

Morning Meeting Brief

Macro

한미 통화스와프 종료가 원/달러 환율에 미치는 영향

- 경기 개선과 안정적인 금융시장 변동성으로 올해 말 한미 통화스와프 종료 예정
- 현재 한국 금융시장은 안정적, 계약 종료에도 원/달러 환율에 미치는 영향은 제한
- 금융위기 당시 감안할 때 예상치 못한 금융시장 변수가 발생했을 때 변동성 확대 가능

이다은, daeun.lee@daishin.com

Strategy

펀더멘털(소비심리, 반도체 실적) 검증의 시간

- 경기와 통화정책 간의 미스매치 국면이라는 본질에 집중해야 할 필요. 펀더멘털 동력 회복/강화가 뒷받침되는지 여부가 더욱 중요
- 소비심리 회복에 대한 기대감이 남아있다고 판단되지만 최근 오미크론 변이 바이러스 확산이 소비심리에 어떤 영향을 미쳤는지 감안해야 할 필요
- KOSPI는 마이크로 실적 발표가 중요. 이번 발표에서 부품 공급부족 완화 여부, 이에 근거한 가이드언스에 반도체의 단기 행배가 결정될 전망

이경민, kyoungmin.lee@daishin.com

Global Strategy

新 디커플링(DOW & S&P500 vs. NASDAQ)

- 2021년 글로벌 증시를 정리하는 키워드는 디커플링. 선진국과 신흥국간 디커플링, US와 Non-US간 디커플링이 뚜렷했던 한 해
- 권역/국가간 디커플링이 짧으면 연말까지, 아니면 연준의 통화정책 가속화가 회자될 때마다 미국 지수간 디커플링으로 형상화될 전망
- 12월 FOMC 이후, 금리 민감도가 나스닥지수 중심으로 커질 수 있어 미 증시 상승시 금리 상승 수혜 섹터 비중 높은 DOW와 S&P500 견인

문남중, namjoong.moon@daishin.com

Fixed Income

금리 수수께끼의 조건 2

- 연준의 통화정책 기초 가속화에도 시장금리는 낮은 수준에서 크게 변화하지 않으며 과거 '금리 수수께끼'와 같은 상황
- 해외 부문에서 미국채 매수 또한 코로나19 직후 국채 물량 급증과 연준의 QE 등으로 보유 비중 감소했으나 2분기 기점으로 감소세 저점 확인
- 연준의 테이퍼링 개시 이후 2개월만에 가속화를 선언한 배경 역시 해외 부문에서의 미국채 매수 확대와 맥이 닿는 것

공동락, dongrak.kong@daishin.com

Commodity

중국의 원자재 수급 현황 점검

- 중국 경제실물 지표가 부진한 가운데 원자재 수입 지표 결과는 양호
- 2022년 중국의 원자재 수요 증가가 제한될 가능성이 높다고 판단
- 코로나19 확산, 2022년 동계올림픽 및 환경 오염 규제, 헝가리 부동산 리스크가 수요 둔화 요인

김소현, sohyun.kim@daishin.com

헝다그룹 사태로 되돌아본 상업용 부동산 시장 리스크 점검

- 글로벌 상업용 부동산 시장 리스크 점검이 필요한 시점(이유): ①코로나19 이후 자산가격 급등, ②금리 인상('22년 예정), ③헝다그룹 사태
- 부동산 경기변동의 네(4) 가지 핵심지표와 현황: ①공급, ②CMBS연체율 지표 위험신호 확인→ '22년 가격 상승 모멘텀 둔화 예상
- 헝다그룹 사태의 글로벌 상업용 부동산 시장 영향: 중국 2선 도시 가격 조정 예상, 단 글로벌 전파 가능성低

이원경 wonkyung.lee@daishin.com

산업 및 종목 분석

[4Q21 Preview] SK 하이닉스: 2022년 영업이익 상황 조정

- 투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 160,000원으로 18% 상향 조정
- 목표주가는 2022년 추정 BPS에 P/B 1.6배 적용하여 산출. 목표주가 상향은 1) 2022년 추정치 상향 조정 2) 2022년 하반기 DRAM 업사이클 진입이 예상되기 때문
- 21년 4분기 매출 12,3조원(+4% QoQ), 영업이익 4,36조원(+4% QoQ, OPM 35%) 전망. DRAM B/G +8% QoQ, ASP -5% QoQ, NAND B/G +10% QoQ, ASP -9% QoQ 예상하며 실적 컨센서스 소폭 상회할 전망. 4분기 메모리 빛그로스 가이던스(DRAM 한자리수 중후반% 증가, NAND 10% 이상 증가)에 부합할 것으로 예상함
- 당사 직전 추정치 대비 4분기 계약에서 고정가격 협상이 원만하게 이루어진 것으로 추정함

이수빈. subin.lee@daishin.com

[4Q21 Preview] 삼성전자: 반도체와 모바일 사업부문 실적 호조

- 투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 120,000원으로 20% 상향
- 목표주가 120,000원은 SOTP 밸류에이션으로 산출. 상향 요인은 2022년 연간 영업이익 상황조정에 기인
- 반도체와 모바일 사업부문 실적 호조. 삼성전자 4분기 영업이익은 15,2조원으로 추정. 사업부문별 영업이익은 반도체 9,6조원, 디스플레이 1,5조원, IM 사업부 3,1조원, CE 0,8조원, 하만 0,1조원 전망
- 2022년 영업이익 58,5조원(+10% YoY)으로 상향 조정. DRAM 메모리 반도체 2022년 업사이클 진입 예상, 추가로 삼성 파운드리 실적 개선 기대

