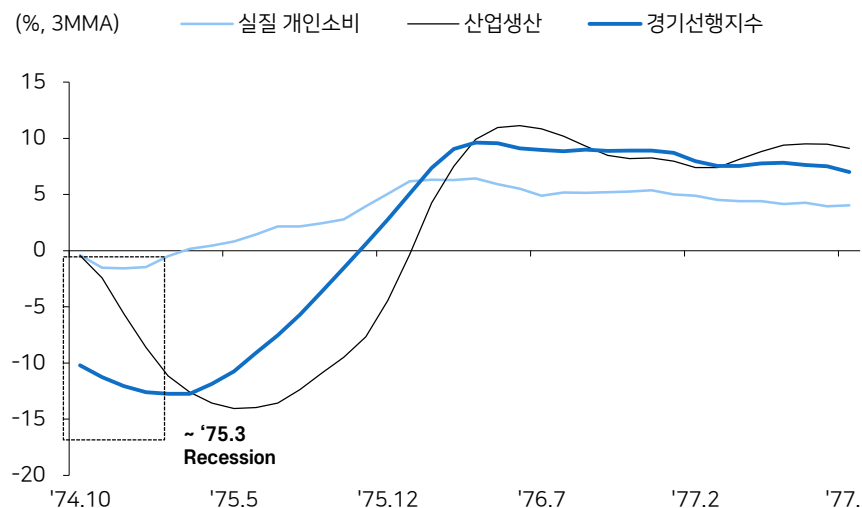
- 정책금리 정점은 1974년 4월. 물가 정점은 8개월 뒤인 12월에 형성되며 주식시장 조정 장기화. 물가 정점 이후 경기는 1975년 3월까지 하강 압력
- 그러나 증시는 경기 하강 압력, EPS 하락에도 물가 정점 + 금리 불확실성 완화에 반응. 선행행의 차이가 있을 뿐 물가+금리 Peak → 증시 바닥

S&P500 지수, 실적, 정책금리 & 물가상승률 추이



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

실물지표: 실질 개인소비, 산업생산, 경기선행지수



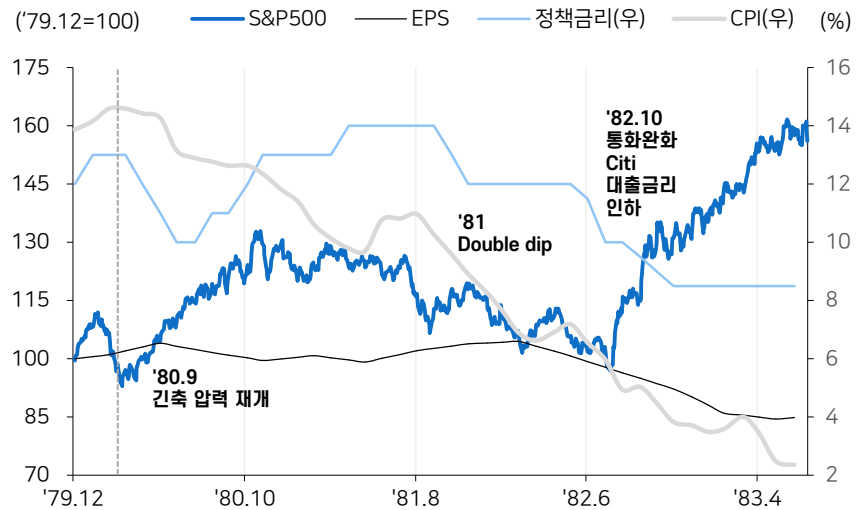
자료: The Conference Board, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

Case study (4). 1979~1983년

탈압박 타이밍

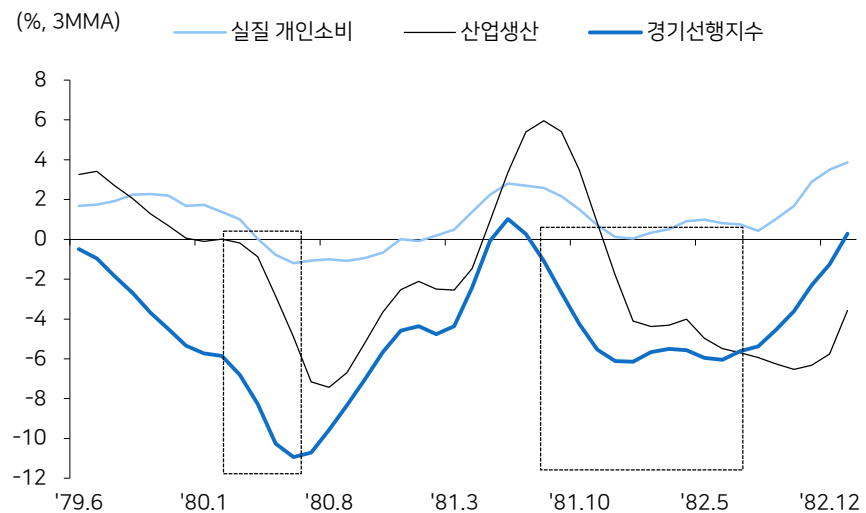
- 1980년 3월 물가상승률 정점 형성 이후 시장은 1차 반등을 거침. 그러나 1980년 8월 물가상승 압력이 다시 발현되었고(10.8%), 재할인율도 재차 인상
- 경기도 더블딥, 두번째 물가 압력은 80년 말 정점을 형성했지만, 볼커 의장은 긴축정책을 고수했고 본격적인 뉴앙스의 변화는 1982년 10월(CPI 상승률 5% 경)이었음

S&P500 지수, 실적, 정책금리 & 물가상승률 추이



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

실물지표: 실질 개인소비, 산업생산, 경기선행지수



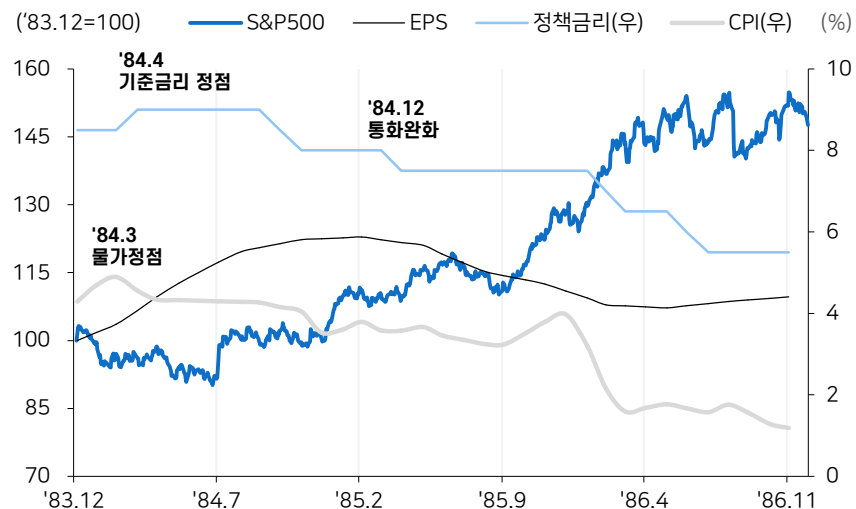
자료: The Conference Board, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

Case study (5). 1983~1986년

탈압박 타이밍

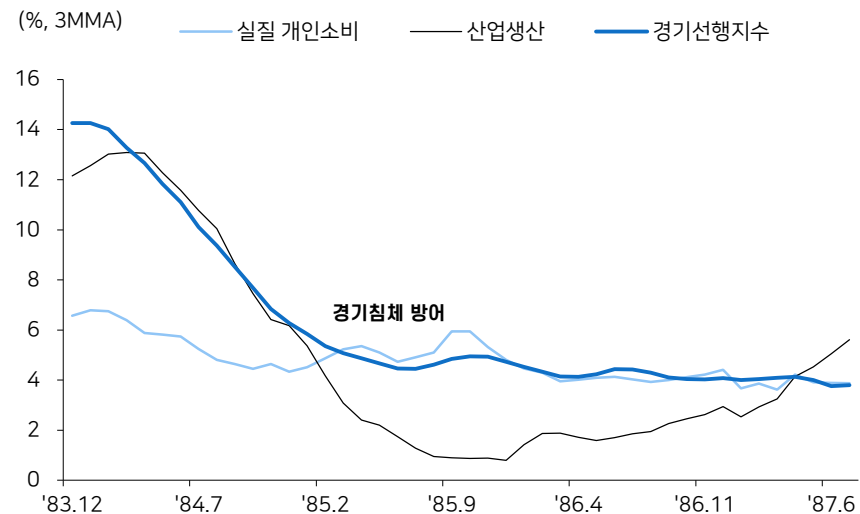
- 물가정점과 함께 기준금리 정점 형성 이후 지수 변곡점 형성됨. 정점 이후 물가 하향 추세가 확인됨에 따라 지수 조정 압력 강하지 않았음
- 1985년 9월까지 진행된 1년 간의 경기 하방 압력에도 주식시장은 연준의 경기 부양 의지에 기대를 높임

S&P500 지수, 실적, 정책금리 & 물가상승률 추이



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

실물지표: 실질 개인소비, 산업생산, 경기선행지수



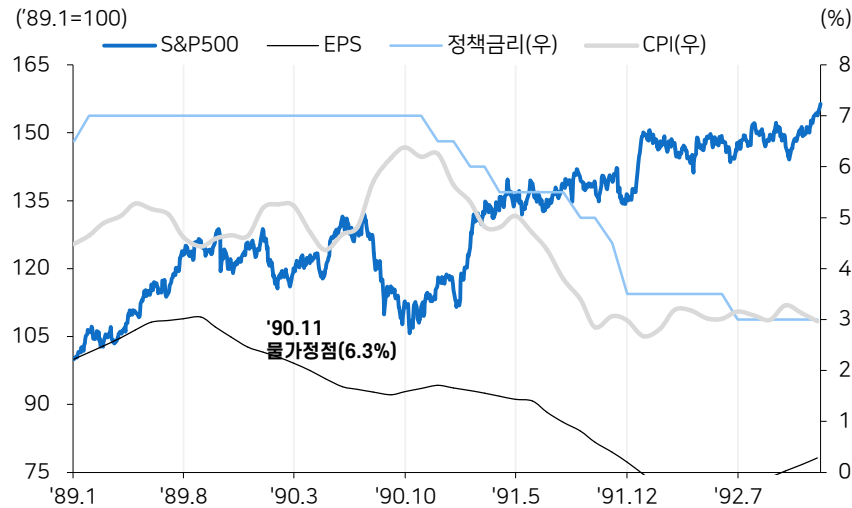
자료: The Conference Board, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

Case study (6). 1990~1991년

탈압박 타이밍

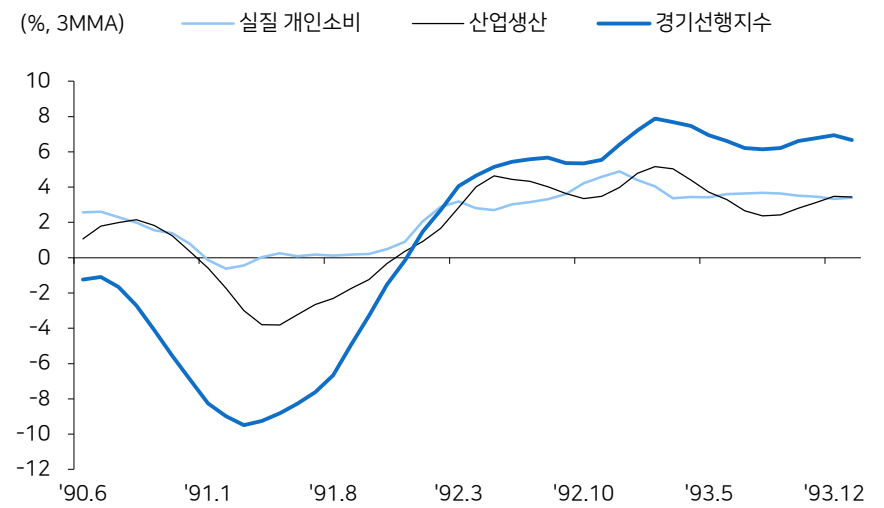
- 1989년 정책금리 인상 중단 이후 시장금리 하락하며 금융환경 개선. 다만 1990년 8월 1차 걸프전 발발로 물가 상승압력 발생해 재차 물가 정점 확인 이후 조정 마무리
- 90년 경기 하방 압력 강했지만 경기보다는 물가와 금리가 더 중요했음

S&P500 지수, 실적, 정책금리 & 물가상승률 추이



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

실물지표: 실질 개인소비, 산업생산, 경기선행지수



자료: The Conference Board, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

Case study (7). 2011~2012년

탈압박 타이밍

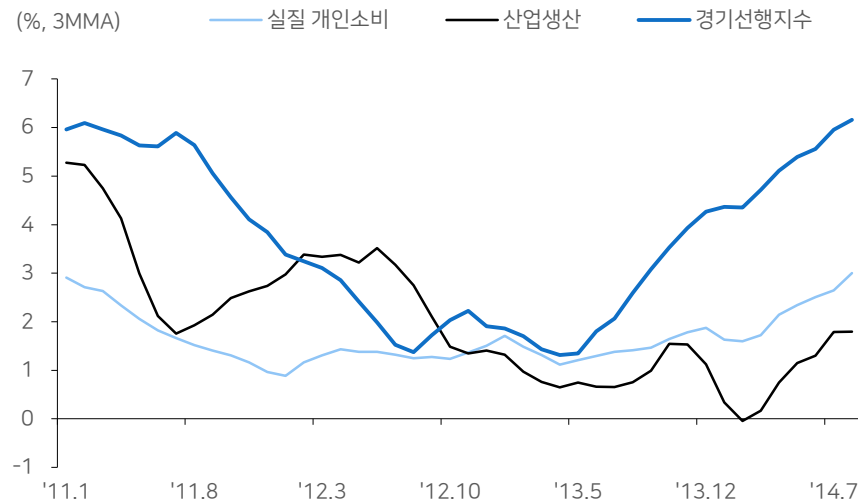
- 2000년과 2008년은 각각 시장 신뢰 훼손과 신용위기로 금리인상 중단 및 물가상승률 보다 금융 신뢰의 회복이 더 중요했음. 이번의 경우에도 신용, 금융시장 신뢰 등이 Tail-risk가 될 수 있음
- 2011년은 경기 회복기에서의 물가압력과 함께 미국 신용등급 강등과 유럽 재정위기로 인한 더블딥 우려로 지수 하방 압력 높았던 시기
- 물가정점이 확인되고 QE3가 개입하면서 더블딥 방어를 통해 지수는 상승추세를 지속할 수 있었음

S&P500 지수, 실적, 정책금리 & 물가상승률 추이



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

실물지표: 실질 개인소비, 산업생산, 경기선행지수

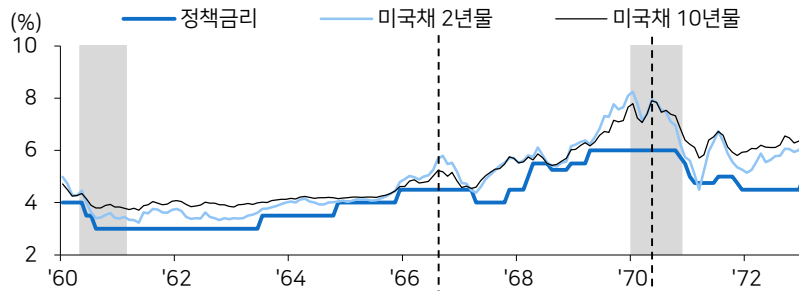


자료: The Conference Board, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

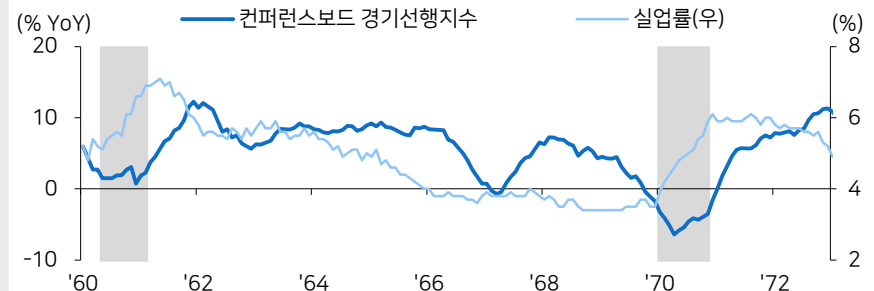
금융시장 변곡점 Case Study(Monthly View, 1960~1972)

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

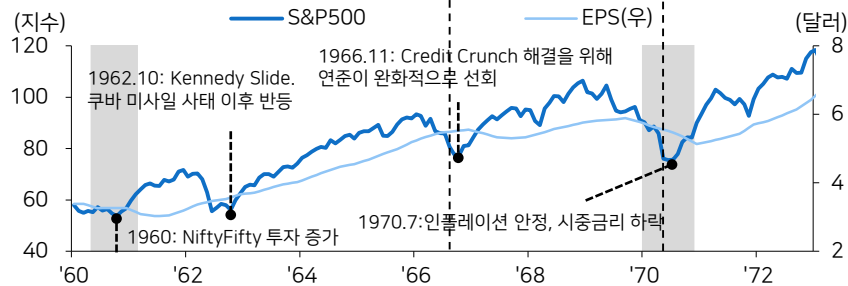
정책금리 및 미국채 금리



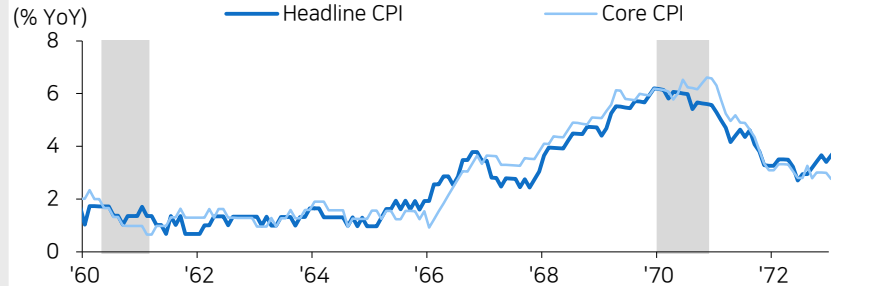
경기 사이클



S&P500 및 EPS



인플레이션

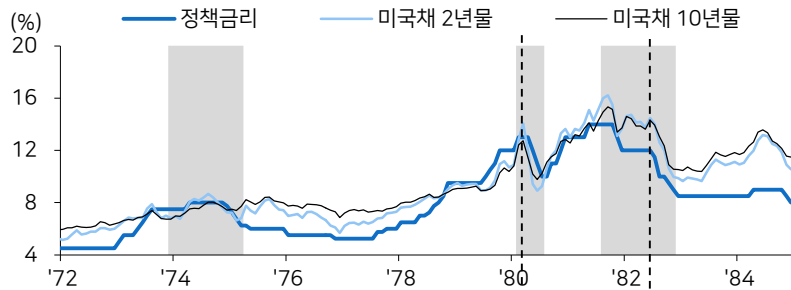


주: 음영은 NBER 기준 경기침체 기간
자료: Robert J. Shiller, The Conference Board, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

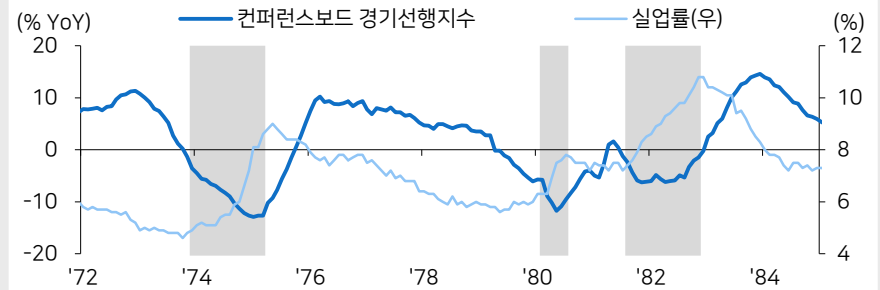
금융시장 변곡점 Case Study(Monthly View, 1972~1984)

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

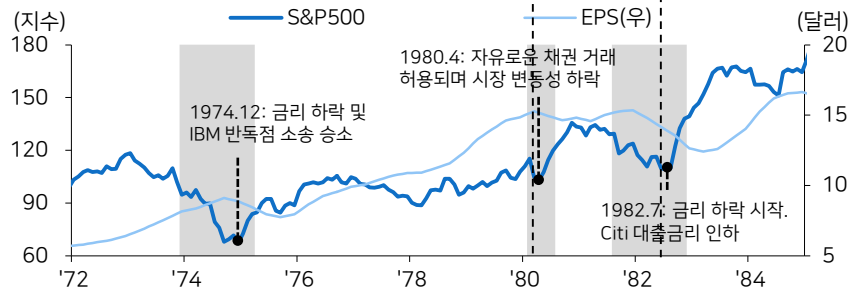
정책금리 및 미국채 금리



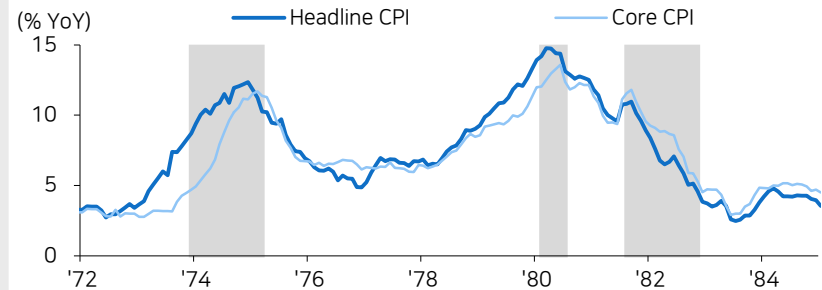
경기 사이클



S&P500 및 EPS



인플레이션

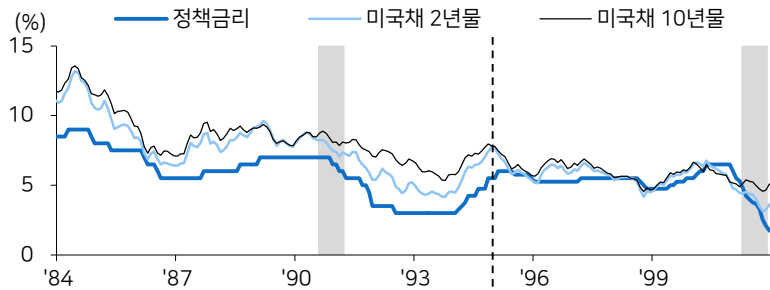


주: 음영은 NBER 기준 경기침체 기간
자료: Robert J. Shiller, The Conference Board, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

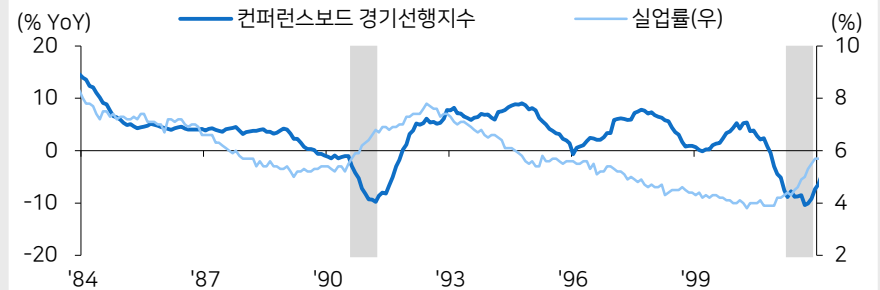
금융시장 변곡점 Case Study(Monthly View, 1984~2001)

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

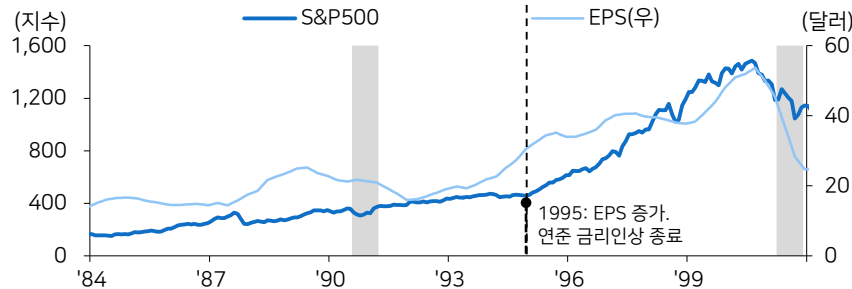
정책금리 및 미국채 금리



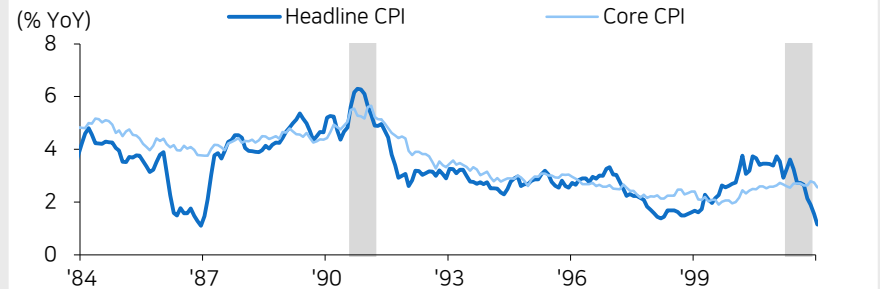
경기 사이클



S&P500 및 EPS



인플레이션

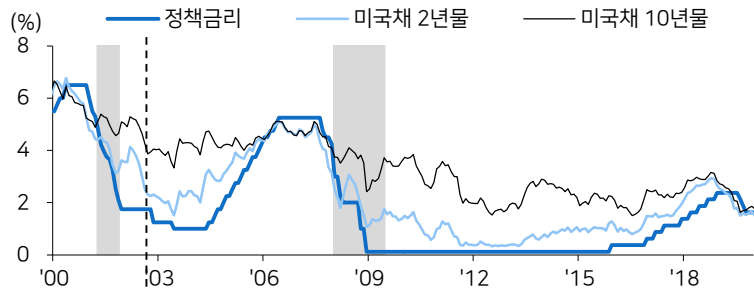


주: 음영은 NBER 기준 경기침체 기간
자료: Robert J. Shiller, The Conference Board, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

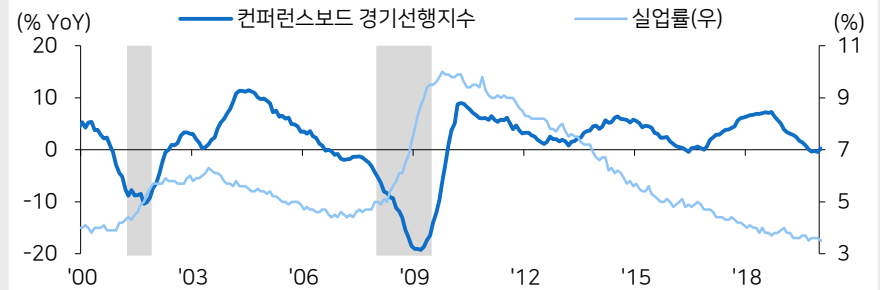
금융시장 변곡점 Case Study(Monthly View,2000~2019)

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

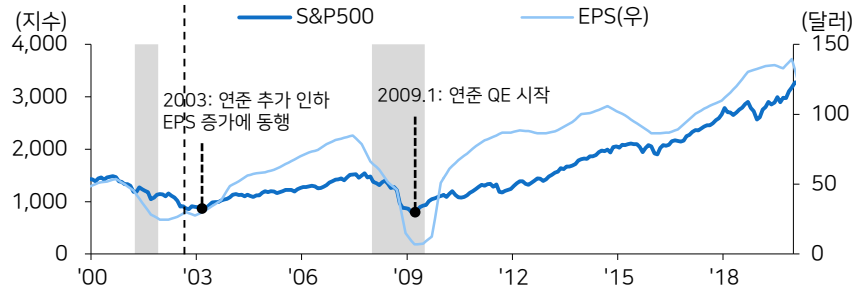
정책금리 및 미국채 금리



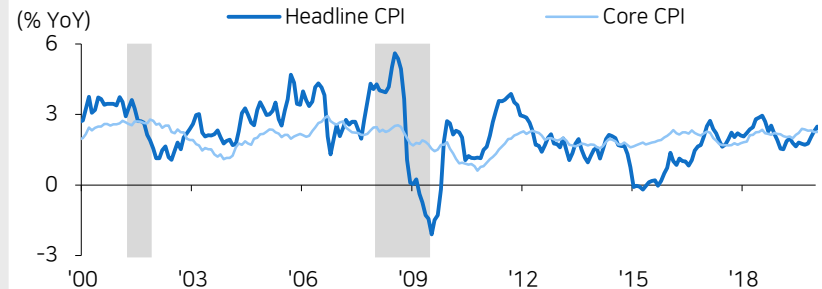
경기 사이클



S&P500 및 EPS



인플레이션

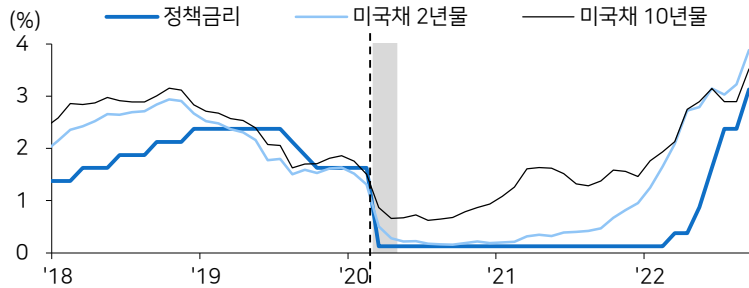


주: 음영은 NBER 기준 경기침체 기간
자료: Robert J. Shiller, The Conference Board, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

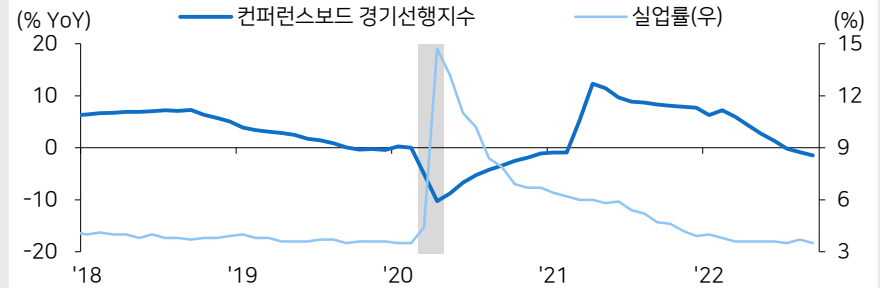
금융시장 변곡점 Case Study(Monthly View,2018~현재)

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

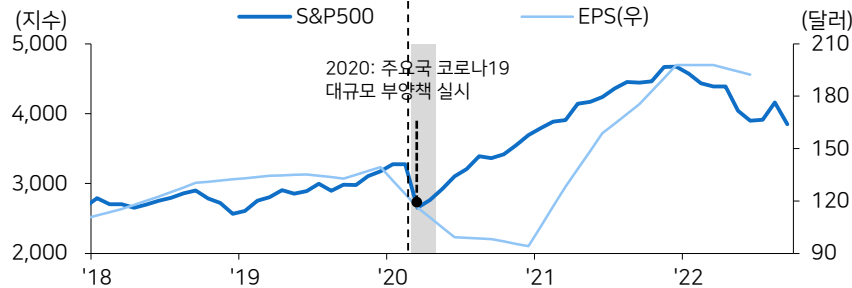
정책금리 및 미국채 금리



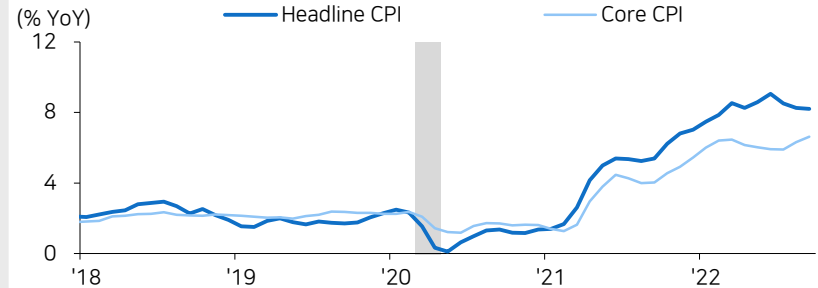
경기 사이클



S&P500 및 EPS



인플레이션



주: 음영은 NBER 기준 경기침체 기간
자료: Robert J. Shiller, The Conference Board, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

경기침체에도 물가 정점 & 기준금리 정점 = 증시 저점의 공식

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

탈압박 타이밍

- 경기침체 가미되더라도 물가 정점 & 기준금리 ‘정점’ = 증시 저점과 동행 혹은 1Q 후행 한다는 공식은 변하지 않음. 일단 ‘멈춤’의 시그널이 확인되어야 비로소 저점을 형성
- 결국 인플레이션 정점 형성, ‘Pause’에 대한 가이드던스가 반등 타이밍

경기 침체에도 증시 저점은 경기모멘텀 보다는 유동성 환경에 더 밀접하게 반응함

침체기간	개월	증시 고점	증시 저점	경기모멘텀 저점	기준금리 정점	성과 (%)	조정 기간 (일)	증시회복 기간(일)	경기회복 기간(분기)	
1957-08	1958-04	8개월	1957-07-15	1957-10-22	1958 1Q	1957-10	-20.7	99	328	5
1960-04	1961-02	10개월	1959-08-03	1960-09-28	1961 1Q	1960-05	-13.6	422	107	5
1969-12	1970-11	11개월	1968-11-29	1970-05-26	1970 4Q	1970-01	-36.1	543	647	6
1973-11	1975-03	1년 4개월	1973-01-11	1974-10-03	1975 1Q	1974-07	-48.2	630	2,114	8
1980-01	1980-07	6개월	1980-02-13	1980-03-27	1980 3Q	1980-04	-17.1	43	109	4
1981-07	1982-11	1년 4개월	1980-11-28	1982-08-12	1982 3Q	1981-07	-27.1	622	83	7
1990-07	1991-03	8개월	1990-07-16	1990-10-11	1991 1Q	1990-09	-19.9	87	118	5
2001-03	2001-11	8개월	2000-03-24	2002-10-09	2001 4Q	2000-12	-49.1	929	1,694	4
2008-01	2009-06	1년 6개월	2007-10-09	2007-10-23	2009 2Q	2007-08	-56.8	517	1,480	14
2020-03	2020-04	2개월	2020-02-20	2020-03-23	2020 2Q	2019-09	-33.9	32	142	5

