

오토포커싱

목차

- 05 I. 경제 - 우려보다는 기대
- 31 II. 채권 - 늦어진 하산 준비
- 57 III. 퀀트 - 멀티플 텐트럼
- 73 IV. 주식 전략 - 하반기 3,000이 보인다

Summary

경제

- ❖ 하반기 경기 반등 요인 세 가지: 선진국 소비여력, 적은 재고 부담, 중국 경기 회복
 - 1) 초과저축이 선진국 소비를 뒷받침, 2) 재고 부담이 적어 투자 및 고용 위축 가능성 낮음, 3) 대외수요와 정책을 토대로 중국 경기 반등 가능
- ❖ 글로벌 경기 확장 종료 조짐은 미약. 이르면 2023년 현실화 전망
- ❖ Downside risk: 더딘 물가 상승세 둔화에 따른 연준 긴축 가속화

채권

- ❖ 대내외 펀더멘털 모두 준수한 흐름 이어 가겠으나 회복 강도는 연말 갈수록 약화. 수출 주도 경기 회복세 지속될 것
- ❖ 5, 7, 11월 기준금리 인상 전망. 연말 기준금리 2.25%. 경제보다 물가에 집중하겠다는 것이 한국은행의 스탠스
- ❖ 추경 규모 축소로 적자국채 관련 리스크도 감소. 외국인은 저가매수 관련 자금 유입될 수 있겠지만 주요 투자자들은 금리 고점 확인까지 신중한 움직임 유지할 것
- ❖ 미국 연준은 5, 6월 50bp 인상 포함, 연말 2.50%까지 기준금리 인상 전망. 미국 고용, 물가는 강한 긴축 감내 가능
- ❖ 그럼에도 이른바 Big Step은 2번이 적절. QT도 또 다른 긴축 효과를 낼 수 있음에 주목
- ❖ 3분기가 장기 국고채 금리 상단 형성 시점. 이후, 하향 안정화 시도 전망. 국고 3년: 3.00~3.25%, 국고 10년: 3.20~3.50%, 미국 10년: 2.90~3.15%

Summary

퀀트

- ❖ 한국 PER 상승할 것. PER 하락 이유는 배당성향 하락과 미국 금리 상승폭 탓. 배당성향은 저점을 다졌고, 금리 상승폭은 연말로 갈수록 축소
- ❖ 연초부터 이어지고 있는 외국인 대량 매도는 영국계 자금의 비정상적인 매도 탓. 하반기에 외국인 돌아올 가능성 높다고 판단
- ❖ 연말 4분기로 갈수록 저PER에서 고PER로의 이동 고려 필요. 그 전까지는 벌어들이는 돈의 규모 자체가 우위에 있는 종목에 집중
- ❖ 하반기 KOSPI 밴드는 2,600~3,100p로 전망

주식 전략

- ❖ 2022년 하반기는 인플레이션이 주식시장의 조력자가 될 것. 인플레가 급격히 하락하지 않는다면 top line 성장에 대한 기대가 유지
- ❖ 그룹 계열사들이 배당 늘릴 여력이 있고 사이클과 무관하게 주주환원이 증가해 바닥은 견고
- ❖ 유동성 장세에서 실적 장세로 넘어갈 때 이익이 뒷받침되는 기업들에 관심. 섹터와 무관하게 growth를 내는 종목





오토포커싱

2022
하반기전망

임혜윤 | hylim@hanwha.com | 3772-7728

I

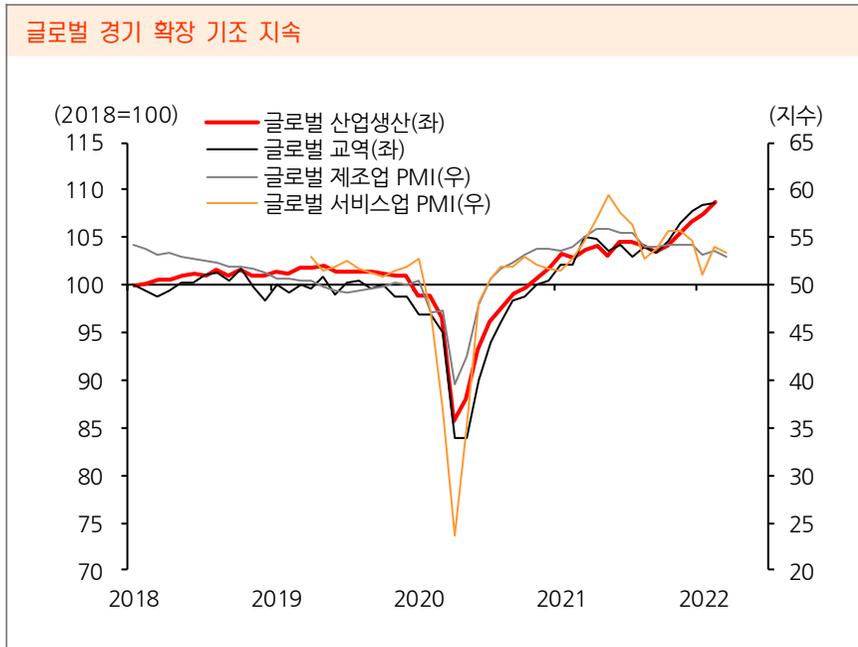
경제
우려보다는 기대



[Overview] 경기 확장의 Late-Cycle

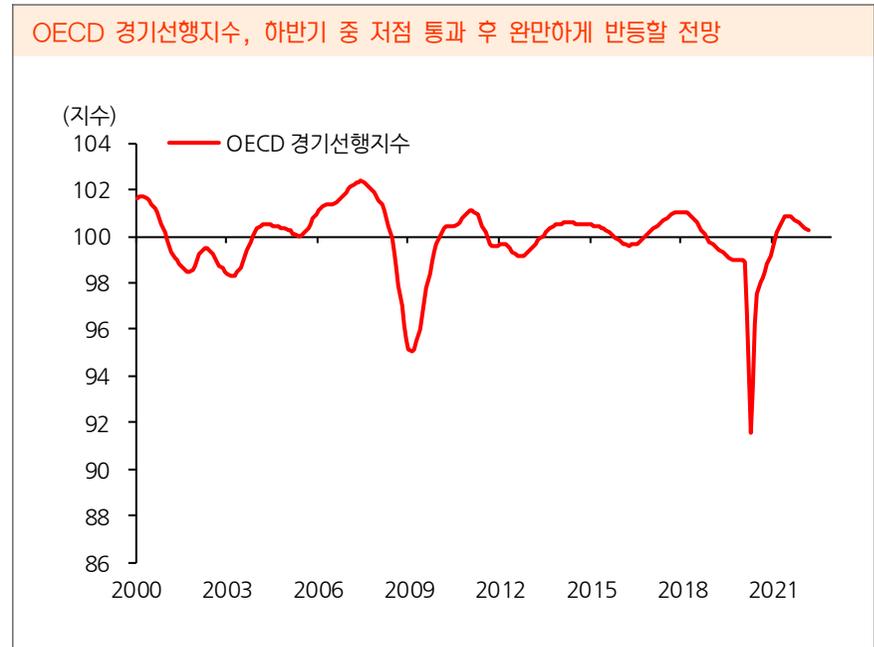
- ❖ 세계경제, 하반기에도 확장 기조 이어갈 전망
- ❖ 양호한 선진국 수요와 중국의 반등이 경기 확장을 주도할 것
- ❖ 아직 Recession을 우려할 시기 아님

