

SK ASSET Analysis



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



R.A
박기현
ken.kihyunpark@sks.co.kr
02-3773-9006

* SK증권 자산전략팀 연간전망 자료
: Long BIGS, Short Cash 중 일부

2021년 경제 전망: 이력 현상과 경기 회복

● 이력현상(Hysteresis)과 경기 회복 - '기저효과', '순환적 회복' 그리고 '이력현상의 극복'

글로벌 경제는 코로나의 등장과 함께 10% 위축된 후 그 충격의 60~70%가 회복됐다. 우리는 그 형태가 V자에서 완만한 나이기형이 될 순 있겠지만 2021년에도 이 회복세를 이어갈 것으로 본다. 기저효과에 더한 순환적인 경기 회복이다. 그러나 이번 자료에서 가장 강조하고 싶은 점은 이력현상을 극복하기 위한 정책 과제다. 코로나와 공존하는 이상 이력현상은 불가피하다. 그렇다면 그것을 극복하기 위해 정책적 지원(유동성)은 계속되어야만 할 것이다. 이력현상의 개념을 포함한 Long-term은 저물가, 저금리 환경을 전망하며, 순환적 경기 회복을 키워드로 하는 Short-term은 아시아 EM 밸류 체인을 선호하며 금리 커브의 스틱을 예상한다.

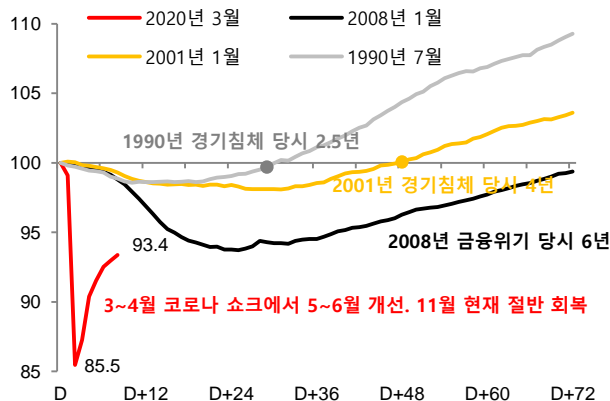
* 이력 현상이란? 물리적으로는 충격의 잔상이 오랫동안 남아 정상화되지 못하는 것을 의미하고, 경제학적으로는 경제적 충격 이후에 경제가 회복되더라도 이전 추세로 회복되지 못하는 현상을 말함

● 달러 전망 - 약세 컨센서스 쏠림에 대한 경계

채감상 90% 이상의 분포로 달러 약세가 컨센서스다. 그리고 최근 달러의 힘을 넘어서는 원화 강세도 시현 중이다. 단기적인 ADXY의 강세 전망을 부정할 수는 없다. 하지만 DXY의 약세 기조가 지속될 것이란 컨센서스는 경계한다.

고용 시장의 이력 현상

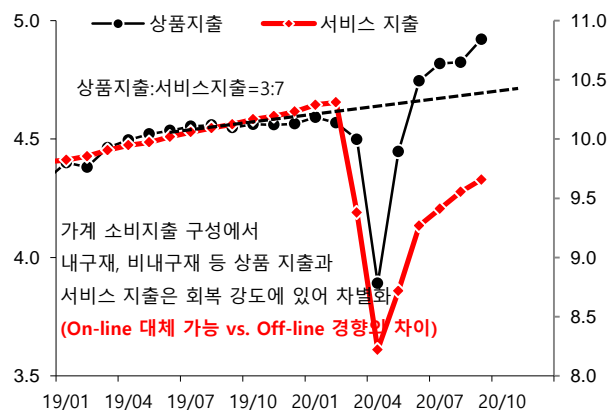
(경기침체 발생시 고용 정상화까지의 개월 수)



자료: SK증권

소비 시장의 이력 현상

(조달리, 연율)



자료: SK증권

Contents

01 경제 전망 : 이력 현상을 극복하는 방법과 경기 회복

02 달러화 전망 : 약세 컨센서스 쏠림에 대한 경계



Compliance Notice

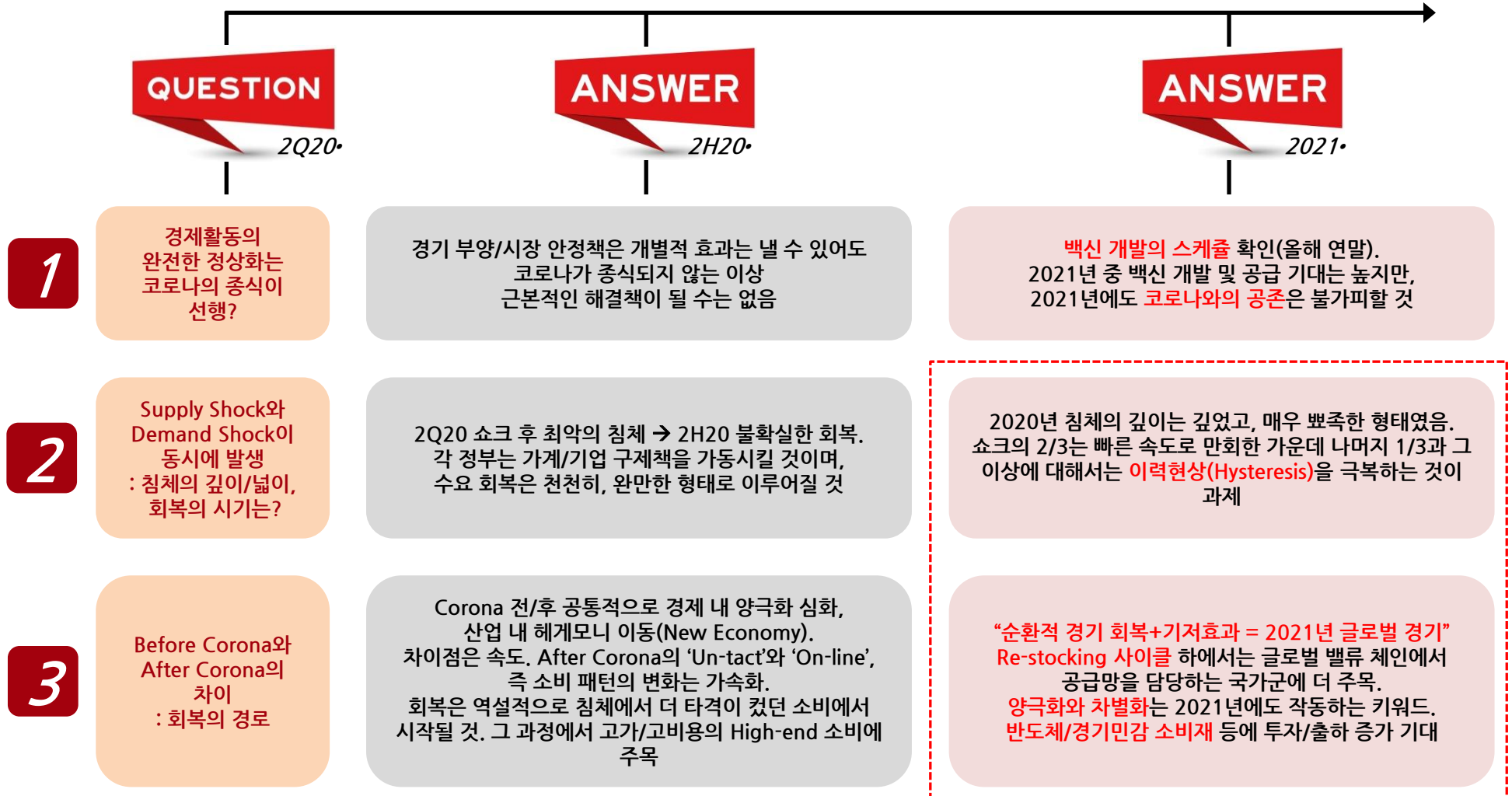
- 작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자 의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 /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