자료: 메리츠증권 리서치센터

Appendix. 경기 침체기 세부 경제지표 및 정책

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

침체기간	실질 재화 소매판매	산업생산 (%)	비농업 고용 (%)	Max 실업률 (%)	물가	Capex 과잉	통화긴축	실질 중립 금리 상회	재정긴축	GDP (%)
1957-08-01	-5.5% (7개월)	-12.7	-4.2	7.5	○	○	○ (55.4~57.10, 200bp)	X	X	-3.6
1960-04-01	-2.1% (10개월)	-6.2	-2.3	7.1	X	X	○ (58.9~59.10, 225bp)	X	○ (세금인상)	-1.3
1969-12-01	-1.1% (3개월)	-5.8	-1.2	6.1	○	X	○ (68.12~69.5, 75bp)	X	○ (세금인상)	-0.7
1973-11-01	-13.0% (13개월)	-12.9	-2.8	9.0	○	X	○ (73.1~73.8, 550bp)	○	X	-3.1
1980-01-01	-8.8% (4개월)	-6.6	-1.1	7.8	○	○	○ (79.12~80.3, 600bp)	○	X	-2.2
1981-07-01	-3.5% (6개월)	-9.2	-3.1	10.8	○	○	○ (80.8~81.5, 1050bp)	○	X	-2.6
1990-07-01	-7.0% (6개월)	-3.7	-1.4	7.8	○	X	X (88.2~89.2, 300bp)	○	X	-1.4
2001-03-01	-1.0% (6개월)	-3.5	-2.0	6.3	○	○	○ (99.6~00.5, 175bp)	○	X	-0.3
2008-01-01	-9.6% (23개월)	-17.0	-6.3	10.0	X	○	X (04.6~06.6, 425bp)	○	X	-4.0
2020-03-01	-14.6%(2개월)	-16.9	-14.4	14.7	X	X		X	X	-10.1

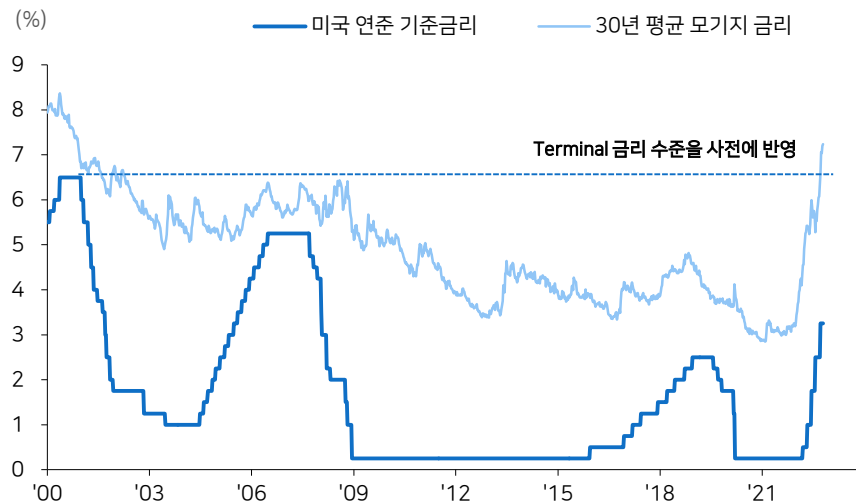
자료: 메리츠증권 리서치센터

Pause 시그널이 필요한 이유는 포워드 가이드런스 제약 때문

탈압박 타이밍

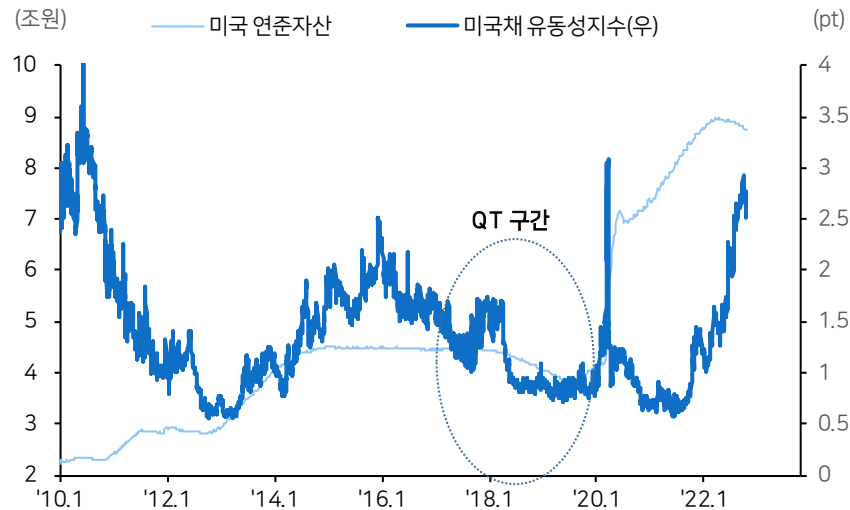
- 시장에게 금리는 레벨보단 불확실성이 더 중요한 요인이라 판단. 포워드 가이드런스는 ZLB(제로금리)에서 정책효과를 높이는 대안 수단이나 긴축사이클에선 긴축의 효과도 더 큼
- 점도표 상 Terminal 금리가 곧 시장금리에 반영되고 있음. 가이드런스 변화가 잦아 Terminal 금리가 재차 상향될 수 있다는 걱정이 문제
- 연준은 시장의 빠른 정책 반영에 긍정적인 평가. 다만 시장에선 불편할 이슈일 뿐임. Pause에 대한 반응이 강할 수 있는 이유

점도표 상 최종(Terminal) 금리를 순식간에 반영하는 현 시장



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

동일한 QT 구간에도 금리 불확실성에 대한 미국채 수요측의 불안감은 남달라



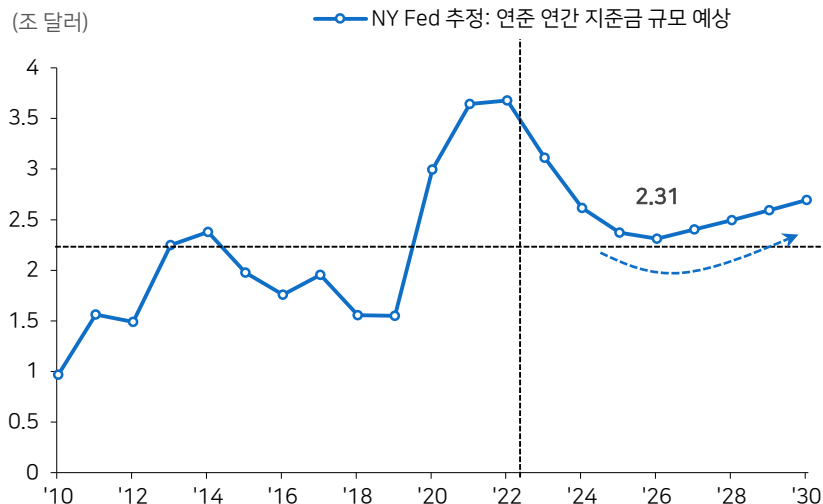
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

미국채 수요 부족 이슈도 같은 맥락

탈압박 타이밍

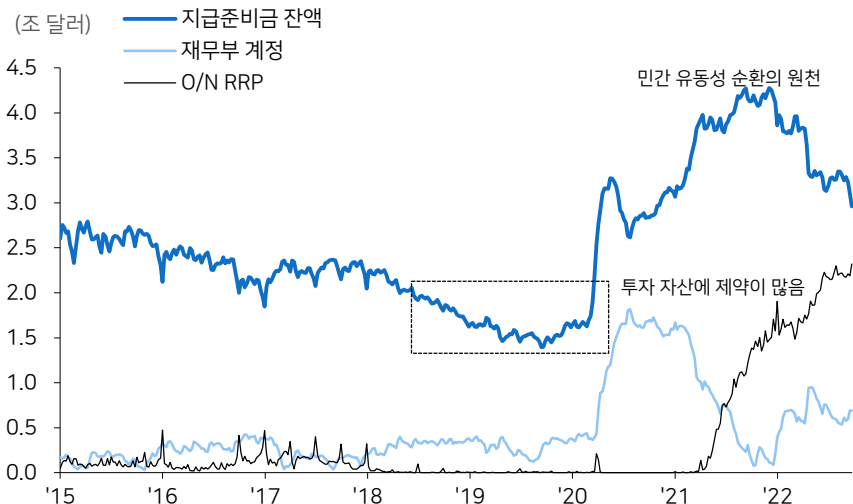
- 미국채 수요 고갈도 같은 맥락의 이슈임. 본질은 이전 대비 높아진 정책 불확실성
- 국채 수요와 관련해 필요지준금 수준에 대한 논의가 최근 이슈가 되는 중. 필요 지준금이란 민간 유동성 환경의 교란이 없을 만한 적정 지급준비금 수준. NY Fed는 '공개시장조작' 보고서에서 필요 지준금 규모를 2.3조 달러 수준으로 추정
- 현재 지급준비금 잔액은 2.9조 달러 수준 속도와 폭이 매우 커... 6~7개월 내 2.3조에 닿을 속도. 지급준비금 부족으로 QT가 멈출 수 있다는 의견도 제기

필요 지준금 2.3조 달러(?) '2025년 늘어나는 연준 지준금 수요에 따라'



자료: Federal Reserve of New York 'Open Market Operation', 메리츠증권 리서치센터

자산 감소 속도 대비 지급준비금 빠르게 감소 중. RRP 잔액의 증가

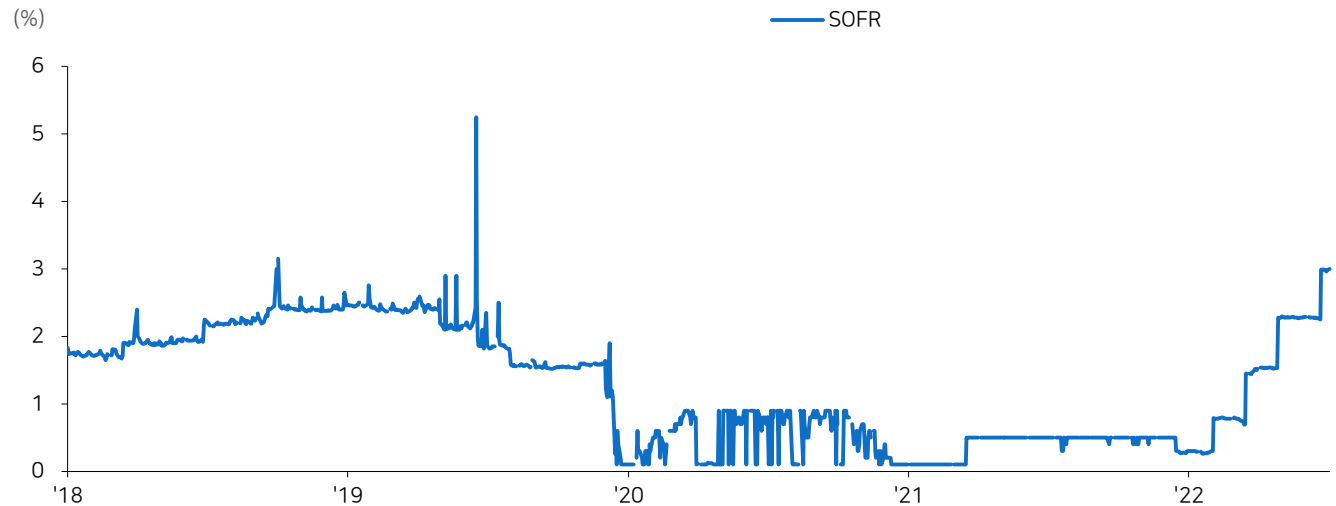


자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

탈압박 타이밍

- ‘지급준비금 고갈’ = 2019년 ‘레포발작’과 같은 현상의 원인이 됨
- 당시 직접적인 원인으로서는 국채 입찰 참여 등 현금 수요가 늘어나는 것이었지만. 지준금 감소 & 금융위기 이후 강화된 자본 규제로 은행이 초단기 현금을 공급하기 어려웠던 상황 → 연준의 ‘Not QE’

레포발작, 2019년 10월 단기자금시장 자금수요 몰리면서 발생



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

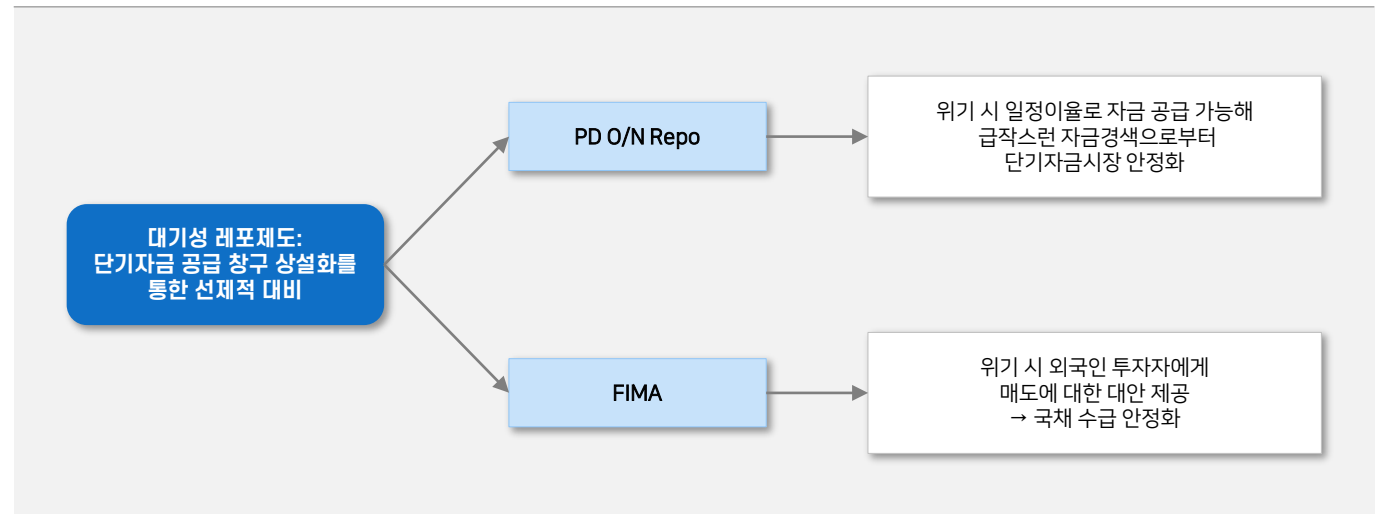
대기성 레포제도(Standing Repo Facility) 설치가 1차 방어선

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

탈압박 타이밍

- 다만, 초단기자금 고갈에 대비해 연준은 두 가지 대기성 레포제도(Standing repo)를 구축. 국채를 담보로 단기자금 대여할 수 있어
- 2019년 스탠딩 레포 도입 과정을 다룬 연준의 페이퍼를 참고하면 스탠딩 레포의 목적은 Ample Reserve 환경에서 필요지준금의 수준을 낮추고 궁극적으로 지준 수요를 낮춤에 따라 연준의 자산 축소 과정을 Smoothing 할 Buffer를 만들겠다는 것

'레포발작'의 교훈으로 단기자금시장 지원 시설 신설



자료: 메리츠증권 리서치센터

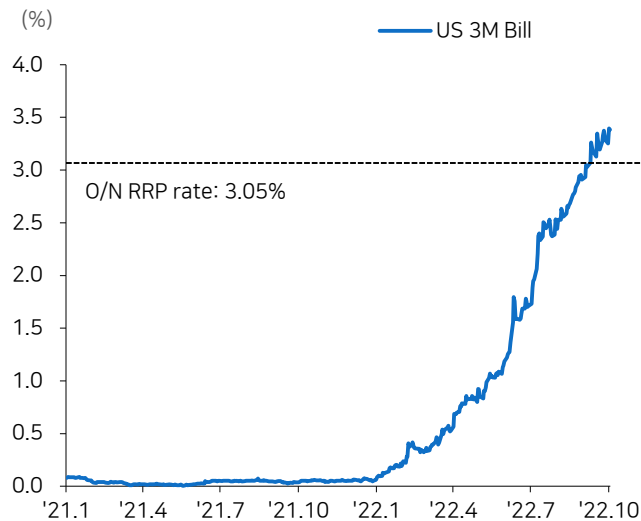
미국 재무부 단기채 발행 확대(바이백)는 역레포 예치금 흡수 기대

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

탈압박 타이밍

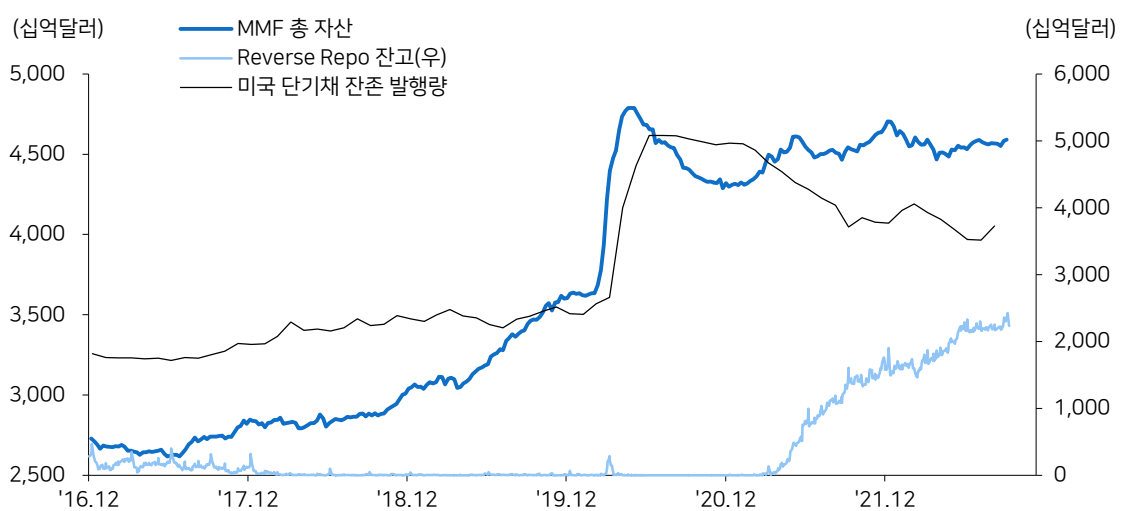
- 미국 재무부는 단기채 발행량을 늘려 금리 매력을 높이는 방안을 강구 중. 바이백(장기채권 매입, 단기채권 발행)을 논의 중. 9월 FOMC 의사록에서 위원들은 이에 대해 긍정적인 판단
- 의사록의 뉘앙스를 미루어볼 때 당분간 단기채 발행의 효과 지켜볼 것. SLR 완화는 엘리자베스 워런 상원의원, 브라운 하원의원 등 정치권의 반대파가 존재한다는 것이 부담일 수 있음

미국 3개월물, O/N RRP rate 하회했으나 최근 상회



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

재무부는 단기채 발행을 늘려 MMF의 O/N RRP를 단기채로 이끄려는 의도



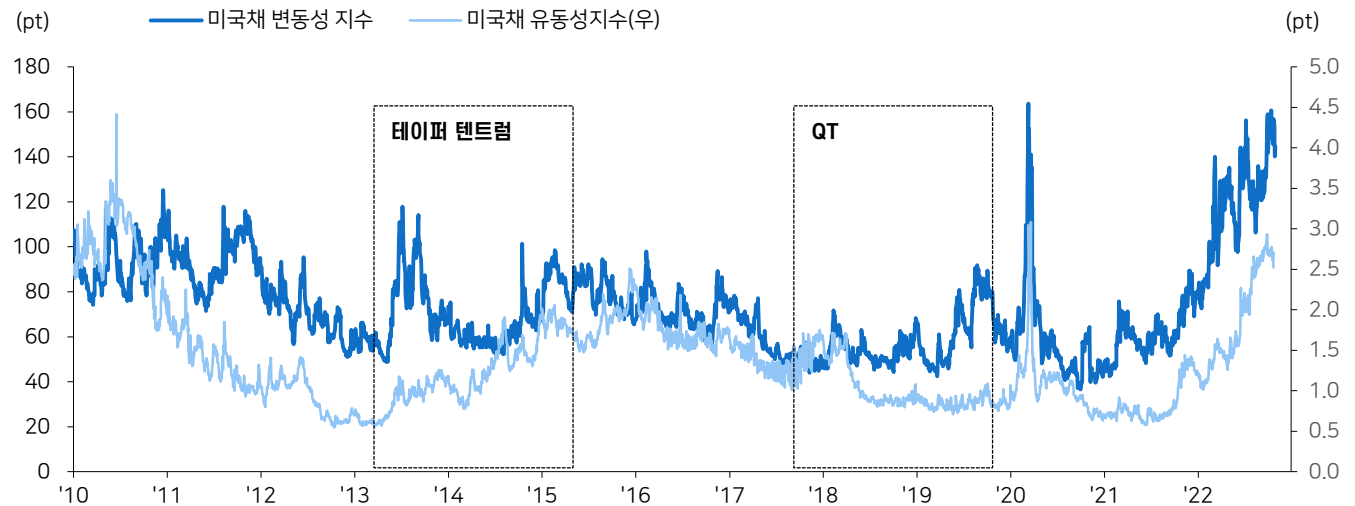
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그러나 근본적인 이유는 채권의 매력이 없다는 것

탈압박 타이밍

- 그러나 국채 유동성 논란의 근본적인 이유는 채권의 매력이 없기 때문. 부채 잔액 확대됐으나 현재 시중 유동성 레벨이 과거 대비 낮지도 않음. 가이던스 불확실성에 따른 우려로 투자결정을 꺼리는 것
- 은행에 대한 SLR 규제도 GSIB에게 제약적인 수준이 아님(“SLR will no longer be our binding capital constraint” - JPM 3Q Earnings Call). 2017~19년도 대형은행 예금금리는 기준금리 대비 상승이 느낌
- 점도표 변경 우려의 안정이 우선이며, 규제는 부수적인 이슈. 즉, 채권 유동성 이슈도 ‘Credibility’ 이슈임 → Terminal 금리 Guidance 변화 없음의 확인 → Credibility 회복 → 금리 불확실성 완화가 증시 반등 전 선행돼야 할 숙제

동일한 QT 구간에도 금리 불확실성에 국채에 대한 불안은 달라



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

Pause의 필요조건. 인플레이션 완화의 증거

- Pause 신호는 인플레이션 데이터에서 찾아볼 수 있을 것
- 7월, 8월, 9월 물가상승을 주도하고 있는 품목은 식료품, 신차, 주거비, 운송 및 의료서비스임. 해당 품목의 물가상승 압력 완화가 Key

2021년 이후 품목별 소비자 물가 추이

(% MoM)	2021						2022								
	7월	8월	9월	10월	11월	12월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월
소비자물가	0.5	0.3	0.4	0.9	0.7	0.6	0.6	0.8	1.2	0.3	1.0	1.3	0.0	0.1	0.4
식료품	0.6	0.4	0.8	0.8	0.7	0.5	0.8	1.0	1.0	0.8	1.1	1.0	1.1	0.8	0.7
에너지 서비스	0.7	1.2	1.2	2.4	0.2	0.3	2.9	-0.4	1.8	1.3	3.0	3.5	0.1	2.1	1.1
핵심물가	0.3	0.2	0.3	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5	0.3	0.6	0.6	0.7	0.3	0.6	0.6
핵심 재화 물가	0.4	0.4	0.3	1.1	0.9	1.2	1.0	0.4	-0.4	0.2	0.7	0.8	0.2	0.5	0.0
신차	1.5	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2	0.0	0.3	0.2	1.1	1.0	0.7	0.6	0.8	0.7
중고차	0.0	-1.2	-0.5	2.5	2.4	3.3	1.5	-0.2	-3.8	-0.4	1.8	1.6	-0.4	-0.1	-1.1
의복	0.1	0.3	-0.7	0.6	0.7	1.1	1.1	0.7	0.6	-0.8	0.7	0.8	-0.1	0.2	-0.3
의약품	0.2	-0.2	0.3	0.6	0.1	0.0	0.9	0.3	0.2	0.1	0.3	0.4	0.6	0.2	-0.1
핵심 서비스 물가	0.3	0.1	0.2	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.6	0.7	0.4	0.6	0.8
주거비	0.4	0.4	0.6	0.7	0.5	0.5	0.7	0.5	0.7	0.6	0.8	0.8	0.4	0.8	0.7
임차료	0.4	0.2	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	0.7	0.8
거주지 외 숙박 비용	5.8	-2.7	0.1	2.1	1.9	1.6	-3.9	2.2	3.3	1.7	0.9	-2.8	-2.7	0.1	-1.0
OER	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7	0.6	0.7	0.8
운송서비스	-0.9	-1.2	-1.0	0.2	0.7	0.0	1.0	1.4	2.0	3.1	1.3	2.1	-0.5	0.5	1.9
의료서비스	0.2	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.6	0.1	0.6	0.5	0.4	0.7	0.4	0.8	1.0

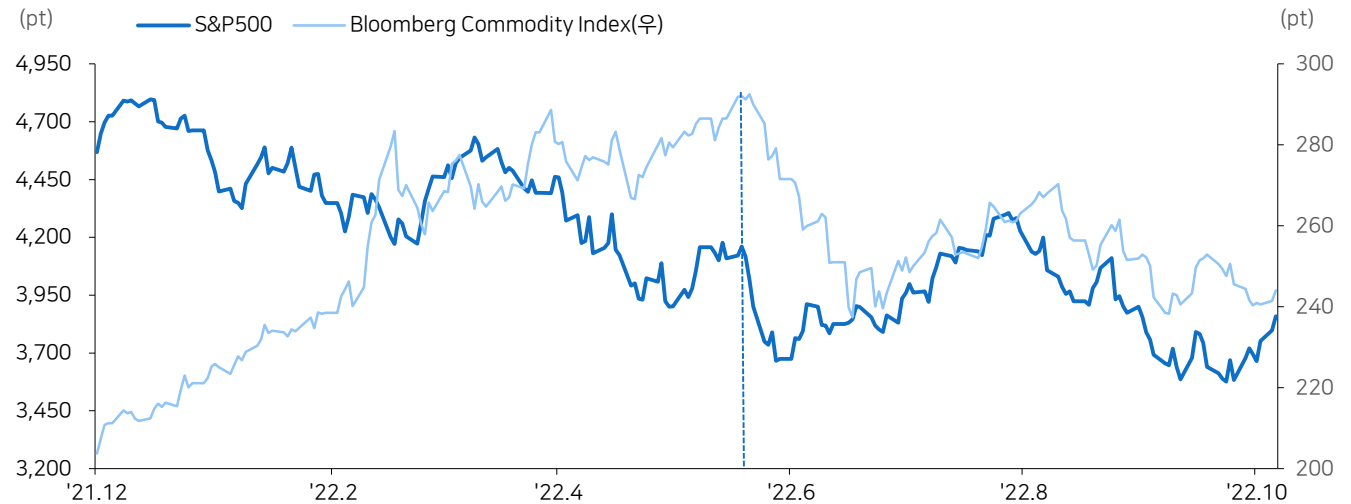
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

정점 확인보다 '인식'이 중요

탈압박 타이밍

- 물가 정점을 확인하는 것도 중요하나 '인식'의 확산이 더 중요. 6월 시장은 원자재 가격 정점 형성만으로 소비자물가 정점 인식을 확대
- Core 부문 선행지표 둔화가 현재부터 공히 2개월 이상 지속된다면 물가 정점에 대한 인식은 확대될 것
- 연말까지 CPI 하락 추세와 Proxy 지표 둔화되는 양상이 보일 경우
→ 기대인플레이션 안정 + 경기둔화 = Higher for Longer의 명분 약화
→ 3월 FOMC 이후 금리인상 중단이 변곡점으로 보이나, 포워드 가이드언스로 더 빨라질 가능성 있음

원자재 가격이 불러 일으킨 물가정점기대, 이제는 핵심물가 완화 시그널 필요

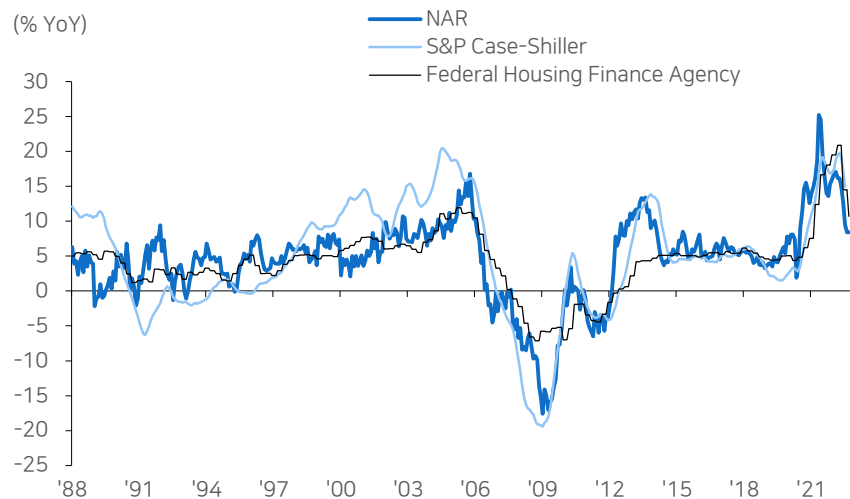


자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

탈압박 타이밍

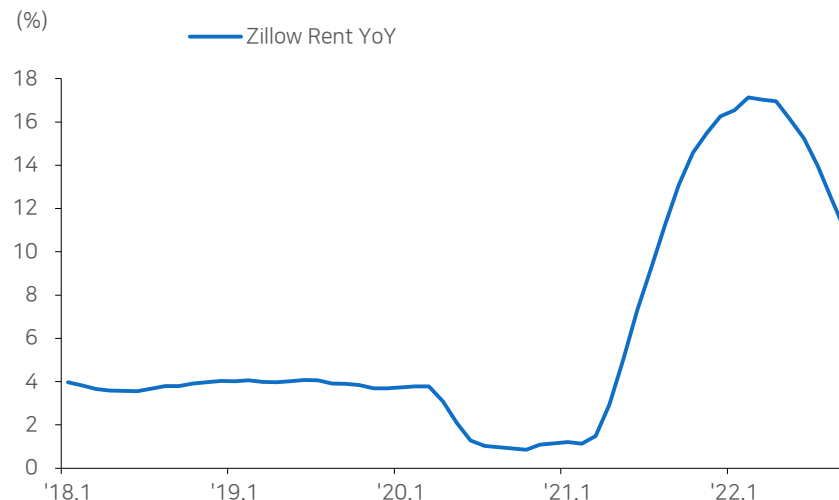
- 주거비 압력은 완연한 둔화를 시사. CPI 내 주거비 지수 내 OER은 S&P Case Shiller 전미주택가격지수에 11개월 후행(상관관계 0.688), Zillow Rent Price에 6개월 후행(0.911)
- Zillow Rent Price는 Rent CPI와 8개월 시차를 두고 상관성을 띄기도 함(0.849)
- 금리상승압력으로 주택경기에 급격한 반전을 생각하기는 힘든 환경임. 대리지표들의 완화세는 계속될 것

측정 기관 별 지수 모두 주거비 압력 완화를 가리킴



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터 추정

Zillow Rent Price: 주거비의 고빈도 데이터

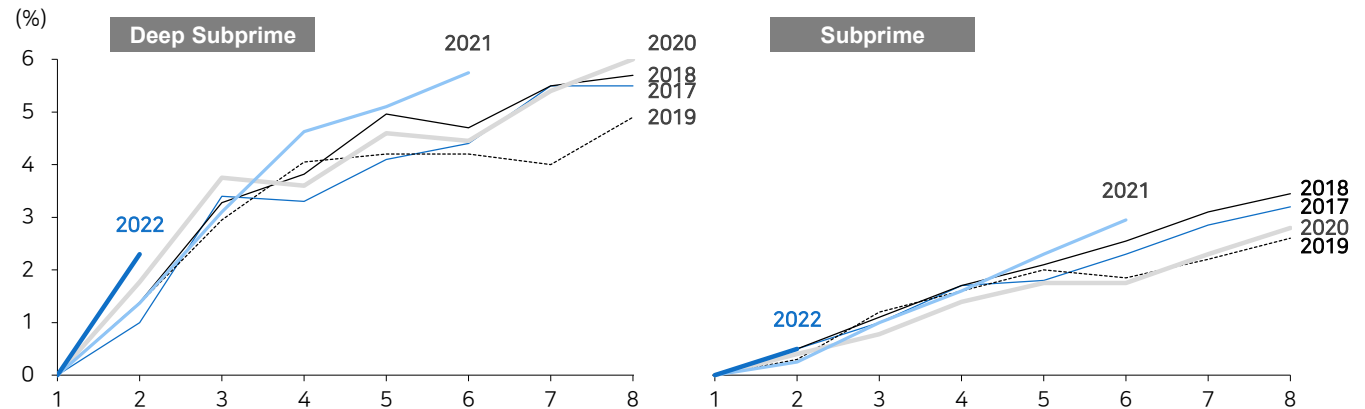
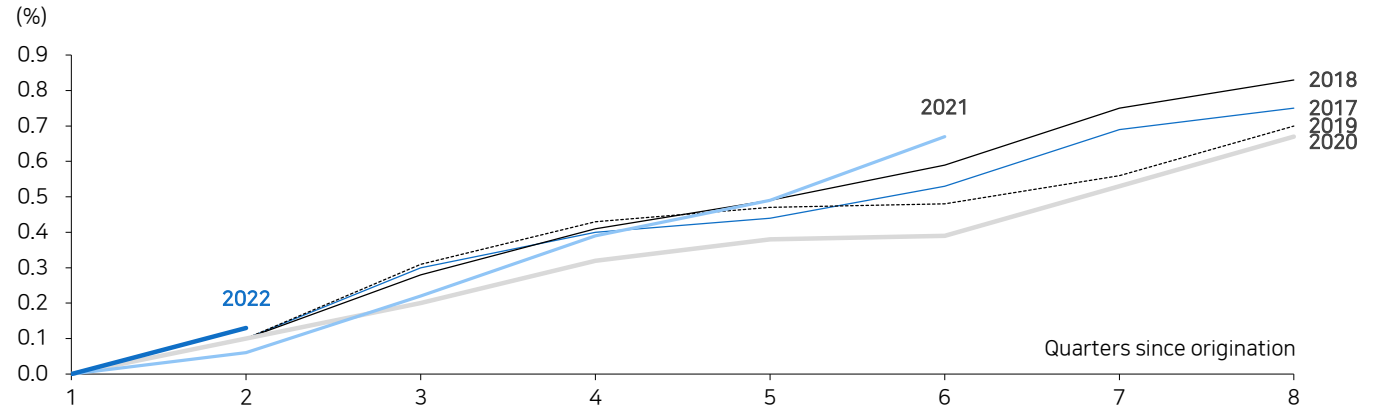


자료: Zillow, 메리츠증권 리서치센터 추정

높아진 신차 가격도 이제는 부담 요인(Auto loan 연체)