이수빈. subin.lee@daishin.com

한·미 통화스와프 종료 원/달러 환율에 미치는 영향

경기 개선과 안정적인 금융시장 변동성으로 올해 말 한미 통화스와프 종료 예정

- 12월 16일 한국은행은 2020년 3월 연준과 체결하였던 600억 달러 규모의 통화스와프 계약을 만기일인 12월 31일로 종료한다고 발표하였다.
- 지난해 3월 코로나19로 신흥국들의 자본지출이 확대되면서 원/달러 환율이 한달만에 8.1% 급등(3월 19일 고점 1285원)함에 따라 금융시장 안정화를 위해 한국은행은 3월 19일 미 연준과 600억 달러 한도의 통화스와프를 체결하였다. 통화스와프가 체결된 직후 국내 금융 시장내 외화 유동성 경색에 대한 우려가 해소되면서 원/달러 환율이 3.1% 하락하는 등 금융시장이 빠르게 안정을 찾아갔다.
- 이후 한·미 통화스와프 계약으로 총 6차례에 걸쳐 198.7억 달러 규모의 자금이 공급되었으며, 지난해 7월 전액 상환한 이후 현재까지 공급잔액은 없는 상태이다. 다만 외화를 추가적으로 대출하지 않더라도 금융시장 안정화를 위해 계약을 3차례 연장해오다가 글로벌 경기가 팬데믹에서 벗어나 점차 개선되고, 코로나 변수로 인한 금융시장 변동성도 줄어들어 따라 계약을 종료하게 되었다.

현재 한국 금융시장은 안정적, 계약 종료에도 원/달러 환율에 미치는 영향은 제한

- 현재 한국 금융시장을 보면 CDS프리미엄이 20bp에서 등락하며 낮은 수준을 유지하고 있으며, 외화보유액도 11월 기준 4,639억달러로 역대 최대치를 기록하고 있다. 즉, 국가 신용이 악화되어 자금이 유출될 가능성이 낮으며, 유출되더라도 외환시장을 조절할 수 있는 능력이 충분하다는 것이다. 또한 11~12월 외국인 국내증권(주식+채권) 순매수세가 확대되면서 외화도 유입되고 있는 상태이기 때문에 통화스와프 계약이 12월 31일로 종료되더라도 원/달러 환율이 안정적인 흐름을 유지할 것으로 보인다.
- 통화스와프 종료 이후 가장 우려되는 부분은 미국의 금리인상 이후 금융시장 변동성을 안정적으로 유지될 수 있는지 여부이다. 연준이 금리를 인상함에 따라 한미 금리 스프레드가 줄어들 가능성이 있으나, 앞서 살펴본 한국의 금융시장 건전성을 감안할 때 자본이 크게 유출될 가능성은 제한적이다. 더불어 이미 미 달러화는 내년도 연준의 금리 인상 이벤트를 선반영하여 강세를 보이고 있기 때문에, 인상 이후에도 원/달러 환율이 급등할 가능성은 제한적일 것으로 판단한다.

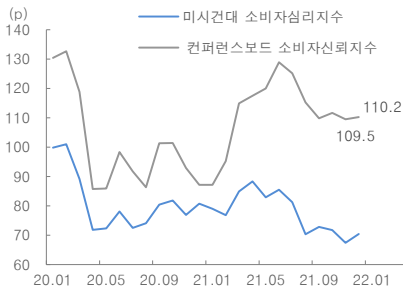
금융위기 당시 감안할 때 예상치 못한 금융시장 변수가 발생했을 때 변동성 확대 가능

- 문제는 이미 예상 가능한 연준의 금리 인상에 따른 글로벌 자금경색이 아니라 신흥국발 부채위기 같은 예상치 못한 변수가 발생할 가능성이다. 2008년 금융위기 당시 한국은행은 연준과 300억달러 규모의 통화스와프 계약을 체결하였으며 2010년 2월 1일 계약을 종료하였다. 이후 원/달러 환율은 변동성이 확대될 것이라는 예상과 달리 2월 1일 1,169원에서 4월 26일 1,103원으로 하락세를 지속하며 안정적인 모습을 보였다. 그러나 5월 초부터 그리스에서 촉발된 유로존 재정위기로 국제금융시장 불안전성이 확대되면서 한국의 금융시장 건전성은 양호하였음에도 불구하고 원/달러 환율은 6월 10일 1,251원으로 전 저점대비 13.3% 급등하였다.
- 이와 유사하게 신흥국발 부채 리스크는 유로존 재정위기 때와 같이 '블랙스완(예상치 못한 위기)'이 될 가능성이 존재한다. 주요 선진국들의 완화적인 통화정책으로 신흥국들의 가계 및 기업과 대외 부채가 증가함에 따라 민간부문 건전성에 대해 우려가 되고 있다. 더군다나 열악한 보건 시스템 때문에 코로나 여파가 지속되어 경기 회복세가 부진한 상황에서 주요 선진국들은 점차 통화정책을 정상화시키면서 자금 조달비용 및 이자부담 증가가 신흥국 금융시장 리스크로 이어질 가능성이 있다. 금융위기 때를 감안했을 때 신흥국 부채가 블랙스완이 될 경우 한·미 통화스와프 계약이 만료된 상황에서 양호한 한국 금융시장의 건전성만으로 원/달러 환율을 안정적으로 유지하기 어려울 것으로 판단한다.