01

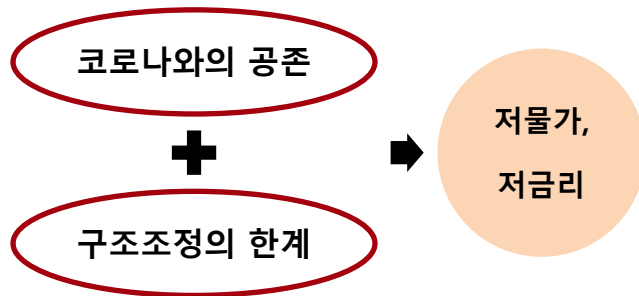
경제 전망

: 이력현상을 극복하는 방법과 경기 회복

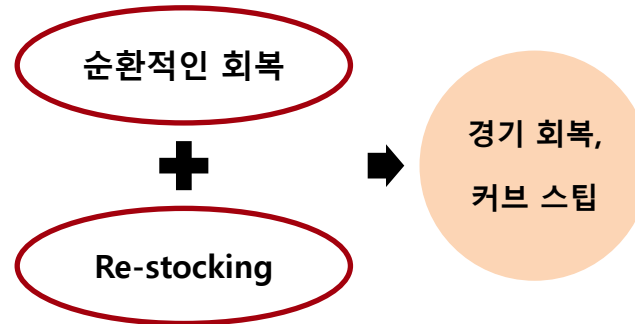




Long-term



Short-term



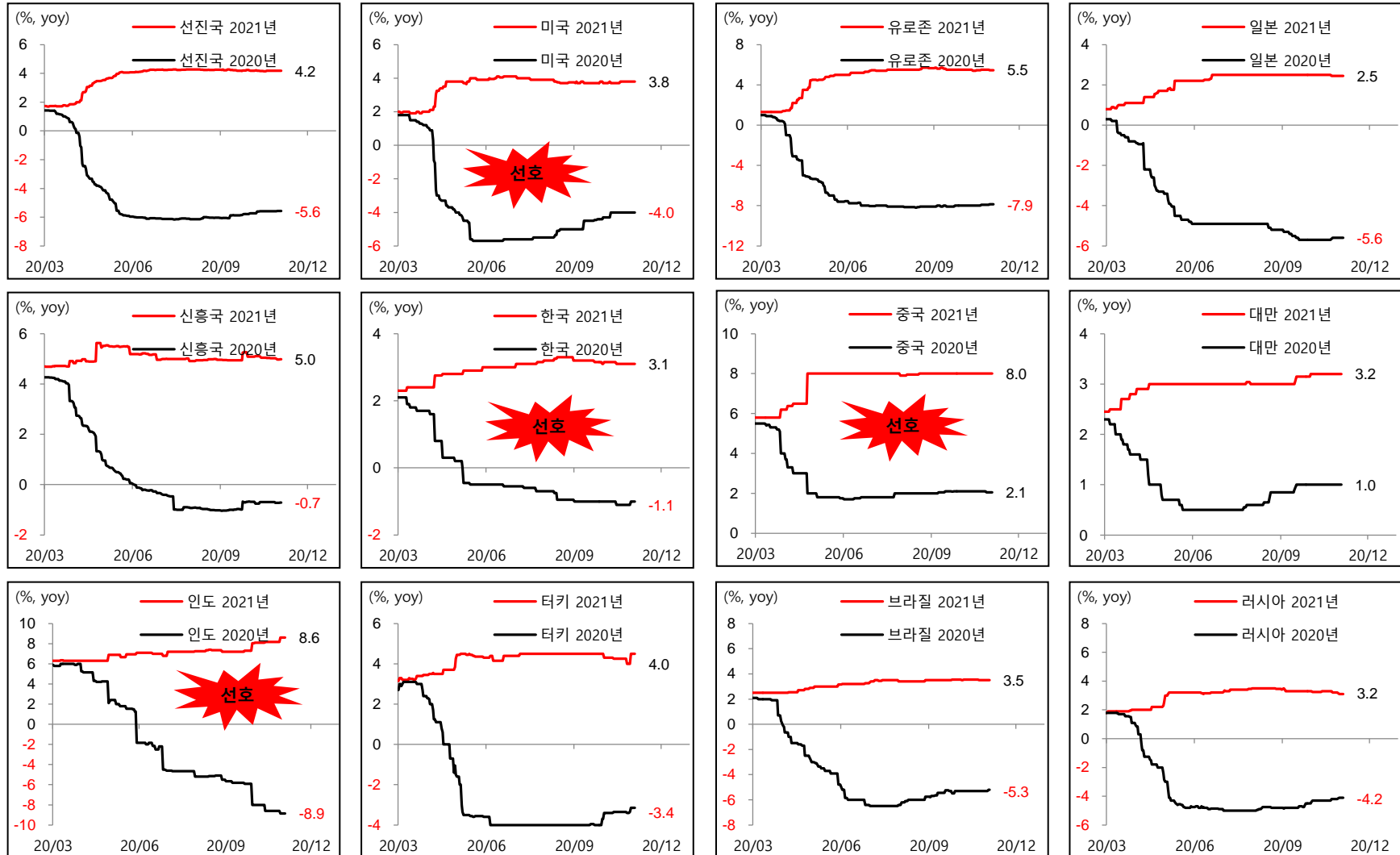
공통의 키워드: 1) 양극화 지속, 2) 차별적 회복

선진국 미국, 신흥국 한국/중국/인도 선호, 기타 신흥국 비선호

주가: 상승, 금리: Steep 후 flattening, 달러: 약세 유지 후 강세 전환, 원달러 상승 압력

2021년 세계 경제는 공통적으로 기저효과+순환적 회복 예상(not Cycle)

Economy



세상이 변화하는 속도만큼 분석의 주기는 짧아져야 한다

■ 코로나의 출현으로 전대미문의 글로벌 경기 쇼크 경험

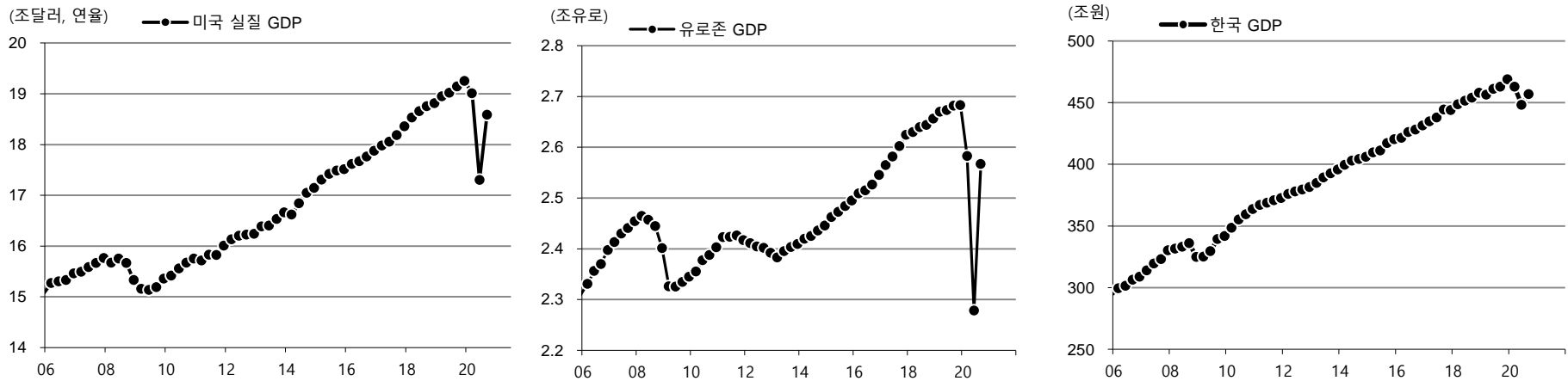
- 2020년 연간 경제 성장률(f): 미국 -4.3%, 유로존 -8.3%, 일본 -5.3%, 중국 1.9%, 한국 -1.2% 등

■ 하지만 유례없는 경기 부양책과 시장 안정책이 투입되어 회복도 빠르게 진행

- 미국: 기준금리 1.5%p 인하, QE와 Main Street 지원 프로그램 포함해 3조 달러 Fed 자산 증액, 재난지원금 포함한 4차 경기 부양책 실행
- 유럽: ECB QE 실행, EU 집행위는 공동으로 조달해 개별국에 지원하는 EU 회생 기금 형성 결의(2021년부터 사용)
- 한국: BOK는 기준금리 인하와 증시안정기금/채권안정기금 가동, 기재부는 재난지원금 포함 3차에 걸친 긴급 추경 투입

■ '08년 글로벌 금융위기 여파에서 벗어나는데 1년 이상 걸렸다면, 2020년 코로나 충격은 1개 분기에 집중된 후 V자 회복 경로에 놓임. 2021년에도 회복세는 예상되나 짧은 주기로 봐야 할 것

모든 사이클의 주기는 짧아지고 있다: 2008년 금융위기발 쇼크가 1년 이상 갔다면, 2020년 코로나발 충격은 1개 분기에 집중된 후 V자 회복



전망과 분석은 코로나의 소멸 여부에서 시작: 예정된 백신 스케줄 vs. 신중한 태도

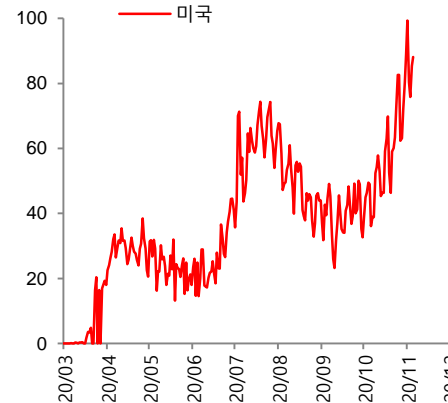
Economy

- 세계 경제가 이전 추세를 회복하기 위한 선결 조건은 코로나의 소멸 여부
- 현재 글로벌 제약사들의 백신 개발은 11월 중순부터 임상 3상 결과 발표를 앞둔 단계 → 허가 당국의 긴급 승인 必
- 예정된 스케줄은 내년 초 생산 공정에 들어가 순차적으로 보급되는 시나리오. 다만 임상 결과에 기술적 결함 문제로 인해 Time-line이 밀려왔던 점을 감안하면 과도한 낙관은 지양하는 것이 바람직
- 파우치 美 전염병연구소(NIAID) 소장, "12월 중으로 안전하고 효과적인 백신이 있는지 여부를 알 수 있을 것"(11/2)
- 하지만 해당 발언 이전까지 "코로나 백신 대량 접종은 내년 말에나 가능할 것"이라며 시장 기대 대비 신중한 태도를 견지

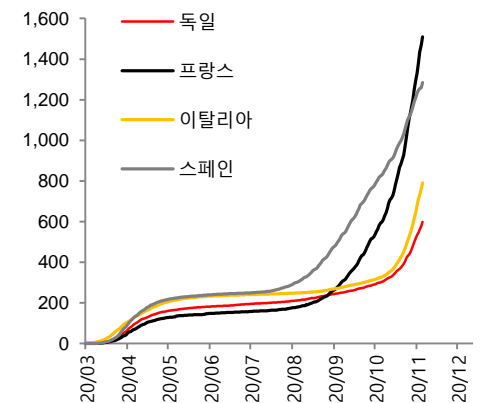
예정된 코로나 백신 스케줄, 과도한 낙관은 지양

	Moderna	BioNTech/ Pfizer	AstraZeneca/ Oxford	J&J	Novavax
개발단계	임상 3상	임상 3상	임상 3상	임상 3상	임상 3상
임상결과 발표시기	11월 중	11월 중	12월 중	12월 중	'21년 1분기
공급계약 체결국가	미국(1억 dose), 중동, 일본 등	미국(1억 dose), 일본(1.2억 dose), EU(2억 dose)	미국(3억 dose), EU(4억 dose)	미국(10억 dose), EU(4억 dose)	미국(1억 dose), 호주(4천만 dose)
유럽/미국 긴급 승인 신청 시기	11월~12월 중	11월~12월 중	연내	12월 중	'21년 1분기 예상
사전 승인 검토	북미, 영국	북미, EU, 영국	북미, EU, 영국	북미, 남미	-
목표 상용 화 시기	내년 초	내년 초	내년 1월	내년 1월	-
예상 생산 CAPA	21년 말까지 10억 dose	'21년 말까지 13억 dose	연간 20억 dose	21년 말까지 10억 dose	연간 20억 dose

(천명, 신규 확진자 증감)



(천명, 누적 확진자)



■ 이력현상이란?