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

신차 수요: 서브프라임 등급 중심으로 자동차 대출 연체율 상승



자료: CFPB Consumer Credit Panel, 메리츠증권 리서치센터

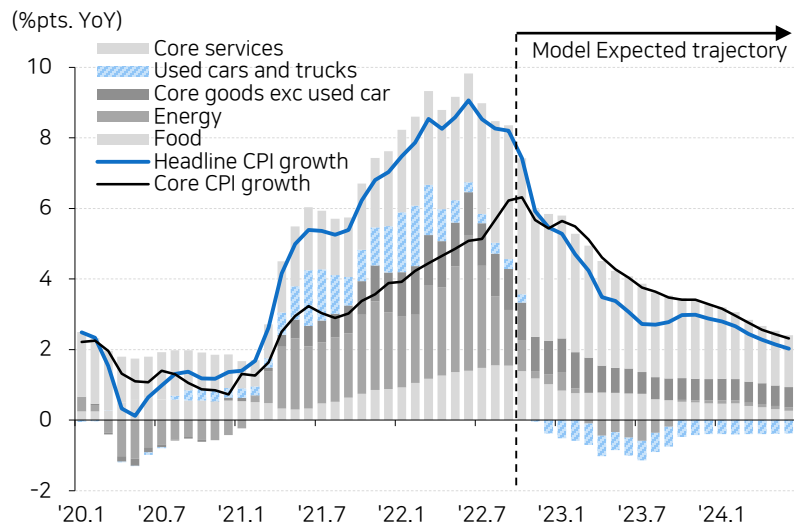
Meritz view: 인플레이션은 정점, 1분기 'Pause' 가이드런스 확인

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

탈압박 타이밍

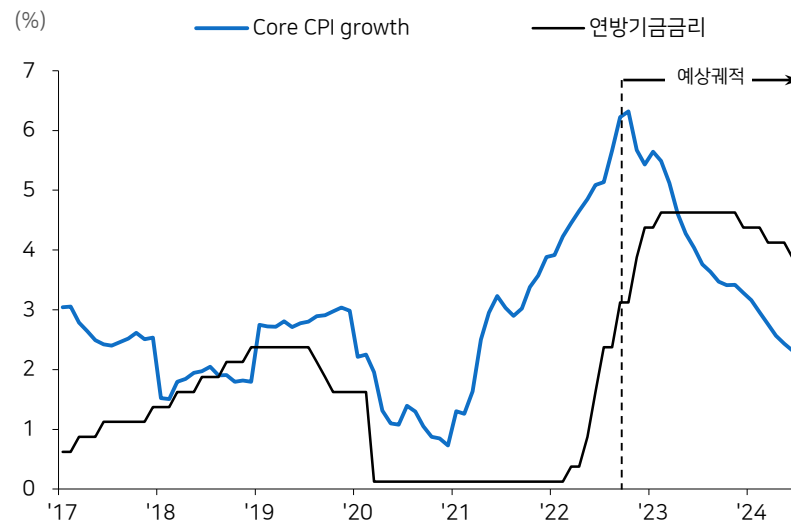
- 인플레이션 정점 이후 하락하는 추세에 대한 생각은 변함 없음. 과거 Case study와 지금 가이드런스 불확실성으로 인한 시장 교란을 미루어 볼 때 남아있는 고비는 'Pause' 시그널 뿐
- 주택, 신차 가격, 임금 압력 등 핵심물가 Proxy의 둔화를 볼 때 가이드런스는 내년 1분기 내로 확인 할 수 있을 것이라 전망. 당사 이코노미스트는 2월 FOMC에서 마지막 금리인상 이루어질 것으로 예상하며 하반기 내 예방적 인하 가능성

인플레이션 예상 경로 및 기여도: 정점 형성 경로



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터 추정

핵심물가상승률과 연방기금금리 궤적



자료: US BLS, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터 추정

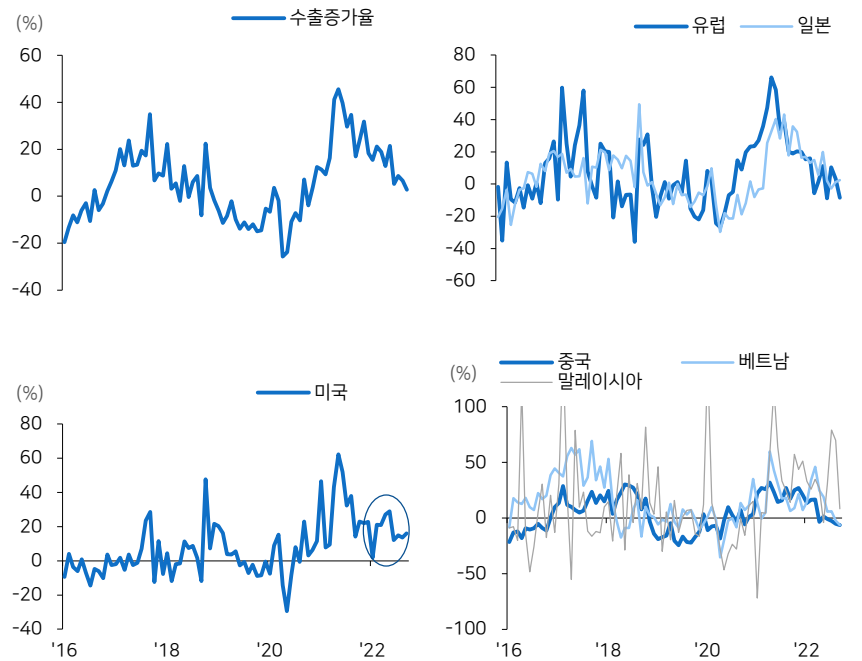
[2] Non-US 차별화의 반전

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

탈압박 타이밍

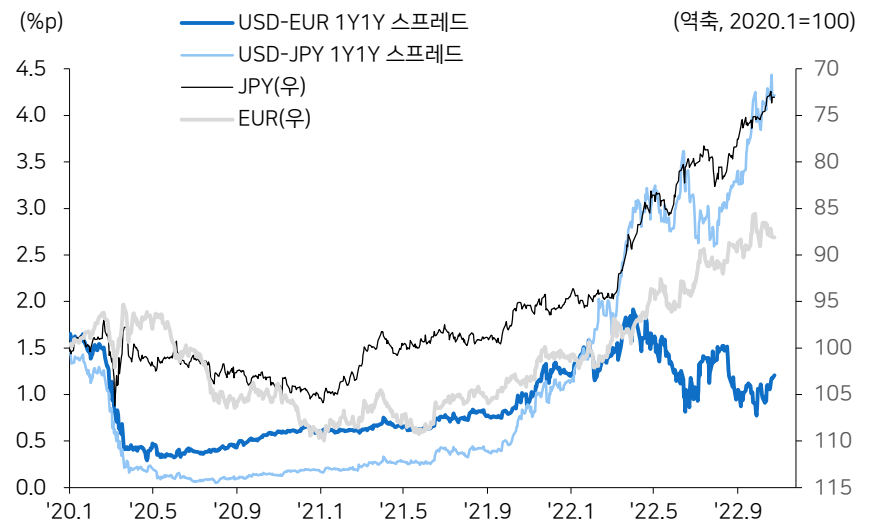
- 미국과 논외로 Non-US 지역의 되돌림이 필요. 수출 관점에서 미국향보단 다른 국가들의 수입수요 약화가 문제
- 유럽 에너지/중국 봉쇄/러-우 전쟁이 미국 긴축 기조와 맞물리며 FX 부담도 가중. Non-US의 대외 구매력 약화로 연결

수입수요 환경: US vs. Non-US, 미국보단 미국 외 국가가 더 중요



자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

FX 부담은 Non-US 구매력에 이중고의 악순환



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

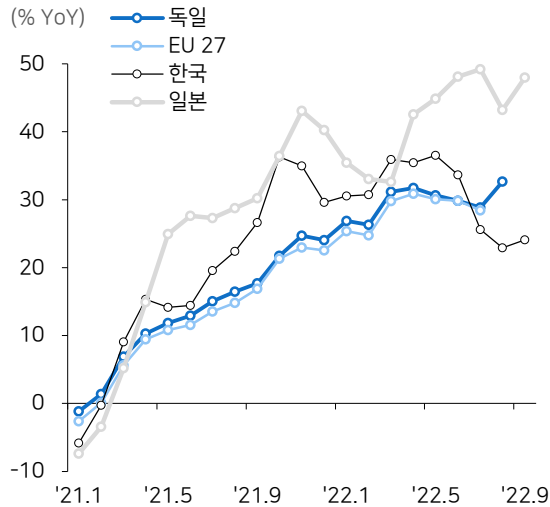
Non-US의 회복 = 환, 크레딧, 국가별 파편화 우려 해소

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

탈압박 타이밍

- 극단적인 환 약세 → 수입물가 상승 → 비용 상승에 따른 취약 기업 신용위기 가능성 → 국가 파편화 이슈
- 악순환의 순환참조를 끊기 위해선 미국 긴축과는 별개로 유럽 에너지/중국 봉쇄/러-우 전쟁 중 하나 고리는 끊겨야 함

FX → 구매력 약화 수입물가 상승



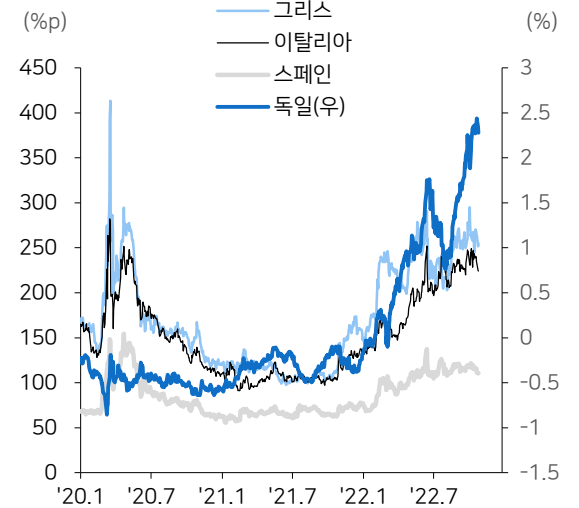
자료: 각국 통계, 메리츠증권 리서치센터

전쟁 & 크레딧 부담



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

Sovereign에 대한 의구심도 있음



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

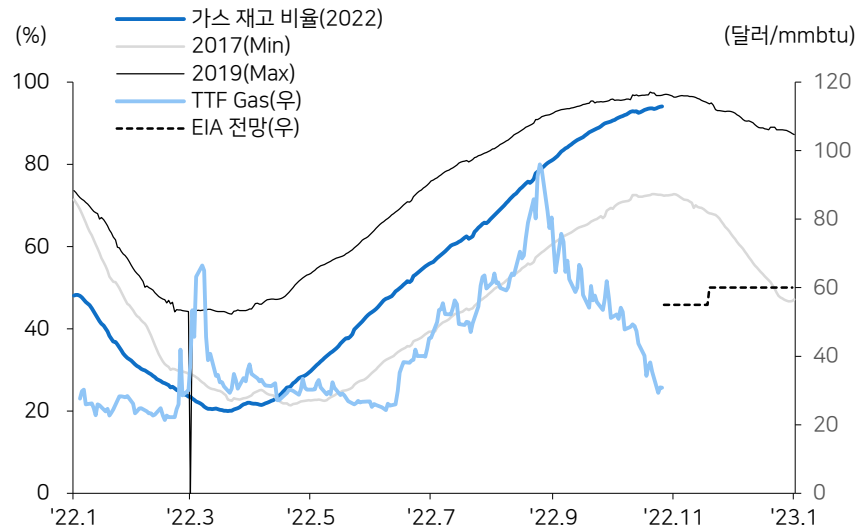
에너지 위기의 반전, 유럽 반등이 우선될 것으로 예상

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

탈압박 타이밍

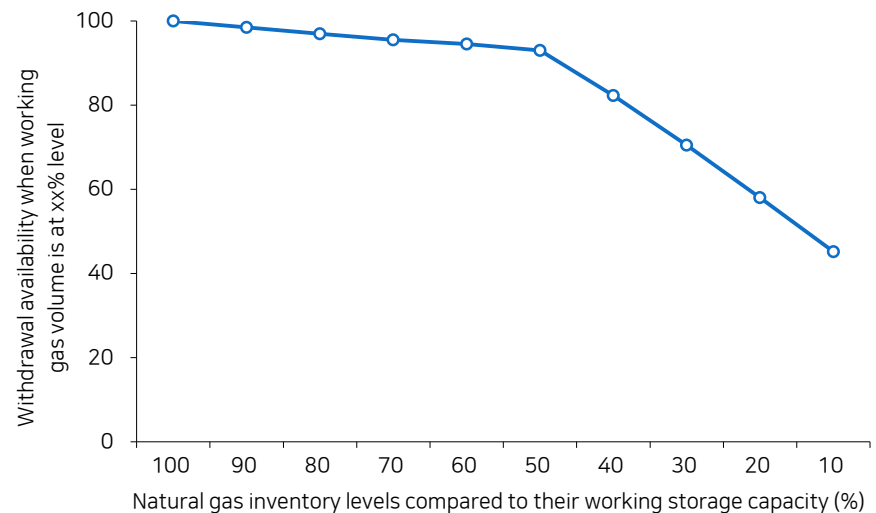
- 유럽 에너지 부문 고리가 가장 먼저 풀릴 것으로 봄. 정부의 가스가격 안정화 대책 효과 발현 중
- 에너지 위기 반전은 1) 천연가스 가격이 안정화 되는 것은 필요조건, 2) 공급의 원활화가 충분조건
- 러시아로부터 Flow가 부족하기 때문. Flow 부족 상황에서 재고 수준은 큰 의미가 없음. 천연가스는 압력 문제로 재고 수준에 따라 추출의 효율성이 크게 달라지기 때문. 일정 수준 이상(30%)의 재고 수준을 항상 유지해야함

유럽 천연가스 재고 수준과 TTF 벤치마크 가스 가격



자료: 자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

추출 효율성과 천연가스 재고 수준 관계: 재고에 따라 추출 효율도 달라져



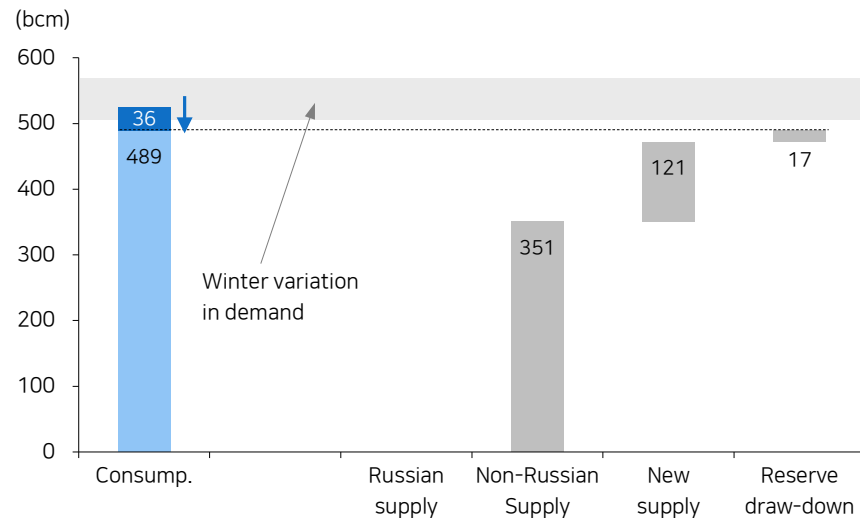
자료: IEA Gas market report, 메리츠증권 리서치센터

반전의 시기는 3월 1. 자발적 수요 감축 조치의 끝

탈압박 타이밍

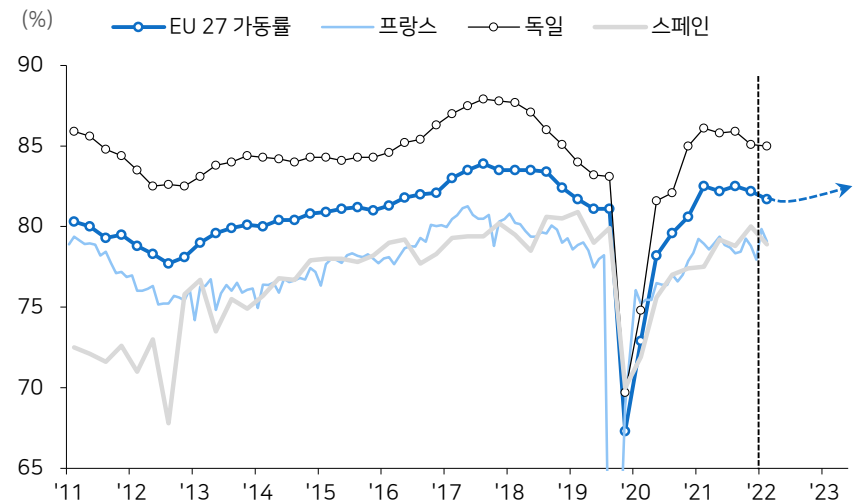
- IMF의 Russia Shut-off 시나리오에서도 쇼티지 발생 가능성이 언급. 수요 감축이 필요
- EU 위원회는 공장 가동률 축소 등 에너지 수요 감소 조치 규정을 3월까지 지속할 예정(5년 평균 대비 수요 15% 감축) → 수요 감축에는 산업 부문이 가장 큼. 1분기까지 펀더멘탈 타격 불가피
- 에너지 불안에 따른 실물 타격은 3월 수요 감축 조치가 끝난 이후 실마리를 찾을 수 있을 것

Flow가 부족하면 어쩔 수 없이 수요 감축에 대한 부담이 있음



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

EU 산업 가동률: 수요 감축으로 가동률 타격, 3월 이후 변곡점



자료: 각국 통계, 메리츠증권 리서치센터

2. 날씨의 마지막 고비도 3월 늦깎이 한파

탈압박 타이밍

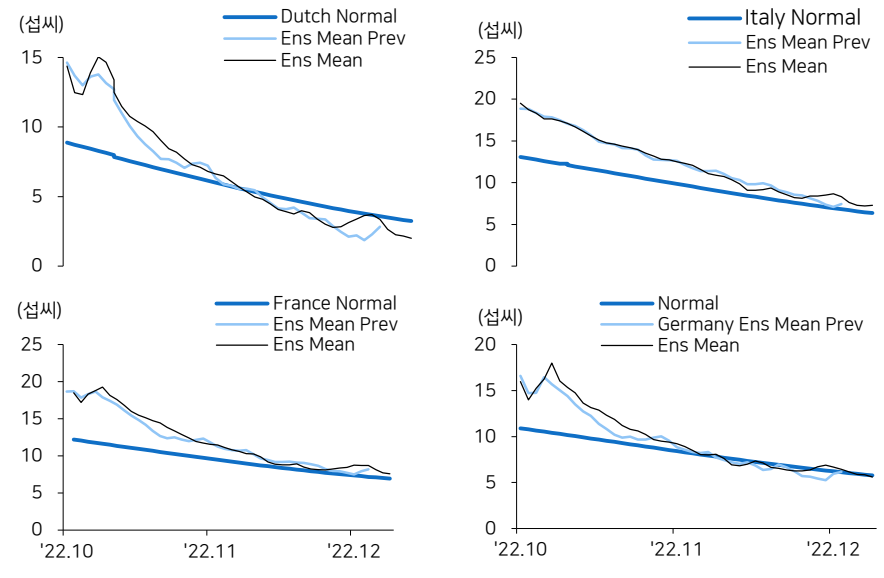
- 일정한 재고수준을 유지해야한다는 점에서 갑작스러운 한파의 고비도 2023년 3월. 난방 시즌 초기 가스 재고가 소진된 상황에서 늦깎이 한파에 대응할 수 있는 재고가 부족할 수 있음
→ 3월 날씨를 확인한 이후에 에너지 수급 상황 반전의 분위기가 관찰
- 한파의 기준은 난방도일 기준 8%. US N.W.E(National Weather Service)가 유럽의 초겨울 날씨를 평년대비 따뜻할 것으로 전망하고 있는 것은 긍정적

2월 말 재고 수준에 따른 가스 공급 부족 위험 시나리오

재고 수준 (% of)	가능한 추출량 (mcm/d)	Peak day 감축해야하는 수요		
		양 (mcm/d)	총수요 대비 비율 (%)	영향
5	407	790	33	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 전방위적인 가스 공급 쇼티지 ▪ 산업/발전/공공시설과 가정 대규모 수요 감축
15	930	267	11	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 전방위적 산업용 가스 공급 중단 및 정전 우려
25	1,155	42	2	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 일부 특정 산업 수요에 대한 가스 공급 차질
33	1,391	0	0	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 공급 측 제한적인 위험. 난방시즌 낮은 재고수준으로 여름 가스 시장 타이트 할 우려
38	1,401	0	0	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 적정 레벨
45	1,572	0	0	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 적정 레벨

자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

일단 평년 대비 따뜻할 것으로 예상되는 11~12월 날씨



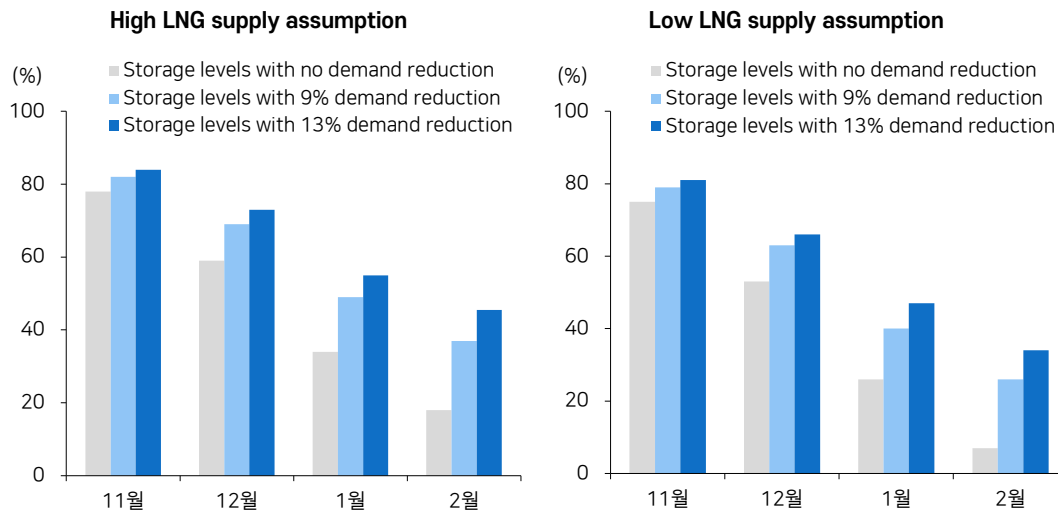
자료: N.W.E, 메리츠증권 리서치센터

3. 공급 원활화의 시그널

탈압박 타이밍

- 공급 증진 계획도 3월에 운락이 나올 것. 2022~2023년 난방시즌 동안 LNG 재기화 용량은 25bcm/yr 추가될 것을 예상(겨울 수요 변동성의 절반 수준)
- 4Q22에는 발틱 파이프라인이 본격적으로 가동되고, 동유럽 재기화 시설 추가 및 파이프라인 가동률 확대 예정. 2023년 초부터는 비 러시아 파이프라인 수입 다변화 계약 개시

동계 기간 LNG 수급 원활한 것도 중요. 3월까지 불확실성 잔존



2023년 이후 연간수요의 약 10% 추가공급 예정

	국가	프로젝트	용량 (bcm/yr)	시기
LNG	네덜란드	Eemshaven LNG	8	2022/2023
	독일	FSRU	8	2022/2023
	에스토니아-핀란드	FSRU	5	2022/2023
	네덜란드	GATE Terminal	4	2022/2023
PNG	이탈리아	파이프라인	9	2023~24
	폴란드	파이프라인	10	2022.10
	폴란드	Inter-connector	2	2022.10
	폴란드	Inter-connector	5.7	2022.10
	루마니아	파이프라인	0.75	2022.10

자료: IEA Gas Market Report, Q4-2022, 메리츠증권 리서치센터

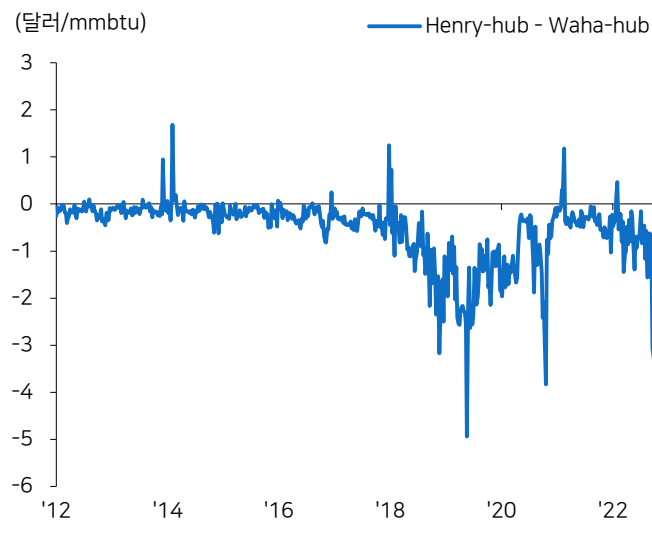
주: 합산시 52bcm/year
자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

천연가스의 총공급은 미국 주도로 충분

탈압박 타이밍

- 천연가스 총공급은 2023년 미국의 주도로 초과공급이 예상되고 있음. 문제는 이동의 단절. 미국 텍사스 페르미안 분지의 천연가스는 이미 저장소를 가득 채웠지만 전달할 방법이 부족해 헨리 허브 대비 저평가
- 각국 천연가스 필요량을 충족시키기 위한 공급 원활화 노력이 계속될 것으로 예상됨. 글로벌 천연가스 수급 문제도 완만한 회복이 기대

페르미안 분지 천연가스 Storage는 가득 참



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

IEA Gas market report. 2023년 천연가스 수요/공급 추정치

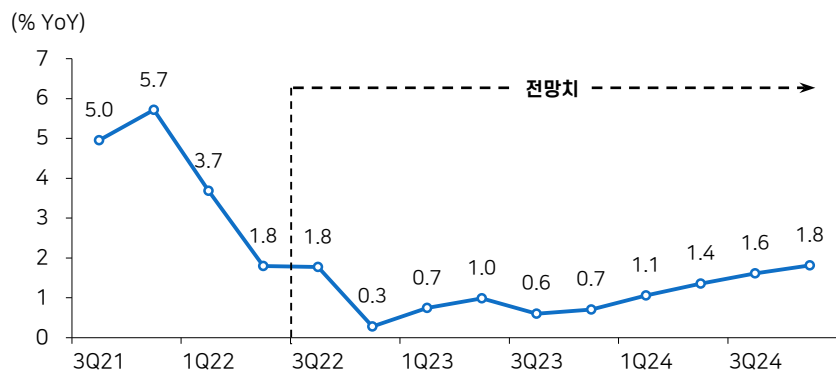
(bcm)	Demand					Supply				
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
아프리카	164	161	169	166	171	252	241	262	270	278
아시아 태평양	835	841	895	895	92	637	630	650	669	681
중국	306	325	364	370	390	174	189	205	220	230
중남미	155	142	153	147	147	167	150	147	149	151
유라시아	608	584	634	619	614	921	866	955	941	917
러시아	482	460	501	484	479	738	692	762	651	623
유럽	586	573	604	548	531	249	230	223	232	235
중동	545	548	564	582	596	671	674	694	715	732
북아메리카	1,106	1,080	1,084	1,114	1,102	1,174	1,154	1,178	1,212	1,235
미국	888	869	867	890	876	968	954	973	1,010	1,041
세계	3,999	3,930	4,103	4,071	4,085	4,071	3,945	4,109	4,089	4,129

자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

Meritz View: 주요 지역의 분기별 경제전망

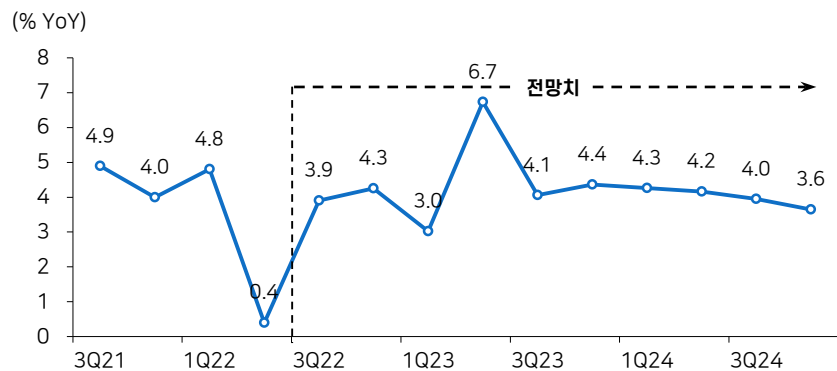
2023년 전망 시리즈 1
주식전략

미국 분기별 경제전망: 2023년 QoQ 모멘텀은 1Q 바닥 이후 회복



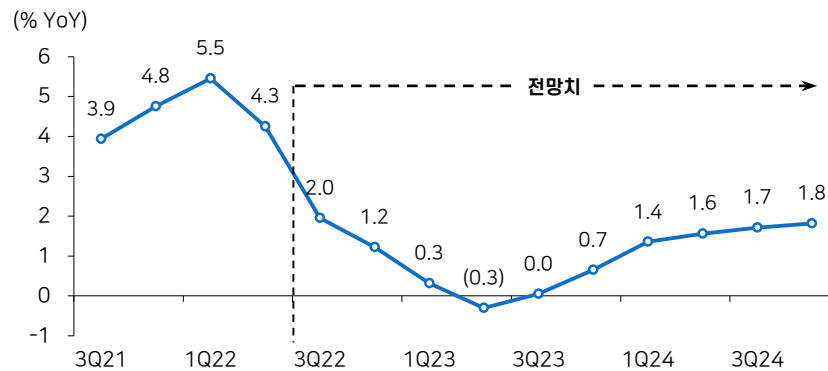
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터 추정

중국 분기별 경제전망: 2023년 QoQ 모멘텀은 1Q 바닥 이후 회복



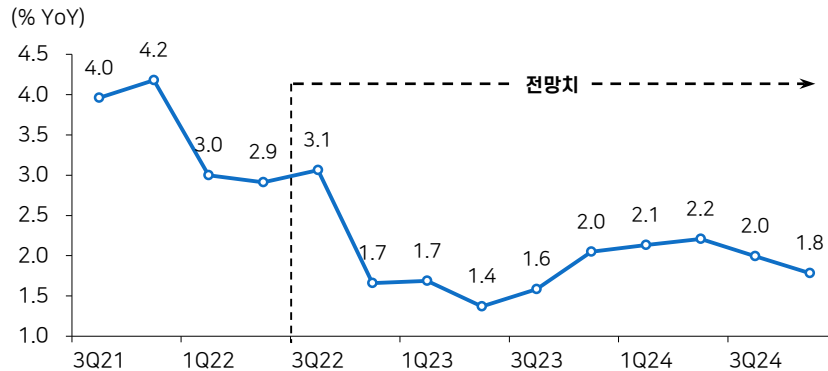
자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터 추정

유로존 분기별 경제전망: 4Q22, 1Q23 QoQ 역성장



자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터 추정

한국 분기별 경제전망: 대외여건 변화에 따른 경기사이클



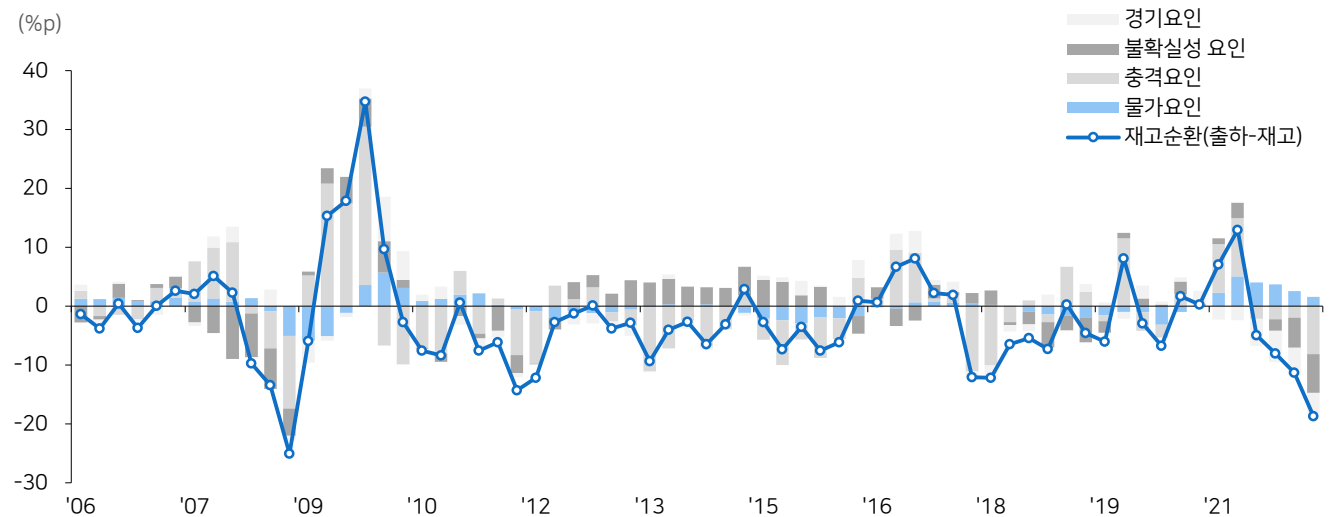
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터 추정

[3] 국내 출하-재고 사이클의 반전

탈압박 타이밍

- 수요둔화에 기업들은 ‘감산’으로 대응. 순환적인 출하 감소, 재고 감소 국면으로 재고순환(출하-재고) 저점 확인한 후 반등 예상
- 현재 재고순환 사이클은 20년 래 최대 수준으로 악화. 요인을 분해해 보면 글로벌 경기와, 정책 불확실성 요인의 영향(미-중, 글로벌)이 큼

출하-재고사이클 20년 래 최대 수준으로 악화. 글로벌 경기와 정책 불확실성 요인이 이유



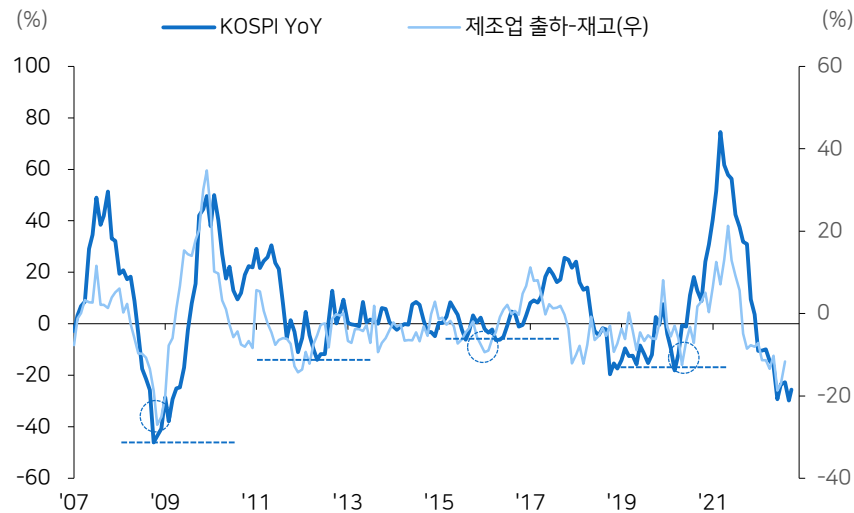
주: 재고순환 = 출하증감율 - 재고증감율
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