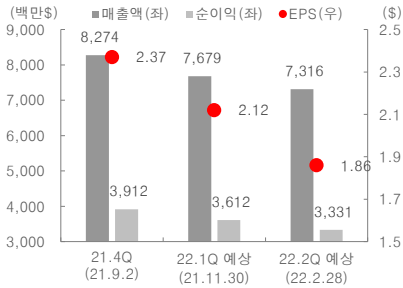
펀더멘털(소비심리, 반도체 실적) 검증의 시간

- FED는 12월 FOMC를 통해 매파적인 색깔을 명확히 했다. 테이퍼링 가속화를 통해 종료 시점을 2022년 3월(기준 6월)로 앞당겼고, 2022년 중 세 번 금리인상을 시사했다. 12월 FOMC 직후 글로벌 금융시장은 강했다. 12월 FOMC 결과를 불확실성 해소로 인식하고, 연준의장의 기자회견을 통해 경기에 대한 자신감을 회복했기 때문이다.
- 하지만, 이후 흐름은 달랐다. 주식시장은 약세를 이어갔고, 원자재 시장에서도 금 강세, 원유 약세 흐름이 나타났다. 달러 강세압력도 커졌다. 심리적 안도감을 뒤로 하고, 경기와 통화정책 간의 미스매치 국면이라는 본질에 집중해야 한다. 펀더멘털 동력 회복/강화가 뒷받침되는지 여부가 더욱 중요해졌다. 펀더멘털이 기대에 미치지 못한다면 증시는 이전보다 더 불안해 질 수 있다. 미국 채 10년물 금리의 하락세가 경기불안으로 해석되는 이유이다. * 자세한 내용은 12월 16일자 “12월 FOMC : 매의 본색 확인 증시 강세 원인과 전망” 참조
- 이번주 미국 경기, 소비에 대한 1차 검증의 시간이 도래한다. 미국 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수는 한국시간으로 23일(목요일)에 발표된다. 현재 12월 컨센서스는 110.2p이다. 11월 109.5p 대비 개선세가 예상된다. 11월에 속보치가 발표된 미시간대 소비자심리지수도 10년래 최저 수준에서 반등한 만큼 소비심리 회복에 대한 기대감이 남아있다고 생각한다.
- 다만, 최근 오미크론 변이 바이러스 확산, 미국내 확진자수 증가 등이 소비심리에 어떤 영향을 미쳤는지 감안해야 한다. 예상치에 부합하거나 상회할 경우 안도렐리가 이어질 수 있지만, 하회할 경우 경기불안이 가중되는 상황에서 연준의 매파적인 스탠스 부담이 증폭될 수 밖에 없다. 증시는 경기불안을 이유로 FOMC 결과를 후행적으로 반영해 나갈 가능성이 높다.
- 한편, KOSPI 시장에는 21일 마이크로 실적 발표가 중요하다. 반도체와 IT 업종은 10월 이후 KOSPI 하방경직성 강화, 12월 이후 KOSPI 급반등 국면을 주도해 왔다. 업황 개선 기대감을 선반영한 상황에서 마이크로 실적 결과, 향후 가이드언스를 통해 현실과의 괴리를 확인할 수 있을 것이다. 마이크로 실적발표 이후 반도체, IT에 대한 투자자들의 시각 변화에 주목한다.
- 지난 분기(마이크론 기준 21년 4분기) 실적발표(9월 29일)는 양호한 실적결과에도 불구하고 마이크로론은 물론, 한국 반도체 주가 레벨다운의 트리거가 되었다. 부품 부족을 근거로 다음 분기(22년 1분기, 11월 30일 기준) 매출 가이드언스를 76.5억 달러(중간값)로 제시했기 때문이다. 당시 컨센서스 85억 달러를 크게 하회한 것이다. 이후 한국 반도체 업종은 20여일 동안 5.4% 하락했고, KOSPI도 2% 내려앉았다. 이번 실적발표에서 부품 공급부족 완화 여부, 이에 근거한 가이드언스에 반도체의 단기 행배가 결정될 전망이다. 이익 레벨다운이 22년 2월말 결산까지 지속된다는 컨센서스도 간과해서는 안 될 부분이다. 추세반전까지 시간이 필요하다.

컨퍼런스보드 소비자신뢰지수, 시장 기대를 충족시켜 줄 수 있을까?



마이크론 실적발표(21일)가 반도체 업종의 향배를 결정지을 것



자료: 미시간대, 컨퍼런스보드, Bloomberg, 대신증권 Research Center

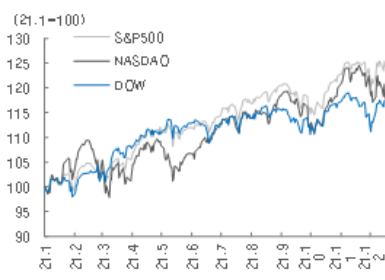
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

新 디커플링 (DOW & S&P500 vs. NASDAQ)