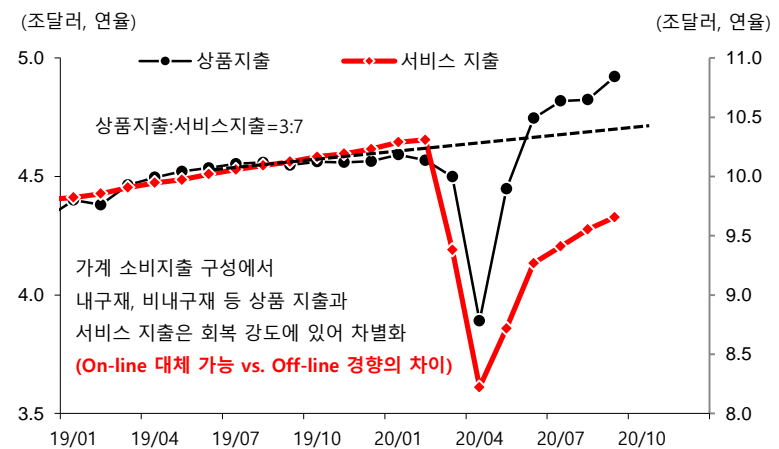
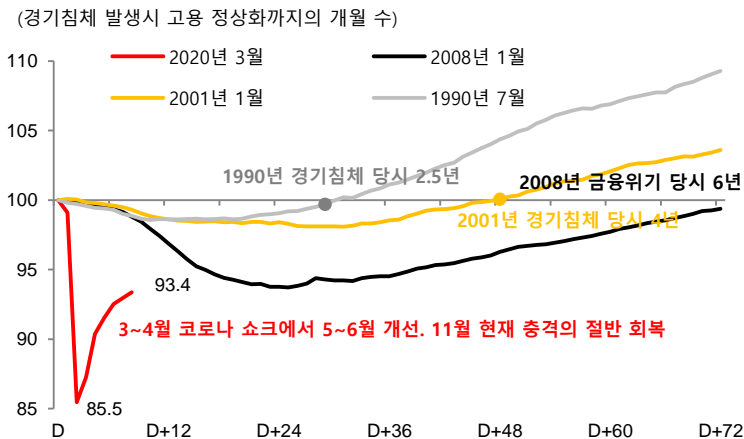
- 물리적 정의: 한 물리적 상태가 그것이 겪어 온 상태의 변화 과정에 의존하는 현상. 즉, 충격의 잔상이 오랫동안 남아 정상화되지 못하는 것
- 경제적 정의: 경제적 충격 이후에 경제가 회복되더라도 이전 추세로 회복되지 못하는 현상. 즉, 침체 후 낮은 성장 상태가 유지

■ 대공황에 버금가는 경제적 충격을 겪은 후 빠르게 회복된다고 해서 즉시 이전 추세선을 향해 간다고 보기 어려움

- 경제적 해석에 국한하면 기업들이 업무 자동화나 설비 조정, 재고 대응을 통해 충격 이전의 시스템으로의 회귀를 원치 않을 수 있음
- 게다가 코로나와의 공존은 오프라인 소비가 통제되고 소비의 패턴에 변화를 가져왔기 때문에 2021년에도 소비의 차별적 회복을 예상

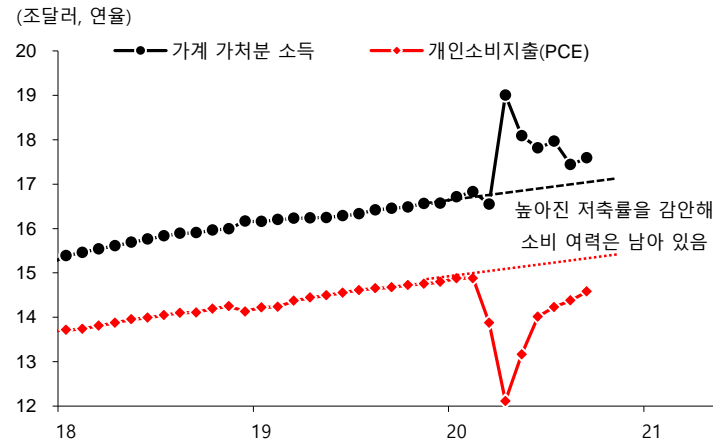
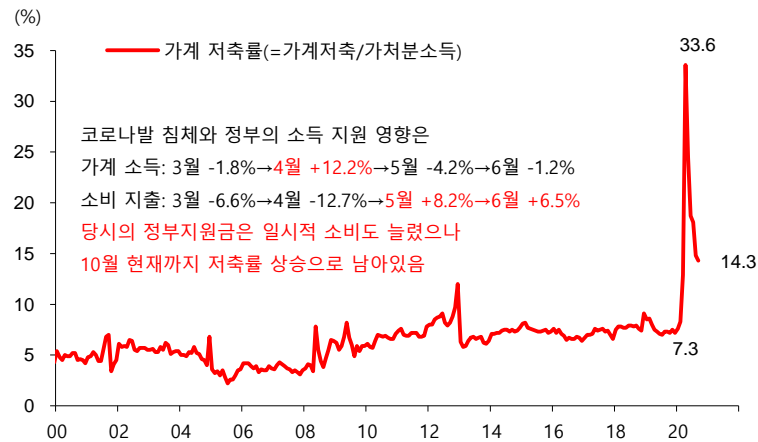
■ 2021년 코로나 환경 아래 세계 경제는 회복이 되는 것과 별개로 이력현상을 극복하는 것이 과제가 될 전망. 이는 곧 정책적 지원이 지속되어야 하는 당위성을 가짐

고용시장과 소비시장에서 나타날 수 있는 이력현상. 이를 극복하는 것이 2021년 세계 경제와 각국 정책 당국의 과제



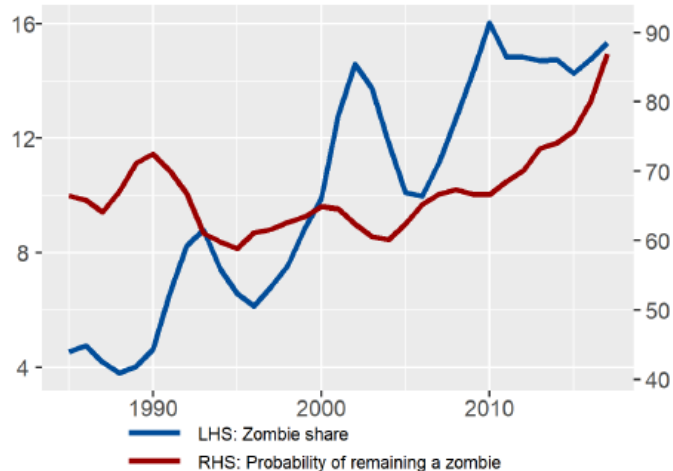
- **(재정)정책적 지원의 3가지 형태: 1) 가계 구매력 보전/현금 지원, 2) 기업 유동성 지원, 3) 공공 근로 사업**
 - 미국은 이전 소득을 포함해 상품 소비가 코로나 이전 수준을 상회. 한국도 재난지원금의 소비유발 효과 큼
 - 실업 급여 정부 지급으로 고용 안전망 일부 유지. Main Street 대출 프로그램과 각종 산업 안정 기금을 조성해 기업들의 유동성 검색 방어
- **앞서 살펴본 이력현상의 개념을 감안할 때, 경제가 정상화되기 전까지는 총수요 회복을 위한 재정 활용 필요**
 - IMF의 권고, 미국 5차 경기 부양책 합의 과정, EU Recovery fund 집행, 한국 550조원 규모의 2021년 예산안
- **단순히 소비 여력을 확보해 주고 일시적인 공공 근로 사업에 그칠 것이 아니라 인플레이션 기대를 유발(★)시키는 포괄적인 정책 지원이 이어져야 함. 인플레이션 기대야 말로 현재 소비와 투자를 늘리기 위한 필요 조건이기 때문**
 - 과도하게 높아져 있는 저축률을 낮추고 보유한 소비 여력을 소비 지출하게 하는 배경을 조성

코로나와 공존하는 가운데 이력현상이 나타나는 것을 억제하는 역할이 필요. 1) 소득 지원을 통한 소비 여력 확보, 2) 인플레이션 기대의 조장



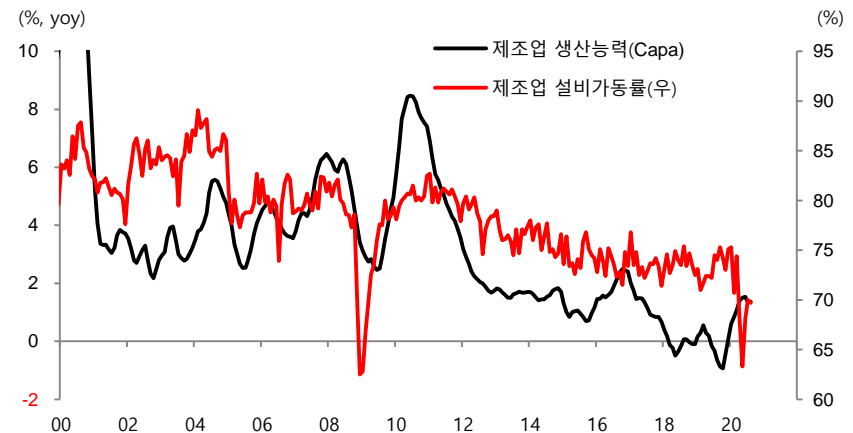
- 정책적 지원은 **Main Street**의 총수요의 증가를, **Wall Street**의 금융 안전망 확보를 돕는다는 점이 긍정적
- 하지만 경제 전체의 빛(총수요의 회복) 이면에는 그림자(구조조정의 지연)도 존재
- **BIS(국제결제은행)**의 분석에 따르면, 글로벌 경제는 **Zombie**로 불리는 한계 기업의 비중이 꾸준히 증가. 게다가 코로나 위기 극복을 위한 정책 지원은 역설적으로 한계 기업/산업에 집중된 바 있음(∴고용 시장의 안정을 위해)
 - Ex) 한국 제조업의 설비 가동률은 지속적인 하락세. 이는 곧 생산활동이 효율적이지 않다는 걸 의미. 코로나 산업 안정 기금 조성
- 고용 안정이라는 순기능 이면에 자원의 비효율적 배분이 **Deflation gap**을 유발
 - 과잉 설비와 과잉 재고 등에 의해 글로벌 저물가/저성장 트렌드가 만들어짐
- **2021년, 순환적인 총수요의 회복을 위한 정책적 지원은 구조조정을 지연시키고 인플레이션을 제약한다는 한계**

글로벌 좀비기업(한계 기업)은 저물가, 저성장을 유발하는 요인



주: 좀비기업은 이자보상배율이 1보다 작거나 토빈q가 중간값 이하인 기업
자료: BIS, SK증권

가동률이 지속적으로 하락하는 것은 그만큼 설비가 효율적이지 않다는 의미



자료: 통계청, SK증권

정책적 지원의 수단: 2nd 유동성 환경(Fed)

Economy

- Fed는 2021년에도 유동성 공급 스케줄을 이어나갈 것
- 11월 현재 Fed 총자산 7.15조 달러 → 월 \$1,200억 자산 매입 지속 시 2021년 연말 9조 달러 도달 가능
- 그 이상이 되기 위한 수단은 '대출 프로그램 연장' & '자산 매입 규모 α 확대'
- 그 밖에도 Operation Twist로 기간물별 금리 구조 변화, YCC 도입으로 장기채 매입 비중 확대

Fed의 통화정책 가용 수단 점검: 2020년 2월 \$4조 → 11월 현재 \$7조 → 2021년 말 최소 9조 달러+ α

분야	유동성 확대 조치	규모	기한	현재	전망
공개시장조작/ QE	(전통적) 금리 정책 (비전통적) 양적완화 장기 자산 매입	기준금리 0~0.25% 총 7,000억 달러에서 무제한으로 확대	최소 2022년 무기한	제로 유지 월간 매입 중 국채 \$800억+MBS \$400억	유지 지속+ α → 내년 연말 최소 \$9조
금융시장 지원기능 (단기 유동성)	프라이머리 딜러 신용창구(PDCF) MMF 유동성 지원창구(MMLF) 기업어음 유동성 지원 창구(CPFF) 스왑 금리 인하 및 라인 확대 레포 운영(Repo Purchase) 확대	기준없음 최대 5,000억달러 기준없음 최대 1.5조달러	2020년 12월 2020년 12월 2021년 3월	4월 최대 538억 달러 후 감소 7월 최대 128억 달러 후 감소 시장 안정으로 사실상 중단	기한 연장 기한 연장 기한 연장 가변적
가계/소비자 지원	근로자보호프로그램(PPPLF) 메인스트리트 대출프로그램(MSBLP)	6,590억 달러 최대 6,000억달러	2020년 12월 2020년 12월	현재 615억 달러 현재 415억 달러	기한 연장 (안전판)
자본시장 /기업 지원 (회사채 매입)	프라이머리 마켓 기업신용기구(PMCCF) 세컨더리 마켓 기업신용기구(SMCCF) 기간 자산담보부증권 대출기구(TALF)	최대 5,000억달러 최대 2,500억달러 최대 1,000억달러	2020년 12월 2020년 12월 2020년 12월	현재 456억 달러 현재 120억 달러	
지방정부 지원	지방정부 대출지원(MLF)	최대 5,000억달러	2020년 12월	현재 166억 달러	