재고 순환은 경험적으로 KOSPI의 변곡점

탈압박 타이밍

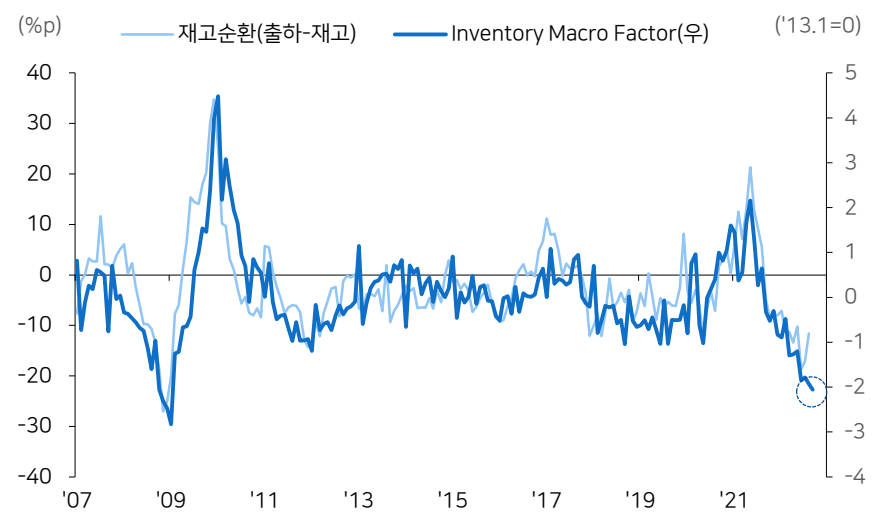
- 출하-재고는 기업실적의 Proxy로 재고 순환 변곡점은 경험적으로 KOSPI 변곡점이었음
- 시장은 출하(수요)의 본격적인 회복보다 재고 조정(공급 조절)의 시점에 반응하기 시작. 국내 재고 사이클의 변곡점 감지하는 것이 중요
- 1) 계량 모형, 2) 단순 통계, 3) 경험적인 세가지 측면에서 국내 재고 순환의 변곡점 탐색

KOSPI 수익률과 국내 제조업 출하-재고 사이클



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

Inventory Macro Factor Index 예시(경기, 불확실성, 물가, 충격 요인)



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

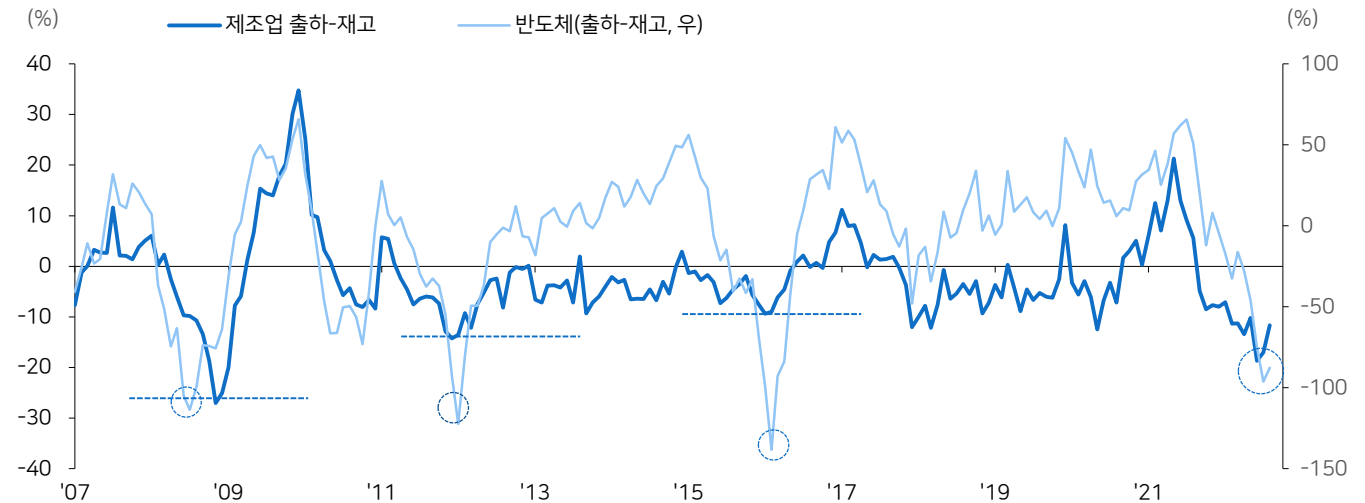
국내 출하-재고 < 반도체 업종 변곡점

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

탈압박 타이밍

- 국내 총 제조업의 Swing은 결국 반도체가 주도. 출하-재고 사이클은 분석하는데 IT/반도체 업종으로 Scope 축소해도 무방
- KOSPI 시가총액 비중도 가장 크다는 점에서 시장에 대한 시사점도 반도체/IT 사이클 움직임으로 설명됨. 즉, KOSPI 변곡점 = 재고 순환 변곡점 = IT, 반도체 재고 순환의 변곡점

반도체가 설명하는 국내 제조업 사이클



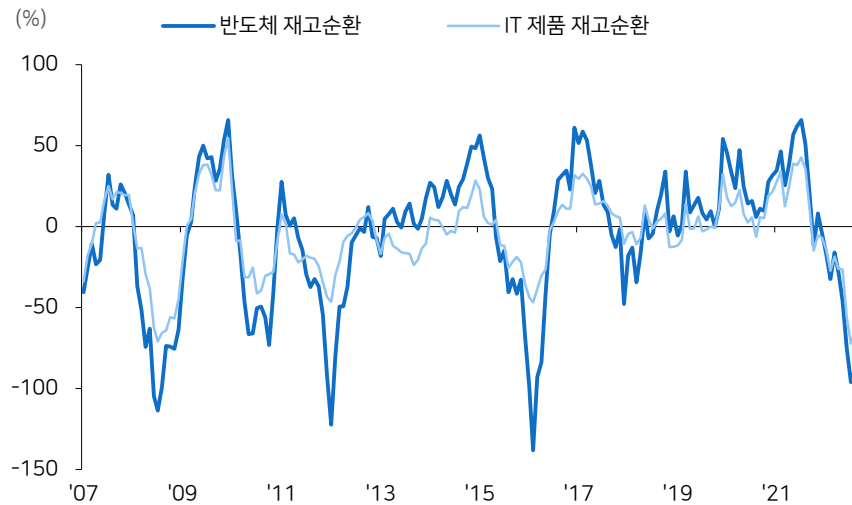
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

IT/반도체 변곡점 = 업종 수익률의 변곡점이기도

탈압박 타이밍

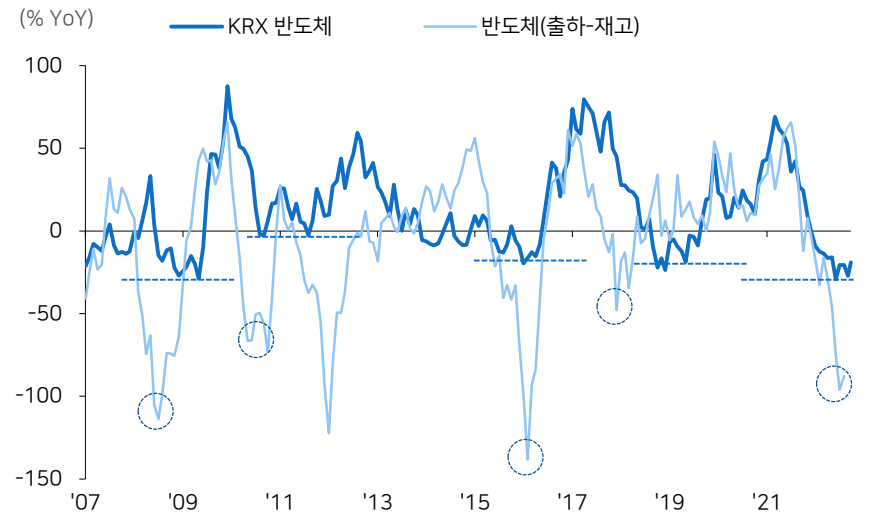
- 반도체 재고 순환의 변곡점은 업종 수익률의 변곡점이었음. 반도체 업황의 개선 보다 업체 내의 재고조정 자체에 시장이 반응
- Commodity 특성을 가지는 메모리 반도체의 특성. 최근 ‘감산’이라는 단어에 시장 반응 우호적인 이유

IT 제품 재고 순환 = 반도체 재고 순환 사이클 공유



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

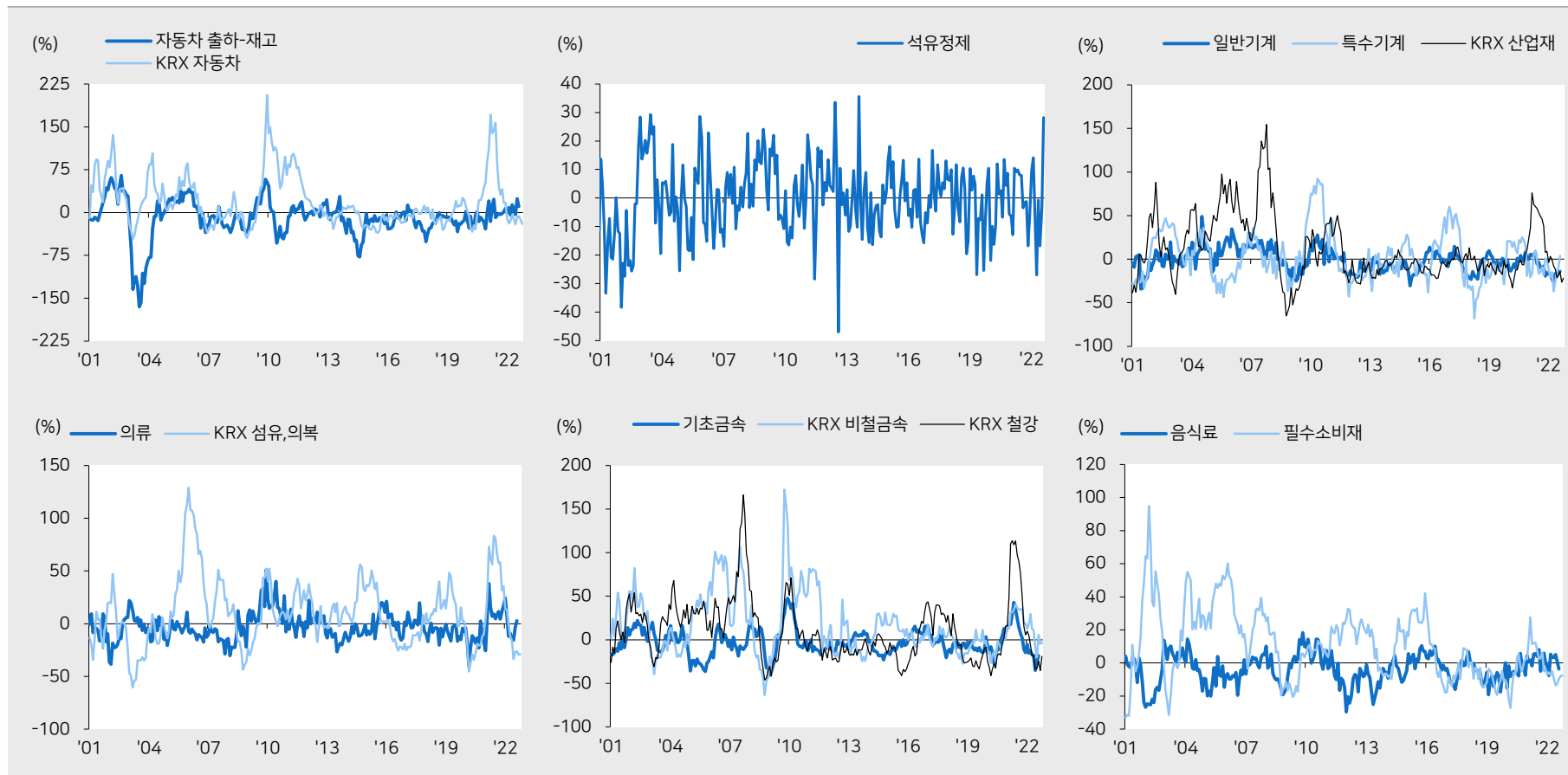
반도체 출하-재고 변곡점은 반도체 업종 지수 변곡점



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

IT 제외 품목들의 재고순환은 시장과의 연관은 낮은 편

IT 제외 주요 품목 재고순환은 현재 KOSPI 변곡점과 큰 연관을 보이지는 않아



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

재고 순환의 스윙 팩터(Swing Factor)

탈압박 타이밍

- 역사적으로 사이클을 주도했던 요인을 매크로 변수 18가지에 대입. 변수 18가지를 우선 요인분석(Factor Analysis)를 통해 변수 차원을 축소. 금리요인, 경기요인, 심리요인, 대외요인으로 분해
- 변수 조건은 예측성을 가지기 위해 발표 빈도가 높고 선행 해야된다는 것을 포함
- 각 요인을 사이클 데이터에 대입하면 금리요인(-), 경기요인(+), 심리요인(+), 대외요인(-)의 관계가 도출

매크로 변수 18개와 재고 사이클 요인 분석(Factor Analysis) 결과

요인	요인 내 주성분	관계
금리요인	미국, ECB, 호주, 브라질, 한국 등 각국 기준금리, 미국 실질금리 등	(-)
경기요인, 물가요인	ISM 지수, CRB 지수, 미국 PPI 상승률, CPI 상승률, 독일 IFO, ZEW 서베이 등	(+)
심리요인	미시간대 소비자신뢰지수, 미국 실질금리, 미국 CPI(-), PPI 상승률(-) 등	(+)
대외요인	한국 순가격 교역조건, 원/달러환율, 미국 장단기금리차	(-)

자료: 메리츠증권 리서치센터

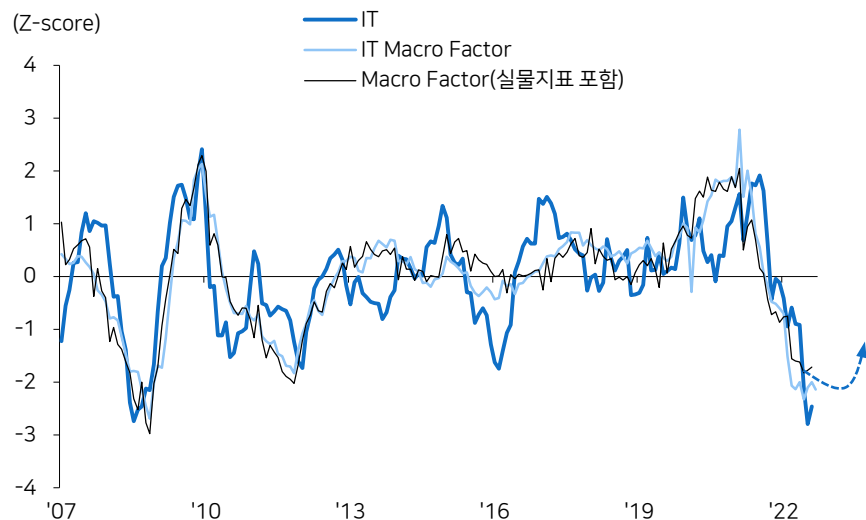
요인은 최소 1개월 발표 선행 Soft data Turn around를 확인

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

탈압박 타이밍

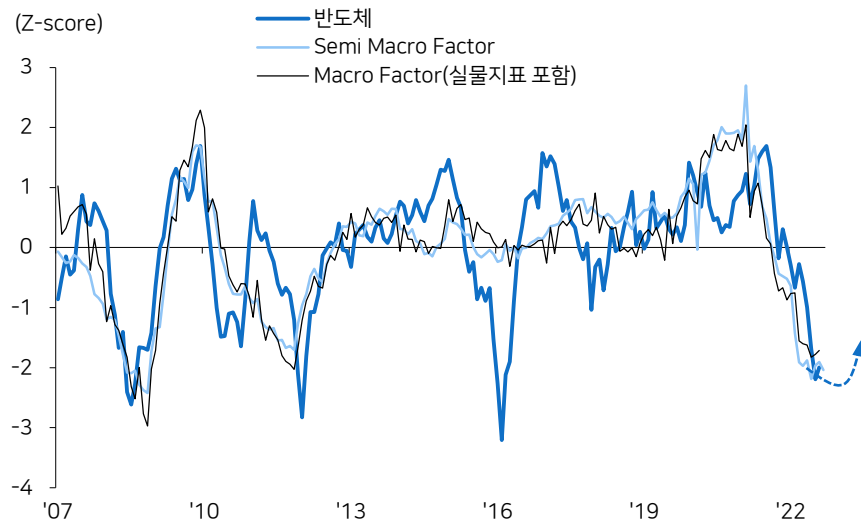
- 발표가 선행되는 매크로 요인을 지수화 하면 IT/반도체 재고 사이클과 변곡점이 일치 (상관관계 0.8). 매크로 요인들의 변곡점을 곧 국내 IT/반도체 사이클의 변곡점으로 생각할 수 있음
- 지금은 물가 Peak-out과 소비심리 반등으로 심리 요인이 반등하면서 지수 하락세가 다소 둔화되는 중. 매크로 변수 발표 때마다 스윙 팩터 변화 주목
- 우리는 1분기 말 1) Fed pause, 2) US vs. Non-US 차별화 해소 기대로 Macro Factor 완화를 기대

Macro Factor Index와 IT 재고사이클



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

Macro Factor Index와 반도체 재고사이클

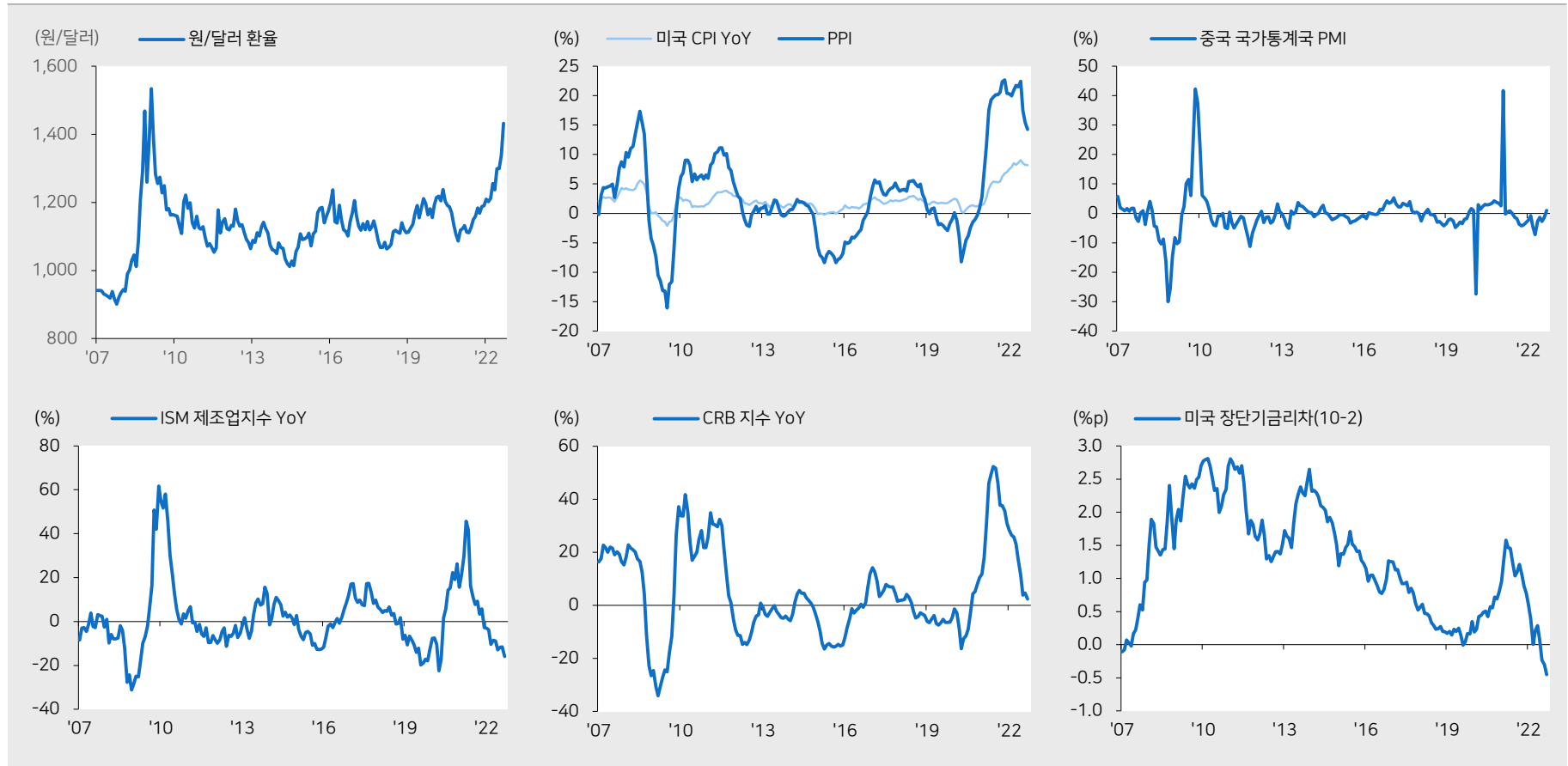


자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

Macro Factor 구성요인: 원/달러, 물가, 경제지표 등

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

요인 분석에 이용한 매크로 변수 18가지

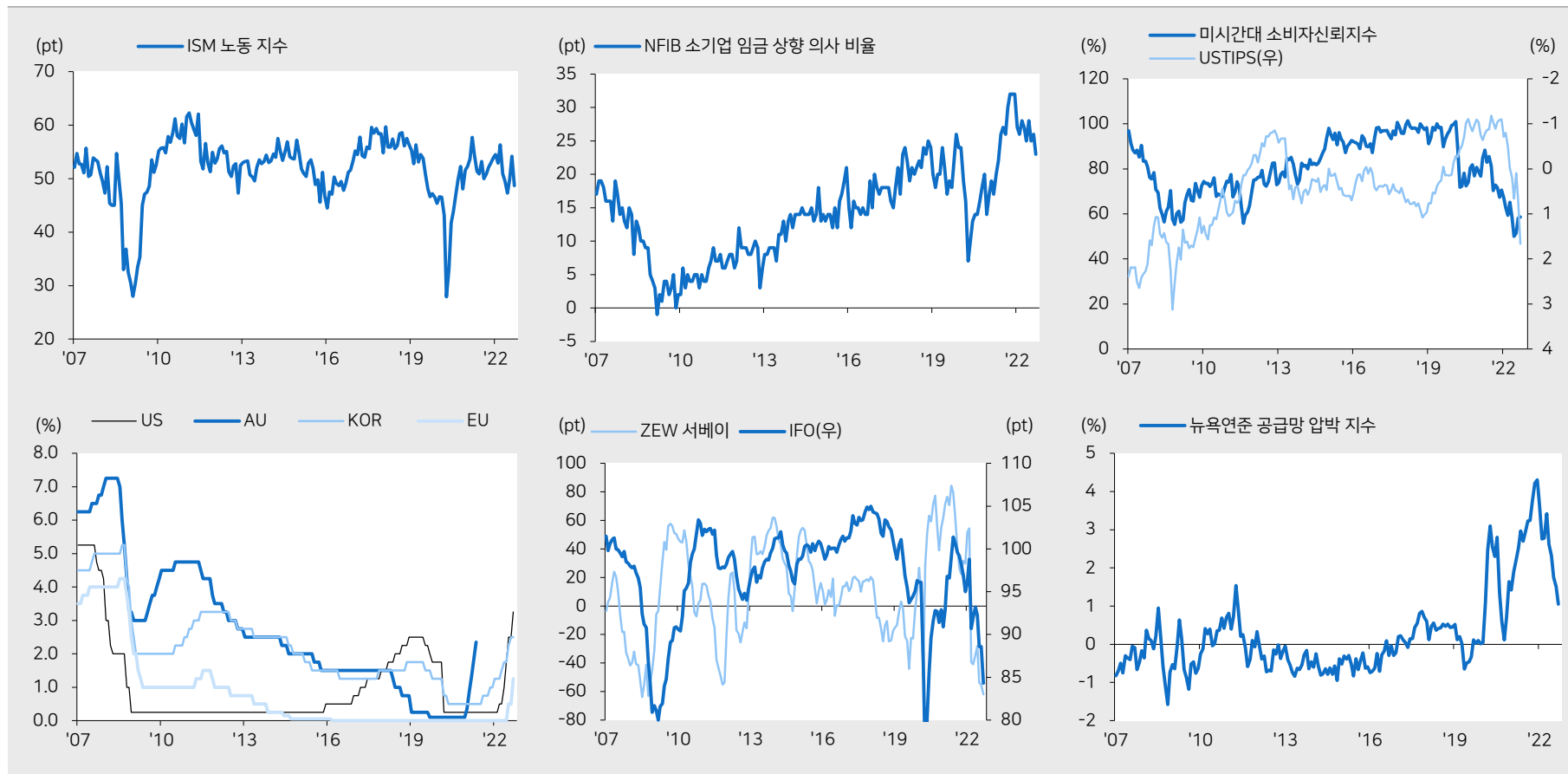


자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Macro Factor 구성요인: 서베이 지표, 공급망, 정책금리도 포함

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

요인 분석에 이용한 매크로 변수 18가지



자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

1분기 말 금리, 경기, 심리 요인의 개선 기대

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

현재는 금리요인(-), 경기요인(+), 심리요인(+), 대외요인(-)에서 심리 요인만 반등. Macro Factor 변곡점 관찰 지표



자료: 메리츠증권 리서치센터

탈압박 타이밍

- 지난 30년 반도체(IT)의 하락사이클은 평균 16개월 간 진행됨. 당시 재고의 증가율은 160%
- 현재는 14개월 간 86% 증가. 시간 상으로 2~4개월 남았고, 현 수준의 재고 증가 속도는 경험적으로도 사이클의 변곡점이 내년 1분기일 수 있다는 것을 가리킴

출하 - 재고사이클 약화 중(Quarterly)

고점	저점	Length in months	재고 변화 Chg. %
Feb-92	Jan-93	11	113.0
Jan-95	Jul-96	18	262.3
Jun-99	May-01	23	281.7
Aug-02	Jan-05	19	153.5
Nov-05	Nov-06	12	134.2
Jul-07	Jul-08	12	130.3
Dec-09	Jan-12	25	199.3
Jan-15	Feb-16	13	149.1
Feb-17	Dec-17	10	18.2
Jul-21	Sep-22	14	86.4
Avg.(excl. now)		15.9	160.4

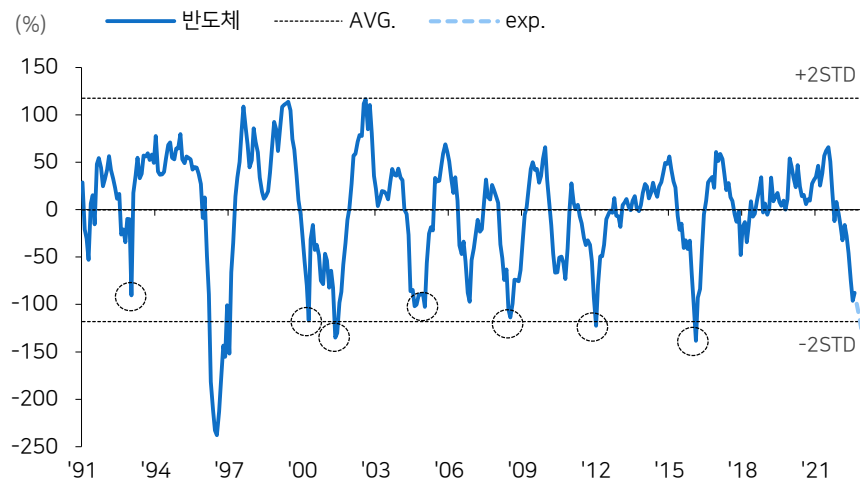
자료: 메리츠증권 리서치센터

통계적으로는 -2σ 수준이 기준

탈압박 타이밍

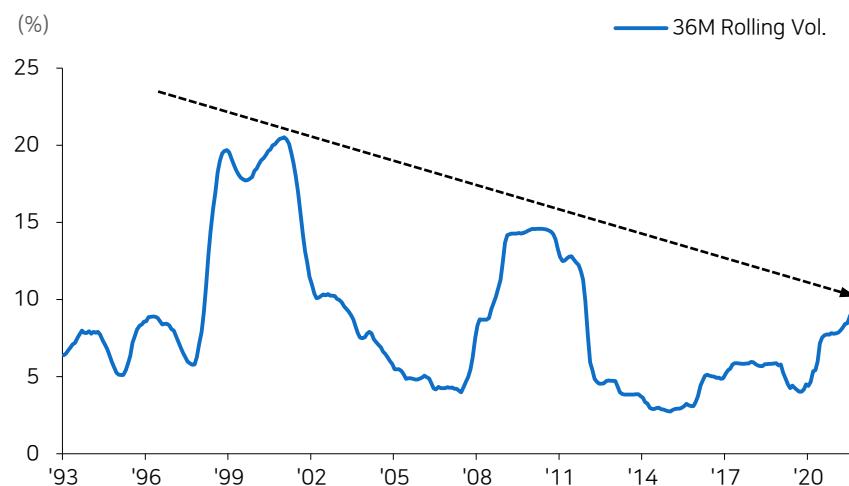
- 통계적 관점에서 반도체/IT 재고사이클은 -2σ 를 넘지 않아. IMF를 제외하면 -2σ 근방에서 반등하기 시작. 현 추세대로라면 -2σ 도달 시점은 약 4개월 가량 남아
- 재고사이클 변동성이 계속해서 줄어들고 있다는 것은 기업들의 재고관리 역량이 향상 되어왔다는 것. 불가피한 재고조정이 장기화 될 가능성 낮다는 것

금융위기 제외 30년 간 -2 표준편차가 기준



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

사이클 변동성 완화가 의미하는 바는?