글로벌 경기 확장 기조 지속



자료: CPB, S&P Global, 한화투자증권 리서치센터

OECD 경기선행지수, 하반기 중 저점 통과 후 완만하게 반등할 전망



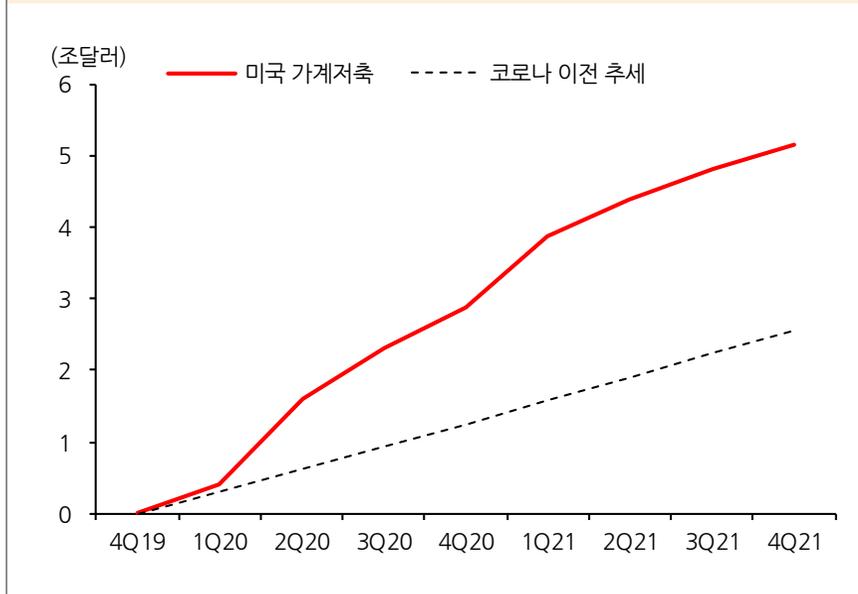
자료: OECD, 한화투자증권 리서치센터



[반등요인] ① 선진국의 소비 여력

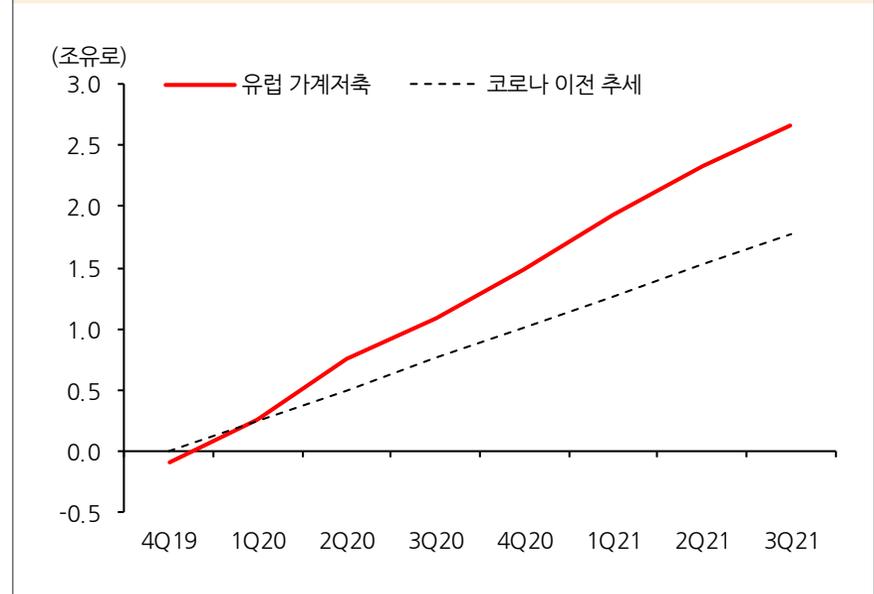
- ❖ 미국과 유럽 가계 저축이 코로나19 이전 추세 대비 증가
- ❖ 미국과 유럽 가계 초과저축은 각각 2.5조 달러, 0.9조 유로
- ❖ 지난 해 연간 소비의 10~15% 규모가 초과저축으로 쌓여 있음

미국 가계 초과저축 2.5조 달러



주: 2019년 4/4분기 이후 누적
자료: IMF Fiscal Monitor(2022.4), 한화투자증권 리서치센터

유럽 가계 초과저축 0.9조 유로



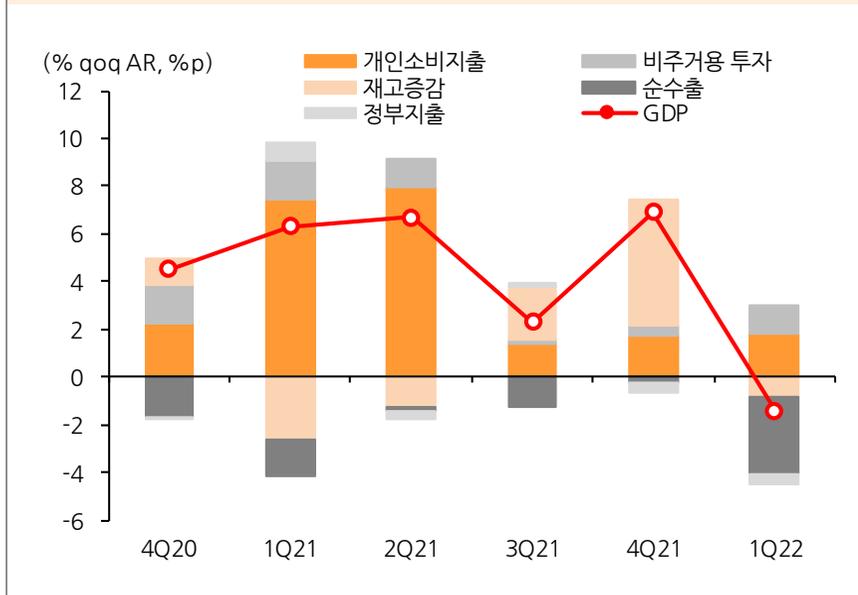
주: 2019년 4/4분기 이후 누적
자료: IMF Fiscal Monitor(2022.4), 한화투자증권 리서치센터



초과저축이 선진국 소비 회복을 뒷받침

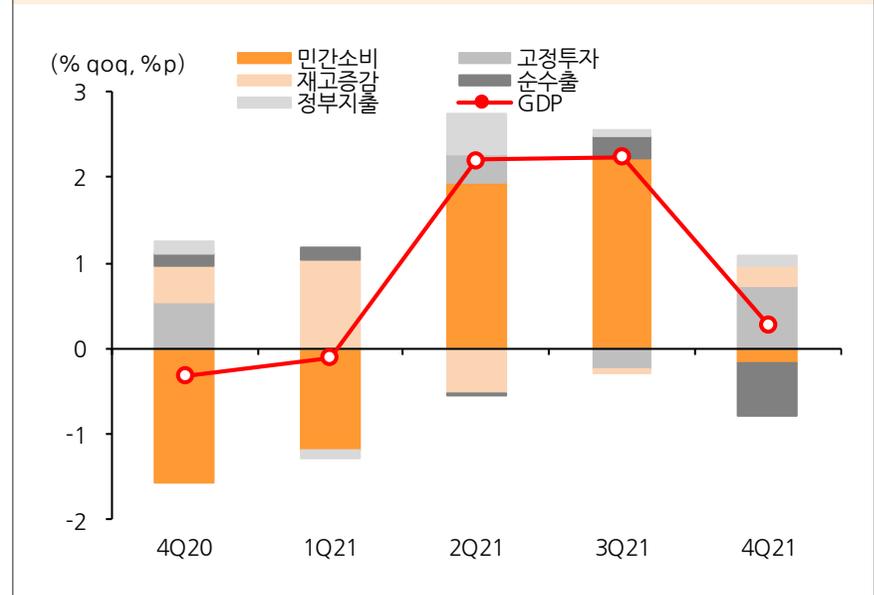
- ❖ 하반기에는 초과저축 일부가 소비에 활용될 전망
- ❖ 미국은 저소득 계층의 저축률 큰 폭 상승. 한계소비성향이 높은 저소득 계층의 저축 증가로 소비 개선효과 커질 것
- ❖ 유로존 또한 초과저축을 토대로 한 서비스업 회복 기대

미국 지출항목별 성장기여도: 소비가 주도하는 성장 지속 전망



자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

유로존 지출항목별 성장기여도: 소비의 경기 하방 리스크 완화를 기대



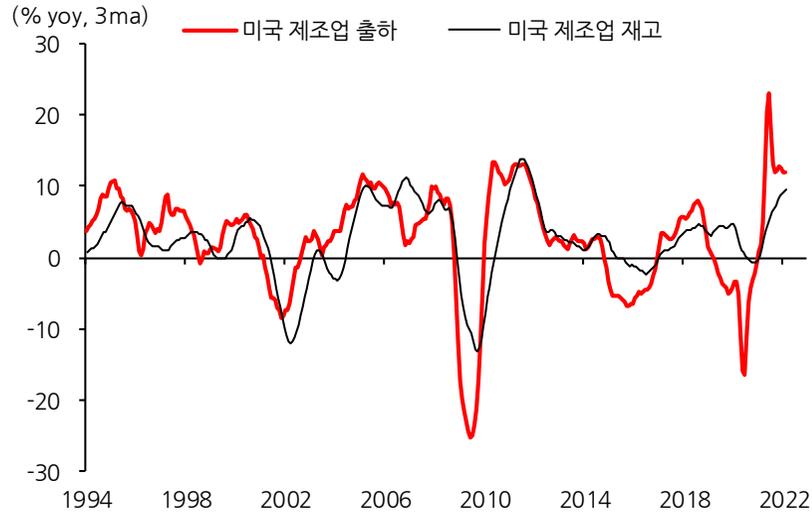
자료: Eurostat, European Central Bank, 한화투자증권 리서치센터



[반등요인] ② 공급 과잉이 아니다

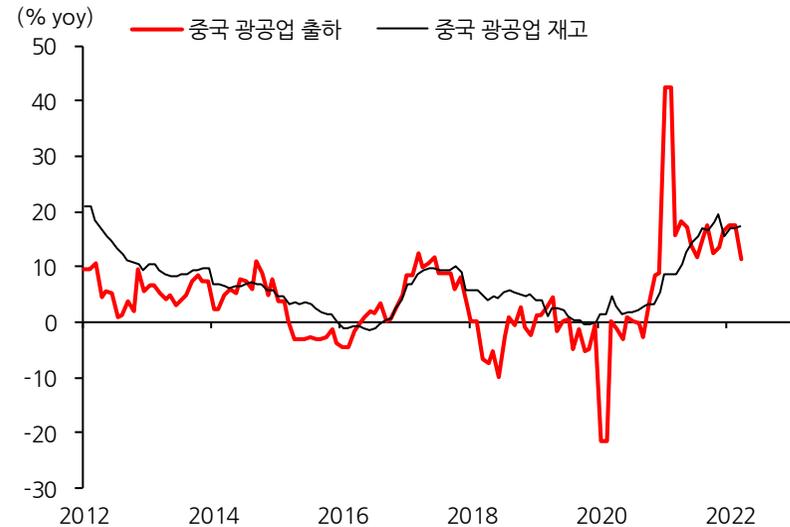
- ❖ 미국과 중국이 공급 과잉을 우려할 시기는 아님
- ❖ 미국, 출하 증가율이 재고 증가율을 상회. 출하 증가율이 하락 중이지만, 수요 회복을 감안하면 당장 투자와 생산을 줄일 가능성 낮음
- ❖ 중국, 3월 수출용 출하 증가율이 재고 증가율보다 낮아졌지만, 봉쇄 완화 이후 재차 반등할 전망