단기 대출 프로그램들
(예외적 연준법 제 13조 적용) → 사실상 재정정책

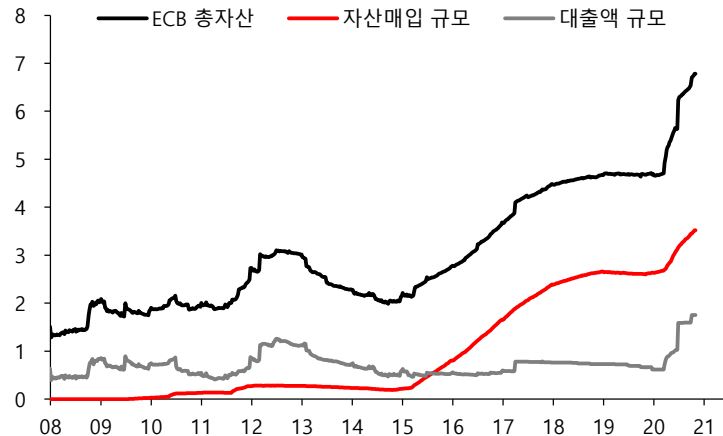
지난 3월 발표한 2.2조 달러 패키지의
주요 내용들

기존 목표치에 미달

- **코로나에 대한 ECB의 대응: 월 평균 300억 유로 규모 자산 매입(APP) 및 총 7,500억 유로 규모의 PEPP 개시**
 - ECB는 2020년 3월 중 월간 200억 유로씩 가동하던 자산매입 프로그램(APP)에 월간 100억 유로를 더해 연간 총 3,600억 유로 규모로 매입
 - 그와 별개로 총 7,500억 유로의 팬데믹 긴급 자산매입 프로그램(PEPP)도 가동해 10월 말 현재까지 6,200억 유로(월평균 900억 유로) 매입
- **자산매입과 함께 TLTRO III 대출 프로그램도 실행하는 가운데 대출 조건 완화 및 신규/추가 프로그램 도입을 검토**
 - ECB는 3월 이미 시행 중이던 목표물장기대출프로그램(TLTRO-III)의 조건(금리/한도/담보조건)을 완화. 또한 제도 한계 보완을 위해 4월 신규 LTRO 프로그램 팬데믹 장기대출프로그램(PELTRO)을 도입. 프로그램 만료 기한인 내년 중순까지 연속성 있게 진행될 전망
- **11월 ECB 회의에서는 12월 회의 때 2021년 자산 매입(APP) 규모의 확대, 또는 PEPP 프로그램의 추가 조치 등을 시사해 2nd 유동성 환경을 시사**

ECB, 올해 자산매입 및 대출액 규모가 급증한데 이어 2021년에도 연장

(조 유로)



자료: SK증권

자산매입 및 대출 프로그램은 내년까지 연속성 있게 진행될 것으로 보임

분야	유동성 확대조치		규모	기한	현재	전망
통화정책	(전통적) 금리 정책		기준금리 0%	무기한	제로 유지	유지
	(비전통적) 양적완화	자산매입 프로그램 (APP)	총 3,600억 유로	2020년 12월	월 300억 유로 매입 중	기한 연장 및 규모 확대
		팬데믹 긴급매입 프로그램 (PEPP)	총 1.35조 유로	2021년 6월	10월 말 기준 총 6,200억 유로 집행. (월 900억 유로)	매입 스케줄 지속
금융시장 유동성 공급	팬데믹 장기대출 프로그램 (PELTRO)			2021년 9월		지속
	목표물 장기대출 프로그램 (TLTRO III)		최대 1.5조 유로	2021년 6월		완화된 조건 유지

자료: ECB, SK증권

정책적 지원의 수단: 2nd 유동성 환경(EU 회생 기금)

Economy

- **2021년부터 EU 회생 기금(Recovery fund) 가동 → ECB의 자산 매입+대출 프로그램과 별개로 재정 지출성 자금들**
 - EU 경제회복기금(Recovery Fund)는 총 7,500억 유로(상환이 불필요한 보조금 형태 3,900억 유로, 상환해야 할 대출금 형태 3,600억 유로) 규모로 조성
 - 7,500억 유로 가운데 70%를 2021년과 2022년에 나누어 투입할 예정
 - '21년~'24년 중 채권 발행을 통해 기금을 마련할 예정이며, 발행채권의 우량 신용등급 유지를 위해 회원국에 요구할 수 있는 자원 상한을 일시적으로 인상(GNI 대비 1.2%→2.0%)
 - 대출금은 EU 예산 및 신규 세입(디지털세 등) 확보로 '28~'58년 중 상환 예정

EU Recovery fund, 코로나 이후 경제회복, 기후 대응 및 인프라투자에 초점

구분	프로그램 명	규모(십억유로)
경제회복, 투자, R&D	Recovery and Resilience Facility(코로나 회복기금)	672.5
	대출금	360
	보조금	312.5
	React EU(회원국 경제 복구 지원)	47.5
	Horizon EU(보건 및 기후 연구 지원)	5
	Invest EU(민간 투자 지원)	2.1
	Rural Development(지역 개발 프로그램)	7.5
	Just Transition Fund(기후 대응)	10
위기대비 및 국제 협력	Resc EU(재난사태에 대한 대응 강화)	1.9
	External Action(국제협력 강화)	3.5
총액	회복기금 총계	750
	보조금	390

EU recovery fund 보조금: 독일·프랑스는 순지출, 남부유럽은 순유입

국가	총 보조금		총 기여액	보조금 순 수령액	
	십억유로	%of GDP	십억유로	십억유로	%of GDP
독일	28.8	0.8	130.8	-102.0	
프랑스	38.8	1.6	85.7	-46.9	
이탈리아	81.8	4.6	56.4	25.4	1.4
스페인	77.3	6.2	42.7	34.6	2.8
폴란드	37.7	7.1	21.3	16.4	3.1
포르투갈	15.5	7.3	6.8	8.7	4.1
그리스	22.5	10.6	4.7	17.8	8.4
헝가리	8.1	4.3	5.5	2.6	1.4

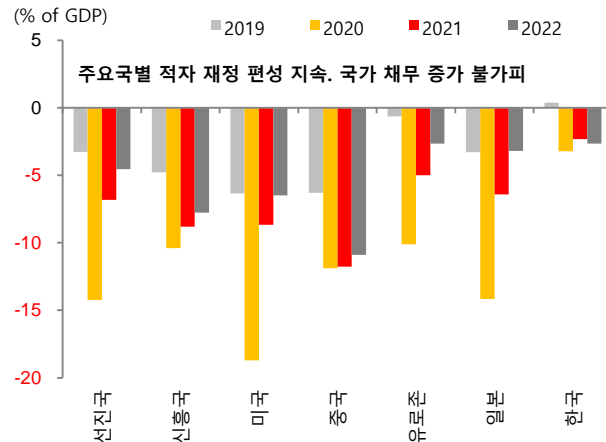
→ 이 배정 규모의 70%를 2021~2022년 동안 집행

자료: EU 집행위, SK증권

자료: EU 집행위, SK증권

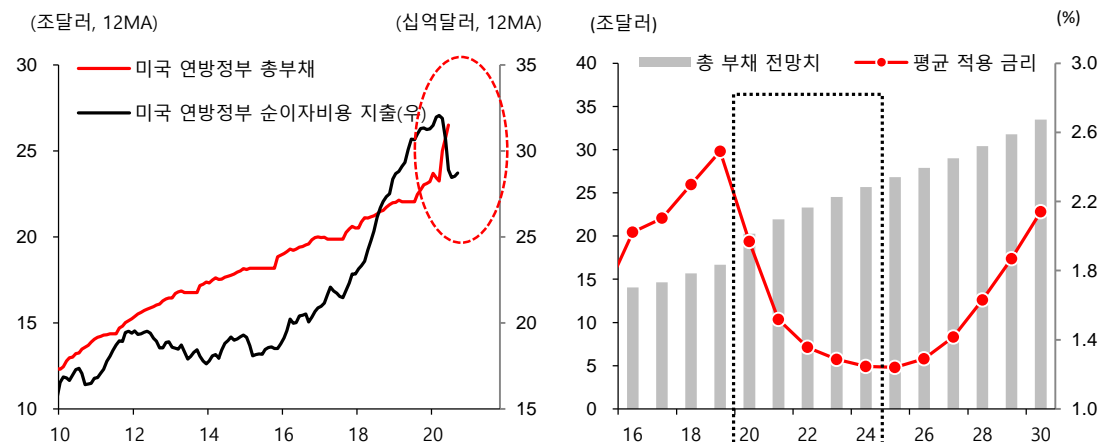
- IMF의 세계 경제 전망에 따르면, 2021년 주요국들의 재정수지는 더욱 적자로 편성
- [저물가] 순환적 회복+유동성 공급의 지속+확장 재정은 인플레이션 기대를 유발하는 마중물. 하지만 고질적인 문제로 지적되는 '구조조정 지연'이 예상되는 상황이라면 re-stocking 이후, 비즈니스 사이클이 연장되는데 한계를 보일 것. 즉, 실물 부문의 인플레이션은 제한적일 전망
- [저금리] 재정 재원마련(국채 발행, 공급)과 순환적 경기 회복을 동반하는 인플레이션 기대(수요)는 장기물 중심의 금리 상승 압력을 높임. 하지만 각국 정부의 정책 여력을 이자 상환 부담으로 가늠해 본다면 금리 상승을 통제할 수 밖에 없음. 즉, 발행 물량을 중앙은행이나 시장이 소화할 수 있는 여건을 동시에 마련할 것 → QE/YCC/O.T 수단
 - Fed: 재정정책과 통화정책의 패키지, ECB: 재정정책을 지원하는 통화정책 가동
 - 美 의회 예산국(CBO)의 전망('20.9월)에 따르면, 중장기 예산 스케줄은 향후 2025년까지 평균 금리를 낮게 적용 받는 시나리오로 가정