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

불안요인은 원유, OPEC+의 각자 도생과 분쟁

탈압박 타이밍

- 리스크 요인은 원유 가격. OPEC+가 200만 배럴/일 감산 결정하며 에너지 가격부담을 낮추기 위한 정책공조에서 이탈
- IEA는 이번 감산으로 약 일간 100만 배럴의 원유 공급 감소할 것으로 예상. 2022년 수급에 압력 가할 수 있음

10월 회의 200만 배럴/일 감산 효과 추정(100.1 → 99.1mbpd)

(’000 배럴/일)	UAE	사우디	나이지리아	앙골라	알제리	쿠웨이트	이라크	가봉	콩고	가나	IEA 전망	2021	2022	2023	Chg. (2022)
Quota	3,186	11,030	1,830	1,529	1,057	2,818	4,663	187	325	127	Supply	95,300	100,100	101,300	700
Quota 배분 비율	13	41	7	5	4	11	17	0	1	0	Demand	97,600	99,600	101,700	400
이행률(%)	105	99	63	76	97	100	95	107	89	79	Africa	4,000	4,100	4,100	-
예상 감소 Quota	2,926	10,210	1,690	1,429	977	2,598	4,323	187	305	127	America	30,200	30,800	31,100	-
9월 생산량	3,350	10,970	1,160	1,160	1,030	2,820	4,450	200	290	100	Asia	36,200	36,700	38,400	-400
(1) 이행률 고려한 예상 생산	3,072	10,108	1,065	1,086	948	2,598	4,107	200	271	100	Europe	13,900	14,400	14,500	200
필요 감산량	278	862	-	-	82	222	343	-	-	-	FSU	4,800	4,700	4,600	300
(2) 사우디, 알제리, 이라크 - 100% 가정		10,210			977		4,323				Middle East	8,500	8,900	9,100	300
필요 감산량	278	760	-	-	53	222	127	-	-	-					

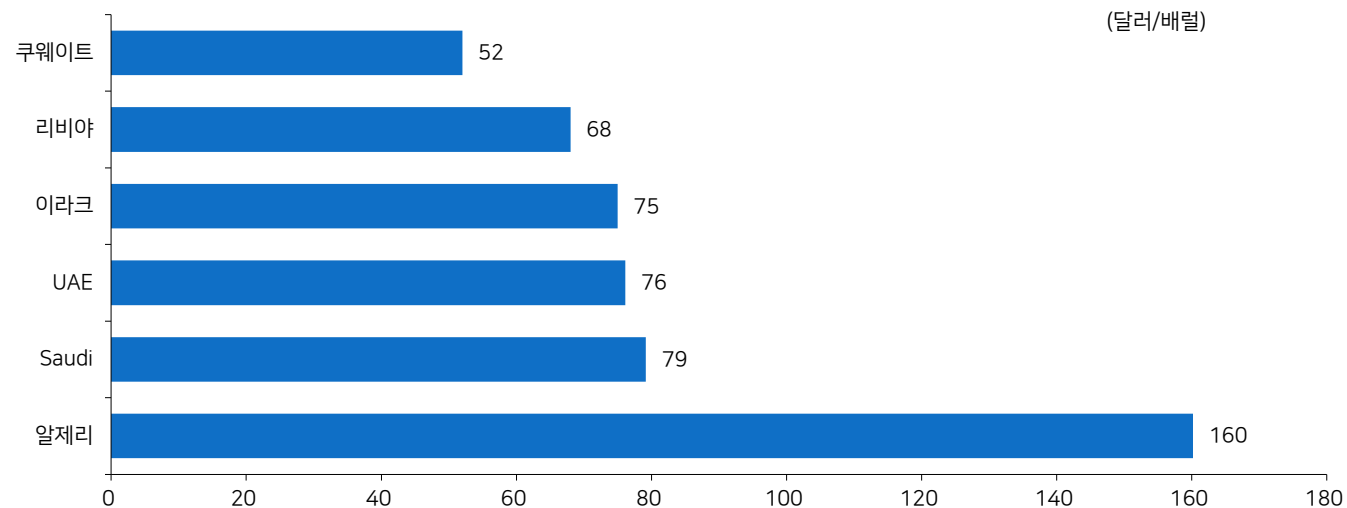
자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

이는 일정 가격수준 이상을 유지하고자 하는 의사

탈압박 타이밍

- 이번 결정은 유가가 80달러/배럴에 근접했을 때 이뤄져. 동 수준은 OPEC+ 각국 재정균형 유가와 유사해, OPEC+가 80달러/배럴 이상 수준의 유가를 원한다 간접적으로 유추해볼 수 있음
- 사우디아라비아의 네옴시티 개발과 다가오는 Net-zero 시대 대비를 위해서라도, 수요를 자극하지 않는 수준에서 유가를 유지해 수입을 극대화 하는 전략이 우월 전략

각국의 재정균형 유가 수준 추정치, 80달러/배럴 수준 이상에서 이익



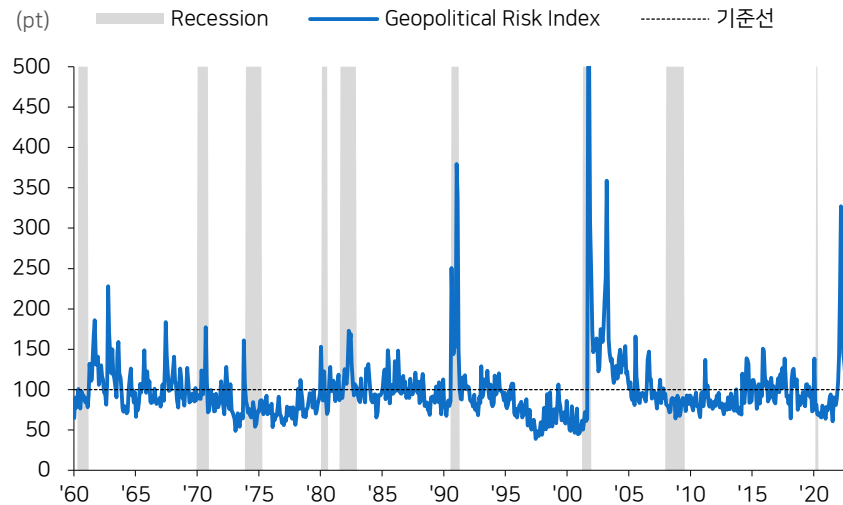
자료: IMF WEO(2022.4), 메리츠증권 리서치센터

Recession? 분쟁 기간 원자재 가격은 공급의 함수

탈압박 타이밍

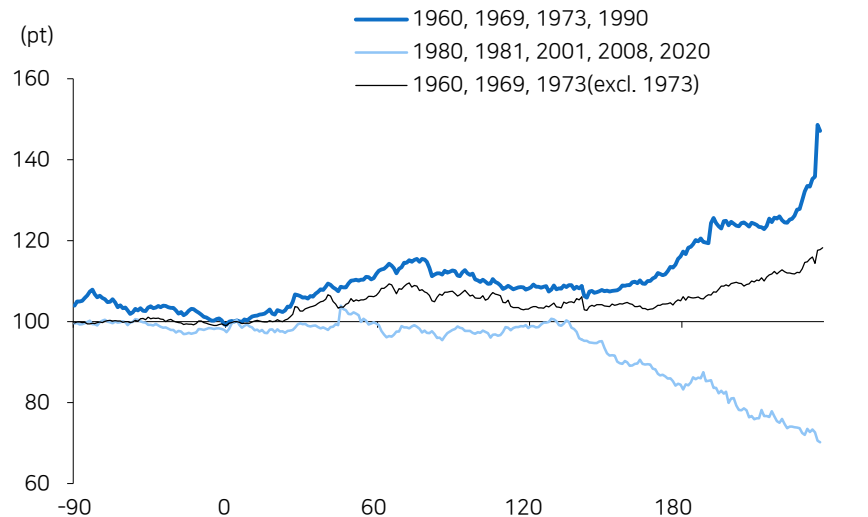
- 연준은 지정학적 리스크 지수를 측정. 동 지수를 기준으로 지정학 리스크가 높은 시기에선 경기침체가 발생하더라도 전반적인 원자재 가격은 상승
- 원유가격이 원자재 가격을 이끌었던 1973년을 제외하더라도 경기침체가 상승추세를 멈추는 요소는 아니었음

연준의 지정학적 리스크 지수와 경기침체



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

경기침체 + 지정학리스크 100 이상: 원자재 가격은 공급의 함수



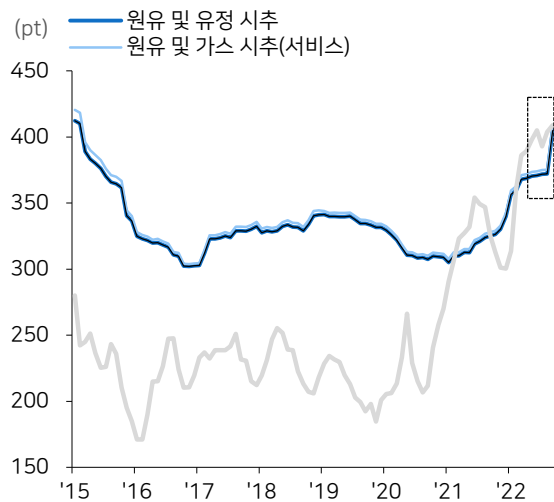
주: Bloomberg 원자재 종합 지수, NBER 경기침체 시작일 = 0, 일간 데이터
자료: 메리츠증권 리서치센터

미국도 문제, 채산성 악화와 쇼티지

탈압박 타이밍

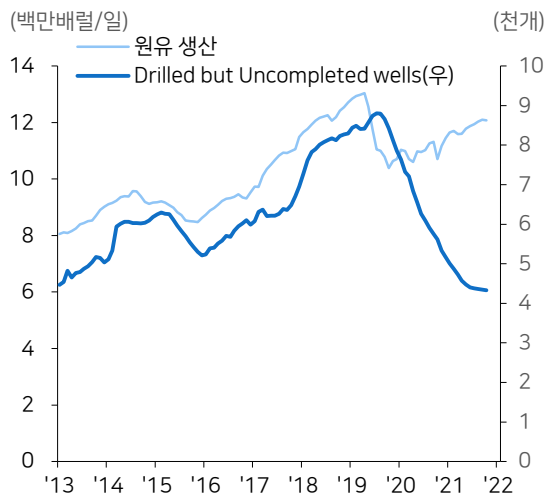
- 천연가스와 같이 미국이 구원투수가 되기는 어려워 보임. 9월 PPI에서 드러났듯이 에너지 부문에서 시추 관련 비용의 상승세가 두드러짐. 이유는 채산성 악화와 장비 및 인력 쇼티지
- 미국 내 시추공 중 추가 생산여력을 의미하는 Uncompleted wells 수가 급감했고, 인원 또한 Pre-covid 대비 감소한 채로 유지되는 중

9월 PPI: 시추 관련 생산자 물가지수



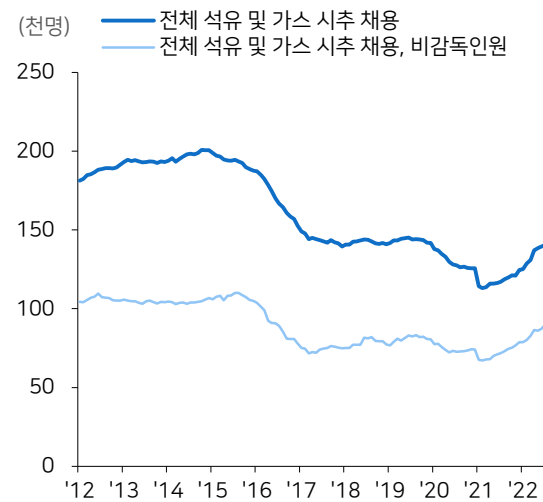
자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

원유 생산과 Uncompleted wells



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

노동력 부족 현상도 구조적



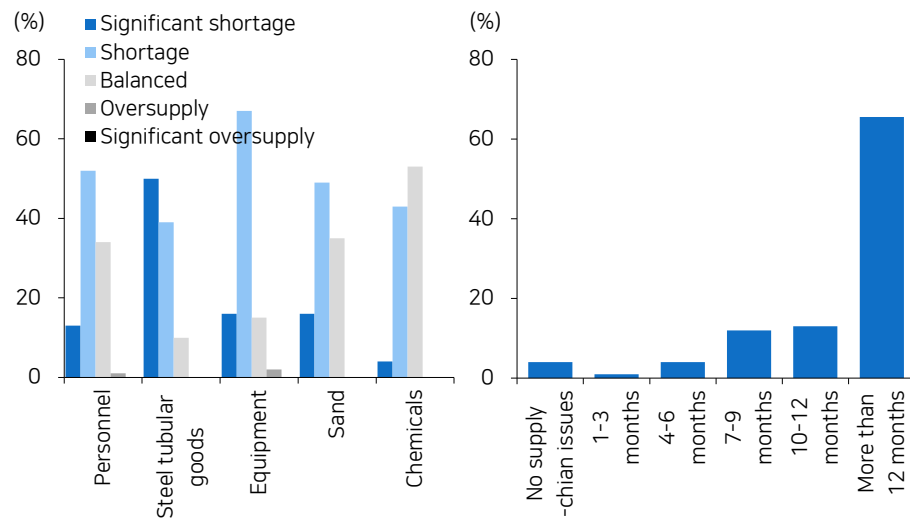
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

핵심 장비와 부수적 물품 & 노동력의 부족

탈압박 타이밍

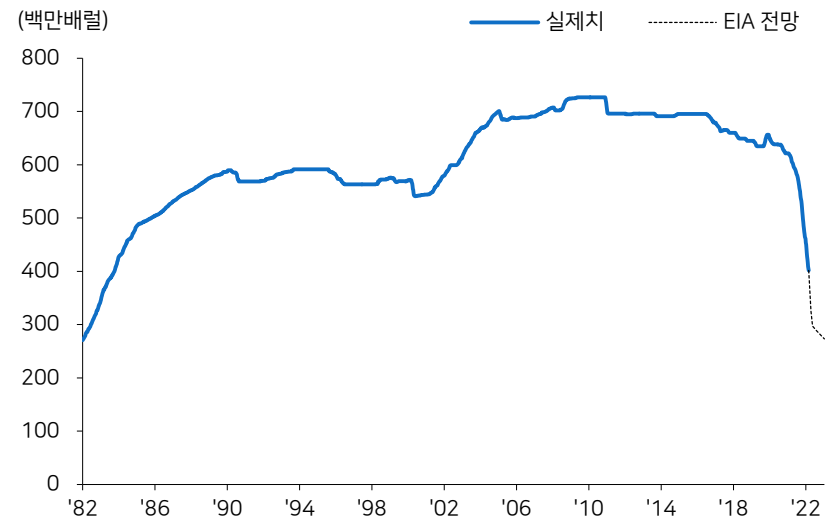
- 달러스 연준의 에너지 기업 서베이에에는 구체적 쇼티지 항목들이 명시되어 있음. 장비(Equipment) 및 인원(Personnel) 쇼티지 응답이 각각 응답자 내 67%, 52%로 가장 높았음
- 담당자들은 쇼티지 해소에 12개월 이상의 시간이 걸릴 것으로 보고 있으며 대부분 원유 증산은 어려울 것이라 대답
- 연내 전략비축유 방출로 연말연초 재비축 수요도 간과할 수 없음

달러스 연준 서베이 답변: 쇼티지 문제가 부각



자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 메리츠증권 리서치센터

SPR(전략비축유)도 다시 비축할 필요성



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

유가 전망: 수요 둔화만큼 공급 조절, 80~90달러대 유가 적응기

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

탈압박 타이밍

- OPEC+의 가격조절 의사와 미국의 채산성 악화는 2023년이 80~90달러대 유가 적응기일 수 있음을 시사
- OPEC+ 감산 Worst Case(140만 배럴/일, 2023년 하반기 나이지리아 ramp-up)시 수급 불안정 가능성

글로벌 석유수급 시나리오 5월 → 9월 → OPEC+ 감산 Worst Case

(mmbbl/d)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
1. Production (EIA, May 2022)	94.1	96.2	97.7	98.5	99.2	100.1	100.8	101.1	101.3	101.8	102.0	101.8
US	18.8	19.1	19.4	19.4	19.8	20.4	20.8	21.1	21.3	21.5	21.8	22.1
Canada	5.4	5.5	5.6	5.6	5.7	5.7	5.8	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
Other OECD	6.6	6.5	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.8	6.8	6.8	6.8	6.9
OPEC	30.5	31.9	32.8	33.6	34.0	34.7	34.9	35.1	35.0	35.0	35.0	35.1
Russia	10.7	10.7	11.1	11.3	10.5	9.6	9.5	9.4	9.2	9.1	9.0	9.0
Others	22.1	22.5	22.1	21.9	22.6	23.2	23.3	22.7	23.0	23.5	23.4	22.9
Consumption	95.5	98.1	99.5	100.2	97.9	100.1	100.4	101.7	101.0	101.9	101.3	102.9
Production-Consumption	(1.4)	(1.9)	(1.7)	(1.8)	1.2	0.0	0.4	(0.6)	0.2	(0.0)	0.6	(1.1)
2. Production (EIA, Oct 2022)	92.8	94.8	96.8	98.3	98.9	98.7	101.2	100.9	100.1	100.8	101.2	100.8
US	17.7	19.2	19.0	19.9	19.4	20.1	20.4	20.7	20.9	21.0	21.0	21.4
Canada	5.6	5.4	5.5	5.7	5.7	5.5	5.7	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
Other OECD	4.9	4.4	4.7	4.7	4.6	4.3	4.6	4.8	4.9	4.9	4.8	5.0
OPEC	30.3	30.9	32.3	33.1	33.8	33.8	34.7	34.1	34.3	34.4	34.6	34.2
Russia	10.4	10.7	10.8	11.2	11.3	10.5	10.9	10.7	9.4	9.3	9.3	9.2
Others	23.7	24.3	24.4	23.8	24.1	24.4	24.9	24.7	24.6	25.3	25.5	25.1
Consumption	94.4	96.4	98.4	100.5	99.0	98.8	99.5	100.9	101.3	100.7	101.0	101.1
Production-Consumption	-1.6	-1.5	-1.7	-2.2	-0.2	(0.1)	1.6	0.0	(1.2)	0.1	0.1	(0.2)
3. Production (Worst Case)	92.8	94.8	96.8	98.3	98.9	98.4	101.2	100.5	99.7	100.4	101.1	100.7
US	17.7	19.2	19.0	19.9	19.4	20.1	20.4	20.7	20.9	21.0	21.0	21.4
Canada	5.6	5.4	5.5	5.7	5.7	5.5	5.7	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
Other OECD	4.9	4.4	4.7	4.7	4.6	4.3	4.6	4.8	4.9	4.9	4.8	5.0
OPEC	30.3	30.9	32.3	33.1	33.8	33.4	34.3	33.7	33.9	34	34.5	34.1
Russia	10.4	10.7	10.8	11.2	11.3	10.5	10.9	10.7	9.4	9.3	9.3	9.2
Others	23.7	24.3	24.4	23.8	24.1	24.4	24.9	24.7	24.6	25.3	25.5	25.1
Consumption	94.4	96.4	98.4	100.5	99.0	98.8	99.5	100.9	101.3	101.3	101.3	101.1
Production-Consumption	-1.6	-1.5	-1.7	-2.2	-0.2	-0.1	1.6	0.0	(1.6)	(0.9)	(0.2)	(0.4)

자료: EIA STEO, 메리츠증권 리서치 센터

2023년 전망 시리즈 **1**
주식전략

Part II-2

탈압박 타이밍

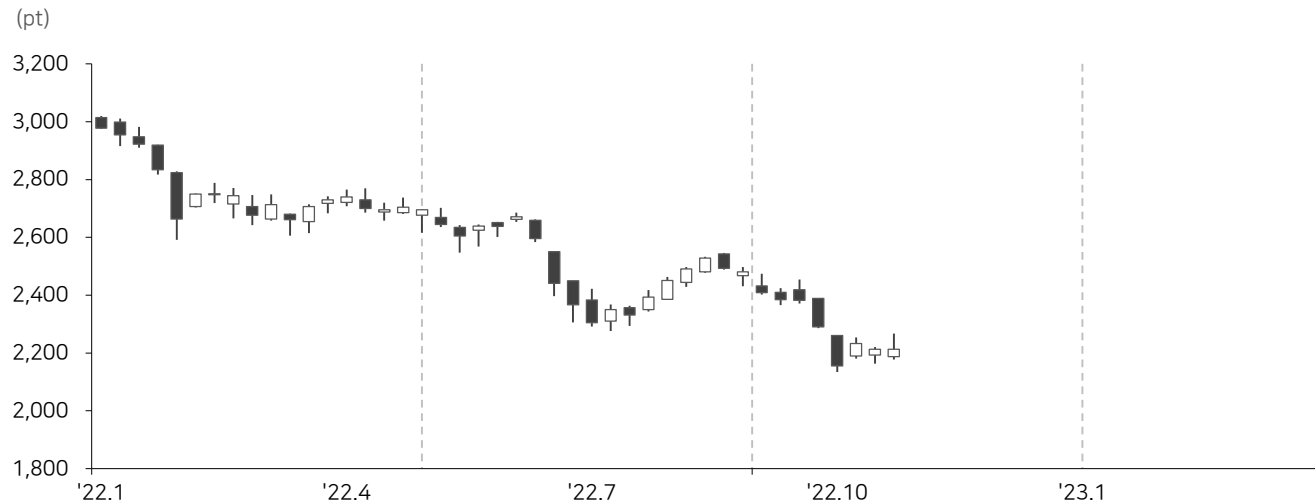
투자전략: 빌드업

2023년 KOSPI는 1분기 말을 기점으로 회복

빌드업

- 2023년 1분기 긴축, 에너지위기, 과잉재고라는 압박으로부터 탈피를 예상
 - 1) 1Q23: 금융 환경, 기업 비용 환경, 수요 환경의 개선 기대로 대형주 중심의 회복
 - 2) 2Q23: QoQ 기준 글로벌 경기와 1Q23 실적 저점 확인하며 단기 횡보 국면
 - 3) 3Q23: 2024년 경기개선 기대 본격화, 하반기 예방적 인하 가능성에 희망 국면 진입(밸류에이션 상승)
 - 4) 4Q23: 성장 기대 눈높이 조정. 잠재성장률에 근접한 성장 속 중소형주 종목장세
- 업종별 매크로 압박 요인 해소 이후 빌드업 과정에서 성과 차별화 나타날 전망

2023년 KOSPI 동선: KOSPI는 1분기가 변곡점이 될 것으로 예상. 1) 금융환경, 2) 기업비용환경, 3) 수요환경 개선 기대



자료: 메리츠증권 리서치센터

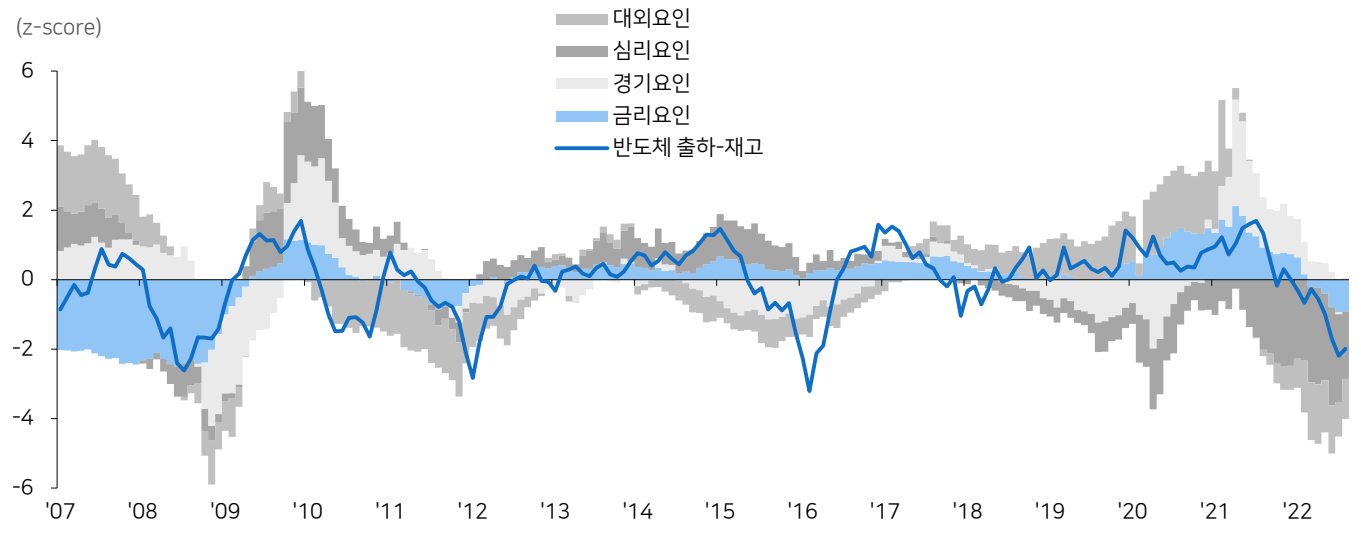
(1) 요인 개선에 따른 반도체(IT) 업종의 출하-재고 빌드업

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

빌드업

- 반도체(IT) 출하-재고 증감을 앞선 Macro factor 지수 요인으로 분해하면 소비심리, 대외요인의 기여도가 가장 큼
- 특히 심리 요인에선 인플레이션의 영향이 큼. 매크로 요인의 하방 압력 큰 만큼 변곡점에 대한 반응 가장 민감할 업종은 IT 부문일 것
- 기업 차원에서의 재고조정 노력과 함께 1분기 주도 업종 복귀 및 지수 회복에 기여할 것으로 기대

기여도 분해: 매크로 요인의 하방 압력 컸던 만큼 매크로 변곡점에 민감할 것



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

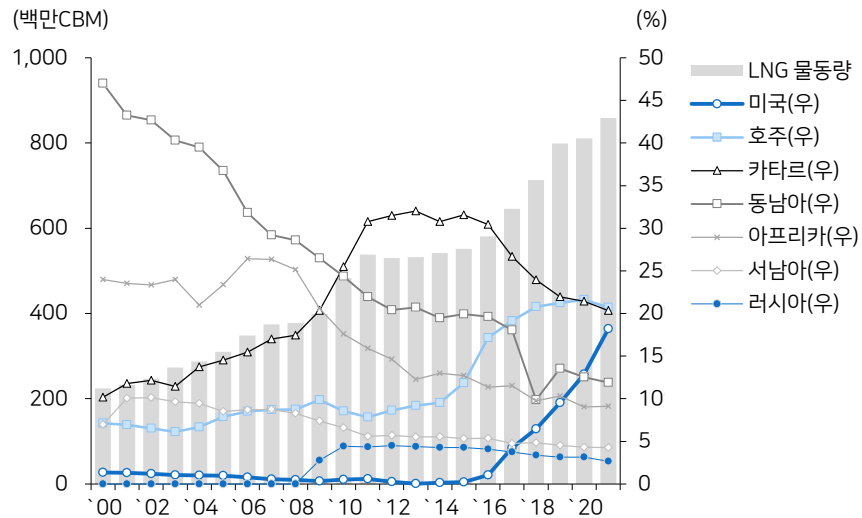
(2) 천연가스 공급 단절 해소 빌드업, 조선

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

빌드업

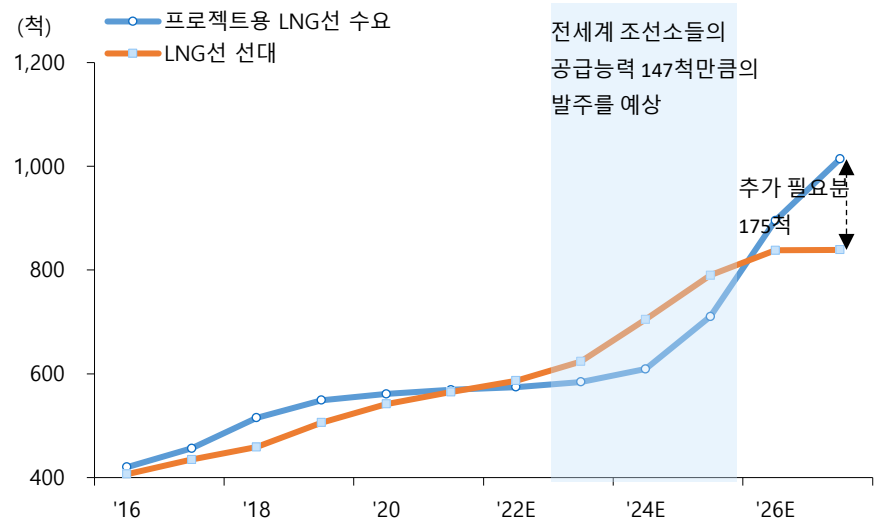
- 천연가스 총공급은 2023년 미국의 주도로 초과공급이 예상됨. 문제는 단절, 대륙 간 이동수단인 LNG가 중요. 미국(20.0%), 호주(19.9%), 카타르(19.3%) LNG 시장 선점 경쟁 중. 에너지 안보를 위한 3파전 심화될 가능성이 큼
- 전세계 LNG 프로젝트 가동일 기준, 2026년부터 LNG선 쇼티지 발생 예상. 당사 담당 애널리스트 추정 하 2027년에는 175척의 추가 수요 발생을 예상. 전세계 조선소 잔여 슬롯은 147슬롯으로 공급자 우선 시장

대륙 간 유일한 이동방법 LNG: 미국, 호주, 카타르 간 주도권 경쟁 중



주: LNG선 운임은 160,000CBM급 대형 LNG선 Earnings 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

LNG 증설에 따른 선박 수요량 vs 실제 LNG선 인도량



주: 2개년 이동평균, 10만CBM급 이상 대형 LNG선 기준, 수주잔고는 2022년 5월 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

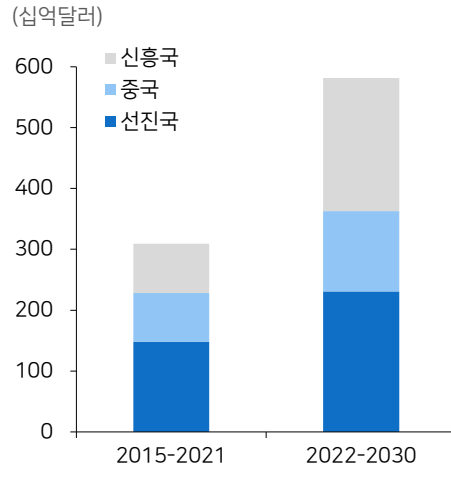
(3) 에너지 각자 도생, 국가주도 에너지 기반의 빌드업

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

빌드업

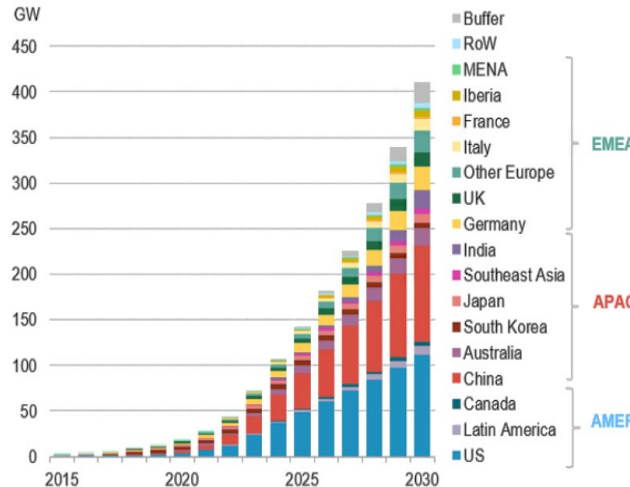
- 2022년이 준 에너지 각자 도생 시대의 교훈, 에너지 안보 중심의 정책 지원은 계속될 것
- 에너지 기반은 1) 자립할 수 있는 전력원 확보, 2) 그리드 망 개선이 핵심. 신재생에너지의 간헐성이 망 부하 가중시킬 수 있어. IEA는 2030년까지 현재 두 배 수준인 연간 6,000억 달러의 신규 투자가 필요하다 언급. 에너지원과 저장시설, 송/배전 전반을 아우르는 인프라 투자 사이클은 현재 진행형이며 초장기 사이클
- DOE는 미국과 유럽이 러시아로부터 에너지 독립함에 따라 필요한 계통망 시설 수요가 400~600% 증가할 것이라 예측
- 단기적으로 유가 레벨 유지될 수 있어 에너지 업종에 대한 트레이딩 관점의 접근도 고려해볼 만

그리드 망에 대한 연평균 필요 투자금액



자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

에너지 저장시설 연평균 30~50% 성장 기대



자료: BNEF, 메리츠증권 리서치센터

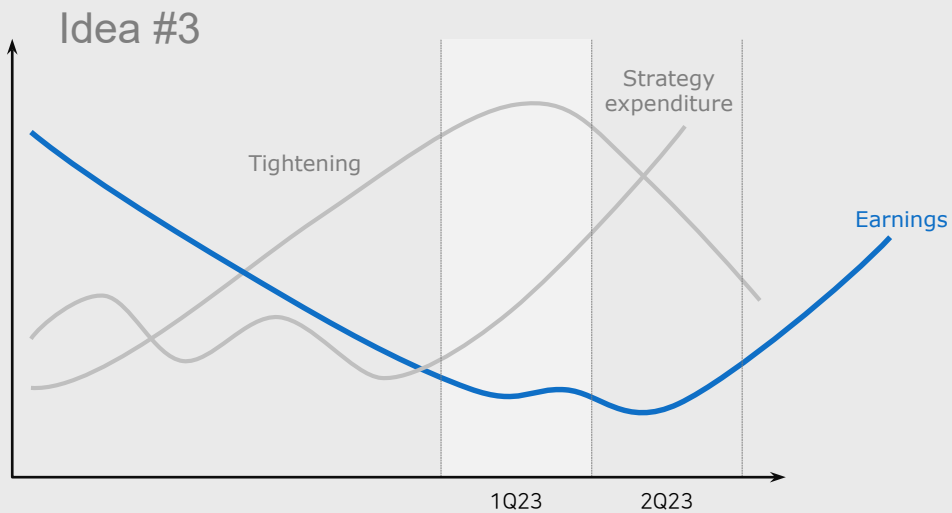
미국 그리드 망 개편 정책 입안과 규모 상향 계속

주체	관련 내용
정부	<ul style="list-style-type: none"> DOE, 2023FY 예산안 15.1% 확대. 청정에너지 인프라 프로젝트, 기후 대응 제조업 강화 미국 전역에 새로운 송전선로 건설 위한 TFP(Transmission Facilitation Program) 자료요청서 발행 NYSERDA(뉴욕 에너지 R&D)는 주 전체 전력망 데이터 플랫폼 구축 미시간 주, 54억 달러 규모의 배전 인프라 투자 계획 EDIIP 제안. HVD(고압 배전 시스템)으로 전력계통망 신뢰성 향상
민간	<ul style="list-style-type: none"> 2분기 ESS, 스마트그리드, 에너지 효율성 VC 펀딩 전분기 대비 21% 증가한 16억 달러 도달 Battery Storage 11억 달러, Smart Grid 3.1억 달러, 에너지 효율성 1.1억 달러 Nuvve, VGI(Vehicle-Grid Integration) 기술 상용화 협약 결성

자료: 전력거래소, 메리츠증권 리서치센터

Part III

No Fear 3. 감익 사이클의 변곡, 알파 전략 대응



퀀트/ETF

Analyst 이정연

02. 6454-4895

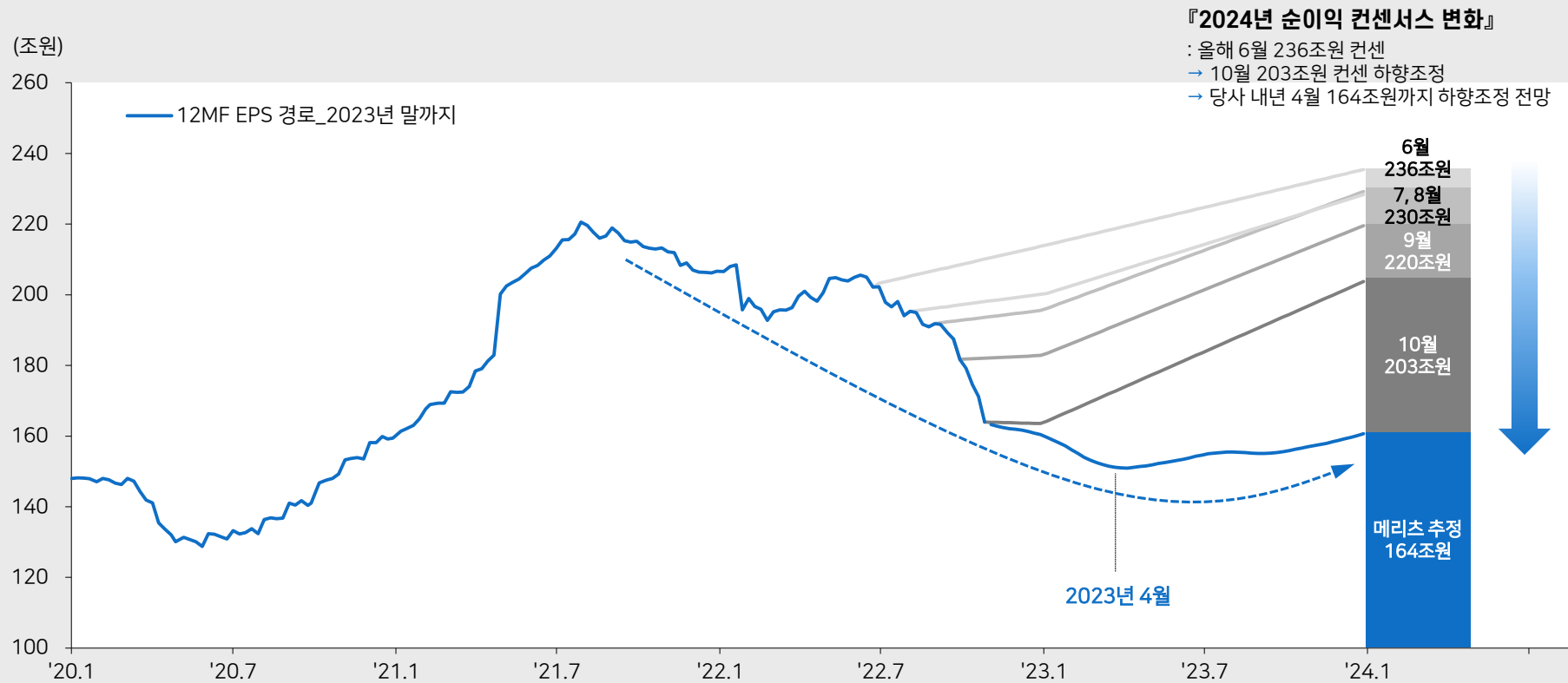
jungyeon.lee@meritz.co.kr



Summary

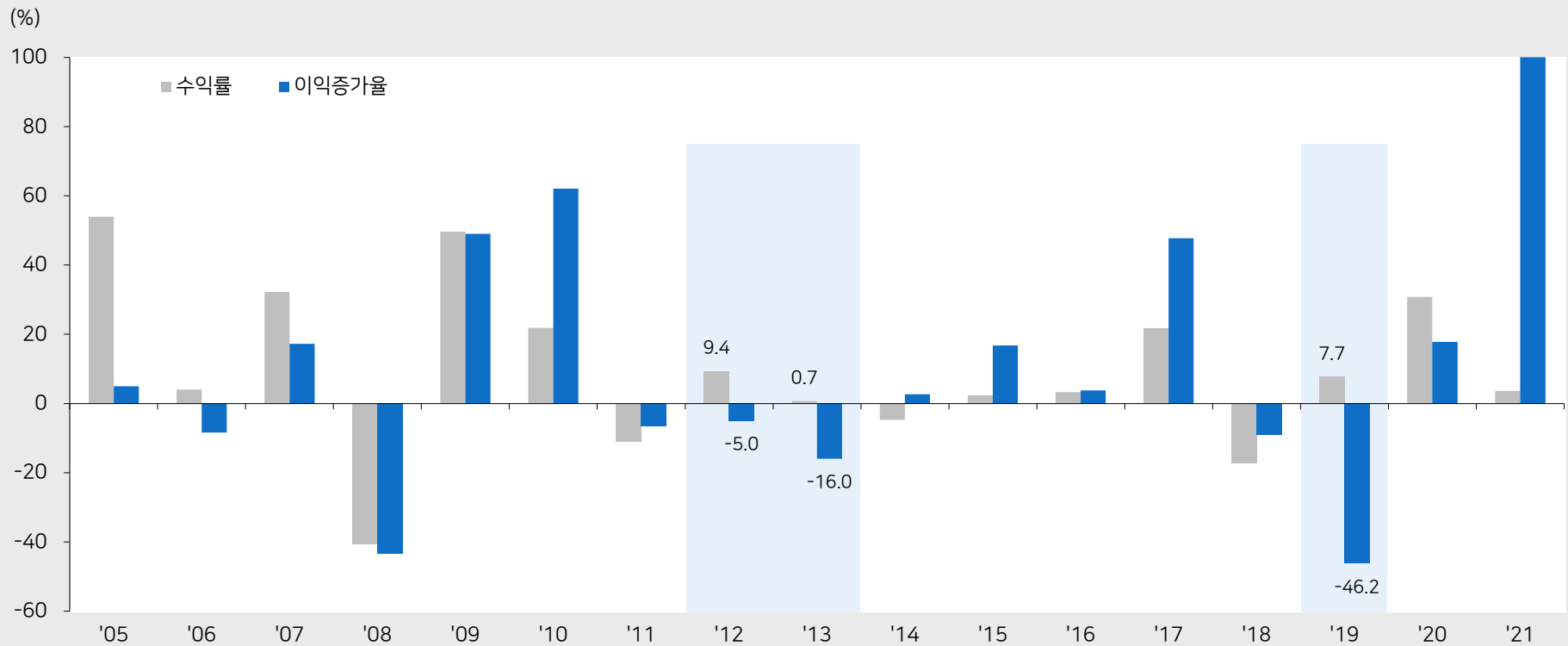
Q1. 이익은 어디까지 떨어질 것인가?