미국, 제조업 출하 증가율이 재고 증가율을 상회



자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

중국, 광공업 출하 증가 흐름 지속



주: 광공업 출하는 수출용 기준
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터



재고는 코로나19를 겪으면서 감소했을 것

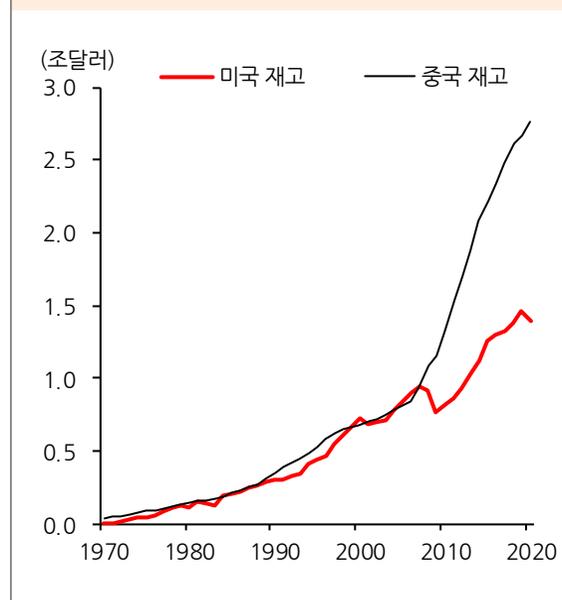
- ❖ 2020년 글로벌 GDP 대비 주요국 재고 증가는 코로나19에 따른 경기 위축 영향
- ❖ 2021년에는 경기가 재차 반등하면서 재고 비중 줄었을 것(지난 해 World Bank 데이터 아직 미발표)
- ❖ 중국의 재고는 2008년 이후 가파르게 증가하면서 미국 수준을 넘어섰으나, 2015년부터 재고 증가율이 한 자리 수로 하락

코로나19 여파로 GDP 대비 재고 비중 상승



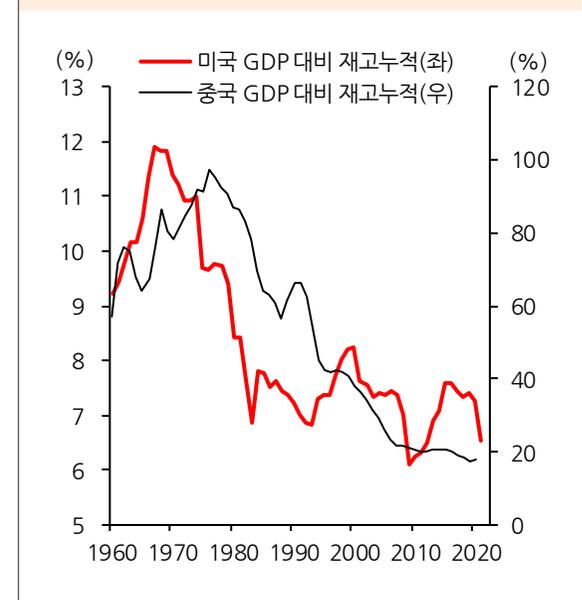
주: 중국, 미국, 독일, 한국의 재고 누적
 자료: World Bank, 한화투자증권 리서치센터

금융위기 이후 중국 재고가 미국 재고를 상회



자료: World Bank, 한화투자증권 리서치센터

미국과 중국의 GDP 대비 재고 비중은 줄어드는 추세



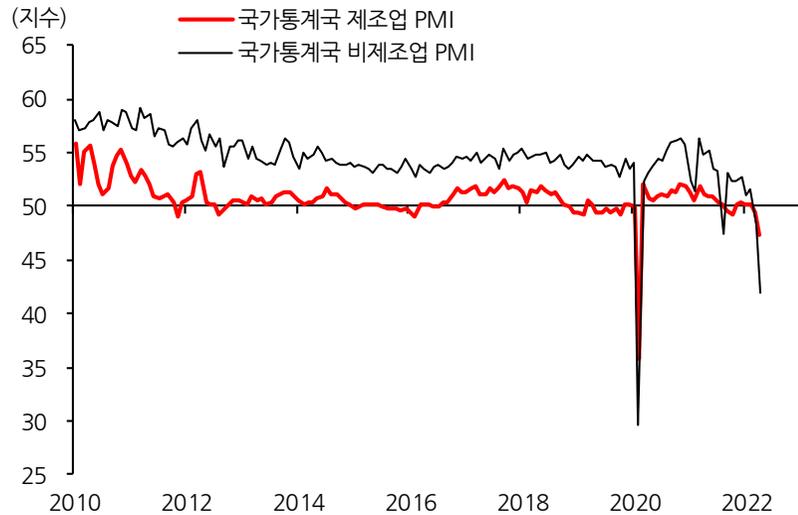
자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터



[반등요인] ③ 중국의 반등

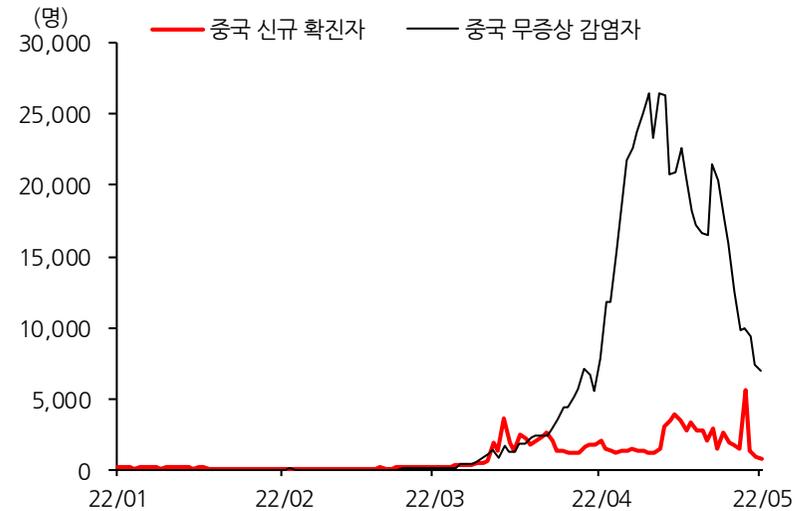
- ❖ 하반기 중국 경기는 봉쇄 강도 약화 및 정책 효과로 반등할 전망
- ❖ 4월 PMI는 lockdown 영향으로 부진. 상반기 중 코로나19 확산이 정점을 통과하면 재차 반등 가능
- ❖ 소비보다는 생산(대외수요)과 투자(정책효과)가 경기 회복을 주도할 것

Lockdown 여파로 경제활동 위축



자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

코로나19 확산세 정점을 통과한 듯



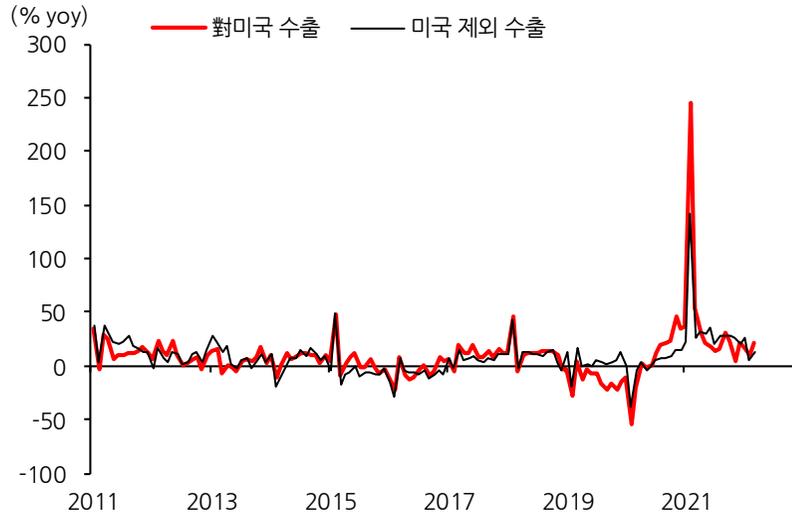
자료: National Health Commission, 한화투자증권 리서치센터



대외수요와 정책이 중국 경기 회복을 주도

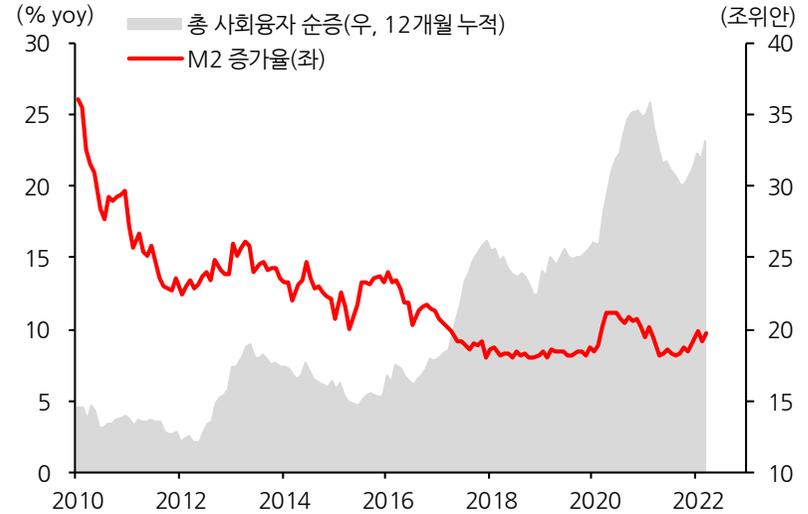
- ❖ 1/4분기 중국 수출은 전년동기대비 15.8% 증가. 주요국 수출 전반적으로 양호
- ❖ 가공무역보다는 첨단 제조업이 수출 회복을 주도. 하반기에도 안정적인 회복세 이어질 전망
- ❖ 정책당국은 지급준비를 인하, 지방정부 특별채 조기발행 등을 통해 경기 하방 리스크를 완화