주요국 재정수지 전망: 내년에도 확장 재정 편성 불가피



자료: IMF, SK증권

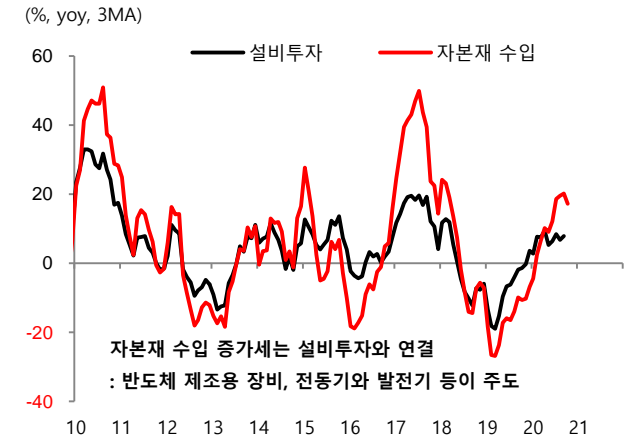
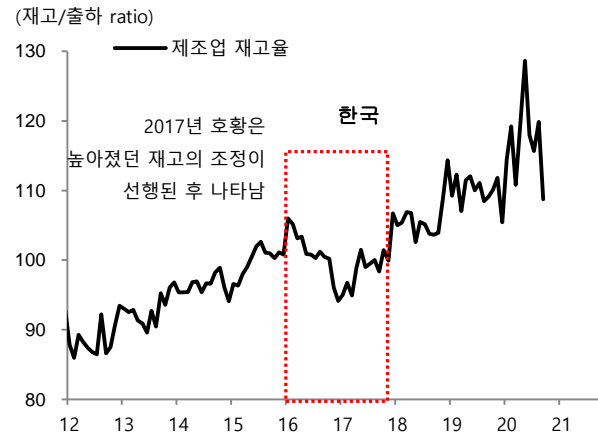
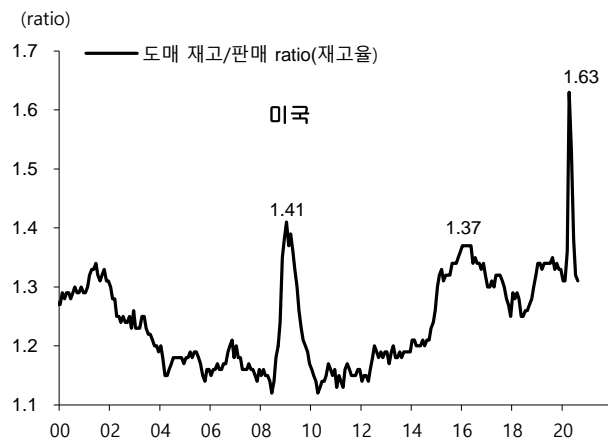
정부부채가 늘어도 총 이자 상환 부담이 감소한 것은 바로 "저금리" 때문 → CBO의 전망에도 준용



자료: 미국 의회예산국(CBO, 지난 9월 발표한 전망치 인용), SK증권

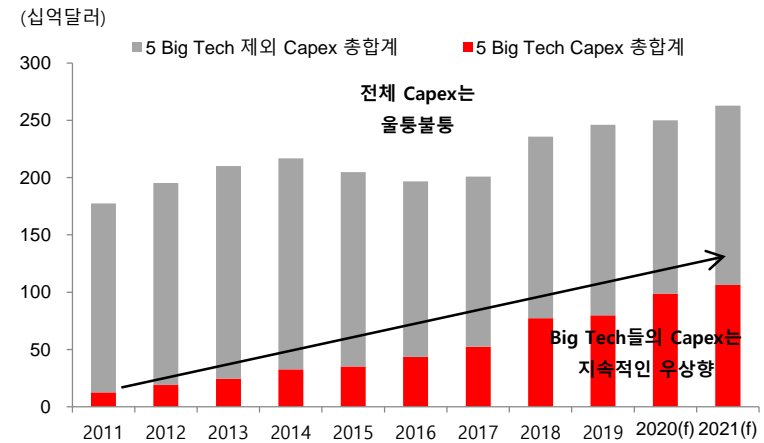
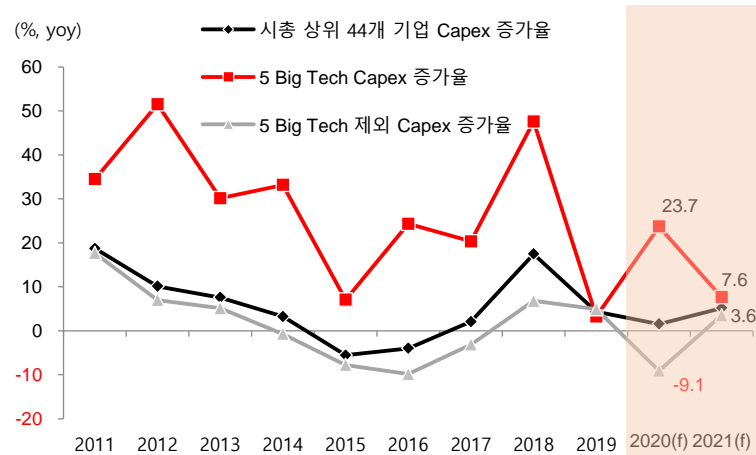
- 코로나 이후의 공장 가동 중단과 이연된 수요의 **Pent-up**: 글로벌 밸류 체인(GVC) 내에서 재고 조정이 이루어짐
→ 짧게나마 **Re-stocking** 을 기대할 수 있는 구간
 - 1) 코로나 쇼크 극복 과정에서 상품/내구재 중심의 회복이 나타났고, 2) 2Q 중 공장 가동률을 낮추면서 상품 재고를 낮췄기 때문
 - 특히 한국처럼 글로벌 밸류 체인의 공급 기능을 담당하는 국가가 상대적으로 수혜를 받음
- 한국과 미국의 재고율 하락. 한국의 Case를 보면 지난 2016년 회복기 동안 이루어진 재고조정 이후 2017년 호황 사이클과 오버랩
- **Un-tact**와 관련한 산업이 코로나의 수혜를 받고 있는 가운데 반도체 부문의 투자가 늘고 있는 것 역시 한국의 설비투자자로 귀결 → 코로나 수혜+반도체 산업 내 구조조정

韓/美 제조업 재고율의 하락→코로나 국면에서 재고조정의 흔적. 글로벌 밸류 체인 내에서 Re-stocking 사이클 가능(특히 한국은 반도체 부문을 중심으로 한 설비투자 증가)



- 코로나 국면에서 정책적 지원은 대체로 소비 부양으로 이어지기 쉬우나 **Re-stocking**을 위한 투자도 기대
 - S&P500에 상장된 기업 가운데 시총 상위 50여개 기업들은 올해 매우 부진했던 투자 지출 계획은 내년에 소폭이나마 늘리기로 계획
- 대형 기업들의 투자 지출(Capex) 계획은 **Big Tech**와 **Non-Big Tech**로 뚜렷하게 구분이 되는 것도 특징적
- **Big Tech** 기업들의 코로나 특수와 달리 **Non-Tech** 기업들(전통 산업 포함) 이연된 소비를 충당하고 공장 가동을 위한 투자 지출을 늘려 기저효과와 순환적 경기 회복을 대비할 것으로 전망됨

미국의 주요 기업들의 재무제표 상에 나타나는 Capex 계획은 2020년 9.1% 감소할 것으로 전망되는 것과 대비되어 3.6% 증가 예상



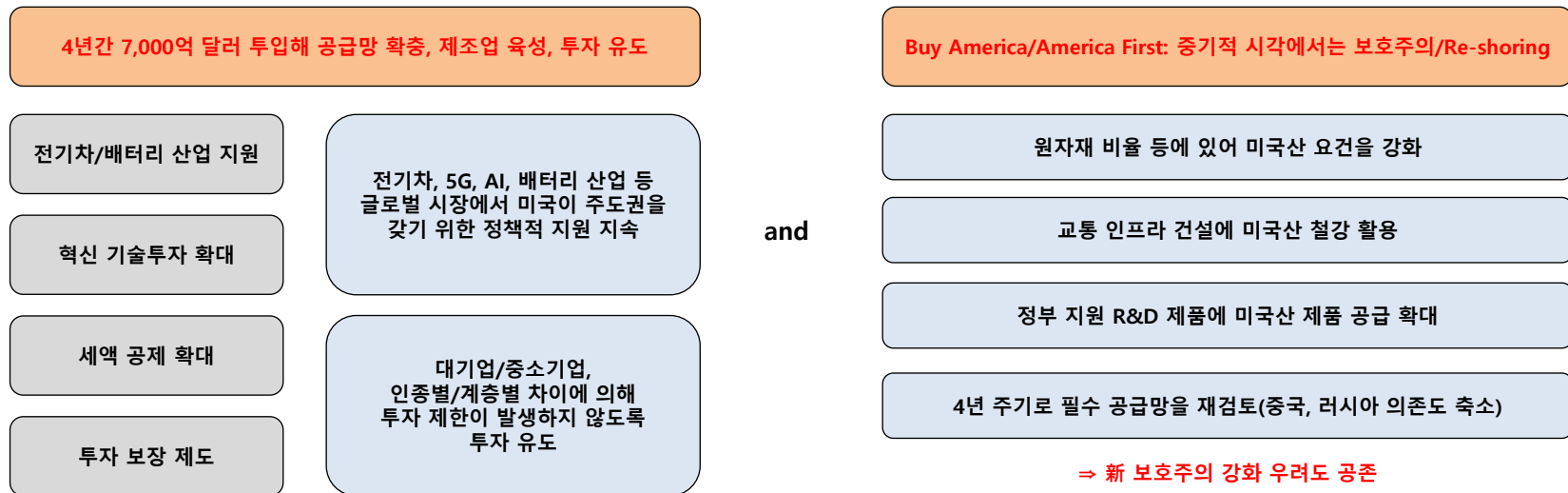
주: 5 Big Tech 기업은 Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Facebook 등
 자료: Bloomberg, SK증권

바이든 행정부의 공급망 확충과 제조업 부흥 → “Build Back Better”