- 2021년 글로벌 증시를 정리하는 키워드는 '디커플링' 이었다. 선진국과 신흥국간 디커플링, US와 Non-US간 디커플링이 뚜렷했던 한 해였던 만큼, 코로나19가 가져온 권역/국가간 성장 불균형이 달러 강세와 신흥국 통화 약세를 동반하며 증시에도 영향을 미쳤다. 올해 글로벌 증시(FITSE All World) 수익률은 13.6%로 선진증시(FITSE DM, 15.9%)가 신흥증시(FITSE EM, -4.1%)를 멀찌감치 앞서 갔으며, 미국 증시(S&P500, 23.0%)는 전 권역을 아울러 가장 높은 성과를 보였다. 위기 극복을 위한 과감한 재정/통화정책이 만들어 낸 유동성이 실물경제보다 금융시장에 더 몰리면서 실물과 증시간 괴리 확대로 연결된 당연한 결과였다.
- 올 한해 글로벌 증시내에서 수식어처럼 따라다닌 권역/국가간 디커플링이 짧으면 2주 남짓 남은 연말까지, 아니면 연준의 통화정책 가속화가 화자될 때마다 미국 지수간 디커플링(DOW, S&P500 vs. NASDAQ)으로 형상화될 것이다. 12월 FOMC가 끝난 직후, 15일 미국 증시는 상승으로 화답을 했지만 16일 미국 증시는 미국채 10년물 금리 하락(1.42%, -4.08bp)에도 불구하고 나스닥지수(-2.47%) 중심으로 하락폭을 키웠다. 17일 선물옵션만기일을 앞둔 상황을 감안해도 DOW와 S&P500지수는 각각 -0.08%, -0.87%로 하락폭은 제한됐다.
- 12월 FOMC가 내년 통화정책 수순의 투명성을 높였던 자리였지만, 내년 3월 테이퍼링 종료후 3번의 금리 인상이라는 다소 매파적 결과에 할인을 확대에 취약한 나스닥지수를 중심으로 미국 증시가 쉽게 벗어나지 못하고 있는 점을 확인시켜 줬다고 해석된다. 내년 금리 인상의 컨센서스는 6월을 시작으로 분기별(9월, 12월)로 인상될 것을 전망하고 있지만 물가 향방에 따라 3월로 앞당겨질 수 있다는 시각도 커지고 있다. 12월 FOMC 이후 금리 민감도가 나스닥지수를 중심으로 커질 수 있는 만큼, 미국 증시가 상승을 하더라도 금리 상승에 따른 수혜 섹터(금융, 소비자재) 비중이 높은 DOW와 S&P500지수의 상대적 강세가 예상된다.
- 12월 FOMC는 끝났지만, 23일과 24일 연준의 통화정책 가속화가 화자될 수 있는 2가지 경제지표가 발표된다. 23일 11월 PCE(근원 PCE)의 예상치는 전년동월대비 5.7%(4.5%)증가로 전월치 5.0%(4.1%)를 상회할 전망이다. 5%대 상승률이 연속되면서 고물가의 고착화 가능성을 높일 수 있는 만큼, 물가 향방에 따라 내년 금리인상 시점의 유연성이 높아질 수 있는 시점에서 미국채 금리 상승을 자극할 수 있다. 24일 12월 미시간 소비자신뢰지수 확정치(잠정치 70.4P, 전월치 67.4P)도 고물가가 소비동향에 영향을 미치는 원인인 만큼, 미국 지수간 디커플링을 자극하는 변수가 될 것이다.
- 현 시장은 연준의 통화정책 가속화에만 주목하고 있지만, 점진적으로 통화정책의 투명성을 높였다는 점에 반응하며 미국 증시는 안정을 되찾을 것이다. 금리 민감도가 높아진 시기인 만큼 짧게는 연말까지 나스닥지수보다는 DOW와 S&P500지수가 미국 증시를 견인할 것이다.

2021년 글로벌 증시 키워드 '디커플링'

12월 FOMC후, 미국 지수간 디커플링 여지



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

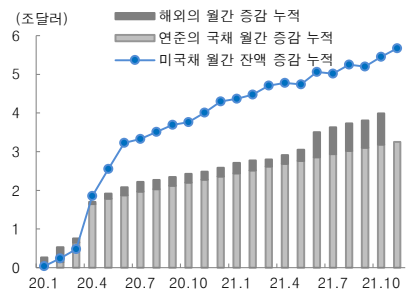
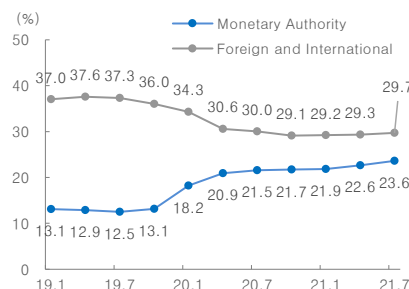
Fixed Income