올해 7월들어 가파른 이익전망 하향조정에 내년까지의 12MF EPS 경로의 변곡점은 늦춰지는 중
 당사는 내년 4월, 12개월 선행 EPS 변곡점 예상. 과거 2년 연속 감익 국면 이익조정 패턴상, 상반기 하향조정 이후 하반기 2024년 이익 성장 반영될 가능성



Q2. 실적 성장 없는 해에 주가는 상승한 적이 있는가?

2005년 이후 이익증가율 (-) 기록한 해는 7번, 그 중 연간 (+) 수익률 기록한 해는 4번
 감익 첫해에는 (-)수익률 기록했으나, 2년 연속 감익 기록한 2012, 2013, 2019년도에는 (+) 수익률 기록

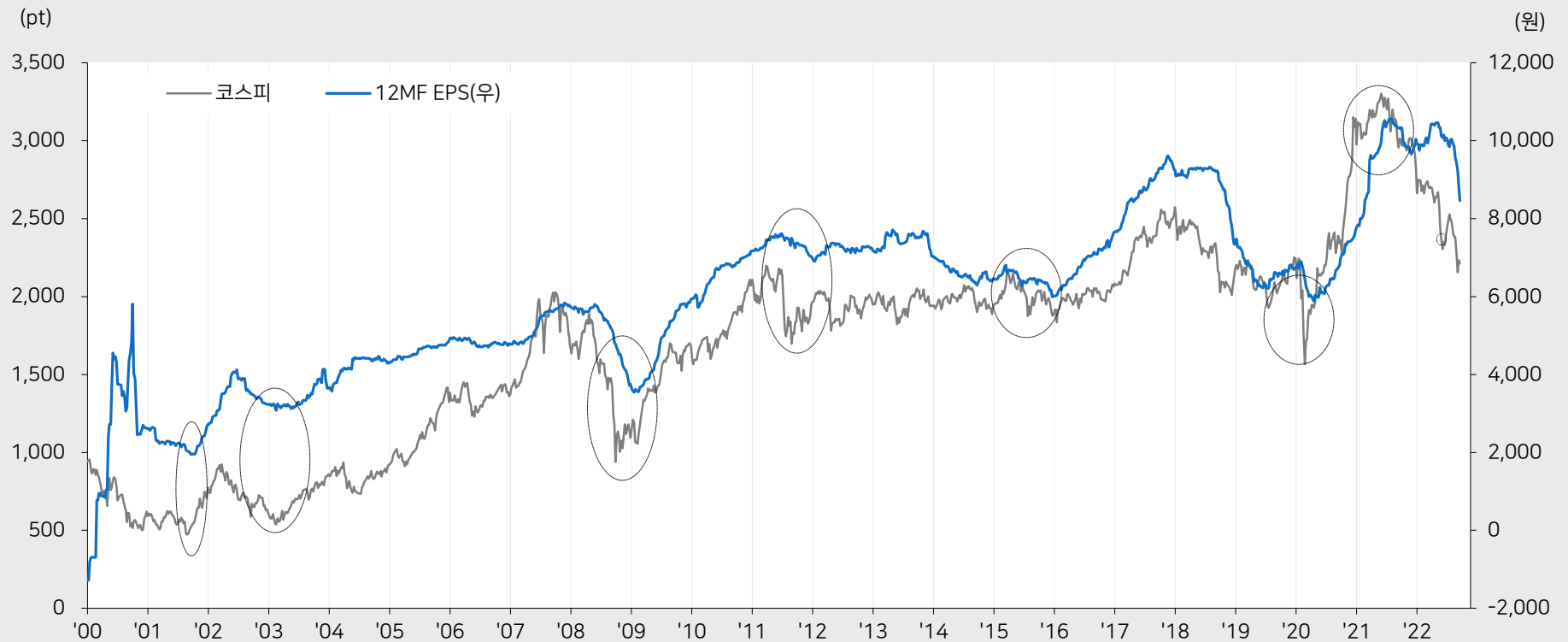


Summary

Q3. 주가가 떨어지지 않은 이유는? 이익에 선행하기 때문

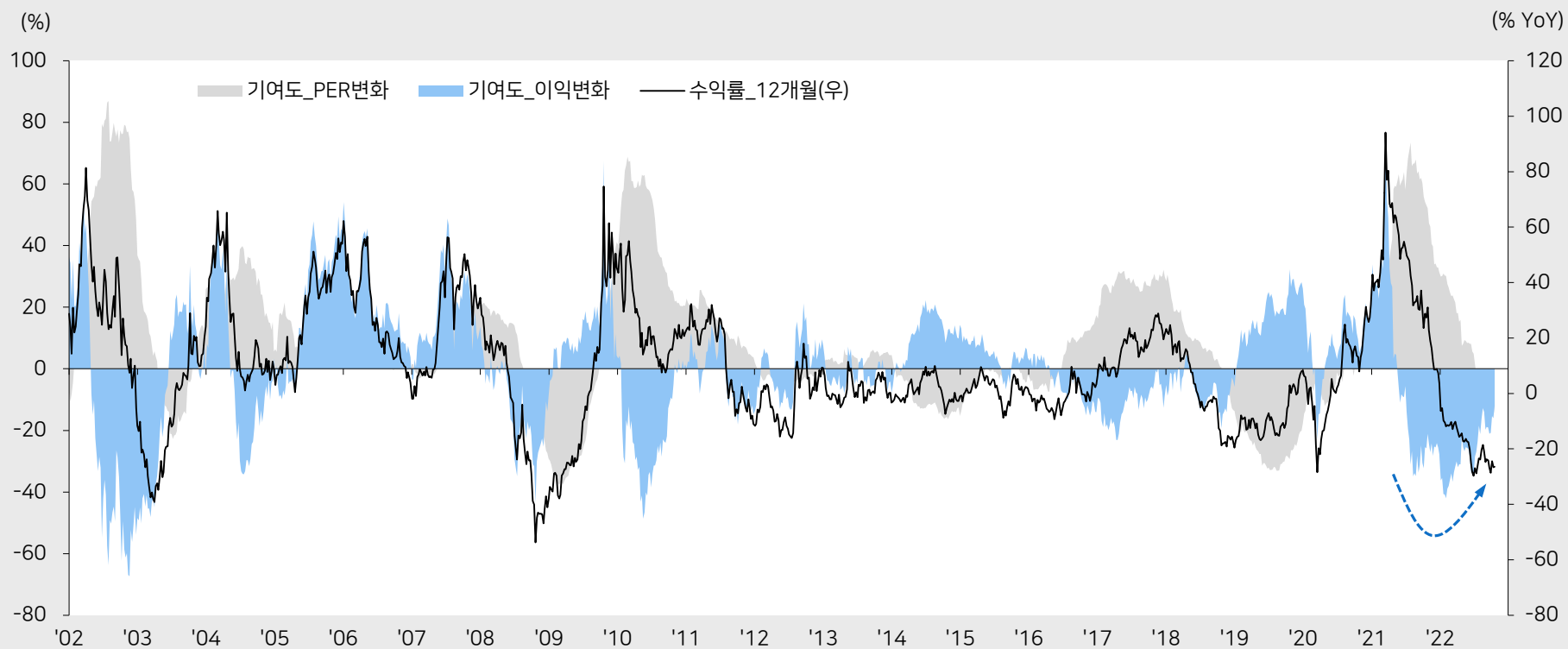
장기적으로 주가는 이익전망치를 반영하나, 이익의 주요 변곡점에서는 주가가 이익을 선행하는 경향

과거 주요 이익 하향국면에서도 주가가 이익보다 빠르게 반등했기 때문에 감익 국면에서 PER상승으로 주가 하방경직성 나타남



Q4. 시장은 이익에 대한 실망감을 어디까지 반영했는가?

지수 수익률 기여도를 EPS, PER 변화로 구분해보면, 올해는 부정적인 이익 전망이 주가 하락에 대부분 기여
최근 들어 이익전망의 하향조정이 지수에 하방압력으로 작용하는 영향은 다소 완화되는 흐름



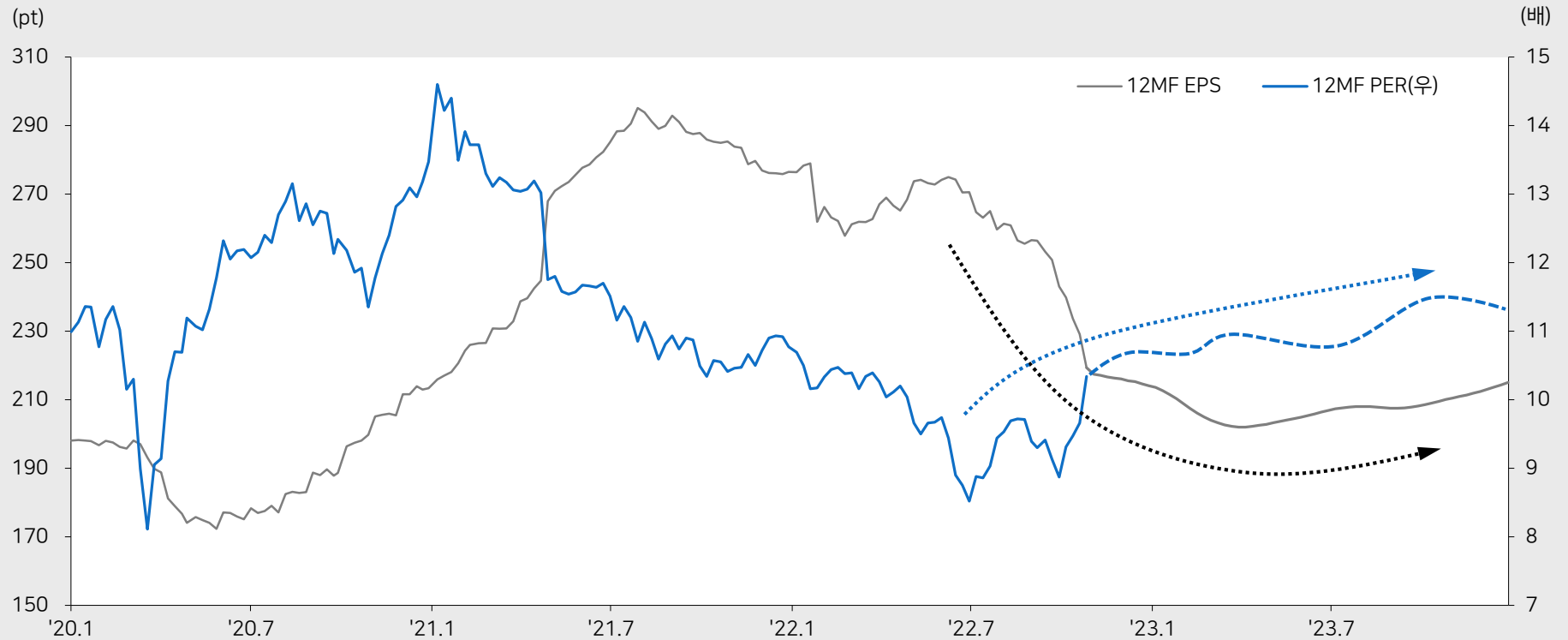
Summary

Q5. 내년 EPS, PER 예상 경로는?

EPS: 역성장 국면 경험칙으로 보면, 상반기 하향 조정 이후 하반기 2024년 증익 기대감(+20% yoy 이상) 반영될 가능성

PER: 주가가 이익전망을 선행하는 특성상, 이익 하향조정에도 주가 하락은 제한적일 가능성.

결국, PER 상승이 지수 하방경직성 형성하는 요인



1. 이익 현황: 코스피 순이익 컨센서스 2년 연속 감익 예상

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

감익 사이클의 변곡,
알파 전략 대응

- 코스피는 지난해 6월 3,302pt 고점 이후 올해 10월 말 2,290pt 기록하며 1년 반 기간동안 -30% 하락
- 2022년, 2023년 연간 순이익은 160조원 중반대 컨센서스 형성. 2년 연속 감익 예상
- 2021년 191조원 → 2022년 166조원(-13.0%) → 2023년 164조원(-1.4%)
- 현재 지수 레벨은 과거 코스피 연간 순이익 70~80조원대 수준으로 저평가된 상황

연도별 순이익 및 코스피 지수



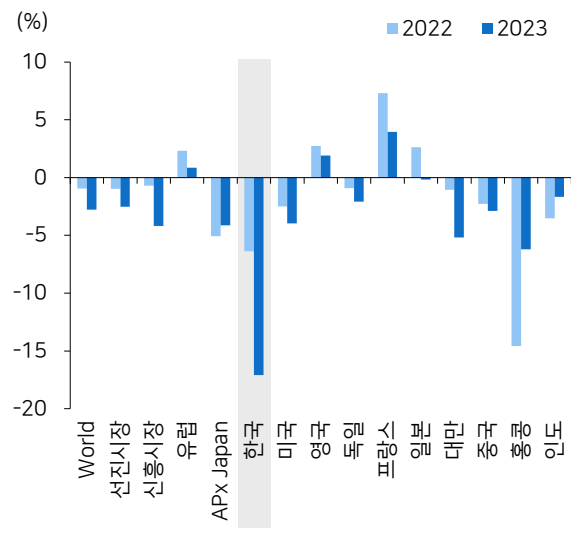
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

1. 이익 현황: 가파른 이익 하향조정에 주가 저평가

감익 사이클의 변곡, 알파 전략 대응

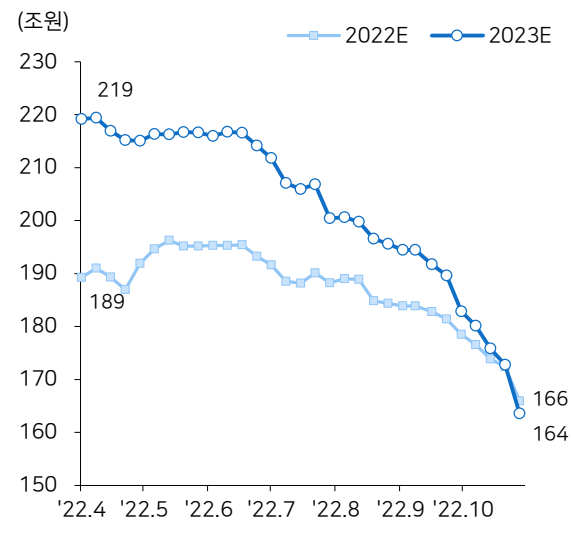
- 이익 규모가 과거대비 절대적으로 높은 수준임에도 주가 레벨이 현저히 낮은 이유?
→ 이익에 대한 신뢰성 저하 때문
- 최근 3개월간 한국 2022년, 2023년 이익추정치 각각 6.4%, 17.1% 하향 조정
- 올해 코스피 순이익 추정치는 4월 190조원 → 현재 166조원, 내년 추정치는 4월 219조원 → 현재 164조원으로 각각 20조원, 50조원 이상 하향조정
- 이에 따라, 한국은 올해부터 2년 연속 역성장 보이며 글로벌 대비 이익모멘텀 매력度が 낮은 것으로 평가

국가별 EPS 추정치 변화율_최근 3개월



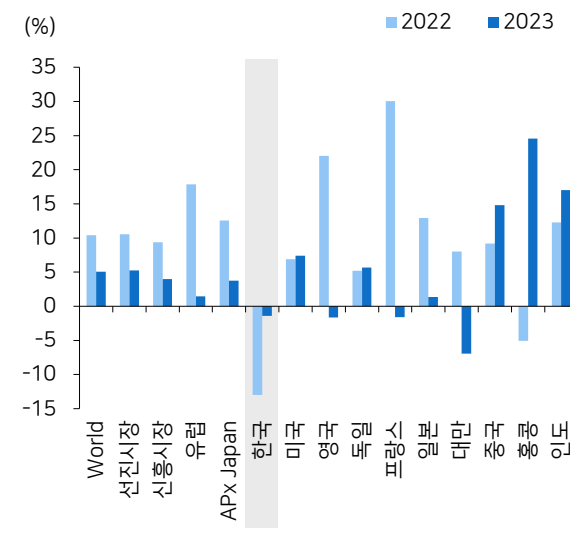
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

코스피 순이익 컨센서스 추이_2022, 2023



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

국가별 연간 EPS 증가율



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

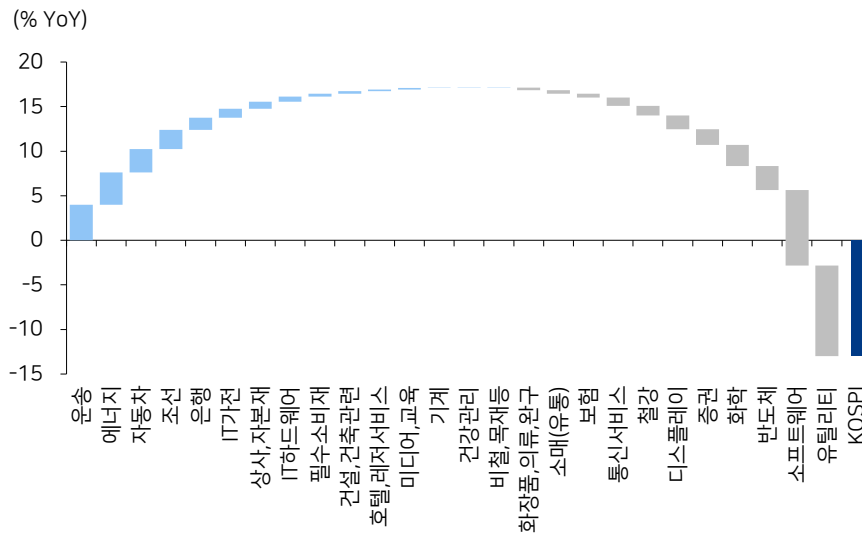
1. 이익 현황: 2022년 반도체/유틸리티 주도 역성장 + 하향조정 진행

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

감익 사이클의 변곡,
알파 전략 대응

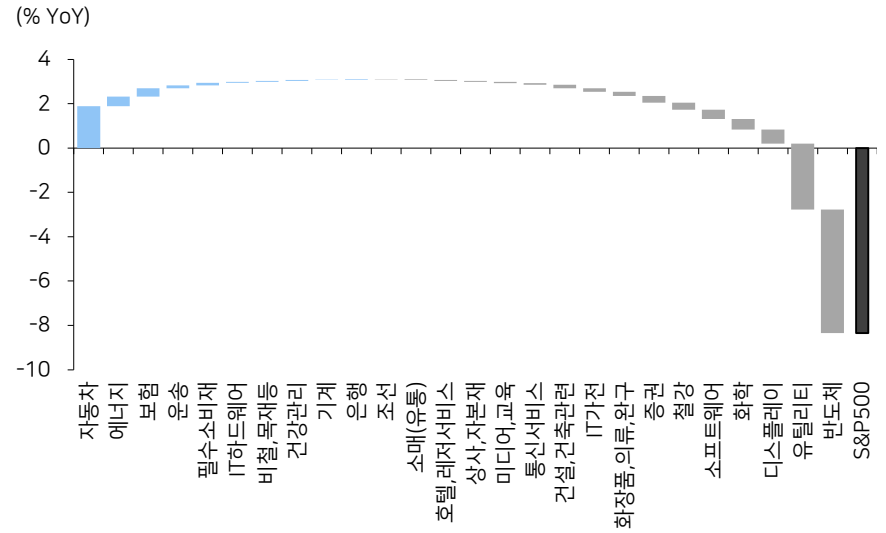
- 올해 코스피 이익 역성장 주도 업종은 유틸리티, 반도체, 화학, 증권
- 유틸리티 업종의 연간 순이익은 20조원 이상 적자 예상(전년대비 -18조원 감익)
- 소프트웨어 업종은 전년대비 15조원 감익이나 지난해 NAVER 14.9조원 일회성 이익 반영을 고려하면 성장 정체 수준
- 반도체 업종은 최근 가파른 이익 하향조정으로 전년대비 10% 감익 예상

2022년 업종별 이익증가율 기여도



자료: Enguide, 메리츠증권 리서치센터

2022년 업종별 이익변화율 기여도_최근 3개월



자료: Enguide, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

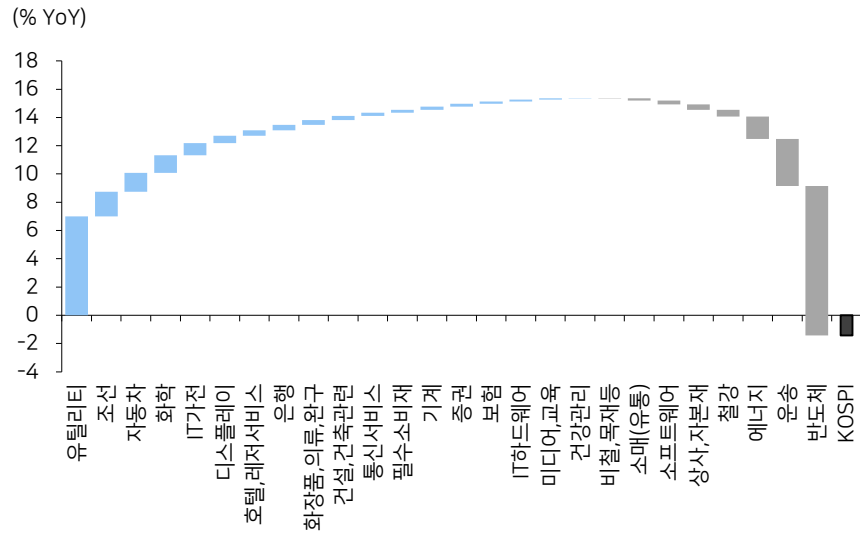
1. 이익 현황: 2023년 반도체 이익 주도 역성장 + 하향조정

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

감익 사이클의 변곡,
알파 전략 대응

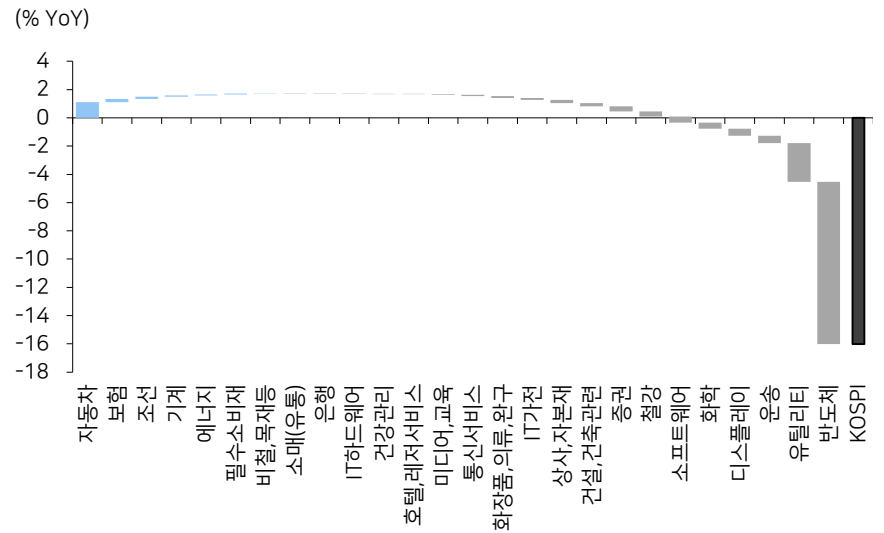
- 글로벌 경기 둔화 우려 여파로 올해보다 내년 실적에 대한 실망감이 반영되고 있는 점이 시장 하방압력 요인
- 한국의 경우, 반도체 업종 중심으로 이익 하향조정 진행(최근 3개월간 14.1% 순이익 하향조정)
- 이에 따라 내년 순이익 컨센서스는 163.6조원으로 올해 대비 1.4% 감소 전망. 반도체 업종은 전년대비 36.8% 감익 전망

2023년 업종별 이익증가율 기여도



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

2023년 업종별 이익변화율 기여도_최근 3개월

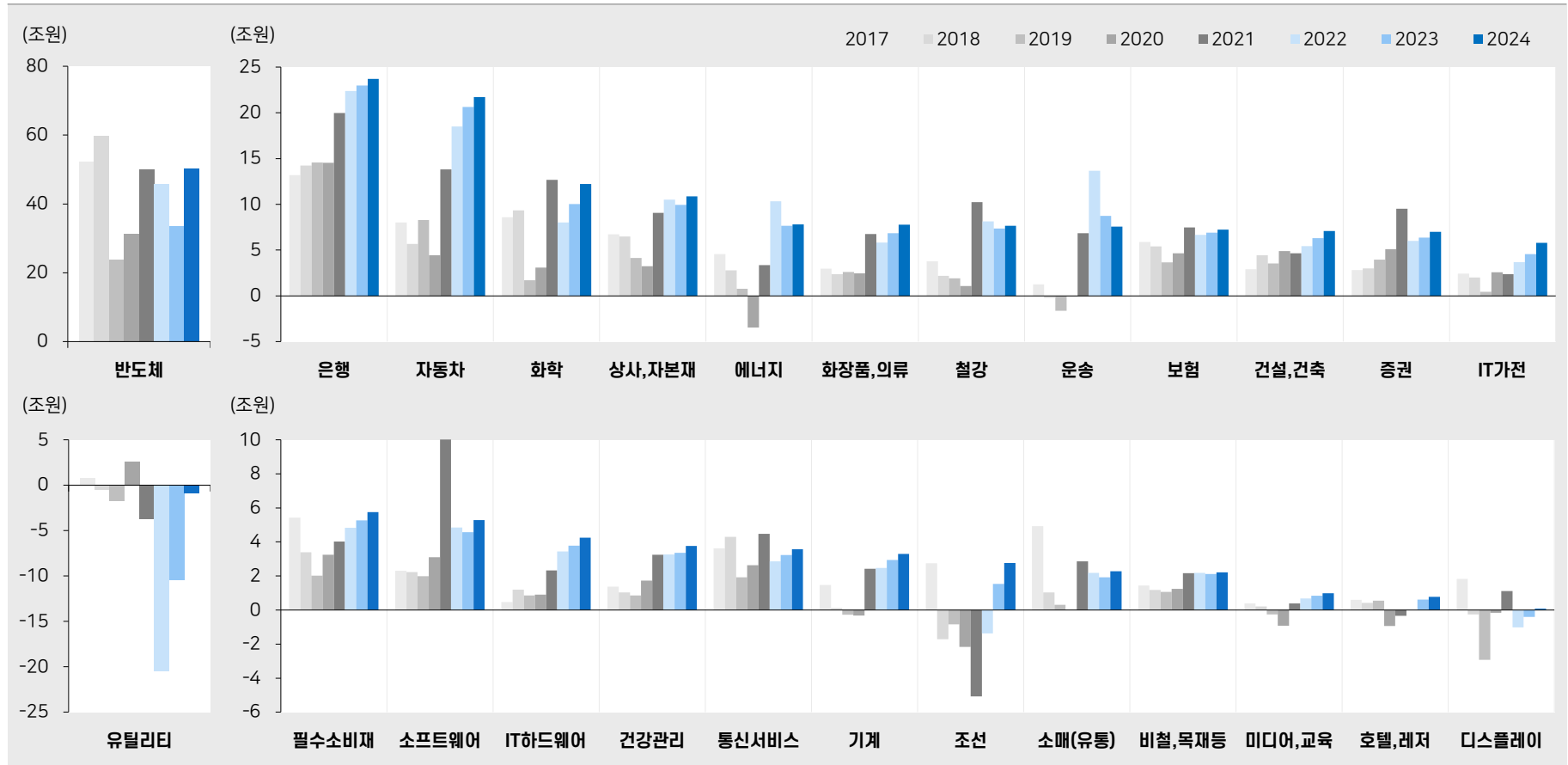


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

1. 이익 현황: 업종별 이익레벨

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

업종별 연간 순이익



자료: 메리츠증권 리서치센터

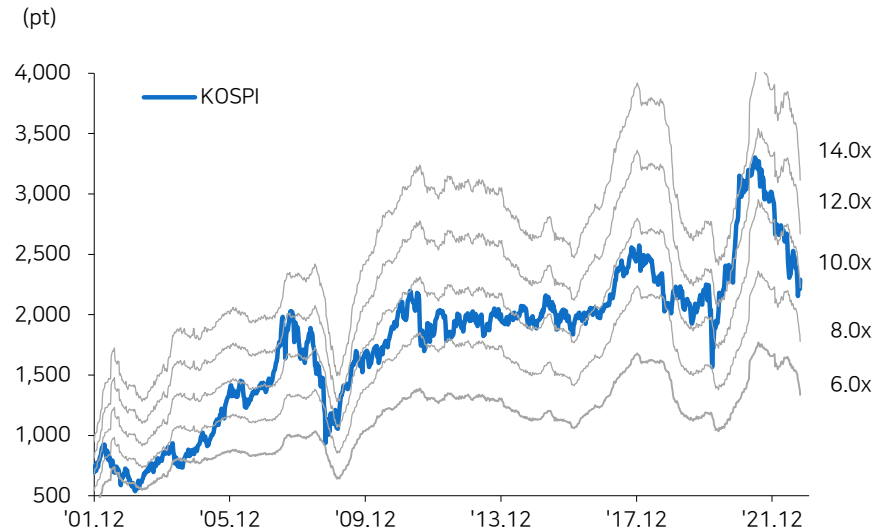
1. 이익 현황: 하향조정으로 12MF EPS 턴어라운드 시점 늦춰지는 중

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

감익 사이클의 변곡, 알파 전략 대응

- 코스피 12개월 예상 PER은 지난해 연초 15배 → 올해 9월 8배 후반까지 하락
- 다만, 내년 이익 전망치 하향조정이 가파르게 나타남으로 밸류에이션 저점을 논하는 것은 무의미한 시장
- 2024년 순이익 전망이 200조원 대로 높게 형성되어있음에 따라 내년 중 12MF EPS 경로는 반등하는 경로
- 다만, 이익 전망치 하향 조정이 가파르게 진행중임으로 턴어라운드 시점 계속해서 늦춰지는 중

코스피 PER 밴드



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

내년 말 까지 12MF EPS 경로 변화_턴어라운드 시점 늦춰지는 중



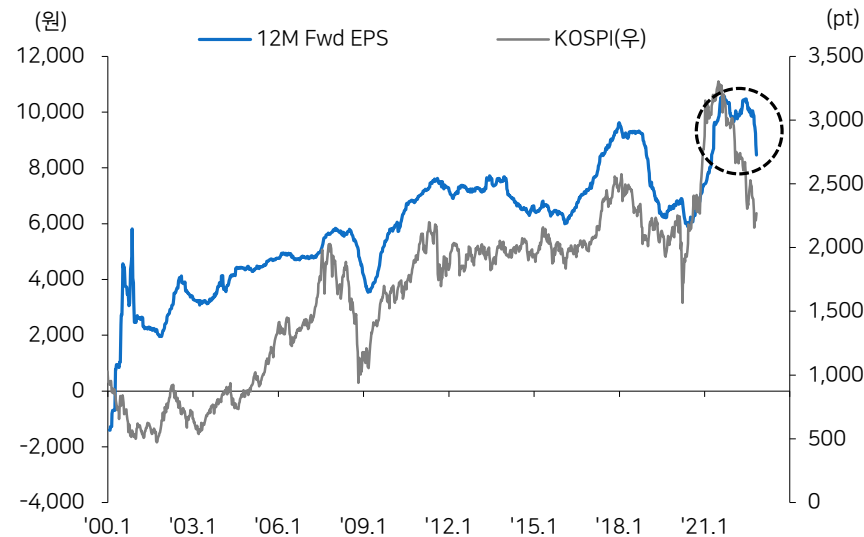
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

2. 이익 전망: 언제까지 하강사이클 지속될 것인가

감익 사이클의 변곡, 알파 전략 대응

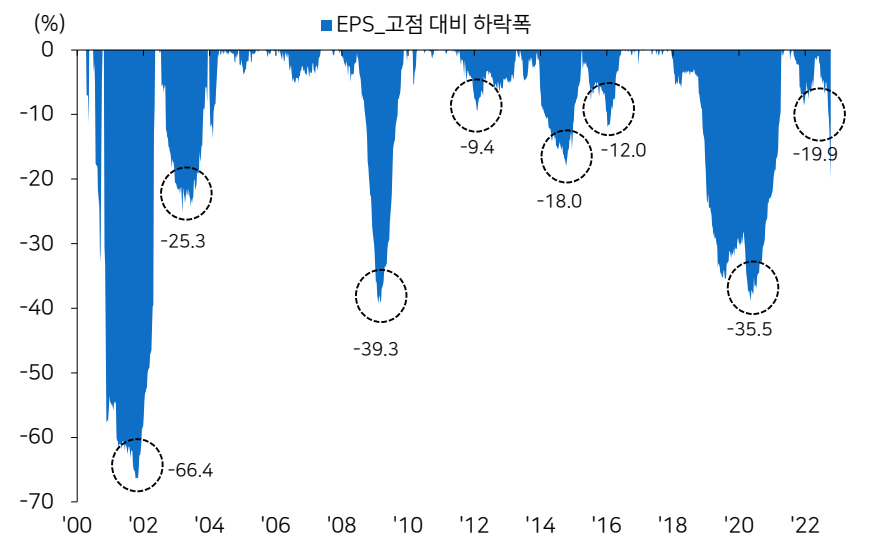
- 결국 내년 시장 참여자들의 관심사는 이익 하강사이클이 언제까지 지속될 것인가에 대한 부분
- 12개월 선행 EPS는 올해 6월부터 하강사이클에 진입하기 시작하여 고점대비 19.9% 하락
- 과거 하강 사이클은 1~2년 지속되었으며, 고점대비 하락폭은 30% 내외
- 이러한 경험적 수치에 기반하면 올해 이익 하강사이클은 내년까지 10~20% 하향조정이 지속될 가능성