Economy

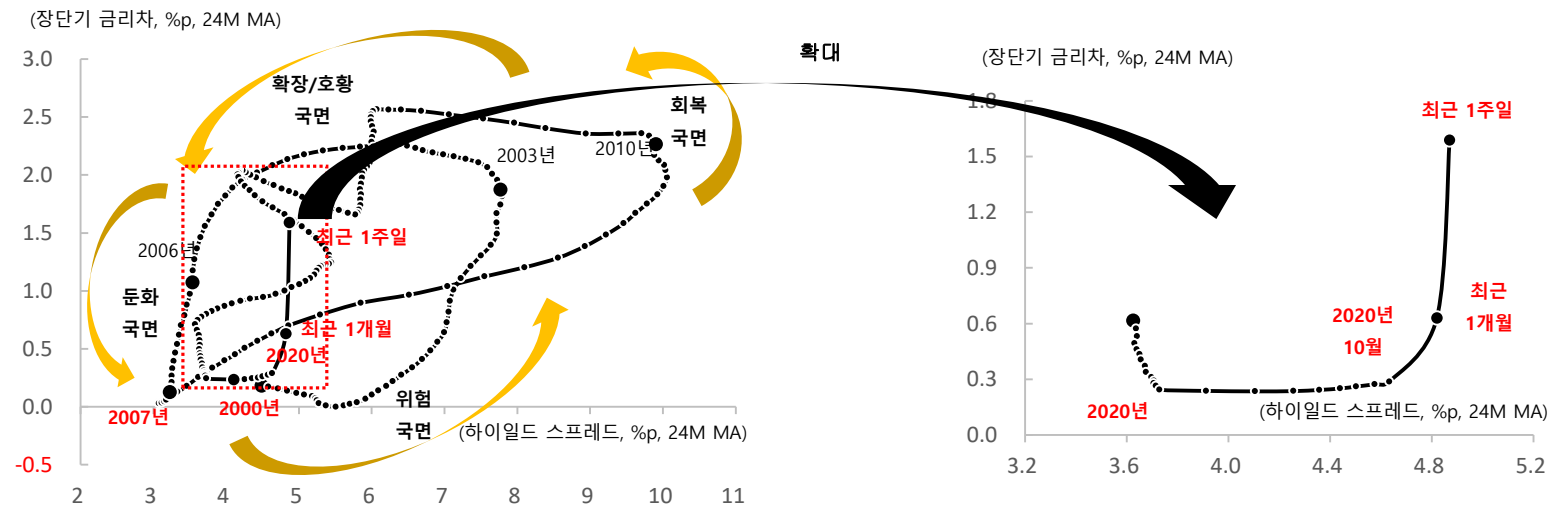
- 공급망 확충/제조업 부흥의 2가지 key: 1) 연방정부가 4년간 7,000억 달러 투입, 2) 공급망 재구축: Buy America
 - 연방정부 7,000억 달러 예산
 - 국방물자생산법(Defence Production Act)을 활용해 필수 제품은 미국 내 생산을 보장하고, 조달법을 활용해 연방 정부 필수 제품을 구매
 - 4년 주기로 필수 공급망을 검토 → 동맹국간 협력을 통해 무역 다변화를 하는 동시에 중국/러시아로부터의 필수제품 의존도 축소 방침
- 공급망 확충과 제조업 부흥 계획 등은 중기 관점에서는 파이 나눠먹기가 될 수 있지만, 단기에는 설비 공급 수혜 가능
- 다만, 이러한 계획은 순환적인 경기 회복을 뒷받침하는 동시에 바이든 정부의 '보호주의→다자주의'에 대해 긍정적으로만 볼 수도 없는 상황(ex. 미국산 인정 범위 강화, 자국 산업 보호 및 수출확대를 위한 통상 압력 강화)

바이든 행정부의 제조업 부흥 공약: 투자 확대와 세액 공제 확대, 전기차/배터리 산업 지원 등 긍정적 평가 이면에 미국 우선주의는 경계 必



- 코로나의 존재와 통상적이지 않은 정책적 지원이 계속 필요하다는데 동의한다면 2021년의 글로벌 경기는 '사이클'보다 '순환적' 회복의 관점으로 보는 것이 타당 → 즉, 비즈니스 사이클의 장기 지속성은 결여된다고 봄
- 순환적인 회복 국면에서 금리 커브는 **Steep**이 될 가능성이 높아 보임
 - 현재진행형이라는 점을 감안하면 추가 상승폭은 크지 않을 수 있으나 단기 금리가 고정된 상태에서 장기물 금리의 up-side 유효
- 또한 확장적인 재정정책과 인플레이션 기대를 필요로 하는 통화정책이 맞물려 국지적인 커브 **Steep**을 예상
- 직관적으로 보기 위해 아래 장단기 금리&회사채 금리 스프레드 순환도를 보면 현재 예상 가능한 경로 → 장기채 약세(장단기 스프레드 확대)와 회사채 강세(회사채 스프레드 축소)

장단기 스프레드 & 회사채 스프레드 순환도: 큰 사이클 상에서의 위치와 순환적인 경기 회복을 감안할 때 장단기 금리차의 확대 구간



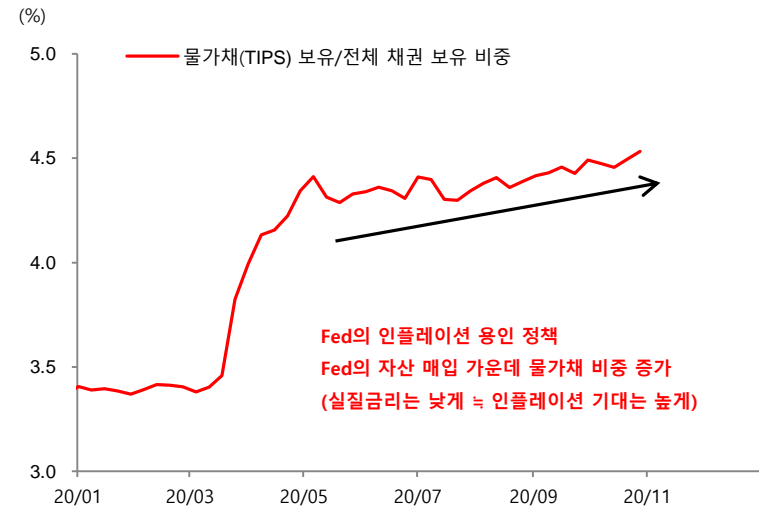
- 2021년 금리 전망의 기본은 정책금리와 단기금리는 묶이고, 장기금리가 움직인다고 보는 것임
- 한국과 미국의 장단기 스프레드 추이를 살펴보면 한국에 비해 미국의 확대 여력이 더 커 보임
- 흥미로운 현상 중 하나는 Fed가 물가채 보유 비중을 늘려간다는 점. 이는 Fed의 인플레이션 용인 정책에 부합하는 정책 행보이며, 결과적으로 '실질금리는 낮게, 인플레이션 기대는 높게' 가져가려는 의도를 엿볼 수 있음

한-미 양국의 장단기 금리차 up-side potential: 미국 > 한국



자료: Bloomberg, SK증권

Fed의 물가채 보유 비중 증가: '실질금리는 낮게, 인플레이션 기대는 높게'



자료: Fed, SK증권

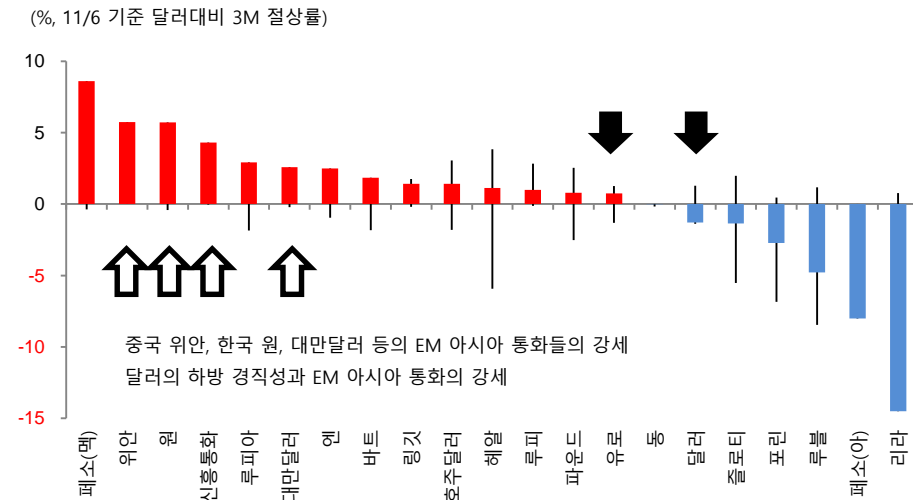
02

달러화 전망 : 약세 컨센서스 쏠림에 대한 경계



- 앞서 살펴본 바와 같이 순환적인 글로벌 경기 회복을 예상한다면 **ADXY(아시아통화인덱스)**의 강세 정당화
→ **re-stocking** 국면에서는 **GVC** 공급망 포지셔닝을 하고 있는 중국, 한국 등 아시아 공업국들이 상대적 유리
- 다만 후술하는 바와 같이 **DXY(달러인덱스)**에 대한 우리의 전망이 강세 우위라면 **ADXY**의 강세 지속도 제한적
- 최근 3개월 달러화가 정체되는 과정에서 글로벌 외환시장에서 벌어지는 일은 '신흥국 내 차별화'
 - 중국 위안화, 한국의 원화, 대만달러 등의 달러대비 강세가 두드러진 반면 터키 리라화, 러시아 루블, 브라질 헤알화 등은 불안 극심
 - 이는 1) 달러화 부채 규모, 2) 코로나 방역, 3) 경기 회복의 수혜, 4) 제조업 부가가치의 비중 등의 차이에서 기인한다고 판단됨

달러화는 정체, 아시아 신흥국 통화는 강세 → 달러화 반등 가능성



주: ADXY는 중국 45%, 한국 13%, 홍콩 11%, 인도 8% 등의 비중으로 조합

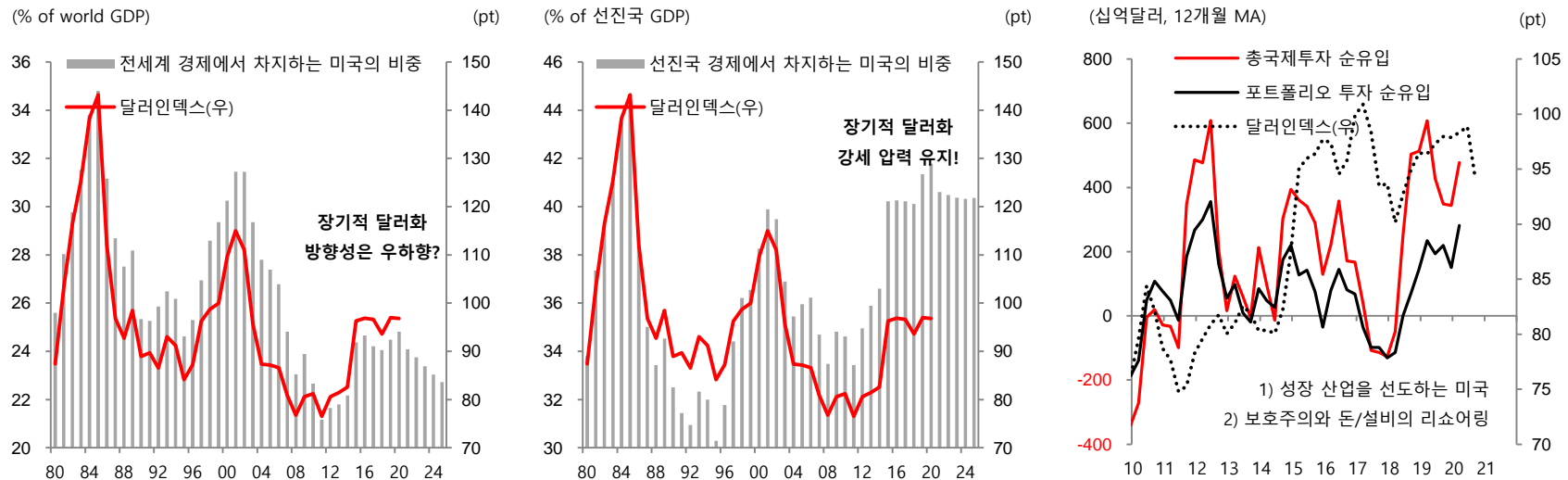
자료: Bloomberg, SK증권

달러 대전환의 시대인가? 장기적 달러화는 아직 강세 사이클 위에 놓여 있다!