공동락 dongrak.kong@daishin.com

금리 수수께끼의 조건2

- 12월 FOMC를 통해 연준은 그동안 줄곧 유지해 왔던 물가 상승이 '일시적(transitory)'이란 진단을 철회했다. 그 결과 11월부터 시작됐던 테이퍼링 일정을 좀 더 가속화하고, 내년 기준금리인상 역시 연간으로 3회 가량이 가능하다는 전망을 점도표를 통해 제시했다.
- 연준이 내놓은 조치들은 외견 상으로는 모두 금리가 상승할 수 있는 재료들이다. QE를 통해 연준이 자처했던 채권 매수자로서의 역할을 축소하고, 기준금리 인상 역시 종전보다 시기를 앞당긴 것과 동시에 인상 횟수 역시 늘리기로 했다. 하지만 시장금리는 상승보다는 횡보 또는 하락에 가까운 동향을 나타내고 있다.
- 이처럼 기준금리 인상 및 통화정책이 종전보다 타이트해지는 상황에도 불구하고 시중금리가 낮은 수준에서 크게 변화하지 않는 현상에 대해 채권시장 참가자들은 일제히 2000년대 중반 그린스펀 의장 재임 당시의 '금리 수수께끼'를 언급하고 있다. 이에 최근 당사 역시 그 당시와 유사한 현상이 현재 채권시장에서 나타나고 있다는 취지의 보고서를 발간한 바 있다.
- 그린스펀 의장 재임 당시 금리 수수께끼는 중국 등 아시아 국가들이 경상수지 흑자분을 외환보유액으로 운용하는 과정에서 미국채를 대거 매수했고, 그 결과 채권시장의 수요 우위로 인해 금리가 낮게 형성됐다는 것이 핵심 골자다. 이는 코로나19 이후 더욱 급증했던 미국의 경상수지 적자(아시아 국가들의 입장에서는 흑자)로 인해 더욱 설득력을 더하고 있다.
- 그러나 당사가 2012년 이후 미국채를 보유하고 있는 지역이나 국가별로 데이터를 세분화해서 분석한 결과 미국채에 대한 보유액이 크게 늘어난 지역은 유로존이었다. 반면 중국은 추세적으로 미국채에 대한 보유를 줄여왔다. 코로나 이후 미국채 물량이 급증했던 2020년 이후를 기준으로 유로존과 일본이 매수를 늘렸고, 중국은 횡보하는 수준이었다(그림 3).
- 유로존 지역에서 미국채에 대한 보유를 꾸준히 늘린 것은 역시 유로존 국가들에 비해 미국채 금리가 높았다는 것이 원인으로 보인다. 실제 2015년 이후 독일 금리는 0%대에서 (-)로 낮아진 반면 미국 금리는 상당한 격차를 두고 독일보다 높은 수준을 유지했다(그림 2). 같은 유럽에 있는 영국 역시 미국채를 많이 매수한 국가로 분류된다. 일본, 중국을 제외하고 아시아 국가들 가운데 가장 미국채 보유 규모가 가장 컸던 대만과 비교할 때 2015년 이후 영국은 대만을 압도했고, 코로나 19 이후 더욱 격차를 벌렸다(그림 4).
- 미국채의 매수 주체별로 분류하더라도 해외 부문은 최근 변화 징후를 보이고 있다. 코로나19 직후 국제 물량 급증과 연준의 QE 등으로 인해 보유 비중이 감소했으나 지난 2분기를 기점으로 비중 감소세는 바닥을 확인했다(그림 5). 연준이 테이퍼링 개시와 함께 불과 2개월 만에 테이퍼링 가속화를 선언한 배경 역시 해외 부문의 미국채에 대한 매수 확대와 맥이 닿는다.

미국 국채 보유 주체별 비중: 해외와 연준 월간 국제 잔액 증감 누적과 주체별 소화 규모



자료: SIFMA, 대신증권 Research Center

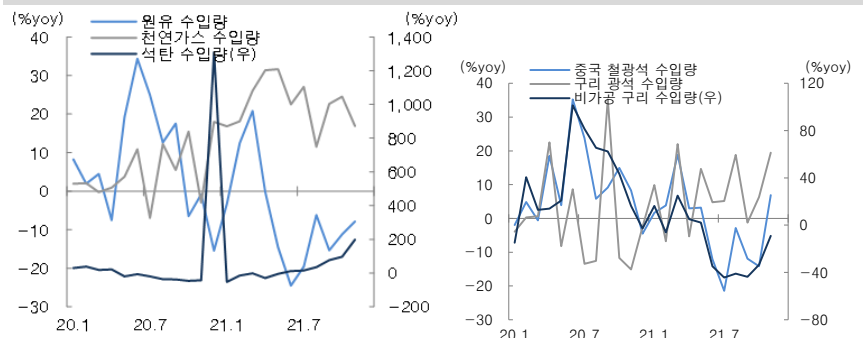
자료: 미 재무부, SIFMA, 대신증권 Research Center(20.1부터 누적)