코스피 vs EPS_2000년 이후



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

EPS 고점 대비 하락폭



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

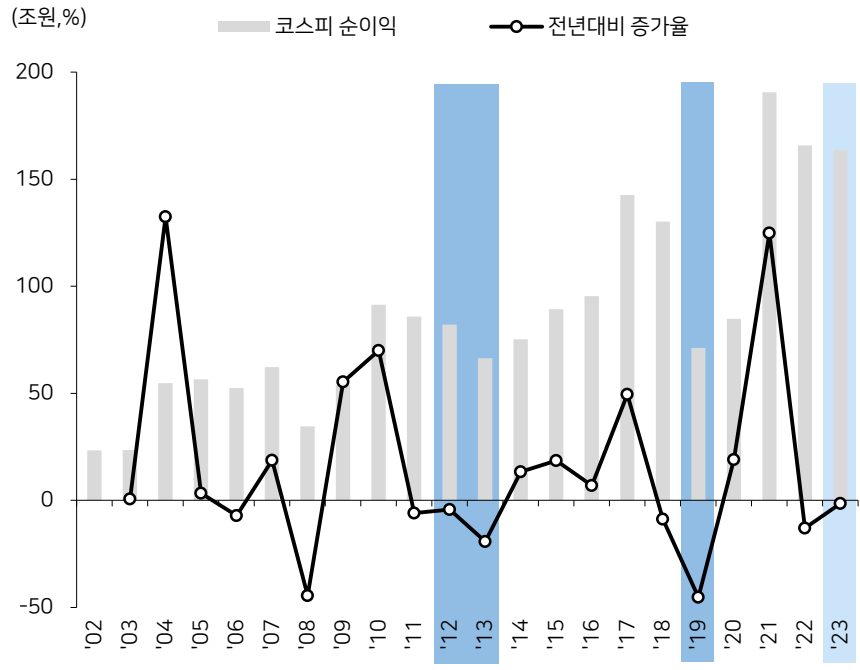
2. 이익 전망: 지난 20년간 3차례 코스피 순이익 2년 연속 감익 발생

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

감익 사이클의 변곡,
알파 전략 대응

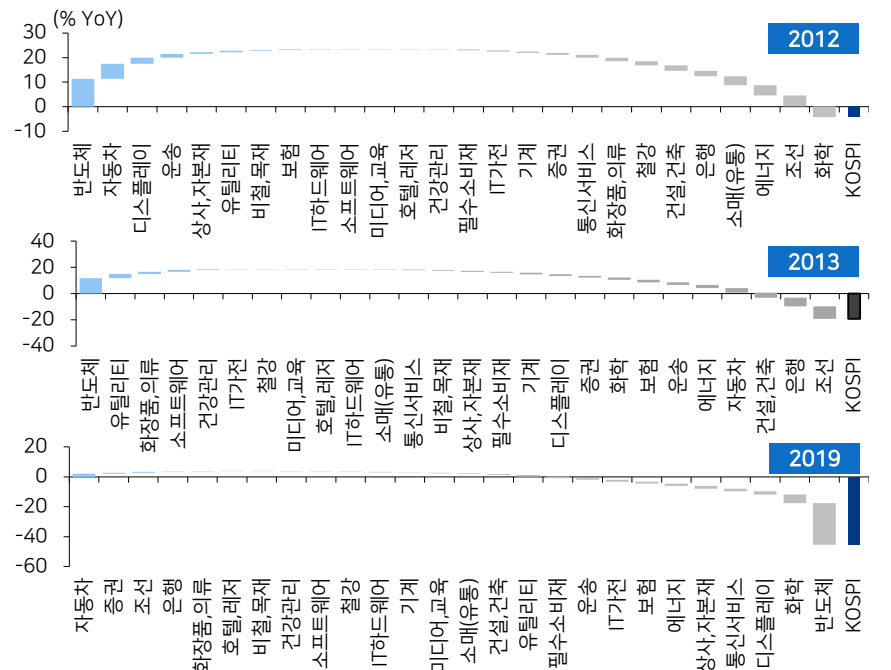
- 과거 2년 연속 이익 역성장 3차례 경험(2012년, 2013년, 2019년)
- 2012년, 2013년의 경우 반도체 등 일부 업종 제외 전반적으로 이익 역성장
- 2019년은 공급과잉에 따른 가격 급락이 나타난 반도체 업종 주도로 이익 역성장

코스피 연도별 순이익, 전년대비 이익증가율



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

역성장해 업종별 YoY 기여도_2012, 2013, 2019



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

2. 이익 전망: 과거 경험치 상 12MF EPS 내년 4월 턴어라운드 예상

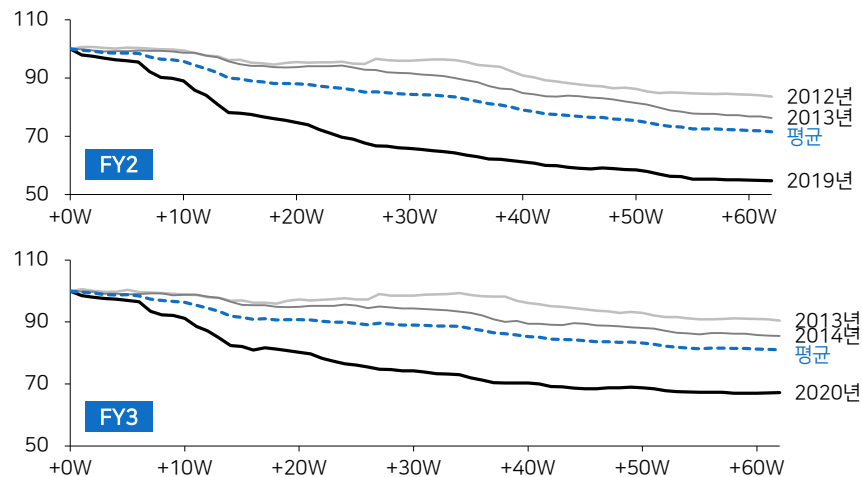
2023년 전망 시리즈 1
주식전략

감익 사이클의 변곡,
알파 전략 대응

- 과거 2년 연속 이익 역성장 기록한 해의 당해 연도, 차기 연도의 연중 이익 하향조정폭은 각각 -28%, -19%
- 특히, 상반기 중 이익 하향조정이 가파르게 진행되는 패턴
- 역성장 국면 경험치으로 보았을 때, 2023년 연중 이익전망 변곡점은 4월 중 나타날 가능성
- 상반기 하향 조정 이후, 하반기 2024년 증익 기대감(+20% 이상) 반영 예상

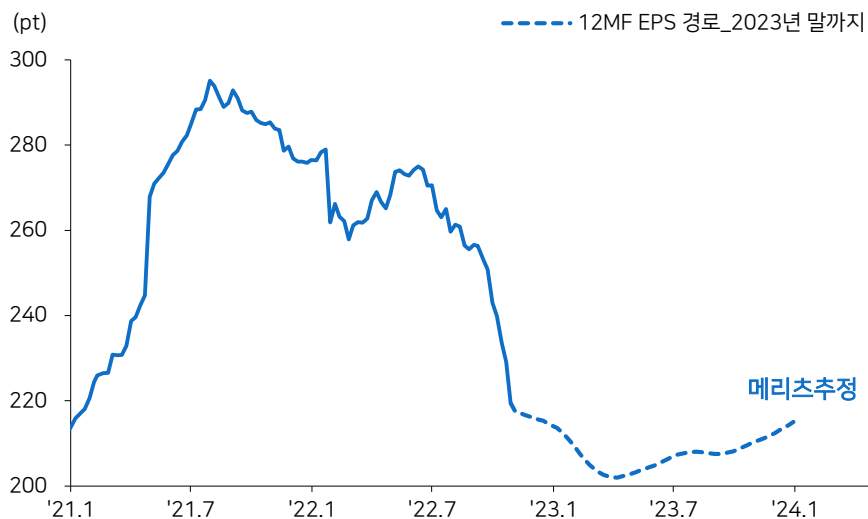
2년 연속 이익 역성장해('12,'13,'19) 전년도 10월말 이후 FY2,3 이익 경로

(전년도 10월 말 =100)



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

내년도 말까지 12MF EPS 경로 추정



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

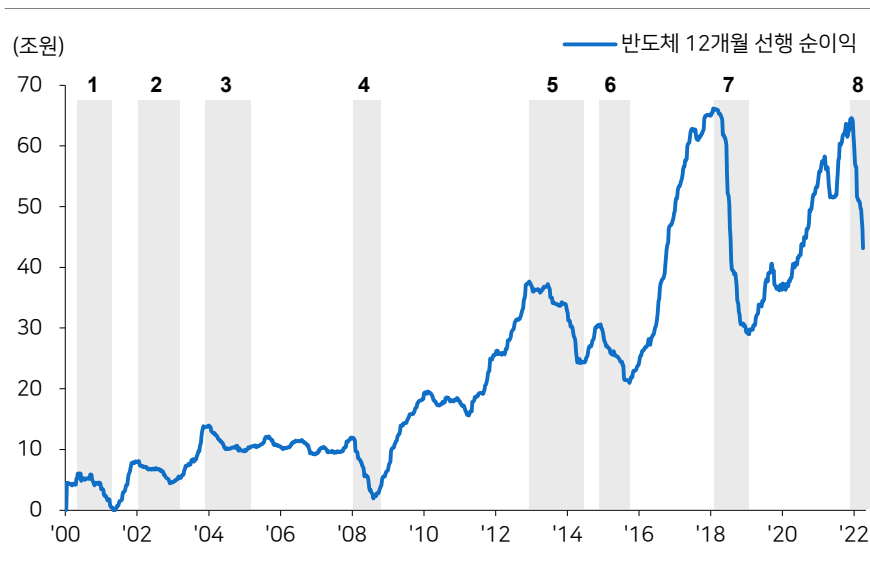
2. 이익 전망: 반도체, 향후 6개월간 이익 하강사이클 지속될 가능성

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

감익 사이클의 변곡, 알파 전략 대응

- 내년 이익 하향 사이클의 지속기간과 하락폭의 핵심 변수는 반도체 부분
- 과거 반도체 업종 이익 하향 사이클 지속 기간은 1년이며, 최대 하향조정폭은 고점대비 56~80% 이상
- 올해 6월 말 시작된 반도체 이익 하향조정은 현재(10월 말) 4개월 이상 지속됐으며, 조정폭은 40% 수준
→ 과거 감익 경험치 상 내년 4~5월까지 하향조정이 지속될 가능성 있으며, 하락폭은 15% 이상

반도체 12MF 순이익_과거 7차례 이익 하향 사이클



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

12MF 순이익 하향사이클 지속 기간 및 고점대비 하락폭

구분	고점 일자	저점 일자	하향사이클 기간(일)	고점 순이익 (조원)	저점 순이익 (조원)	하락폭 (%)
1	2000/11	2001/11	378	6.1	적자	적자
2	2002/07	2003/05	315	8.1	4.4	-45.5
3	2004/07	2005/06	357	13.9	9.7	-30.4
4	2008/06	2009/02	252	11.9	2.3	-80.7
5	2013/06	2014/11	518	37.7	24.2	-35.8
6	2015/06	2016/03	294	30.6	21.0	-31.4
7	2018/07	2019/07	364	66.2	29.0	-56.2
8	2022/06	2022/10	147	64.6	32.5	-50.1
과거 평균			354	-	-	-53.0

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

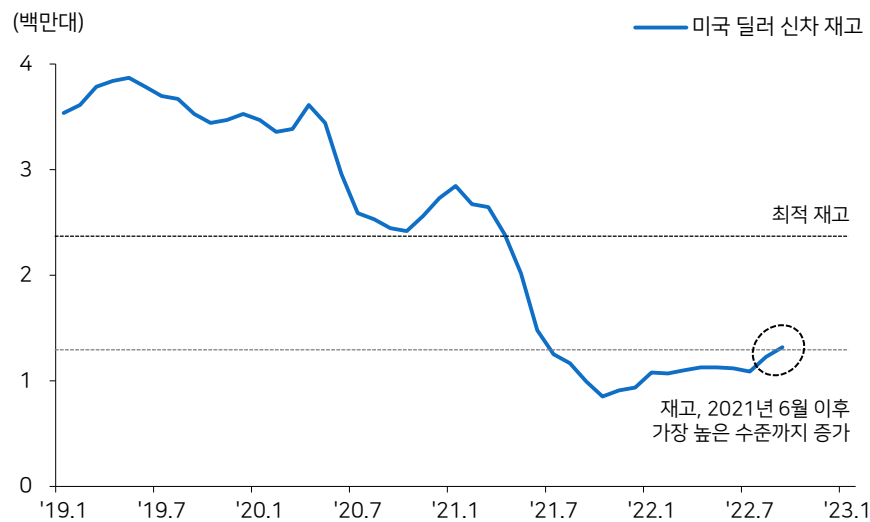
2. 이익 전망: 자동차 업종 하강사이클 초입 진입

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

감익 사이클의 변곡, 알파 전략 대응

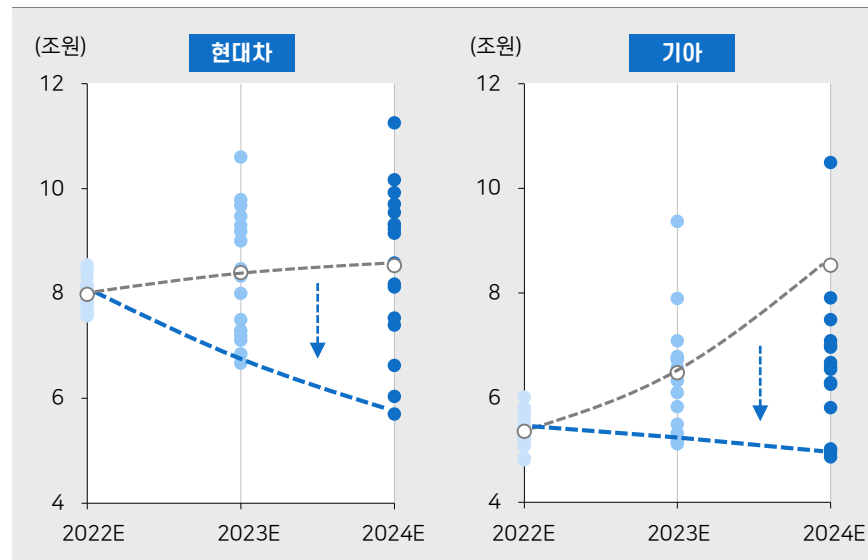
- 자동차 업종의 경우 올해 이익 성장과 함께 최근까지 상향조정세가 나타나고 있으나, 연말 이후 꺾일 가능성
- 문제는 미국 신차 재고의 방향성. 9월 중순 발표된 재고는 15개월 만에 가장 높은 수준
- 여전히 최적 재고 (70-80일) 대비 낮은 수준이기에 업종 내 영업지표는 양호하나, 공급 증가 및 수요 감소에 따른 재고의 추세적 전환에 대한 우려 점화. 따라서 신차 가격의 하락 반전 불가피
- 2023년, 2024년 순이익에 대한 애널리스트 추정치는 넓게 분포. 다만, 신차 가격 하락 가능성에 무게를 둔 당사 자동차 업종 전망은 컨센데비 보수적으로 추정

미국 달러 신차재고



자료: Cox Automotive, 메리츠증권 리서치센터

자동차업종 주요종목 애널리스트 순이익 전망치 분포_당사 전망치 하단 전망



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

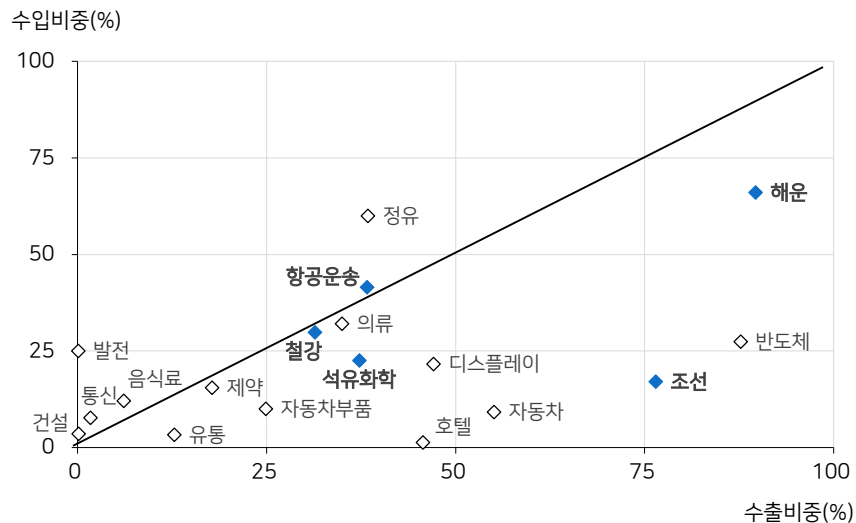
2. 이익 전망: 시클리컬 업종 원달러 환율 안정화로 마진율 축소 우려

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

감익 사이클의 변곡, 알파 전략 대응

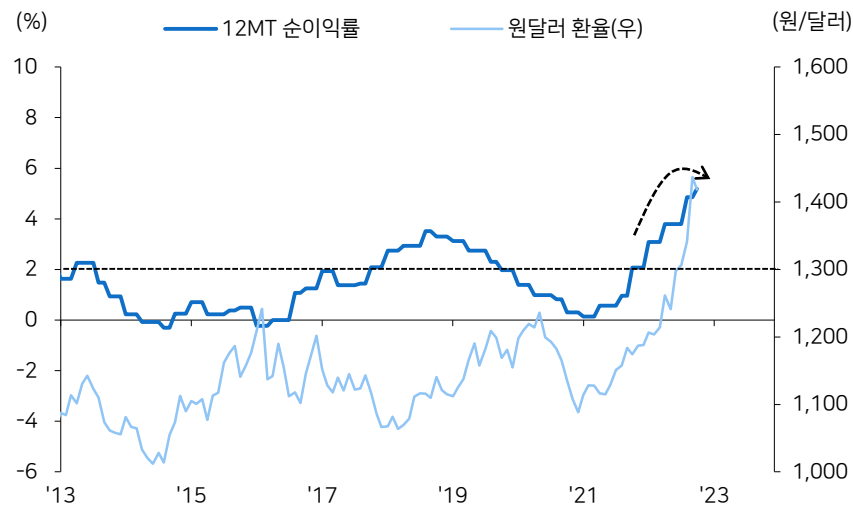
- 올해 시클리컬 업종 순이익은 산업별 변수 외 달러대비 원화 평가절하로 이익 선방. 시클리컬은 타 업종 대비 이익 구조상 수입비중 대비 수출비중이 높기 때문에 원화 평가절하가 마진율 개선으로 이어짐
- 다만, 내년 원달러 환율이 1,300원대로 내려올 경우, 환율효과로 개선된 4% 마진율이 3%로 회귀할 전망
- 경기둔화 우려에 외형성장 기대감이 낮아지고 있는 상황에서 시클리컬 업종 역시 내년 중 추가적인 이익 하향조정 나타날 가능성

업종별 수출, 수입비중



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

1300원대로 원화 평가절하 시 3% 순이익률 회귀 가능성



주: 시클리컬 업종 - 철강+화학+기계+조선+운송+상사, 자본재+비철, 목재
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

2. 이익 전망: 메리츠 투자전략팀 전망치

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

한국 세부 업종별 이익 전망치 및 증가율: 메리츠 투자전략팀 전망치

	순이익 (조원)				증가율 (%)		
	2021	2022E	2023E	2024E	2022	2023	2024
코스피	190.7	150.1	132.4	164.3	-21.3	-11.8	24.2
에너지	3.4	9.3	5.2	5.2	175.5	-44.5	1.1
화학	12.7	8.1	7.6	9.1	-36.1	-6.0	20.0
비철, 목재등	2.2	2.0	1.4	1.5	-9.4	-26.6	2.3
철강	10.2	7.3	4.9	5.1	-28.9	-32.6	3.5
건설, 건축관련	4.7	4.6	3.9	4.3	-0.3	-16.0	10.6
기계	2.4	2.3	2.0	2.2	-5.1	-12.8	11.1
조선	-5.1	-1.2	1.1	2.0	적지	흑전	75.4
상사, 자본재	9.1	9.5	6.7	7.3	4.9	-29.4	8.2
운송	6.8	12.3	6.0	5.1	79.8	-51.3	-14.7
자동차	13.8	16.6	14.8	12.5	20.6	-11.0	-15.7
화장품, 의류, 완구	6.7	5.6	6.6	7.4	-17.3	18.1	12.4
호텔, 레저서비스	-0.3	0.0	0.6	0.7	적지	흑전	24.7
미디어, 교육	0.4	0.6	0.7	0.8	49.0	20.9	14.4
소매(유통)	2.9	2.0	1.7	2.0	-31.3	-11.5	17.1
필수소비재	4.0	4.3	4.7	5.1	7.9	9.4	8.0
건강관리	3.2	2.7	2.8	3.1	-15.8	1.0	11.3
은행	20.0	20.2	20.7	21.1	1.1	2.7	1.8
증권	9.5	4.9	5.3	5.7	-48.2	7.3	8.1
보험	7.5	6.8	7.0	7.2	-9.6	3.9	3.3
소프트웨어	20.1	4.4	4.1	4.6	-78.0	-8.3	14.2
IT하드웨어	2.3	3.1	3.3	3.6	31.6	6.3	11.6
반도체	49.9	44.5	25.6	40.5	-10.9	-42.5	58.6
IT가전	2.4	3.7	4.8	6.0	56.4	27.4	25.3
디스플레이	1.1	-1.7	-0.8	-0.1	적전	적지	적지
통신서비스	4.5	2.6	2.9	3.2	-42.6	12.9	9.2
유틸리티	-3.7	-24.3	-11.2	-1.0	적지	적지	적지

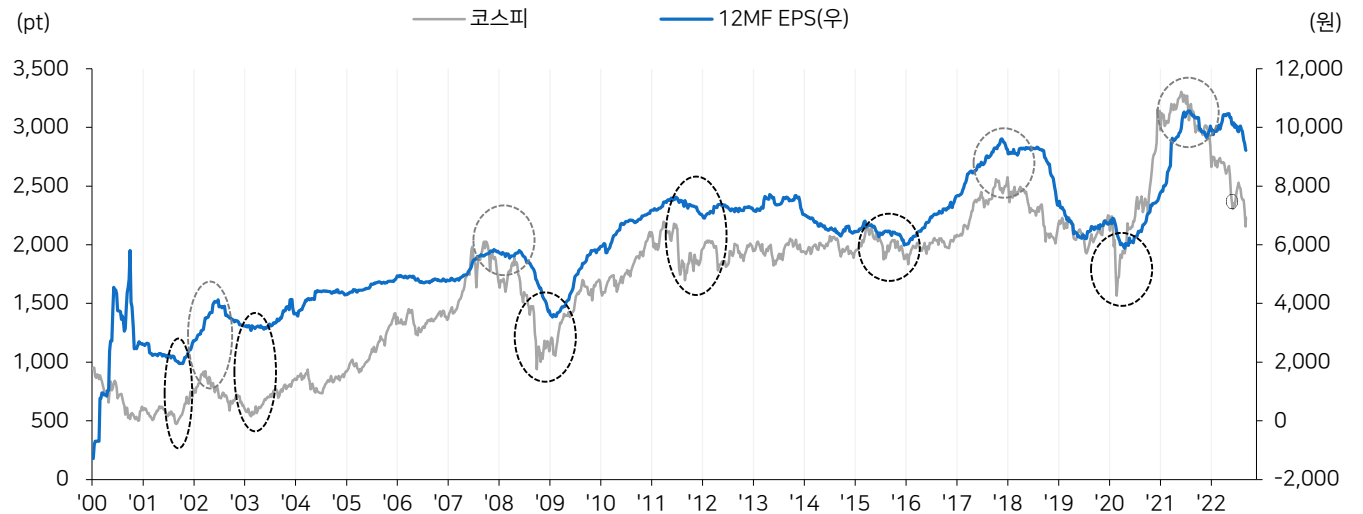
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

3. 주가 전망: 주가 턴어라운드 는 이익 턴어라운드에 선행

감익 사이클의 변곡,
알파 전략 대응

- 장기적으로 주가는 이익전망치를 반영하나, 증시의 주요 변곡점에서는 주가가 이익전망치를 선행
- 과거 주요 이익 하향국면에서도 주가가 이익보다 빠르게 반등
- 당사의 내년도 12MF EPS 추이 전망은 4월 이후 턴어라운드로 예상
- 변곡점에서 주가가 이익전망을 선행하는 특성 상 주가 반등은 연초에 나타날 가능성

코스피 vs 12MF EPS_2000년 이후



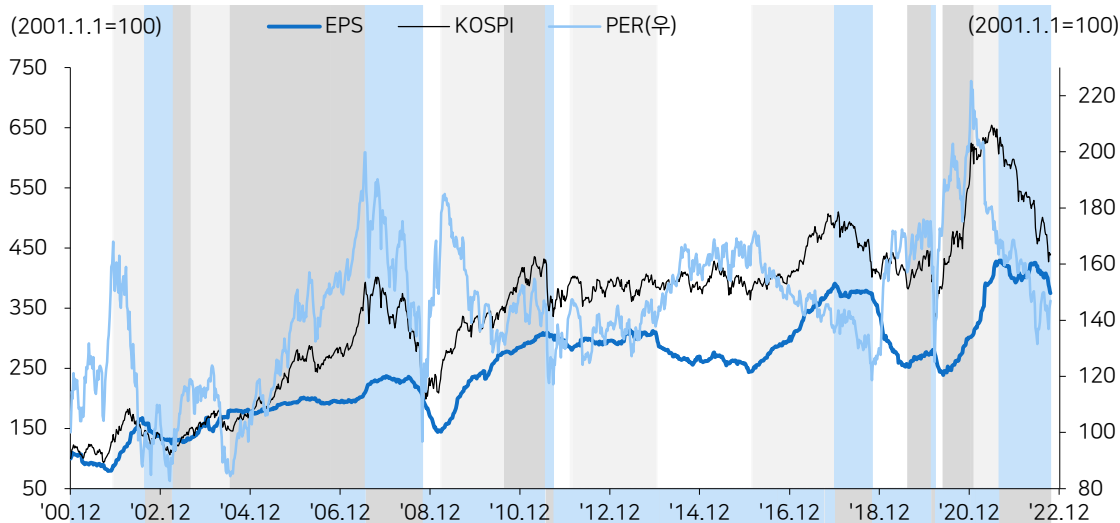
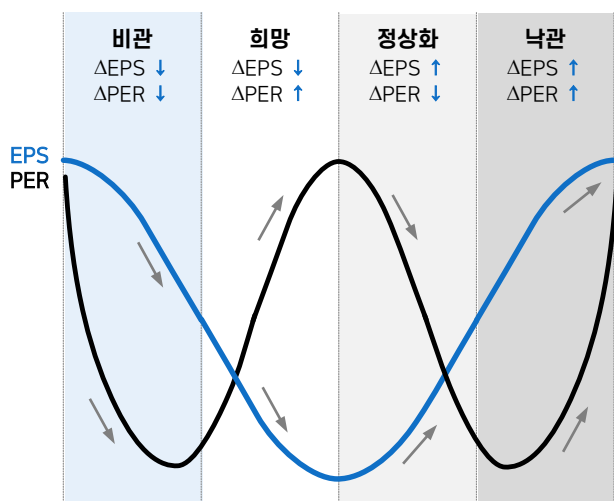
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

3. 주가 전망: 2023년 EPS 하락, PER 상승하는 ‘낙관’ 국면

감익 사이클의 변곡, 알파 전략 대응

- 이익 전망치와 PER의 방향성에 따라 증시를 비관, 희망, 낙관, 정상화의 4개 국면으로 구분 가능
- 4개 국면의 전환 순서는 일정하지 않으나 일반적으로 주가가 이익을 선반영함에 따라 ‘비관 → 희망 → 낙관 or 정상화’ 사이클이 나타남
- 지난해 9월부터 최근까지 이익, PER 하향이 동시에 지속되며 ‘비관’ 국면이 진행중
- 10월 들어 이익 하향조정은 지속되나 주가는 제한적인 하락폭을 보이며 PER 상승. 이익 턴어라운드 이전에 보이는 ‘희망(EPS ↓, PER ↑)’ 국면으로 전환 조짐

이익, 밸류에이션에 따른 시장 분해_주가가 이익을 선행함에 따라 이익턴어라운드 이전 멀티플 상승이 앞서서 경향



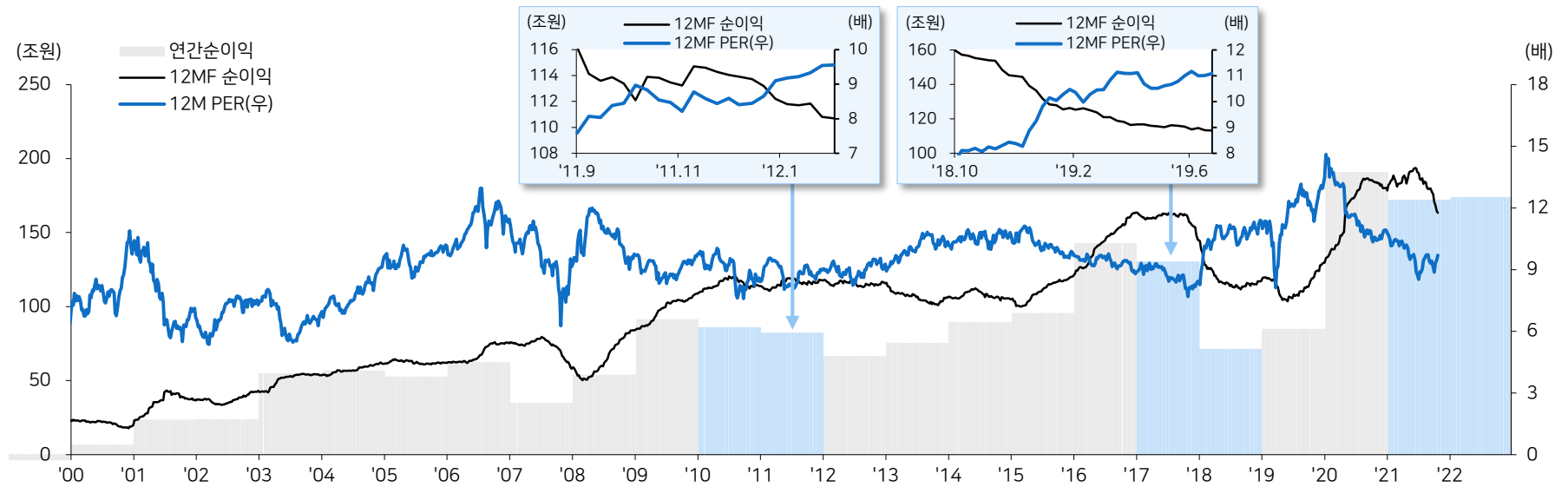
자료: 메리츠증권 리서치센터

3. 주가 전망: 과거 2년연속 감익 국면, 이익 하락에도 PER 상승

감익 사이클의 변곡,
알파 전략 대응

- 과거 2년 연속 감익을 보인 해에는 올해와 비슷하게 직전 연도 말부터 EPS 하락+PER 상승 패턴(낙관 국면)
- 이번 국면 역시 내년도 2년 연속 감익 예상되는 상황에서 12MF PER은 10월 들어 반등
- 즉, 가파른 이익하향조정 대비 주가는 하방경직성 형성될 전망

과거 역성장해 PER, 순이익추이_2011/12, 2018/19



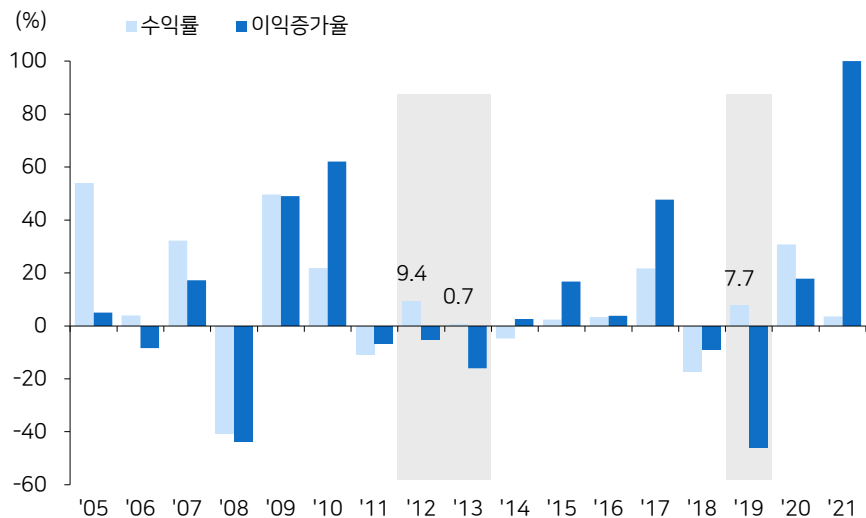
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

3. 주가 전망: PER 상승으로 주가는 상승 또는 강보합

감익 사이클의 변곡, 알파 전략 대응

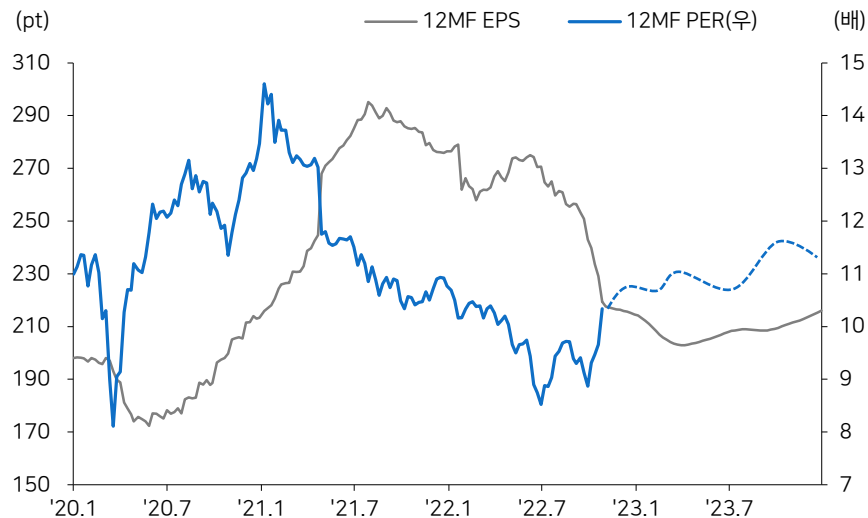
- 이익 역성장과 하향조정이 2년 연속 지속됐던 2012년, 2013년, 2019년의 연간 지수 수익률을 보면, 강보합 또는 8~9% 상승 마감
- 당사는 내년 4월까지 EPS는 하락세를 보이거나, 장기적으로 PER이 우상향하는 흐름 전망 (코로나 국면 이후 PER 상단인 11배까지 상승)