Economy

- 달러의 가치는 기축 통화와 미국 경제의 영향력에 관한 문제, 그리고 “돈은 어디로 향할까?”에 대한 대답
 - 산업 구조 재편에서의 Big Tech 기업들, 코로나에 의한 소비 행태 변화 가속 → “新산업과 경제의 헤게모니는 미국에 있다”
 - 블록화(Localization)와 보호주의 트렌드는 Post Corona라고 해서, 또는 바이든의 집권이라고 해서 달라지지 않을 것
 - IMF의 전망에 따르면, 2010년대 이후 선진국 내 미국 경제의 비중이 확대
 - 금융위기 이후 글로벌 불균형(Imbalance)이 완화되는 과정에서 미국 내 총국제투자(IIP) 순유입 지속 (≒달러화가 미국 내로 유입되든지, 미국 밖으로 나가는 달러화가 제한되든지)

달러화는 대전환을 맞이하는가? 그래도 아직은 달러화의 힘이 유효하다고 생각한다!



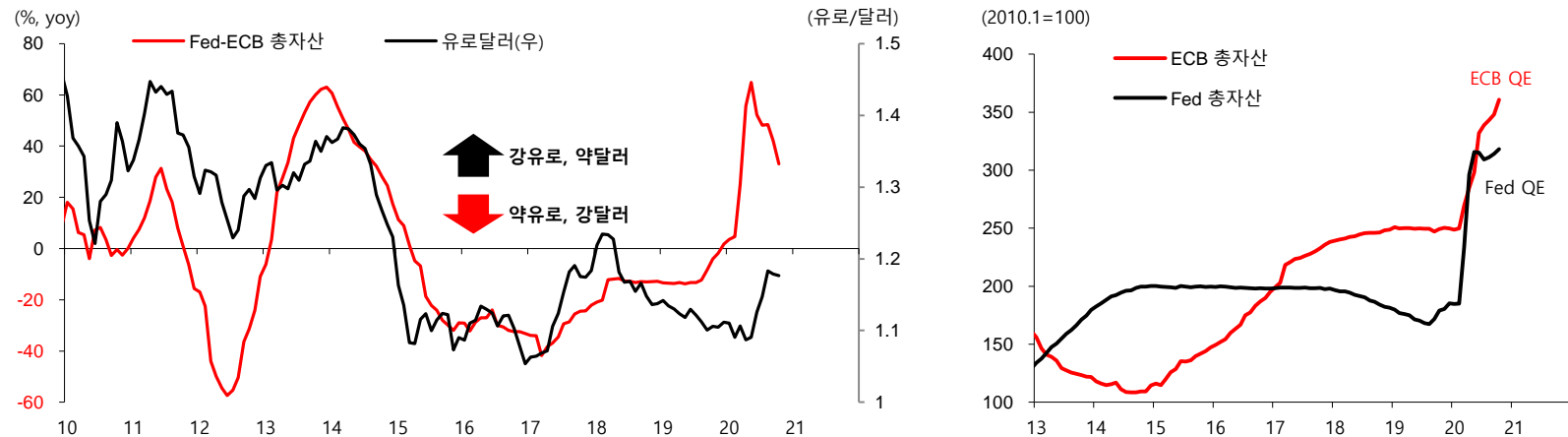
자료: IMF, Bloomberg, SK증권

환율 전망의 핵심은 “상대성”이고, 그 요인은 “유동성의 공급과 수요”다 - 공급편

Economy

- 달러화 약세 컨센서스의 2가지 주요 근거: 1) 미국의 적자 재정 심화로 돈이 더 풀린다, 2) Fed는 멈출 수가 없다
 - 위 근거가 맞으려면 숨어 있는 전제가 있음 → “다른 나라 통화 공급은 일정”
- 그런데 현 시점에서 유럽은 3가지 문제에 직면: 1) 수개월째 디플레이션, 2) 유로 강세 부담 누적, 3) 코로나 재창궐
 - ECB는 12월에 추가 부양 조치를 약속하는 동시에 재정정책을 지원하는 통화정책을 가동할 것임을 시사(ex. QE 확대)
- (상대성 전제) 유동성의 공급 측면에서 나타날 변화: ECB의 공급 모멘텀 > Fed의 공급 모멘텀

유동성의 공급: Fed와 미국은 돈을 많이 풀겠지만, 그 모멘텀은 이제 ECB와 유럽에 더 있을 것



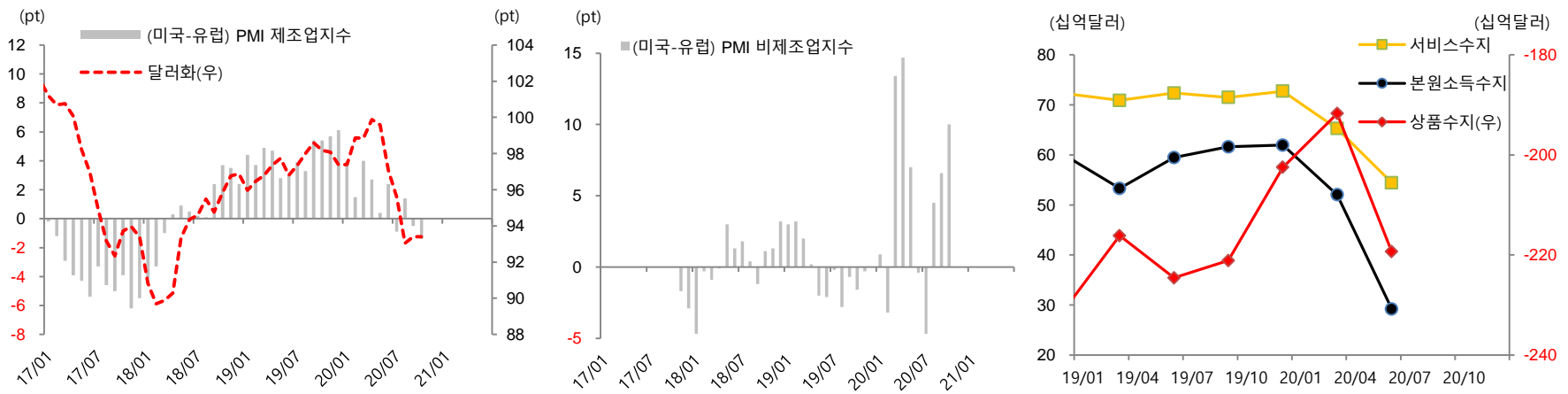
자료: Fed, ECB, SK증권

환율 전망의 핵심은 “상대성”이고, 그 요인은 “유동성의 공급과 수요”다 - 수요편

Economy

- 달러화 약세 컨센서스의 2가지 주요 근거: 1) 2021년 EU 회생 기금 투입 → 유럽 경제 부활, 2) 미국 경기의 둔화
- EU 회생 기금이 집행되면 취약국들의 부양 자원 조달과 금융 안전망을 친다는 점이 긍정적. 하지만 경기를 살리는데 충분할 것이라 보진 않음
- 미국의 경우 성장 모멘텀은 2020년 하반기와 비교하면 둔화가 불가피해도 순환적 회복을 예상. 하지만 코로나라는 특수 상황에서 집계되는 경상수지를 보면 2020년 달러화의 순유입 감소가 2021년에 심화된다고 보지 않음
 - 2H20 차별적 회복 과정에서 수입 증가로 상품수지 적자폭이 확대됐고, 국가간 이동 제약에 의해 여행수지 등 서비스수지 흑자폭이 급감
 - 1H21 코로나가 조건부이긴 하지만 적어도 국경 및 경제활동 통제는 완화될 것으로 전망돼 달러화의 미국 내 순유입 감소가 지속/심화된다고 보지 않음 → 수급 상 달러 약세 억제

유동성의 수요: 1) 돈의 쓰임은 유럽보다 미국에서 더 활발할 가능성이 높아 보임, 2) 경상수지에서 달러화의 흐름은 최소 하방 경직

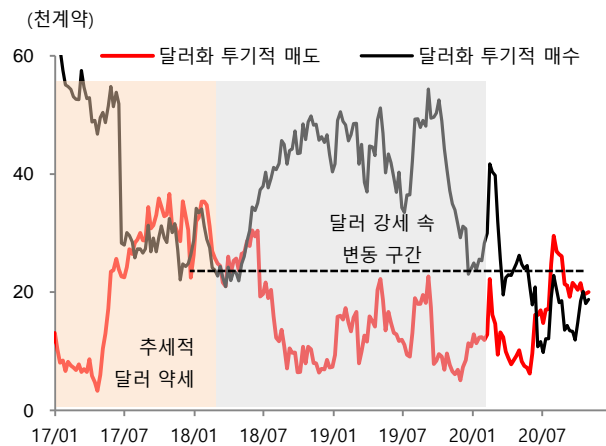
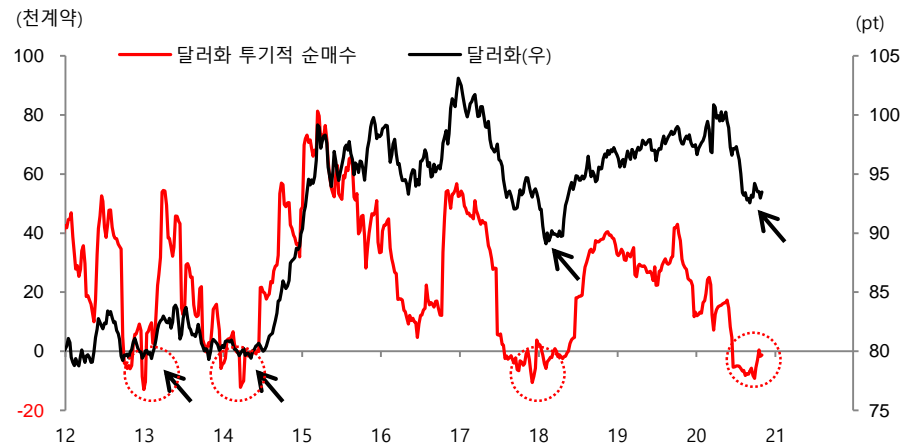