중국 수출 회복세는 양호한 대외수요를 반영



자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

당국은 지급준비를 인하 등을 통해 우호적인 유동성 환경 조성



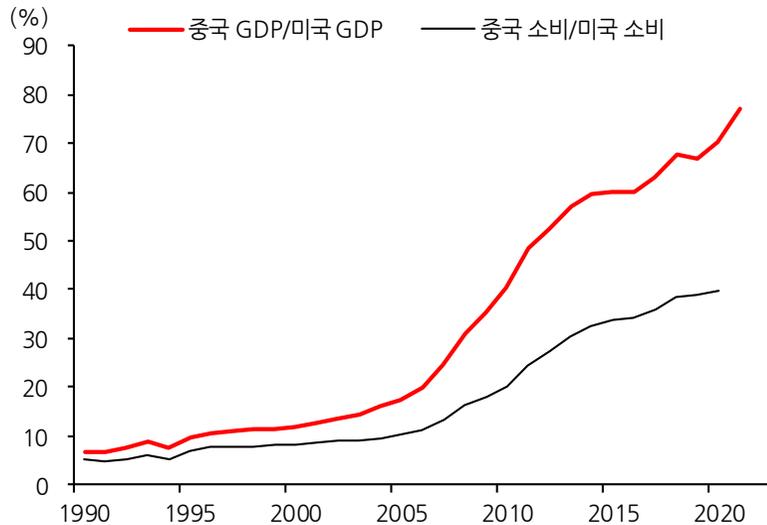
자료: The People's Bank of China, 한화투자증권 리서치센터



미국과의 격차를 줄이고 싶은 중국

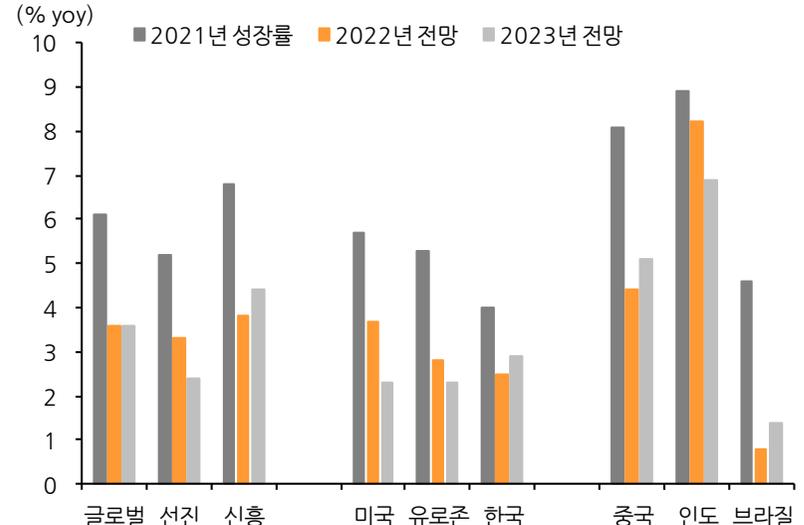
- ❖ 코로나19를 겪으면서 미국과 중국의 경기 격차는 빠르게 축소
- ❖ 중국의 명목 GDP는 미국 GDP의 77.1%(2019년 66.8% → 2020년 70.3% → 2021년 77.1%)
- ❖ 올해 성장률보다 내년 성장률이 높을 것으로 예상되는 중국 vs. 2021년 이후 성장률 하락이 이어질 미국
- ❖ 미국이 통화정책 정상화에 나서는 동안, 중국은 내수 강화, 첨단산업 육성 등을 통해 성장 격차를 줄이고자 할 것

좁혀지고 있는 중국과 미국의 경기 격차



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

중국, 올해보다 내년 성장률이 높을 것으로 예상



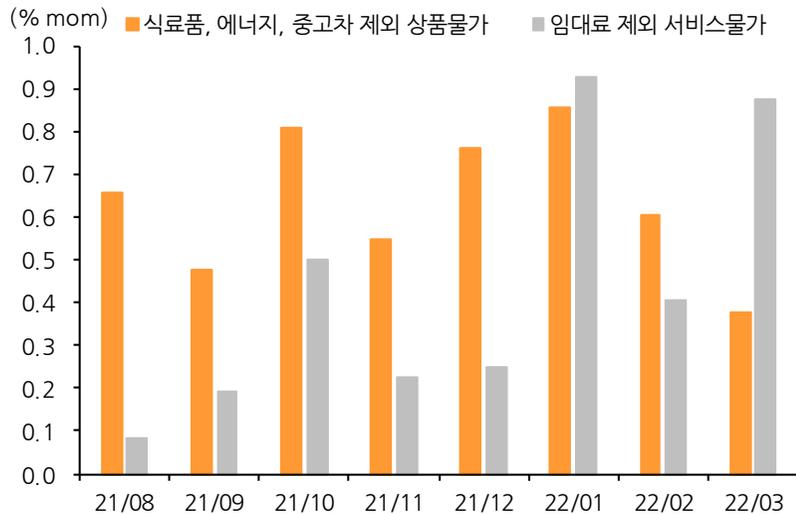
자료: IMF World Economic Outlook(2022.4), 한화투자증권 리서치센터



[Risk] 물가 상승세 둔화가 쉽지 않다 ① 서비스 물가

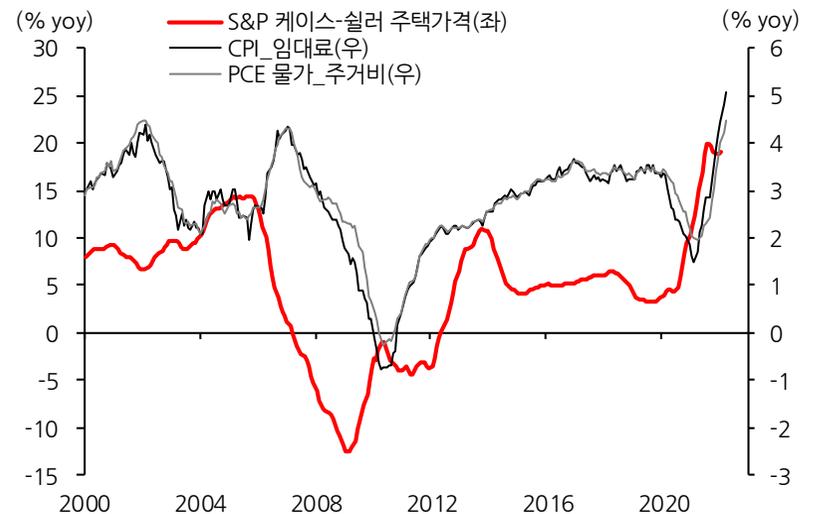
- ❖ 미국 물가는 1/4분기 peak out 가능성 높지만, 이것이 인플레이션 불확실성 완화를 의미하진 않음
- ❖ 임대료 제외한 서비스 물가 상승세 강화: 리오프닝 효과와 양호한 구매력을 반영
- ❖ 주거 물가 상승세 유지: 주거 관련 물가는 주택가격에 약 9개월 후행. 주택가격 상승세는 지난 해부터 강화
- ❖ 물가는 여전히 upside risk가 우세

서비스 물가 상승압력 강화



자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

주택가격 상승 감안하면, 적어도 올해까지는 주거 관련 물가 상승세 이어질 것



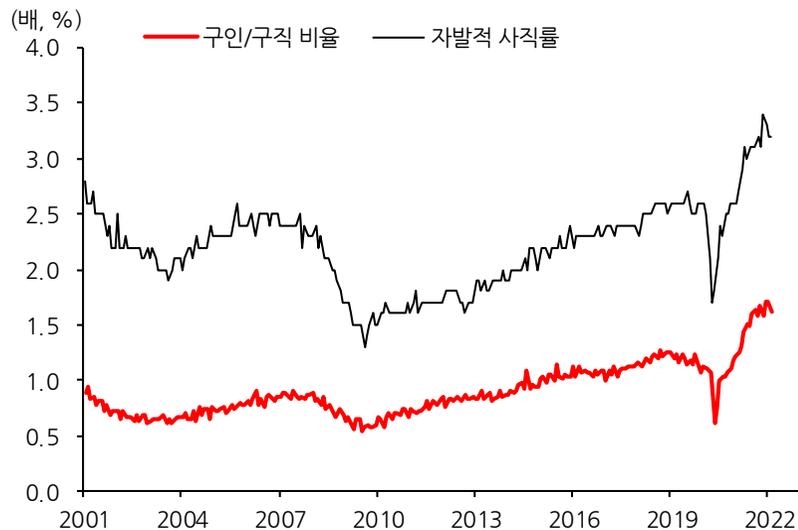
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, BEA, Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



[Risk] 물가 상승세 둔화가 쉽지 않다 ② 타이트한 노동시장

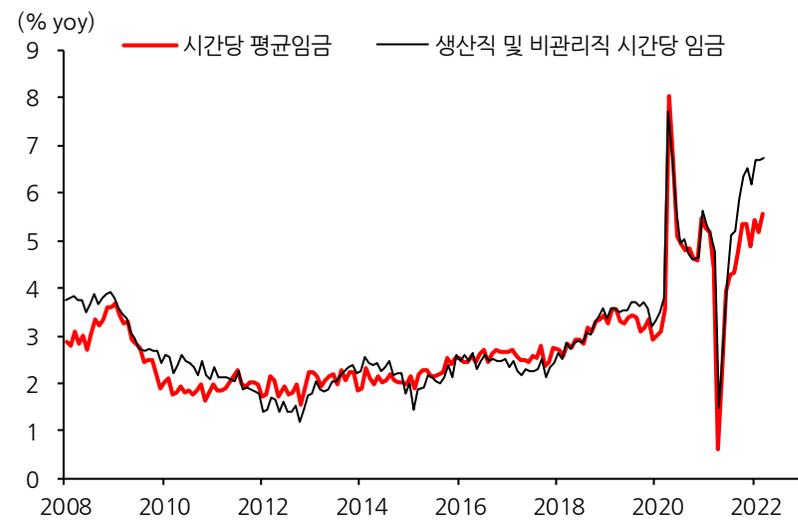
- ❖ 타이트한 노동시장은 임금 상승압력을 높임
- ❖ 인력 채용이 어렵고, 자발적 사직은 증가: 기업들은 필요한 인력을 채용하기 위해 더 높은 임금을 제시해야 함
- ❖ 고용비용이 늘면, 제품가격 인상 등을 통해 부담을 소비자에게 전가
- ❖ 저임금 업종 중심으로 임금 상승세가 강해지고 있다는 점은 수요 측면 물가 상승압력을 높이는 요인