코스피 연간 수익률, 이익증가율_2005년 이후



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

내년 말까지 EPS, PER 예상 경로



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

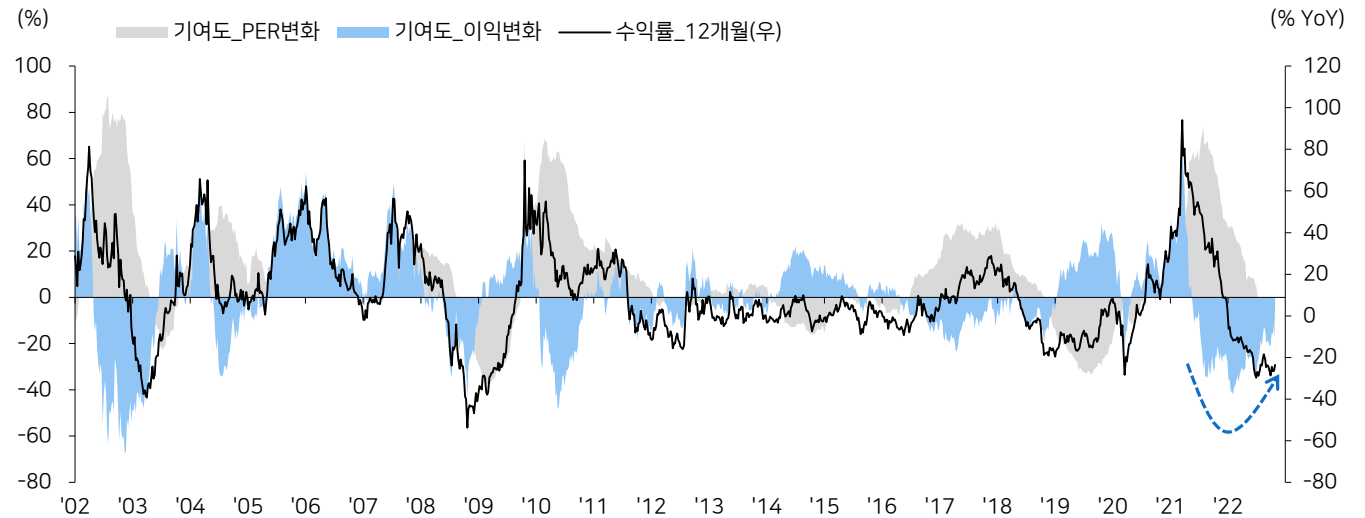
3. 주가 전망: 최근 부정적 이익전망의 주가 하방압력 다소 완화

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

감익 사이클의 변곡,
알파 전략 대응

- 지수 수익률 기여도를 EPS, PER 변화로 구분해보면, 올해는 부정적인 이익 전망이 주가 하락에 대부분 기여
- 최근 들어 이익전망의 하향조정이 지수에 하방압력으로 작용하는 영향은 다소 완화
- 앞서 언급한 EPS 하락에도 PER이 상승하며 지수 하방경직성을 형성했기 때문

코스피 12개월 수익률_이익 변화 vs PER 변화



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

3. 주가 전망: 2023년 KOSPI 전망: 2,100 ~ 2,600pt

감익 사이클의 변곡, 알파 전략 대응

- 2022년 10월 말 기준 KOSPI 2,236pt, 12개월 예상 PER은 10.3배
 - 코스피 적정가치 상단 기준선: 과거 대비 완화적인 하향조정이 진행될 경우(2023년 20%, 2024년 14% 하향조정), 연말 12MF 순이익 175조원 예상. PER은 코로나 국면 이전 상단인 11배 반영하면 2,600pt
 - 코스피 저평가 기준선: 2019년 수준의 가파른 하향조정 진행될 경우(2023년 45%, 2024년 24% 하향조정), 연말 12MF 순이익 155조원 예상. 부정적인 이익에 주가가 선반영함에 따라 PER 하락 가능성은 낮은 국면임으로 현재수준(10.3배) 적용하여 2,100pt
- 즉, 2023년 연중 2,100pt를 단기간 하회할 경우 매수하기 유리한 기준점으로 평가

KOSPI 전망 시나리오: KOSPI = PER × EPS

	(pt)	PER_12개월 예상 기준 (배)										
		9.25	9.5	9.75	10	10.25	10.5	10.75	11	11.25	11.5	11.75
12개월 예상 순익 전망치 (조원)	140	1,733	1,780	1,826	1,873	1,920	1,967	2,014	2,061	2,107	2,154	2,201
	145	1,795	1,843	1,892	1,940	1,989	2,037	2,086	2,134	2,183	2,231	2,280
	150	1,857	1,907	1,957	2,007	2,057	2,107	2,158	2,208	2,258	2,308	2,358
	155	1,918	1,970	2,022	2,074	2,126	2,178	2,230	2,281	2,333	2,385	2,437
	160	1,980	2,034	2,087	2,141	2,194	2,248	2,301	2,355	2,409	2,462	2,516
	165	2,042	2,097	2,153	2,208	2,263	2,318	2,373	2,429	2,484	2,539	2,594
	170	2,104	2,161	2,218	2,275	2,332	2,388	2,445	2,502	2,559	2,616	2,673
	175	2,166	2,225	2,283	2,342	2,400	2,459	2,517	2,576	2,634	2,693	2,751
	180	2,228	2,288	2,348	2,409	2,469	2,529	2,589	2,649	2,710	2,770	2,830
	185	2,290	2,352	2,414	2,475	2,537	2,599	2,661	2,723	2,785	2,847	2,909

주: 10월 28일 코스피 2236.16pt 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

4. 투자 아이디어_팩터: EV/EBITDA 저평가 종목 발굴

감익 사이클의 변곡, 알파 전략 대응

- 팩터 수익률(설명력)은 유니버스(시총 상위 200종목) 내의 팩터별 상위 20% 종목 Long, 하위 20% 종목 Short 포트폴리오 수익률로 계산. 증시에서 효과적인 종목 선정 지표가 무엇인지와 증시 국면을 판단
- 과거 2년 연속 감익 국면 에서는 'EV/EBITDA' 재무 비율 지표의 증시 설명력이 뚜렷
- 현금창출능력(EBITDA) 대비 총차입금과 현금을 반영한 기업가치(EV)로 평가한 저평가 종목 선별 유효
- 올해는 더욱이 금리 레벨이 높아진 환경에서 기업이 보유한 현금이 많고 부채가 적은 기업 중 현금창출능력이 우수한 종목의 재무건전성 투자매력 부각

팩터별 연간 수익률, 증시 국면별 수익률

(%)	연간 수익률 합														전기간 (월평균)			2016이후 (월평균)		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	상승장	횡보장	하락장	상승장	횡보장	하락장
EPS상향_12MF	41.3	32.4	50.2	10.5	17.7	29.4	0.3	(5.9)	0.8	(1.3)	3.5	21.2	1.6	2.3	1.5	0.9	1.5	0.6	(0.3)	0.6
EPS상향_FY1	35.1	28.5	40.9	6.3	11.8	19.4	(1.9)	(2.1)	(7.1)	(0.5)	(1.6)	23.3	5.6	20.7	1.6	0.4	1.5	1.0	(0.8)	1.3
EPS상향_FY2	21.0	33.9	51.8	7.6	17.3	21.9	13.5	1.2	7.3	5.0	(1.3)	4.1	(10.4)	11.7	0.9	1.0	1.6	(0.2)	(0.1)	1.1
부채비율	(13.7)	33.3	(32.2)	0.2	(23.7)	(6.9)	(35.1)	17.7	(29.7)	6.6	3.2	(12.8)	(3.3)	(26.0)	1.7	(1.7)	(1.6)	0.1	(2.1)	0.9
ROE	11.0	(5.3)	35.2	(9.0)	11.0	14.3	23.0	(19.3)	(13.6)	(15.4)	1.6	(29.5)	6.2	(32.0)	(0.8)	0.3	1.2	(2.3)	(1.4)	0.6
순이익률	7.3	(15.0)	24.2	2.9	13.9	8.8	17.7	(14.0)	1.1	(13.8)	5.0	(21.0)	2.5	(47.7)	(1.4)	0.1	1.3	(2.1)	(1.4)	1.2
PER_12개월예상	14.9	39.8	4.8	11.1	11.4	(4.9)	(19.2)	37.2	(9.5)	(4.6)	5.2	(20.3)	2.0	23.0	1.7	1.1	(0.8)	0.3	1.1	(0.6)
PER_과거	35.7	15.0	3.6	10.6	18.0	(0.3)	2.4	10.6	(5.1)	(10.2)	8.1	(44.7)	(9.8)	(2.7)	0.5	0.5	0.8	(1.8)	(0.4)	0.6
배당수익률	(10.0)	9.7	4.6	22.9	6.5	(7.7)	(5.2)	18.7	3.7	(14.7)	10.1	(65.2)	(13.9)	28.7	(1.1)	0.5	1.4	(2.8)	0.2	1.8
PBR	10.0	21.4	(20.5)	21.9	8.7	(8.0)	(32.2)	50.5	(0.2)	3.8	4.5	(41.1)	(20.7)	37.1	1.2	0.3	(0.4)	(0.1)	1.3	(0.3)
EV/EBITDA	23.3	18.0	27.4	34.2	19.8	(6.4)	(12.8)	24.6	(6.5)	(3.9)	13.5	(44.9)	(27.1)	4.3	(0.4)	0.9	1.8	(1.4)	0.2	(0.1)
투신매수일수_10일	14.2	11.3	15.4	20.0	3.8	0.2	32.8	15.7	23.3	17.8	2.6	(9.5)	(10.9)	(13.2)	0.7	0.8	0.9	0.2	0.8	(0.1)
베타	28.1	14.9	(33.4)	(15.3)	(18.0)	(8.2)	(16.9)	15.7	20.1	16.3	3.9	29.3	12.1	(36.7)	4.4	(0.3)	(5.6)	4.0	0.7	(3.3)
수익률_3M고점대비	(23.0)	(9.8)	17.6	1.7	13.3	(4.1)	1.7	(13.0)	(10.5)	(17.6)	0.6	(15.8)	(7.1)	12.8	(2.7)	(0.4)	2.4	(2.0)	(1.0)	1.7
KOSPI	51.6	19.4	(6.7)	10.1	1.9	0.1	2.6	4.3	18.7	(18.0)	3.3	30.3	4.1	(26.8)						

주: 상승장: KOSPI 월수익률 2% 이상, 하락장: -2% 이하, 보합장: -2%,+2% 사이
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

4. 투자 아이디어_팩터: 이익 모멘텀 희소가치 부각

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

감익 사이클의 변곡, 알파 전략 대응

- 분기별 팩터 수익률을 살펴보면, 지난해 하반기부터 올해 상반기의 경우 이익전망치 상향조정과 주가 방향성이 동행하지 않음
- 경기둔화 우려에도 높게 형성된 이익 컨센서스에 대해 투자자들이 신뢰하지 않았기 때문
- 다만, 7~8월들어 반도체 중심의 이익하향조정이 가파르게 진행됨에 따라 하반기부터 이익전망치 상향조정 종목 희소가치 부각

팩터별 분기 수익률

(%)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
EPS상향_12MF	4.1	(1.8)	2.8	(6.4)	0.1	3.3	(1.3)	1.3	2.8	7.8	11.0	(0.4)	(3.2)	4.3	(0.1)	0.6	1.9	1.1	6.1
EPS상향_FY1	3.5	1.2	(1.4)	(3.7)	(0.7)	2.0	(1.7)	(1.3)	3.7	6.9	10.1	2.6	5.3	4.5	(3.5)	(0.6)	4.4	1.4	10.7
EPS상향_FY2	4.6	1.3	2.9	(3.8)	(4.8)	5.1	0.7	(2.3)	4.2	0.5	6.0	(6.6)	(3.7)	(1.3)	(2.6)	(2.8)	3.9	4.4	6.5
부채비율	(0.1)	8.2	(2.2)	0.8	(3.0)	3.1	6.4	(3.2)	18.9	(9.4)	(9.3)	(13.0)	(10.2)	(8.9)	0.7	15.1	(8.6)	(10.6)	(4.1)
ROE	(5.6)	(4.6)	(5.1)	(0.0)	10.2	4.2	(3.8)	(9.1)	10.6	(20.6)	(15.1)	(4.4)	(3.0)	(1.2)	1.7	8.8	(4.9)	(15.2)	(8.7)
순이익률	(6.9)	(3.3)	(5.6)	2.0	4.5	8.1	(0.5)	(7.0)	13.0	(18.2)	(10.4)	(5.4)	(9.0)	(7.1)	(2.6)	21.3	(10.6)	(20.1)	(9.2)
PER_12개월예상	(5.5)	0.2	0.8	(0.2)	3.2	11.1	(5.9)	(3.1)	(12.7)	(16.8)	3.1	6.2	16.3	2.9	(8.0)	(9.3)	11.4	3.3	(0.1)
PER_과거	(6.0)	(3.2)	(4.4)	3.4	7.8	14.3	(3.3)	(10.7)	(1.4)	(19.8)	(20.6)	(2.9)	(1.6)	(3.3)	0.2	(5.1)	6.2	(5.0)	(5.7)
배당수익률	(16.8)	0.3	(4.6)	6.4	7.4	10.9	2.2	(10.4)	(4.0)	(35.3)	(18.2)	(7.8)	(2.3)	(8.5)	(2.3)	(0.9)	9.4	5.0	1.2
PBR	(8.5)	3.7	(2.2)	10.8	1.7	10.6	1.4	(9.2)	(20.2)	(19.8)	(3.4)	2.4	11.1	1.7	(14.0)	(19.4)	18.3	12.9	1.3
EV/EBITDA	(15.6)	1.8	(2.8)	12.8	8.5	15.2	1.8	(12.0)	(3.1)	(23.1)	(14.1)	(4.6)	8.7	(2.2)	(21.6)	(12.1)	8.5	(1.9)	(5.2)
투신매수일수_10일	3.3	(0.1)	4.3	10.2	1.6	(1.8)	1.0	1.7	(5.1)	(16.4)	10.2	1.8	(0.5)	(9.4)	(2.9)	1.8	(8.0)	0.6	(0.6)
베타	14.6	(3.3)	8.3	(3.3)	(4.0)	(4.7)	(0.2)	12.8	(10.3)	18.7	3.4	17.4	11.7	(2.1)	(1.1)	3.7	(8.0)	(13.2)	(9.1)
수익률_3M고점대비	(10.5)	11.7	(11.2)	(7.6)	(8.5)	5.2	1.3	2.6	9.5	(27.9)	1.0	1.7	9.8	(5.7)	8.9	(20.2)	(6.8)	12.2	6.2
KOSPI	(1.0)	(6.2)	1.6	(12.5)	6.4	(0.4)	(3.6)	6.5	(21.5)	19.1	10.2	22.6	6.4	7.5	(7.0)	(2.7)	(7.0)	(15.8)	(6.9)

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

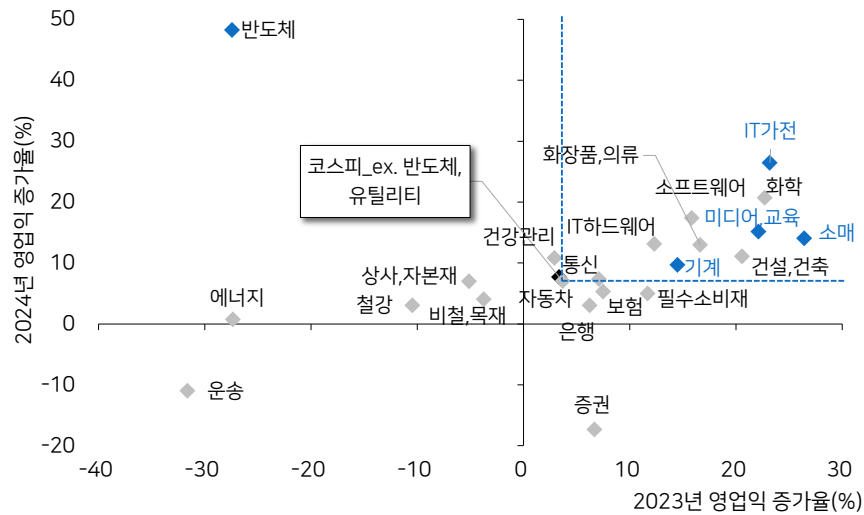
4) 투자 아이디어_업종: 반도체, IT가전(2차전지), 미디어, 소매, 기계

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

감익 사이클의 변곡,
알파 전략 대응

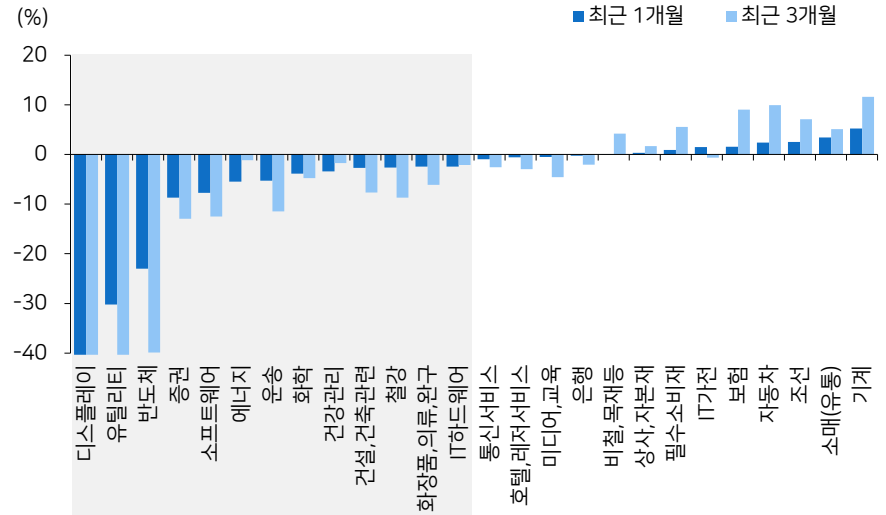
- 결국 2023년, 2024년 2년 연속 증익이 예상되는 업종은 성장 희소가치에 따른 투자 쏠림 나타날 전망
- 그 중, 코스피(Ex. 반도체, 유틸리티) 연간 이익 증가율 대비 높은 이익 증가 예상되는 업종 선별
- 다만, 이들 업종 중 최근 이익 하향조정이 진행된 업종은 제외(이익 성장 전망에 대한 신뢰 유지 업종 선별)
→ IT가전(2차전지), 미디어, 소매(유통), 기계 등
- 그 외, 2024년 기저효과에 따라 이익 증가율 40% 이상 형성되어 있는 반도체 역시 유망업종으로 선별

업종별 영업이익 증가율_2023, 2024년



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

업종별 이익전망치 변화율_2023년



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

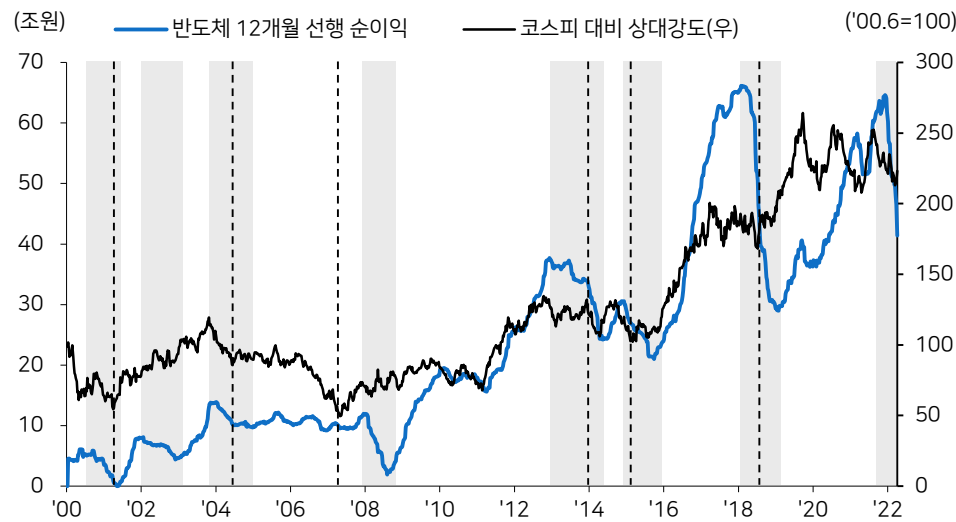
4) 투자 아이디어_업종: 반도체, 이익 턴어라운드 6개월 앞서 주가반등

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

감익 사이클의 변곡,
알파 전략 대응

- 반도체 업종의 경우 2023년 큰 폭으로 역성장이 예상되고 있는 상황
- 다만, 타업종 대비 이익 턴어라운드에 앞서 주가가 먼저 반응하는 경향이 있는 것이 특징
- 과거 이익 저점대비 주가 저점은 6개월 선행해서 나타남
- 내년 반도체 이익 하강 사이클은 과거 하향사이클 기간과 조정폭 감안시 5월 이후 턴어라운드 전망
- 이에 따라, 연중 이익 턴어라운드 기대감이 6개월 앞선 올해 연말 또는 내년 연초부터 주가 반응으로 나타날 가능성

반도체 주가 저점 vs 이익 저점



주가 저점일자 (A)	이익 저점일자 (B)	주가선행 (A-B, 일)	상대수익률 (%)		
			3개월	6개월	12개월
2001/9	2001/11	49	40.2	32.9	54.3
주가하락X	2003/05	-	-	-	-
2004/12	2005/06	196	5.3	5.2	2.1
2007/10	2009/02	490	24.3	39.8	51.1
2014/10	2014/11	28	19.6	20.3	6.4
2015/8	2016/03	231	11.3	3.6	30.7
2019/1	2019/07	203	13.2	17.6	39.1
평균	-	174	16.9	17.7	26.9
중앙값	-	196	13.2	17.6	30.7

주: 1) 검은색 점선은 주가저점일자를 나타냄
2) 기간별 상대수익률은 코스피 대비 상대수익률
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

2023년 투자 유망주(1): 역성장 국면에서의 Deep Value

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

감익 사이클의 변곡, 알파 전략 대응

- 2023년은 과거 2년 연속 역성장 국면과 같이 EPS 하락+PER 상승 패턴 전망, 좁은 지수 박스권 범위에서 EV/EBITDA 기준 저평가 종목 투자 매력 부각
 - EV/EBITDA 코스피 평균인 6.2배 이하
 - 현재 EV/EBITDA 수준이 과거 저점 부근에 형성되어 있으며, 업종 평균 대비 낮은 종목 선별
 - 이익 성장성을 고려하여 2021년 대비 2023년, 2024년 EBITDA 증가 종목

투자 유망주: EV/EBITDA 지표에 기반한 저평가 종목 발굴

코드	종목명	업종	시가총액 (조원)	주가 (원)	EV/EBITDA (배)		EV/EBITDA (배) -'16년 이후		EV/EBITDA (배) _업종대비 배율		EBITDA (조원)			'23~24년 최대 EBITDA /21 EBITDA EBITDA 증가율(%)
					12MT	12MF	최소	최대	12MT	12MF	2022E	2023E	2024E	
A005930	삼성전자	반도체	342.1	57,300	2.8	3.5	1.9	7.7	0.98	0.95	87.4	76.5	93.7	7.3
A005490	POSCO홀딩스	철강	20.9	247,000	2.1	2.4	1.8	10.1	0.84	0.91	10.0	10.0	10.3	3.0
A066570	LG전자	IT가전	13.1	79,900	2.9	2.1	2.8	8.3	0.16	0.19	7.2	7.4	8.1	12.1
A018260	삼성에스디에스	소프트웨어	9.4	122,000	3.6	2.8	3.3	18.0	0.49	0.36	1.4	1.4	1.5	3.4
A009150	삼성전기	IT하드웨어	8.8	118,000	3.5	3.6	2.7	15.6	0.64	0.96	2.3	2.3	2.5	10.5
A259960	크라프트온	소프트웨어	8.6	175,000	6.1	5.7	6.1	41.1	0.82	0.70	0.9	0.9	0.9	1.2
A011070	LG이노텍	IT하드웨어	6.8	287,500	3.7	2.4	3.5	12.8	0.68	0.69	2.7	3.0	3.2	21.6
A161390	한국타이어앤테크	자동차	4.5	36,350	3.2	2.9	2.6	7.1	0.57	0.61	1.2	1.4	1.4	21.8
A021240	코웨이	화장품,의류	4.1	55,800	4.2	3.5	4.0	15.1	0.84	0.93	1.2	1.2	1.2	4.1
A271560	오리온	필수소비재	4.0	101,000	5.8	4.5	5.5	21.9	0.95	0.92	0.6	0.7	0.7	19.2
A000720	현대건설	건설,건축관련	3.9	35,100	1.3	0.1	0.5	9.1	0.24	0.10	0.9	1.0	1.2	31.5
A007070	GS리테일	소매(유통)	2.7	25,600	3.4	5.5	3.1	14.3	0.67	0.99	0.9	0.9	0.9	11.4
A010060	OCI	화학	2.4	102,500	3.5	2.5	0.0	37.8	0.51	0.40	1.1	1.2	1.2	11.3
A004170	신세계	소매(유통)	2.2	221,000	4.0	3.5	3.7	21.6	0.80	0.68	1.4	1.4	1.5	7.1
A002790	아모레G	화장품,의류	2.1	25,850	1.4	0.3	1.3	12.1	0.28	0.18	0.6	0.8	0.9	49.6
A111770	영원무역	화장품,의류	2.1	46,400	2.4	1.2	2.1	10.2	0.49	0.41	0.8	0.8	0.8	1.8
A011210	현대위아	자동차	1.7	64,000	4.1	3.9	3.8	22.6	0.73	0.80	0.6	0.6	0.7	17.2
A285130	SK케미칼	화학	1.5	89,200	0.8	2.9	0.6	52.1	0.12	0.48	0.6	0.7	0.8	35.4
A298050	효성첨단소재	화학	1.5	324,000	5.1	4.4	4.6	21.4	0.73	0.77	0.6	0.6	0.7	19.7
A375500	DL이앤씨	건설,건축관련	1.4	35,650	0.7	(0.2)	0.6	1.7	0.12	0.05	0.6	0.7	0.8	31.3

주: 종목 선정은 계량분석 방법론에 의한 것으로 당사 기업 분석 애널리스트의 의견과 다를 수 있음, 2022년 10월 28일 기준
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

2023년 투자 유망주(2): 이익 성장, 전망치 상향 추세

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

감익 사이클의 변곡, 알파 전략 대응

- 2023년 증시 전체 이익 역성장, 이에 따라 소수의 성장 보이는 종목 강세 전망
- 7월 이후 증시 전반적인 이익 전망치 하향조정되고 있는 것과 반대로 상향 조정된 종목 선별
 - 1) 2023년, 2024년 5% 이상 이익성장 예상
 - 2) 최근 1개월 영업이익 상향조정

투자 유망주2: 이익 역성장 국면, 소수의 성장 종목 강세 전망

코드	종목명	업종	시가총액 (조원)	주가 (원)	영업이익 (십억원)			영업이익증가율 (%)		2023년 이익전망치 변화율 _최근 1개월 (%)	
					2022E	2023E	2024E	2023E	2024E	영업이익	순이익
A373220	LG에너지솔루션	IT가전	124.5	532,000	1.5	2.5	3.6	65.9	41.3	18.1	13.7
A006400	삼성SDI	IT가전	50.0	727,000	1.9	2.5	3.1	31.6	21.3	15.7	15.8
A012330	현대모비스	자동차	20.6	219,000	2.0	2.6	3.0	28.7	13.9	1.4	1.7
A003670	포스코케미칼	화학	15.5	200,000	0.2	0.5	0.6	88.9	41.2	45.7	41.4
A009830	한화솔루션	화학	9.2	48,000	1.1	1.2	1.3	12.6	9.9	6.5	2.6
A011070	LG이노텍	IT하드웨어	6.8	287,500	1.7	1.8	2.0	7.5	10.0	5.0	4.6
A097950	CJ제일제당	필수소비재	6.2	414,500	1.8	1.9	2.1	6.1	7.2	1.3	0.0
A383220	F&F	화장품,의류,완구	5.5	143,500	0.6	0.7	0.8	25.3	13.4	2.3	2.7
A271560	오리온	필수소비재	4.0	101,000	0.4	0.5	0.5	11.5	12.0	0.7	1.1
A004990	롯데지주	필수소비재	3.5	32,950	0.6	0.6	0.7	13.9	6.5	4.4	1.0
A012450	한화에어로스페이스	상사,자본재	3.2	63,800	0.4	0.5	0.6	18.7	23.5	4.3	4.7
A282330	BGF리테일	소매(유통)	3.2	184,000	0.3	0.3	0.3	15.5	11.6	1.1	1.4
A030000	제일기획	미디어,교육	2.8	24,500	0.3	0.4	0.4	13.0	12.8	4.9	4.5
A008770	호텔신라	호텔,레저서비스	2.8	71,300	0.1	0.2	0.3	71.4	18.8	3.5	3.1
A204320	HL만도	자동차	2.4	50,300	0.3	0.4	0.4	25.8	15.1	2.5	4.7
A002790	아모레G	화장품,의류,완구	2.1	25,850	0.2	0.5	0.6	90.7	19.1	0.7	6.9
A001040	CJ	상사,자본재	2.1	72,800	2.3	2.6	2.7	9.8	6.3	1.1	0.8
A006260	LS	기계	2.1	65,300	0.7	0.8	0.9	22.3	7.6	9.2	10.0
A004370	농심	필수소비재	1.8	302,500	0.1	0.1	0.2	50.5	14.4	1.6	1.0
A005850	에스엘	자동차	1.5	31,850	0.3	0.3	0.3	16.2	11.5	0.1	2.6

주: 종목 선정은 계량분석 방법론에 의한 것으로 당사 기업 분석 애널리스트의 의견과 다를 수 있음, 2022년 10월 28일 기준
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

2023년 메리트 Top-pick (1)

2023년 전망 시리즈 1
주식전략

섹터별 Top-picks

반도체 삼성전자 SK하이닉스	은행 KB금융 하나금융	유통 BGF리테일	화장품 아모레퍼시픽	섬유의복 F&F	핸드셋/전기전자 LG이노텍 LG전자
자동차 HL만도	석유화학/이차전지 LG에너지솔루션 LG화학	통신 KT	음식료 CJ제일제당	기계 태광, 성광벤드 하이룩코리아	인터넷/게임 펄어비스 엔씨소프트
운송 팬오션	조선 현대중공업	유틸리티 한국전력	미디어/엔터 제일기획	제약바이오 삼성바이오로직스 대웅제약	건설 현대건설 삼성엔지니어링



전략 Top-picks

정책 포트폴리오	LG에너지솔루션 HL만도 삼성전자 삼성바이오로직스	Deep Value선별 (EV/EBITDA)	POSCO홀딩스 현대건설 아모레G	에너지 공급망	현대중공업 성광벤드 태광
-----------------	--------------------------------------	---------------------------------	--------------------------	----------------	---------------------

자료: 메리트증권 리서치센터

2023년 메리트 Top-pick (2)

2023년 전망 시리즈 1

주식전략

섹터별 Top-picks

반도체 삼성전자	다운사이클 불구 강력한 재무제표를 바탕으로 투자 계획 고수. 업사이클에 탄력적 수익 극대화로 귀결	자동차 HL만도	경기 둔화로 하향 정체 기조 중인 자동차 업종 내에서, 북미 BEV 업체와 동행하는 차별화된 외형 성장을 전망	운송 팬오션	탈 탄소 흐름에도 일부 국가들의 석탄 발전 의존도는 단기간 증가할 개연성이 BDI의 추가 낙폭을 저지할 전망
은행 KB금융	KB손해보험 IFRS17 도입 수혜로 안정적인 실적 개선세 유지 전망 및 차별화된 주주환원 여력(자사주 4.7%) 확보	이차전지 LG에너지솔루션	내년 고객사의 생산 정상화와 신차 출시 사이클에 맞추어 동사의 실적 또한 동반성장 전망	조선 현대중공업	1) 건조선가 상승, 2) 건조비용 하락으로 수익성이 확대되는 구간, E&P 시장의 반등은 전방 시장 추가 개선을 의미
유통 BGF리테일	불황형 소비 영향 즉석식품 매출 확대와 편리성 소구 지속	통신 KT	KT스튜디오, KT클라우드 등 비통신 자회사들의 실적 성장 잠재력 감안 시 통신업종 내 가장 매력적	유틸리티 한국전력	PBR 밸류에이션 과거 저점 수준, 계속된 요금 인상을 통한 적자폭 개선 기대 및 경기 하강 우려 가운데 민감도 가장 낮음
화장품 아모레퍼시픽	- 국내 면세 객수 증가 및 중국 현지 전방 회복 통한 판매 개선 - 중국오프라인 매장 효율화 기반 마진확장	음식료 CJ제일제당	물가 부담 내식/HMR 성장과 원가하락 효과	미디어, 엔터 제일기획	경기 둔화 우려와 무관한 디지털 중심 광고 대형 물량 확대, 2022년과 2023년 실적 개선에 따른 DPS 상향 가능성 높아질 전망
섬유의복 F&F	- 중국 신규점 출점 및 기존점 성장 기반 저변 확장 지속 - 내수 아웃도어 강세 따른 판매 호조 예상	기계 태광, 성광벤드	각 국의 에너지안보 우선주의가 E&P 시장의 반등을 이끌 개연성, LNG 인프라 관련 투자는 지속	제약바이오 삼성바이오로지스	지속적인 바이오 의약품 특히 만료로 항체의약품 위탁생산의 견조한 수요증가 이에 비해 CMO 공급은 쏠티지. 공급자 우위
전기전자 LG이노텍	불확실한 스마트폰 수요 속에서도 실적 성장이 가능한 동사의 매력도가 부각될 전망	인터넷/게임 필어비스	- 국내 게임사 글로벌 플랫폼 진입 첫해 - 2023년 PC/콘솔 인게임 BM 구조 보유한 <붉은사막> 출시 예정	건설 현대건설	유가 안정세 및 원자재 가격 안정 기대에 따라 해외 인프라 및 화공 프로젝트 발주 본격화 기대
				석유/화학 LG화학	자회사 LG에너지솔루션 향 양극재 물량 꾸준히 증가 예정, 전구체 및 폐배터리 재활용 분야 진출을 통해 그룹 내 이차전지 사업 내 중요 부분 차지할 전망

자료: 메리트증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 양승수는 LG전자 기업설명회에 LG전자의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.

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

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

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

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.