현재 선물환 시장의 달러화 포지션은 하방 경직성을 시사

Economy

- 펀더멘탈 분석 이외에 선물환 시장에서 보여지는 투기적 포지션으로도 달러화의 반등 가능성을 암시
 - 2012년 이후 4번째 맞는 달러 과매도 국면 → 과거 사례의 반복일까 or 이번엔 다를까?
- 이번에도 다르지 않을 것이라 생각하는 이유
 - 차별적인 회복 과정에서 '미국>유럽' 구도 재개 → 유로화 과매수의 지속성은 떨어질 것
 - 코로나 종식에 시간이 더 필요할지라도 이미 바닥은 확인 → 국가간 사람/자본의 이동 재개 → 미국 내 순유입되는 달러화 증가

2012년 이후 네번째 맞는 예외적인 달러 과매도 상황 → 달러화의 하방경직성 예상



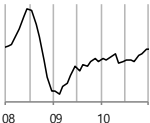
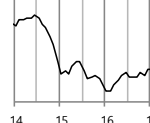
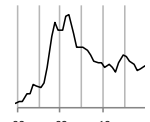
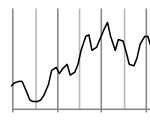
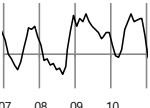
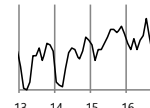
자료: CFTC, SK증권

지금의 원화 강세는 풍부한 외화 수급에 의한 현상

Economy

- 2008년 금융위기, 2014년 유가 폭락 이후의 사례: 경상수지 개선으로 외화 공급 풍부 → 원화 강세 → 반등하며 정상화
- 위기 국면의 3단계: 1) 위기 단계, 2) 위기로 부터의 회복 단계, 3) 정상화로 가는 회복 단계
- 유가 급락+환율 급등은 회복기 때 급격한 원화 강세를 보였고, 정상 수준으로 가는 과정에서 원달러환율은 다시 반등
- 달러화에 의한 방향성 뿐만 아니라 국내 경상적 외화 수급에 의해서도 환율 결정에 영향

경제 충격+유가 하락+환율 상승은 경상수지를 대폭 개선시켜 외화 공급을 풍부하게 함(원화 강세 심화) → 하지만 그 효과는 지속적일 수가 없다

		글로벌 금융위기(A)						유가 급락기(B)						현재(A+B)				
		: 수요 충격(Demand shock)						: 공급 충격(Supply shock)						: 수요+공급 충격				
		위기		회복1	회복2		추이	충격			회복1	회복2	추이	충격1	충격2	회복1		'21년 (f)
		'08H2	'09H1	'09H2	'10H1	'10H2		'14H2	'15H1	'15H2	'16H1	'16H2		'20Q1	'20Q2	'20Q3	'20Q4(f)	
유가	유가 (\$/bbl)	88.4	51.4	72.2	78.4	80.7		85.2	53.3	44.3	39.5	47.1		46.2	27.8	40.9	41.0	46.0
	고점	133.5	69.7	78.2	84.6	89.2		102.4	59.8	50.9	48.9	52.2		57.5	38.3	42.4		
	저점	42.0	39.3	64.3	74.1	75.6		59.3	47.3	37.3	30.6	44.8		30.5	16.7	39.6		
환율	달러 (평균, pt)	79.9	84.1	77.2	82.0	80.4		84.9	95.5	97.0	96.0	97.8		98.4	98.9	94.0	93.4	90.4
	원달러환율 (평균)	1,188	1,351	1,204	1,155	1,157		1,052	1,098	1,164	1,182	1,139		1,194	1,221	1,188	1,130	1,150
	고점	1,401	1,453	1,262	1,215	1,205		1,103	1,113	1,186	1,217	1,183		1,220	1,230	1,199		
	저점	1,018	1,258	1,163	1,116	1,122		1,019	1,086	1,145	1,147	1,107		1,167	1,208	1,178		
경기	성장률 (미국, % 연률)	-5.3	-8.8	3.4	5.7	5.9		9.0	6.5	3.2	3.3	4.1		-5.0	-31.4	29.9	4.0	3.8
	성장률 (한국, %)	-0.6	-0.9	4.1	3.3	2.7		1.0	1.3	2.0	1.2	1.4		-1.3	-3.2	1.8	1.5	5.2
경상 거래	경상수지 (억달러)	90	205	126	100	179		464	497	554	535	445		133	58			
	무역수지 (억달러)	-64	194	211	175	236		273	462	440	481	412		86	24	168		

자료: SK증권

국내 경기지표		단위	2020년			2021년				
			3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간
경기	실질GDP 성장률(yoy)	%	-1.3	-1.5	-1.0	0.5	4.7	3.2	3.0	2.9
	(민간소비)(yoy)	%	-4.5	-4.1	-4.3	3.4	2.7	3.5	2.8	3.1
	(설비투자)(yoy)	%	9.1	3.9	6.0	0.7	4.7	3.8	3.2	4.0
대외거래	수출증가율(통관,yoy)	%	-3.2	0.0	-6.4	5.0	8.0	6.0	5.0	6.3
	수입증가율(통관,yoy)	%	-8.9	-5.0	-8.0	2.0	10.0	6.0	5.0	5.6
	무역수지(통관, 억달러)	U\$D	168	168	444	128	26	176	177	507
	경상수지(억달러)	U\$D	200	180	576	180	80	140	120	520
소비자물가 상승률		%	0.6	1.0	0.7	0.8	1.3	1.1	1.2	1.1

해외 경기지표		단위	2020년			2021년				
			3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간
미국	GDP성장률(qoq,연율)	%	33.1	3.8	-4.5	3.7	3.5	3.3	3.2	3.7
	소비자물가상승률(yoy)	%	1.2	1.2	1.1	1.4	2.6	2.0	2.0	1.9
일본	GDP 성장률(qoq, 연율)	%	16.6	4.6	-5.6	3.0	2.0	3.0	1.0	2.5
	소비자물가상승률(yoy)	%	0.2	-0.5	0.0	-0.4	0.2	0.3	0.5	0.2
유로	GDP 성장률(qoq)	%	12.7	1.9	-7.7	1.0	1.0	0.9	0.7	5.2
	소비자물가상승률(yoy)	%	0.0	-0.1	0.4	0.3	0.9	1.1	1.3	1.0
중국	GDP 성장률(yoy)	%	4.9	6.0	2.1	18.0	8.0	6.0	5.0	8.0
	소비자물가상승률(yoy)	%	2.3	1.3	2.7	1.7	2.3	2.2	2.2	2.2

금융지표		단위	2020년			2021년				
			3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간
원/달러		원/달러	1,188	1,125	1,180	1,100	1,130	1,150	1,150	1,133
달러/유로		달러/유로	1.17	1.18	1.14	1.20	1.18	1.17	1.17	1.18
엔/달러		엔/달러	106.00	104.5	107.0	106.0	107.0	108.0	108.0	107.3
위안/달러		위안/달러	6.92	6.65	6.90	6.60	6.70	6.75	6.75	6.70
국제유가 WTI(평균)		\$/배럴	40.0	38.0	38.6	45.0	45.0	40.0	40.0	42.5

2021년 이벤트

※ 해외선거 및 국제행사를 제외한 모든 시간은 한국시간 기준

Economy

1월

3~5 전미경제학회 연례회의
11~14 CES (미국)
20 제 46대 대통령 취임식
20~21 BOJ 통화정책회의
21 ECB 통화정책회의
28 FOMC
28 美 4Q GDP (속보치)
월중 한국은행 통화정책회의
월중 북한 조선노동당 8차 대회
월중 韓/中 4Q GDP (잠정치)

2월

4 BOE 통화정책회의
9 MSCI 분기리뷰
25 美 4Q GDP (잠정치)
월중 한국은행 통화정책회의
월중 FTSE 반기리뷰

3월

11 ECB 통화정책회의
17 네덜란드 총선거
18 FOMC, BOE 통화정책회의
18~19 BOJ 통화정책회의
25 美 4Q GDP (확정치)
25~26 EU 정상회의
31 한국 공매도 금지 기한
3~4월중 보아오 포럼 (중국)
월중 중국 정협 및 전인대
월중 韓 4Q GDP (확정치)

4월

7 한국 재보궐선거
22 ECB 통화정책회의
26~27 BOJ 통화정책회의
27 제50회 NABE 컨퍼런스
29 FOMC
29 美 1Q GDP (속보치)
4~5월중 ASEAN 정상회담(브루나이)
월중 IMF 세계경제전망
월중 美 재무부 환율보고서
월중 韓/中 4Q GDP (잠정치)

5월

6 BOE 통화정책회의
6 영국 지방선거
11 MSCI 반기리뷰
18~21 다보스 포럼
27 美 1Q GDP (잠정치)
5~6월중 이란 대통령선거
월중 한국은행 통화정책회의

6월

10 ECB 통화정책회의
17 FOMC
17~18 BOJ 통화정책회의
24 BOE 통화정책회의
24 美 1Q GDP (확정치)
24~25 EU 정상회의
28~7/1 MWC (스페인)
30 ECB의 PEPP 기한
월중 애플 WWDC (미국)
월중 韓 1Q GDP (확정치)
월중 FTSE 분기리뷰, KS200 정기변경

7월

1 중국 공산당 창당 100주년
15~16 BOJ 통화정책회의
18 김정은 '원수' 칭호 9주년
22 ECB 통화정책회의
23~8/8 하계 올림픽 (일본)
29 FOMC
29 美 2Q GDP (속보치)
월중 美 재무부 환율보고서
월중 한국은행 통화정책회의
월중 韓/中 4Q GDP (잠정치)

8월

5 BOE 통화정책회의
11 MSCI 분기리뷰
20~29 뉴욕 국제 오토쇼 (미국)
24~9/5 하계 패럴림픽 (일본)
26 美 2Q GDP (잠정치)
월중 중국 베이다이어 회의
월중 한국은행 통화정책회의

9월

3~7 IFA (독일)
5 홍콩 총선거
9 ECB 통화정책회의
19 러시아 총선거
21~22 BOJ 통화정책회의
23 FOMC, BOE 통화정책회의
30 美 2Q GDP (확정치)
월중 韓 2Q GDP (확정치)
월중 FTSE 반기리뷰

10월

1~3/31 World Expo (두바이)
14~15 EU 정상회의
22 일본 총선거
27~28 BOJ 통화정책회의
28 ECB 통화정책회의
28 美 3Q GDP (속보치)
10~11월중 ASEAN 정상회담 (브루나이)
월중 중국 19기 6중전회
월중 IMF 세계경제전망
월중 한국은행 통화정책회의
월중 韓/中 4Q GDP (잠정치)

11월

1~12 UN 기후변화 당사국 총회
2 뉴저지, 버지니아 주지사 선거
2 시장 선거
4 FOMC, BOE 통화정책회의
11 MSCI 반기리뷰
11 중국 광군제
24 美 3Q GDP (잠정치)
26 미국 블랙 프라이데이
월중 APEC 정상회담 (뉴질랜드)
월중 한국은행 통화정책회의

12월

16 FOMC, ECB, BOE 통화정책회의
16~17 BOJ 통화정책회의
16~17 EU 정상회의
19 칠레 대통령 선거
22 美 3Q GDP (확정치)
월중 韓 3Q GDP (확정치)
월중 FTSE 분기리뷰, KS200 정기변경