높은 구인/구직 비율과 자발적 사직률: 노동시장 초과수요



자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

타이트한 노동시장은 임금 상승압력이 높아질 수 있음을 시사



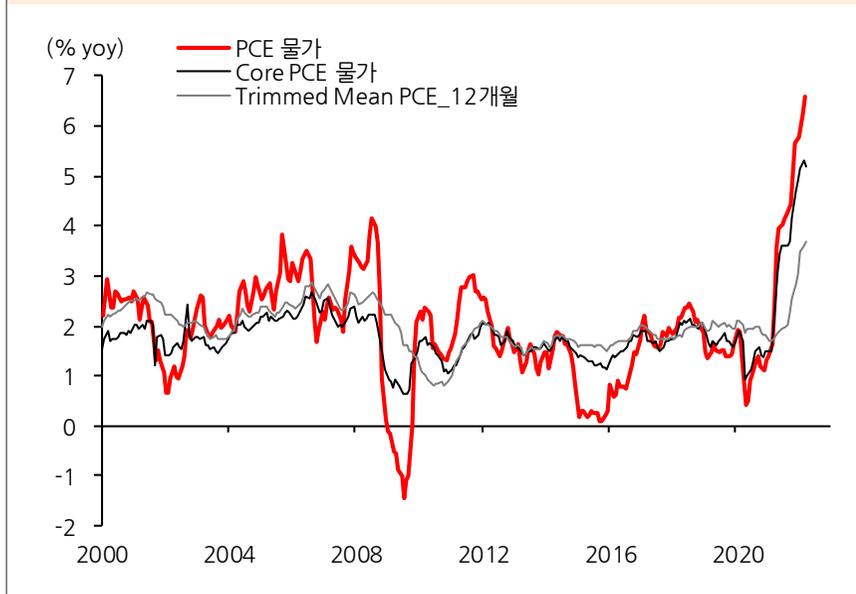
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터



[Risk] 물가와 통화정책 불확실성 상존

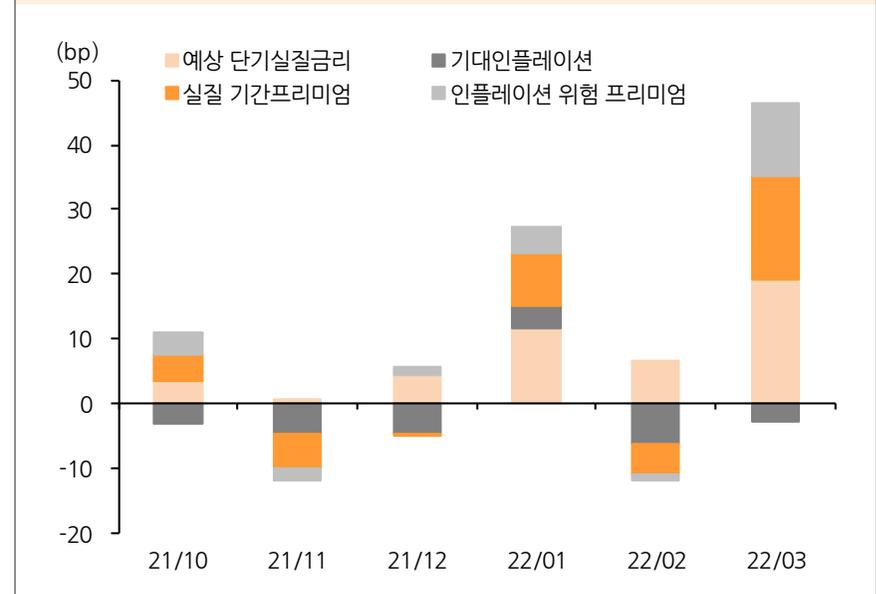
- ❖ 연준이 인플레이션에 보다 더 적극적으로 대응한다면, 금융시장 변동성이 커질 수 있음
- ❖ 인플레이션과 기준금리 전망에 대한 불확실성이 높아지면, 국채금리 상승이 가팔라질 가능성

물가 상승세 둔화가 예상보다 더딜 경우



주: Trimmed mean PCE는 추세를 보다 더 정확히 파악하기 위해 일회성 요인과 변동성 큰 품목을 제외하고 산정
 자료: Bureau of Economic Analysis, FRB of Dallas, 한화투자증권 리서치센터

물가 및 금리 전망 불확실성이 커지면서 시장 변동성 확대될 수 있음



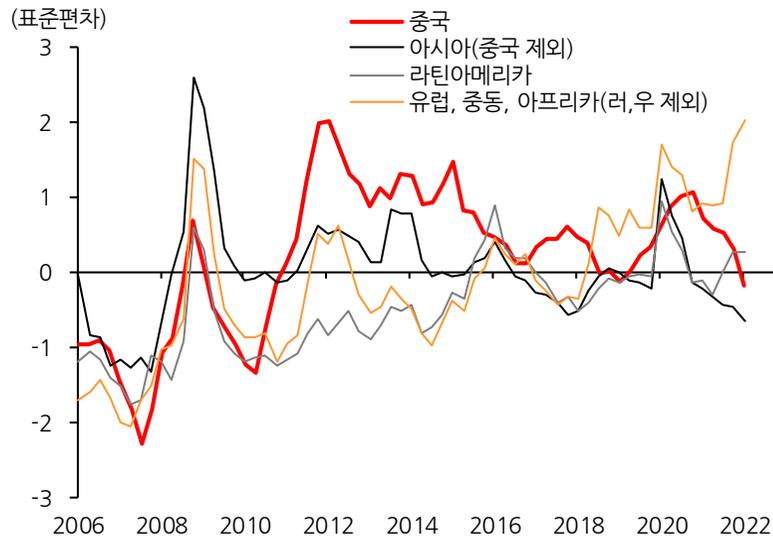
주: 연준 DKW model을 활용한 미 국채 10년물 금리 변동요인 분해
 자료: FRB, 한화투자증권 리서치센터



[Risk] 신흥국 금융여건은 대체로 양호

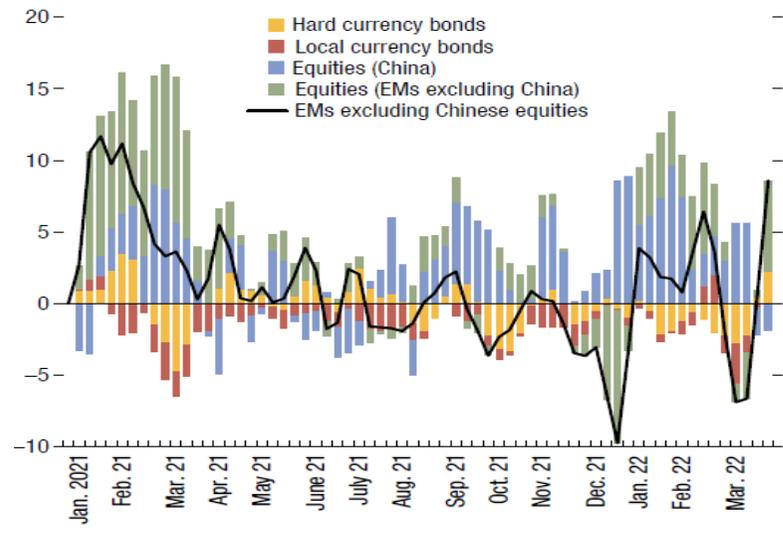
- ❖ 신흥국 금융여건은 대체로 양호하지만, 동유럽 등 러시아-우크라이나 전쟁에 직접 영향을 받은 지역은 금융위기 수준으로 타이트해짐
- ❖ 지난 해와 달리 올해 초에는 신흥국 자산으로 자금 순유입. 다만, 주요국 통화정책 정상화가 진행되면서 자금 유출 부담이 커질 수 있음
- ❖ 글로벌 긴축이 가속화될 경우, 동유럽 등 펀더멘털이 상대적으로 약한 지역에서 문제가 불거질 수 있음

금융여건: 양호한 중국, 타이트한 동유럽과 중동



주: Standard deviations from the mean
 자료: IMF Global Financial Stability Report(2022.4), 한화투자증권 리서치센터

올해 들어 신흥국 자금 유출 강도 약화



주: 단위는 십억달러, two-week moving sum
 자료: IMF Global Financial Stability Report(2022.4)