중국의 원자재 수급 현황 점검

김소현 sohyun.kim@daishin.com

- 2022년 원자재 시장을 가늠하기 위해 이번 자료에서 중국의 원자재 수급 현황을 점검해 보았다. 2021년 원자재 시장이 강세를 보였던 배경이 중국의 재정정책과 선진국 중심의 내수소비 확대에 따른 중국의 수출 증대였기 때문이다.
- 지난주 중국 경제실물 지표가 발표된 이후 중국 경기 둔화 우려가 높아졌다. 11월 중국 소매판매와 1~11월 고정자산투자는 전년동월대비 각각 3.9%, 5.2% 증가하며 전월치와 시장 예상치를 하회했다. 반면, 11월 중국 산업생산은 전년동월대비 3.8% 증가하며 전월치와 시장 예상치를 상회했다. 내수 부진에도 수출 증대가 이어졌기 때문이다. 11월 중국 수출은 전년동월대비 22% 늘어났다. 반면, 중국 원자재 수요를 가능할 수 있는 원자재 수입 지표 결과는 양호했다. 중국 석탄, 천연가스 수입량은 전년동월대비 각각 198.1%, 16.9% 증가한 반면 원유 수입량은 -7.9% 감소했다. 중국 철광석, 구리 광석은 각각 6.9%, 19.5% 증가한 반면 비가공구리 수입량은 -9.1% 감소했다.
- 2022년 중국의 원유 수요가 줄어든 가능성 높다고 판단한다. 코로나19 확산 방지를 위한 정부의 엄격한 통제와 환경 오염 방지에 대한 노력 때문이다. 보통 겨울철 시즌에 중국 정유업체들은 설 연휴 이동 수요를 대비해 원유를 수입해 재고 축적을 한다. 하지만 현재 오미크론 변이 바이러스 확산을 방지하기 위해 중국 정부는 이동제한 조치를 실행하고 있다. 실제로 중국 닝보 지역의 섯다운으로 Sinopec의 최대 정제공장의 생산 차질이 발생했다. 2월 개최되는 베이징 올림픽도 하나의 변수이다. 중국 정부는 올림픽 기간에 푸른 하늘을 보여주려고 하는데, 제강, 정유 등 원자재 관련 산업생산 차질이 발생할 수 있다. 실제로 중국 정유업체들은 베이징 올림픽 시기에 도착하는 원유 스팟 거래에 비활동적이며, 허베이와 산둥지역의 정유시설 가동률이 통제될 것으로 예상하고 있다.
- 반면, 2022년 중국 비철금속 수요 증가도 제한될 가능성이 높다고 판단한다. 헝다 디폴트 사태로 부동산 침체 압력이 커짐에 따라 최근 비철금속 수요 둔화 우려가 높아지고 있다. 특히, 중국 부동산 시장 부진 소식은 니켈 수요 위축으로 이어지고 있다. 중국 정부소속 연구기관은 중국의 2022년 철강 수요가 전년대비 -0.7% 감소할 것으로 예상하는데, 니켈 수요의 80% 가량이 철강 수요이다. 베이징 올림픽 및 환경규제로 비철금속 수급 영향도 지속될 수 있다. 중국 국가통계국에 따르면 11월 중국 알루미늄 생산은 전년동월대비 -1.8% 감소해 3개월 연속으로 전년동월을 하회했다. 또한, 중국 내 아연 제련소들의 경우에도 생산을 제한하고 있으며, 중국 북부 지역의 아연 도금업체들도 환경 보호 조치 및 건설 프로젝트 지연으로 생산을 줄이고 있다. 다만, 최근 중앙은행의 유동성 공급과 경기 둔화 시 정부가 적극적으로 개입할 것이라는 언급은 비철금속 가격 반등 가능성을 열어두었다고 판단한다.

중국 원자재 수입량 추이



자료: 중국 관세청, 대신증권 Research Center

헝다그룹 사태로 되돌아본 상업용 부동산 시장 리스크 점검

글로벌 상업용 부동산 시장, 리스크 점검이 필요한 시점(이유)

- 코로나19 이후 자산가격 급등에 따라 펀더멘털(임대시장)과의 괴리 확대
- 2022년, 과거 부동산 경기 변동의 트리거(Trigger)로 작용했던 '금리 인상' 예정
- 헝다그룹의 디폴트 사태, 과거 '리먼 사태'의 데자뷰(Dejavu) 연상

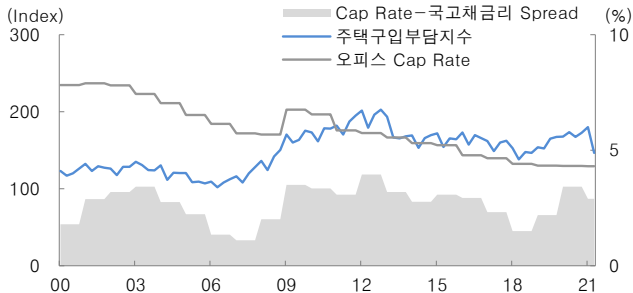
부동산 경기 변동의 네(4) 가지 Key Indicators, 그리고 현재 상황

- 과거 부동산 경기 하락과 금융 위기가 맞물렸던 뒤(2) 차례의 사례 분석을 통해 부동산 경기 변동의 네(4) 가지 핵심 지표를 도출:
 - ① 자산 시장의 팽창, 버블 확대 정도를 측정할 수 있는, 주택구입부담지수와 Cap Rate
 - ② 과(過)투자 여부를 확인할 수 있는, 신규 공급 물량
 - ③ 부동산 관련 증권화 시장의 부실을 측정하기 위한, CMBS 연체율(30일)
 - ④ 투매(投賣) 리스크를 파악할 수 있는, 부실자산(Distressed Asset) 거래액
- ②와 ③요인의 위험 신호 확인 '22년 금리 인상과 맞물려 그간의 가격 상승 모멘텀 둔화 예상'