[Recession?] 아직은 아니다 ① 기업이익과 경기선행지수

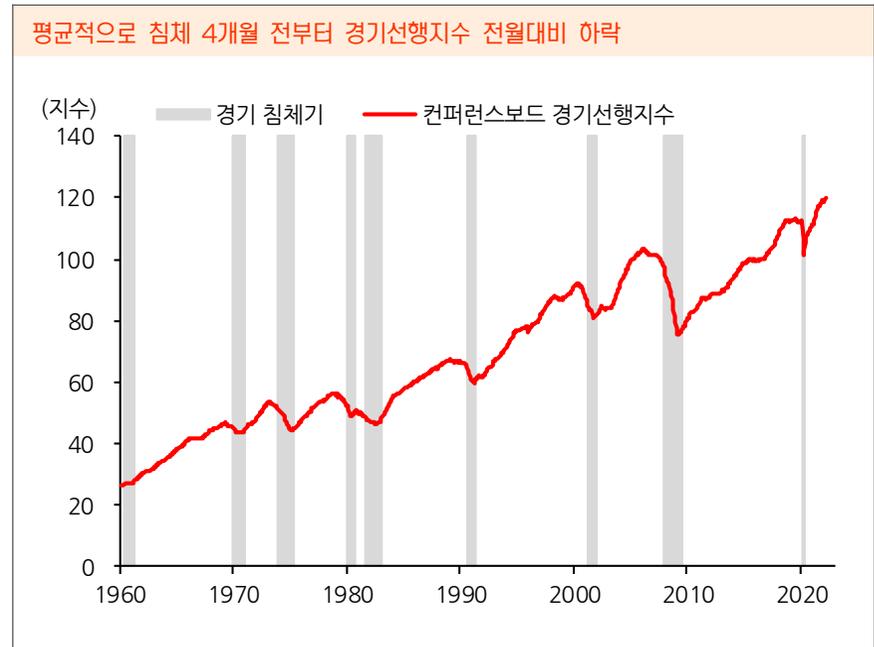
- ❖ 아직 경기 확장 종료를 우려할 시기는 아니라는 판단
- ❖ 1950년 이후 총 11차례 침체 중 9차례는 침체 1~2분기 전에 감익 vs. 현재는 기업이익 증가 중
- ❖ 컨퍼런스보드 경기선행지수는 침체 4개월 전부터 전월대비 하락 vs. 2021년 이후 전월대비 하락은 두 차례 분(21.2월, 22.1월)

약 80% 확률로 경기침체 1~2분기 이전 감익



자료: Bureau of Economic Analysis, FRB of New York, 한화투자증권 리서치센터

평균적으로 침체 4개월 전부터 경기선행지수 전월대비 하락



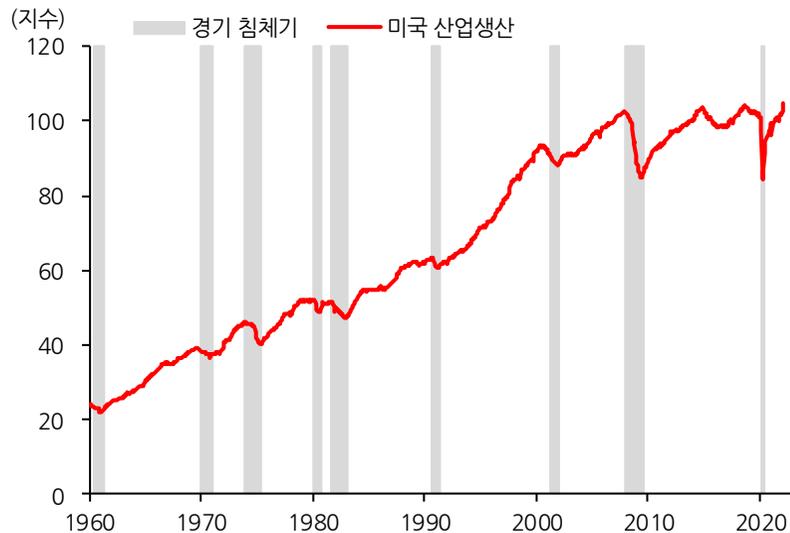
자료: The Conference Board, FRB of New York, 한화투자증권 리서치센터



[Recession?] 아직은 아니다 ② 생산과 하이일드 스프레드

- ❖ 금리 인상 사이클 진입했으나, 하이일드 스프레드는 여전히 안정적
- ❖ 산업생산이 직전 고점을 넘어섰으나, 수요 회복이 동반되고 있어 재고 부담 크지 않을 전망

산업생산은 이전 고점을 넘어섰지만, 수요 회복이 동반되고 있어 재고 부담 적음



자료: Federal Reserve Board, FRB of New York, 한화투자증권 리서치센터

안정적인 하이일드 스프레드는 위험자산 선호가 유지되고 있음을 시사



자료: Bloomberg, FRB of New York, 한화투자증권 리서치센터



[Recession?] 내년 하반기 이후 경기 확장 종료 전망

- ❖ 선진국 수요와 적은 재고 부담을 감안하면, 2023년 하반기 이후 경기 확장이 종료될 가능성
- ❖ 확장 국면 종료 시기를 정확히 가늠하기는 어렵지만, 대체로 연준의 금리 인상 사이클 종료와 맞물리는 경향
- ❖ 침체 시기를 가늠하는 데 있어서는 장기금리와 금 가격이 유용할 수 있음

경기침체와 장기금리: 침체에 직면할 경우 장기금리 하락세 강화



자료: Bloomberg, FRB of New York, 한화투자증권 리서치센터

경기침체와 금 가격: 금은 침체 우려가 커질 때 가격 상승



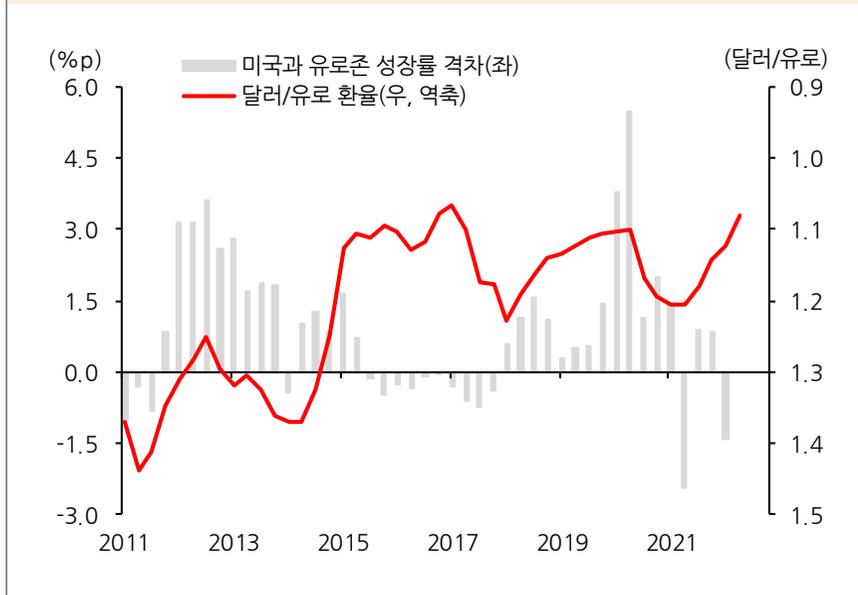
자료: Refinitiv, FRB of New York, 한화투자증권 리서치센터



[환율] 强 달러 유지. 강세 압력은 다소 완화 전망

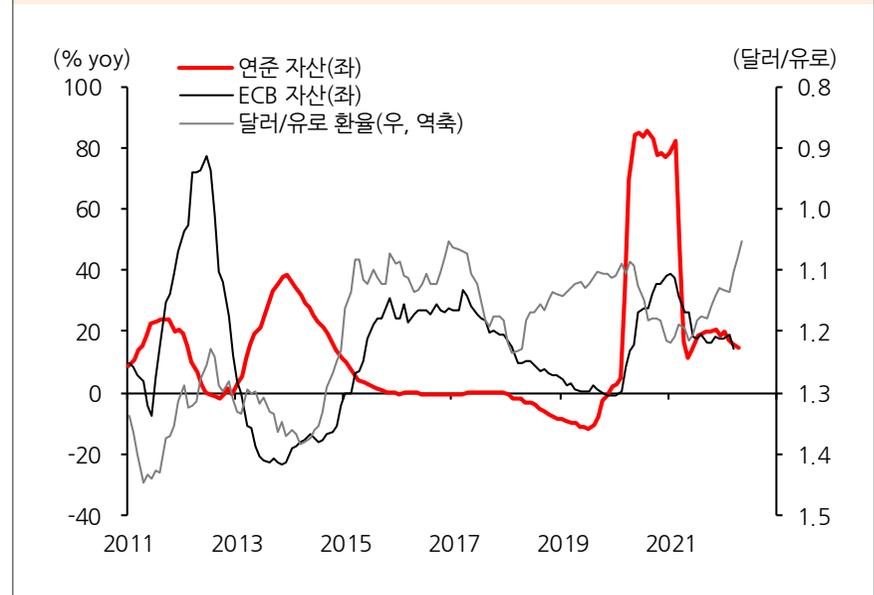
- ❖ 하반기에도 달러화 강세 기조는 유지
- ❖ 상대적으로 양호한 미국 경기, 연준 통화정책 정상화 등이 달러화 강세 전망을 뒷받침
- ❖ 다만, 달러화 강세 압력 자체는 다소 약화될 가능성. 미국과 유로존 간 경기격차 축소와 ECB의 통화정책 정상화 기조 강화 등이 강달러 압력을 완화(=유로화 반등)하는 요인으로 작용할 수 있기 때문

달러화 강세 압력 완화의 조건 1) 유로존 경기 회복세 강화



자료: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

달러화 강세 압력 완화의 조건 2) ECB 통화정책 정상화 착수



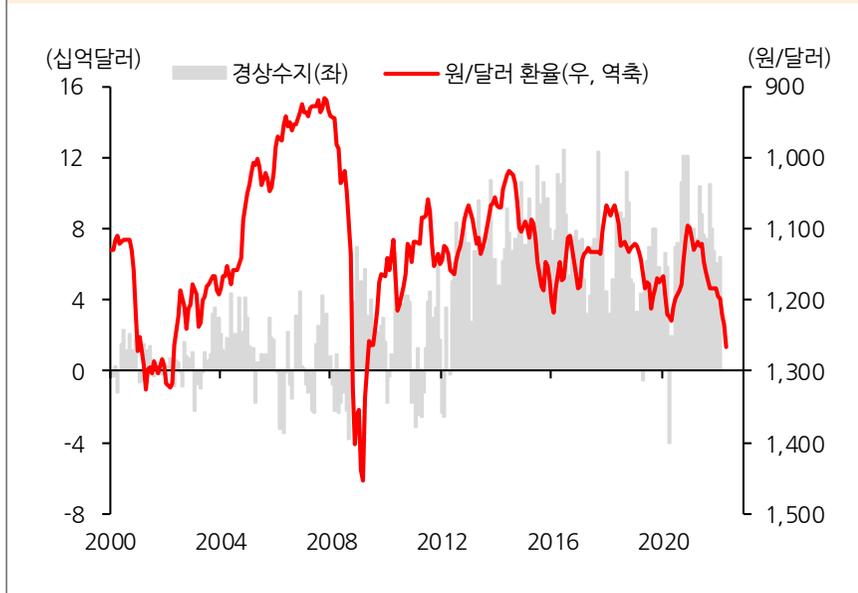
자료: Federal Reserve Board, European Central Bank, 한화투자증권 리서치센터



[환율] 원/달러 환율: 1,200원 내외 등락 전망

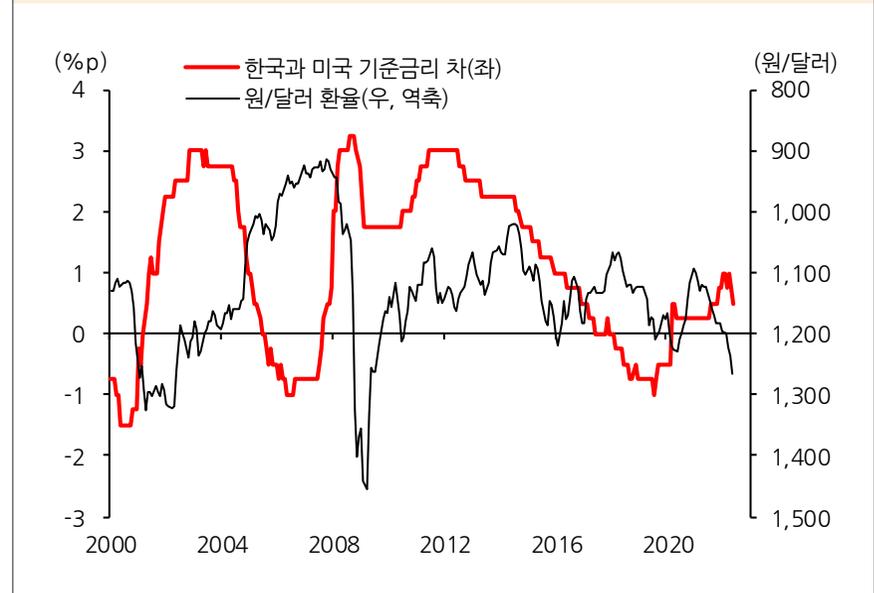
- ❖ 원/달러 환율도 달러화 강세 압력 완화와 더불어 하락 전망
- ❖ 경상수지 흑자 폭 축소와 성장 둔화를 감안하면, 원/달러 환율 하락(=원화 강세) 폭이 크지는 않을 것
- ❖ 하반기 원/달러 환율 range: 1,170~1,230원. 연말 1,190원 수준 예상

경상수지 흑자 폭 축소는 원화 약세 압력으로 작용할 수 있음



자료: 한국은행, Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

최근에는 한국과 미국의 금리 차이가 원/달러 환율에 미치는 영향 제한



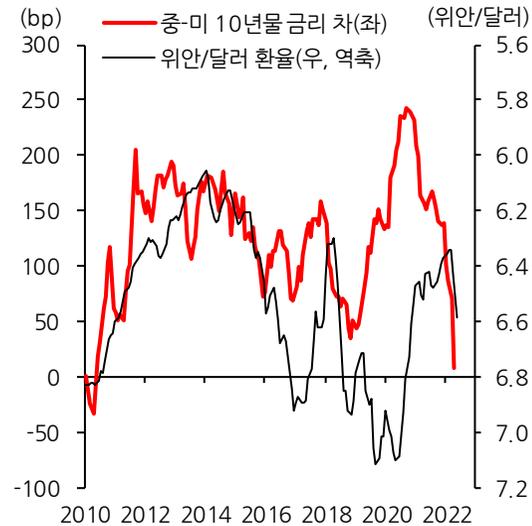
자료: 한국은행, Federal Reserve Board, Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



[환율] 위안화: 추가 약세 가능성 낮음

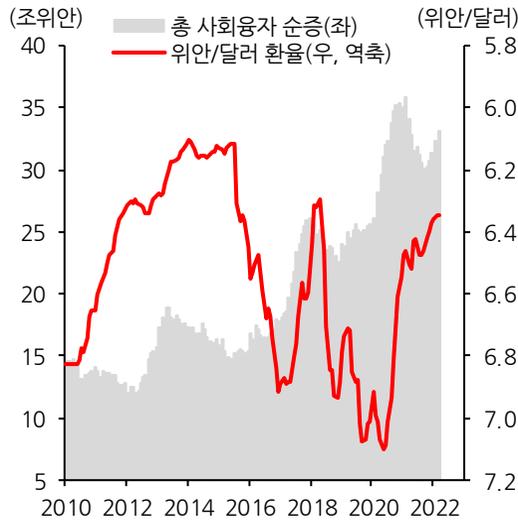
- ❖ 위안화는 완만한 강세 흐름을 보일 전망. 추가 약세 가능성 낮음. 위안/달러 환율은 6.5위안 내외에서 안정
- ❖ 통화정책은 지급준비율 인하 등 미세조정 중심. 기준금리 역할을 하는 LPR(대출우대금리) 인하 폭은 크지 않을 것
- ❖ 과거 통화완화 및 재정지출 확대는 위안화 강세로 이어졌음. 성장에 대한 기대를 반영했기 때문
- ❖ 수출구조 변화(=가격 경쟁 중요한 가공수출 비중 축소)로 인위적으로 위안화 약세를 유도할 필요성 감소

금리 차가 위안화 가치 변화의 핵심이라 보기 어려움



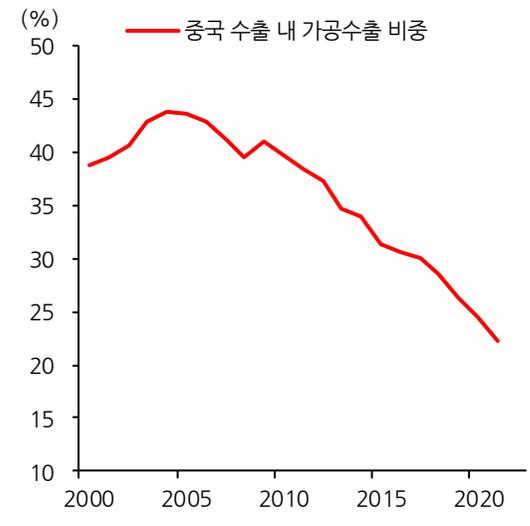
자료: CEIC, Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