글로벌 상업용 부동산 시장의 헝다그룹발 리스크

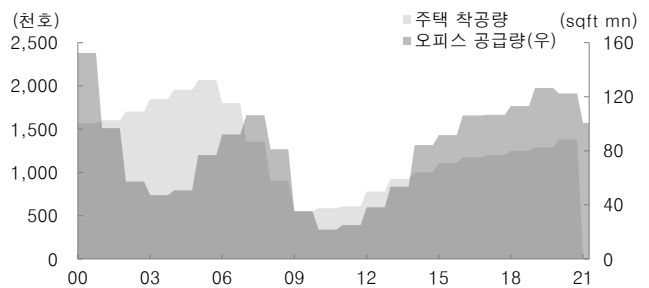
- 글로벌 상업용 부동산 시장 내 중국 자본(Capital) 비중은 1% 미만으로 가격 결정력低
- 2017년 이후 지속된 중국 정부의 부동산 관련 대출 규제 강화와 헝다그룹 사태가 겹치며 중국 상업용 부동산 가격 상승 모멘텀은 2선 도시 위주로 꺾였음 vs 단 중국향 부동산 해외 투자 자본은 1선 도시에 집중되었으며, 그 규모도 크지 않아 해외 자본 손실액 크지 않을 것으로 예상

핵심지표 ① 자산가격의 버블: 주택구입부담지수 · Cap Rate



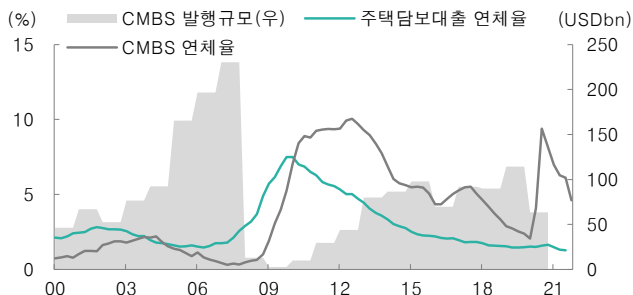
자료: RCA, Bloomberg, 대산증권 Research Center

핵심지표 ② 과(過)투자: 신규 공급



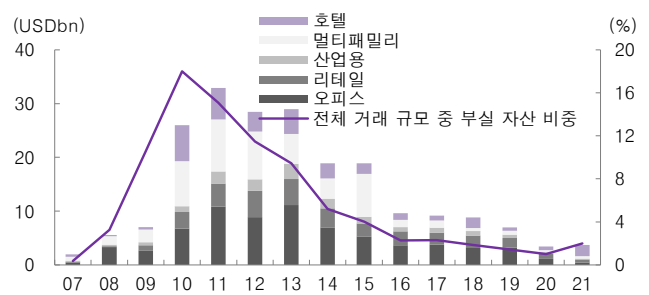
자료: JLL, US Census, 대산증권 Research Center

핵심지표 ③ 유동성 리스크 · 증권화시장 부실: CMBS연체율



자료: Trepp, Commercial Mortgage Alert, 대산증권 Research Center

핵심지표 ④ 투매(投賣)리스크: 부실자산(Distressed Asset) 거래액



자료: RCA, 대산증권 Research Center

SK하이닉스

(000660)

아수빈

subin.lee@dai shin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

160,000

상향

현재주가

(21.12.17)

122,000

반도체업종

2022년 영업이익 상향 조정

- 투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 160,000원으로 18% 상향 조정
- 목표주가는 2022년 추정 BPS에 P/B 1.6배 적용하여 산출
 - 목표주가 상향은 1) 2022년 추정치 상향 조정 2) 2022년 하반기 DRAM 업사이클 진입이 예상되기 때문

2021년 4분기 영업이익 4.4조원 전망

- 21년 4분기 매출 12.3조원(+4% QoQ), 영업이익 4.36조원(+4% QoQ, OPM 35%) 전망. DRAM B/G +8% QoQ, ASP -5% QoQ, NAND B/G +10% QoQ, ASP -9% QoQ 예상하며 실적 컨센서스 소폭 상회할 전망
- 4분기 메모리 비트로스 가이드선(DRAM 한자리수 중후반% 증가, NAND 10% 이상 증가)에 부합할 것으로 예상함
- 당사 직전 추정치 대비 4분기 계약에서 고정가격 협상이 원만하게 이루어진 것으로 추정함

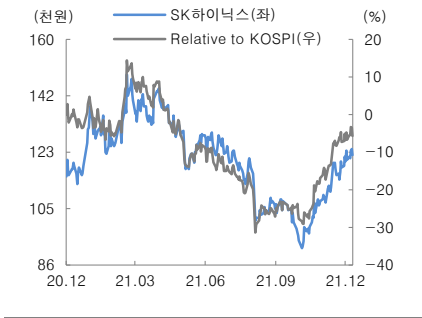
2022년 14.85조원으로 23% 상향 조정

- 2022년 DRAM 메모리 반도체에 대한 가격 전망을 상향 조정. 2022년 3분기 가격 하락을 멈추고, 4분기부터는 가격 상승 기대. 1) 클라우드 서비스 사업자의 서버 빌드가 본격화되며 서버 향 반도체 수요가 강하고, 2) 스마트폰 고객사의 2022년 생산계획이 상향 조정되며 부품 재고를 적극 확보하고 있는 한편, 3) PC 판매량 둔화가 제한적일 것으로 예상되기 때문
- 이에 따라, 당사는 2022년 SK하이닉스의 영업이익을 14.85조원으로 상향 조정. 메모리 반도체 업종에 대한 투자의견 적극 매수 추천 유지

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	---	----	---	---	---

KOSPI	3017.73
시가총액	88,816십억원
시가총액비중	3.99%
자본금(보통주)	3,658십억원
52주 최고/최저	148,500원 / 91,500원
120일 평균거래대금	4,128억원
외국인지분율	48.77%
주요주주	에스케이스퀘어 외 9 인 20.07% 국민연금공단 9.19%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.4	14.0	-3.6	2.1
상대수익률	8.4	18.7	4.3	-6.3



(단위: 십억원 %)

구분	4Q20	3Q21	4Q21(F)					1Q22		
			작년추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	7,966	11,805	12,312	12,296	54.3	4.2	12,359	10,199	20.1	-17.1
영업이익	966	4,172	4,149	4,358	351.1	4.5	4,173	3,077	132.3	-29.4
순이익	1,767	3,311	3,397	3,551	101.0	7.2	3,083	2,292	131.5	-35.4

자료: SK하이닉스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표					
(단위: 십억원, 원, %)					
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	26,991	31,900	42,917	47,450	54,567
영업이익	2,719	5,013	12,548	14,852	18,007
세전순이익	2,433	6,237	13,130	14,776	17,952
총당기순이익	2,009	4,759	9,848	11,082	13,464
지배지분순이익	2,006	4,755	9,836	11,069	13,448
EPS	2,755	6,532	13,511	15,205	18,473
PER	34.2	18.1	9.2	8.2	6.7
BPS	65,825	71,275	83,489	97,008	113,698
PBR	1.4	1.7	1.5	1.3	1.1
ROE	4.2	9.5	17.5	16.8	17.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: SK하이닉스, 대신증권 Research Center

삼성전자
(005930)

이수빈

subin.lee@daishin.com

박강호

kangho.park@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

120,000

상향

현재주가
(21.12.17)

78,000

반도체업종

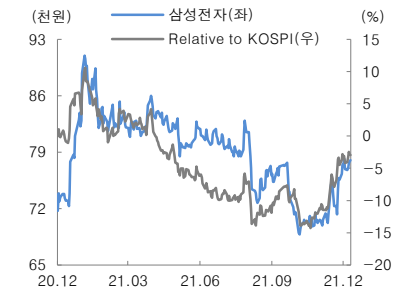
반도체와 모바일 사업부문
실적 호조

- 투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 120,000원으로 20% 상향
- 목표주가 120,000원은 SOTP 밸류에이션으로 산출. 상향 요인은 2022년 연간 영업이익의 상향조정에 기인
- 반도체와 모바일 사업부문 실적 호조
- 삼성전자 4분기 영업이익은 15.2조원으로 추정. 사업부문별 영업이익은 반도체 9.6조원, 디스플레이 1.5조원, IM 사업부 3.1조원, CE 0.8조원, 하만 0.1조원 전망
 - 메모리 반도체: 2021년 4분기 당사 직전 추정대비 가격 하락폭은 제한적일 전망. 2022년 3분기 DRAM 반도체 가격 업사이클 진입 예상
 - 비메모리 반도체: 파운드리 사업부문 영업이익률 10% 중반으로 확대 전망. 파운드리 판매 가격 상승과 5나노 매출 반영 기대
 - IM: 부품 부족(Shortage) 상황 개선되며 전분기대비 판매량 증가 예상. 2022년 또한 시장 성장률을 상회하는 실적 개선 기대
 - 디스플레이: 4분기까지 성수기로 모바일 OLED 패널의 건조한 실적 지속. 그러나, QD 디스플레이 패널 생산으로 대형패널 비용 확대. 2022년에는 IT 기기향으로의 Rigid OLED 패널 출하량 증가와 외부 고객사향 폴더블 패널 출하량 판매 기대
 - CE: 연말 성수기로 전분기대비 매출 확대 예상. 원가 증가에도 불구하고 제품 모듈화와 설계 최적화로 수익성은 안정적
 - 2022년 영업이익 58.5조원(+10% YoY)으로 상향 조정. DRAM 메모리 반도체 2022년 업사이클 진입 예상, 추가로 삼성 파운드리의 실적 개선 기대

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	---	----	---	---	---

KOSPI	3017.73
시가총액	523,574십억원
시가총액비중	23.53%
자본금(보통주)	778십억원
52주 최고/최저	91,000원 / 68,800원
120일 평균거래대금	12,179억원
외국인지분율	51.81%
주요주주	삼성생명보험 외 17 인 21.15% 국민연금공단 8.69%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.3	1.0	-3.6	6.4
상대수익률	8.3	5.1	4.3	-2.3



(단위: 십억원, %)

구분	4Q20	3Q21	4Q21(F)				1Q22			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	61,552	73,979	76,434	79,213	28.7	7.1	74,990	73,801	12.9	-6.8
영업이익	9,047	15,818	15,015	15,184	67.8	-4.0	15,066	13,371	42.5	-11.9
순이익	6,445	12,057	11,096	11,455	77.7	-5.0	11,121	9,889	39.4	-13.7

자료: 삼성전자, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	230,401	236,807	282,252	309,814	325,305
영업이익	27,769	35,994	52,951	58,466	73,085
세전순이익	30,432	36,345	54,872	60,626	75,623
총당기순이익	21,739	26,408	41,154	45,470	56,717
지배지분순이익	21,505	26,091	40,056	44,256	55,203
EPS	3,166	3,841	5,897	6,515	8,127
PER	17.6	21.1	13.2	11.9	9.6
BPS	37,528	39,406	41,364	44,796	48,634
PBR	1.5	2.1	1.9	1.7	1.6
ROE	8.7	10.0	14.6	15.1	17.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.