정책은 성장 기대를 반영해 위안화 강세로 이어짐



주: 총 사회용자 순증은 12개월 누적
자료: The People's Bank of China, SAFE, 한화투자증권 리서치센터

수출구조 변화로 위안화 약세 유도 필요성 크지 않음

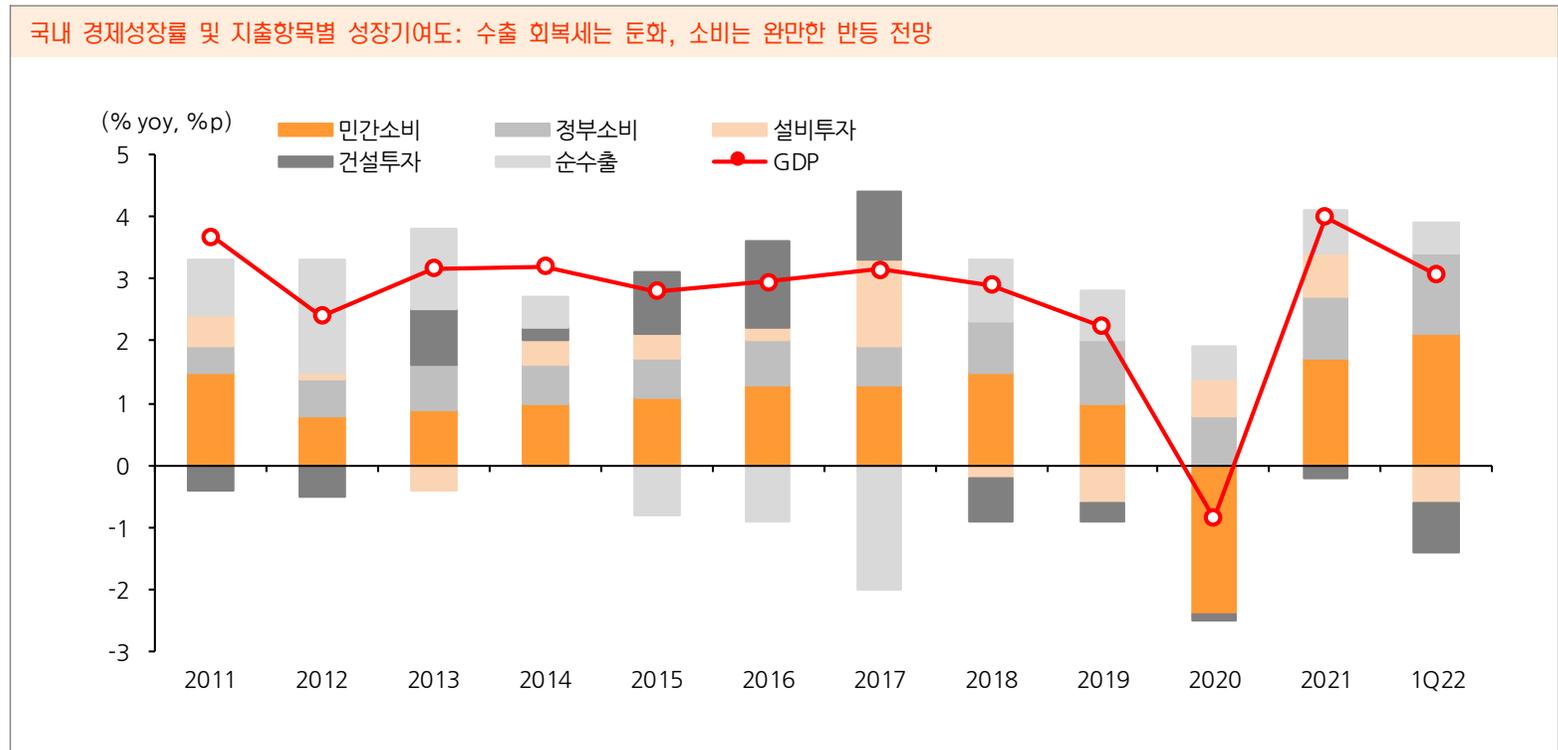


자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 수출은 Peak out, 소비는 완만한 반등

- ❖ 하반기 수출은 회복세 둔화, 소비는 완만한 반등 전망
- ❖ 수출 회복세 둔화 영향이 소비 반등 효과를 상회할 가능성 높아 연간 3%대 성장 어려움



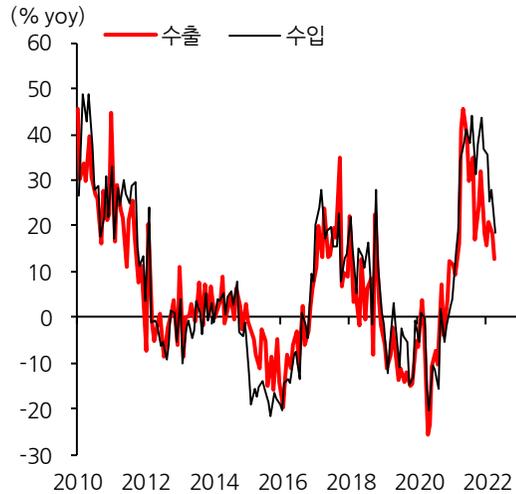
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 수출: 회복세 둔화 불가피

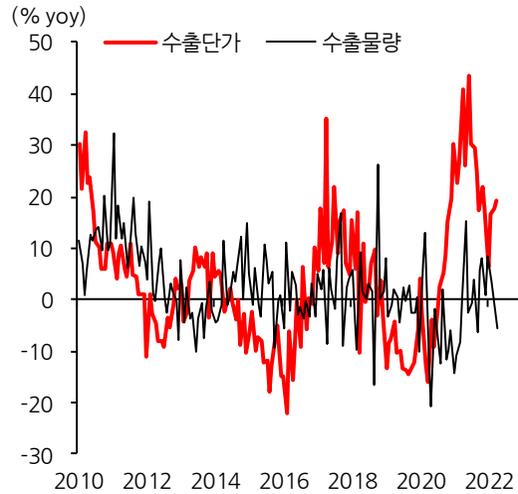
- ❖ 수출 증가율 peak out. 중국 lockdown과 수입물가 상승 등 하방 리스크 가중
- ❖ 단가 상승이 수출 회복을 주도: 물량까지 꾸준히 늘고 있는 품목 유리
- ❖ 수입물가 급등(=비용 증가): 비용 부담이 상대적으로 적은 업종 유리
- ❖ 반도체, 자동차, 화학: P, Q, C 측면에서 이익이 양호할 것으로 예상

수출 증가율 peak out



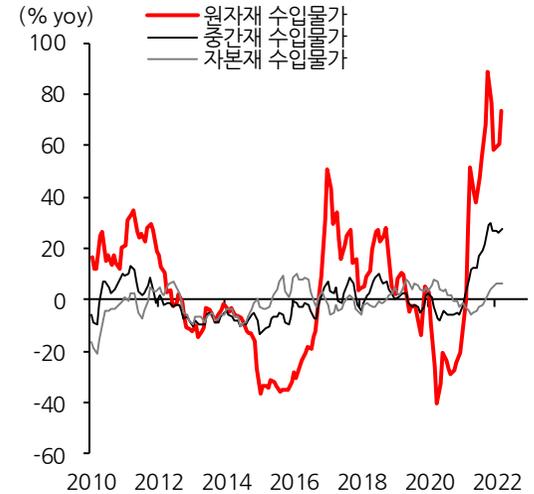
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

더딘 수출물량 회복



자료: 관세청, 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

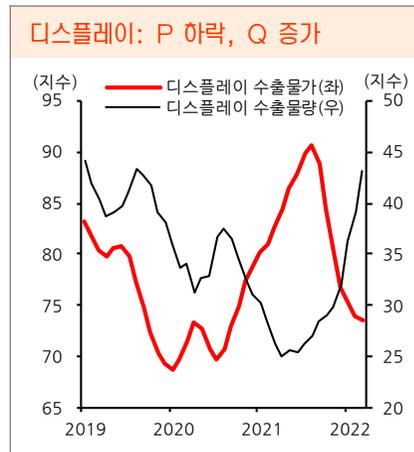
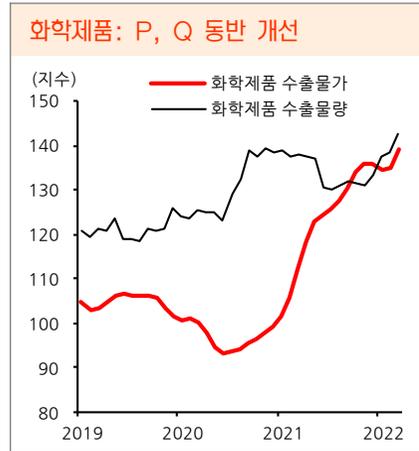
높아지고 있는 기업들의 비용 부담



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



수출단가와 물량: 반도체, 화학, 자동차 양호



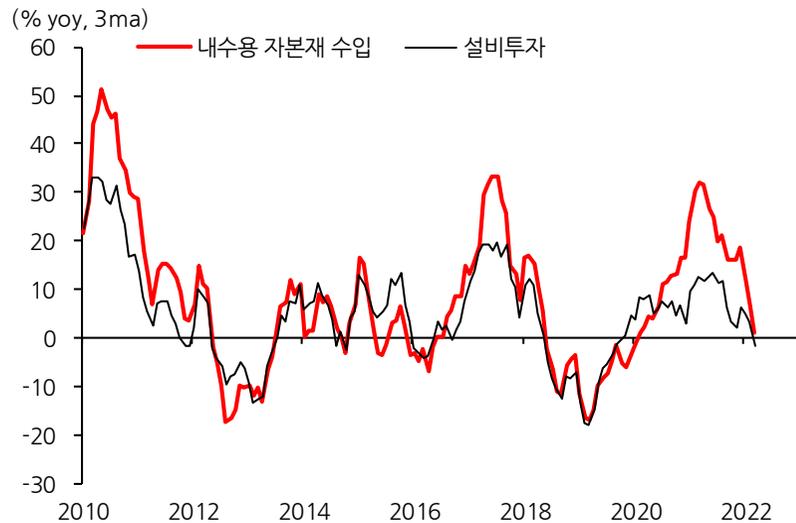
주: 3개월 이동평균 기준
 자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 투자: 탄력적인 회복 어려움

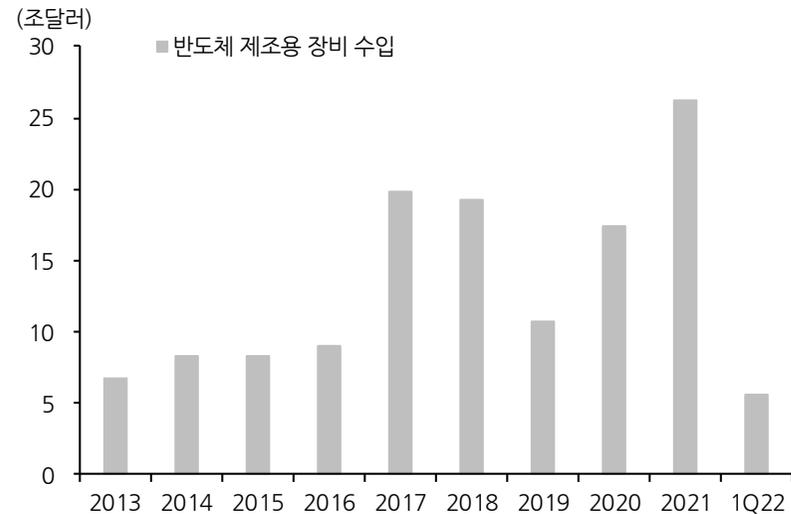
- ❖ 자본재 수입 추이와 수출 증가세 둔화를 감안하면, 설비투자가 탄력적으로 늘어나기는 어려움
- ❖ 반도체 관련 투자도 지난 해보다는 줄어들 것으로 예상

투자가 탄력적으로 늘어나기는 어려워 보임



자료: 관세청, 통계청, 한화투자증권 리서치센터

반도체 장비 투자도 지난 해보다는 줄어들 듯



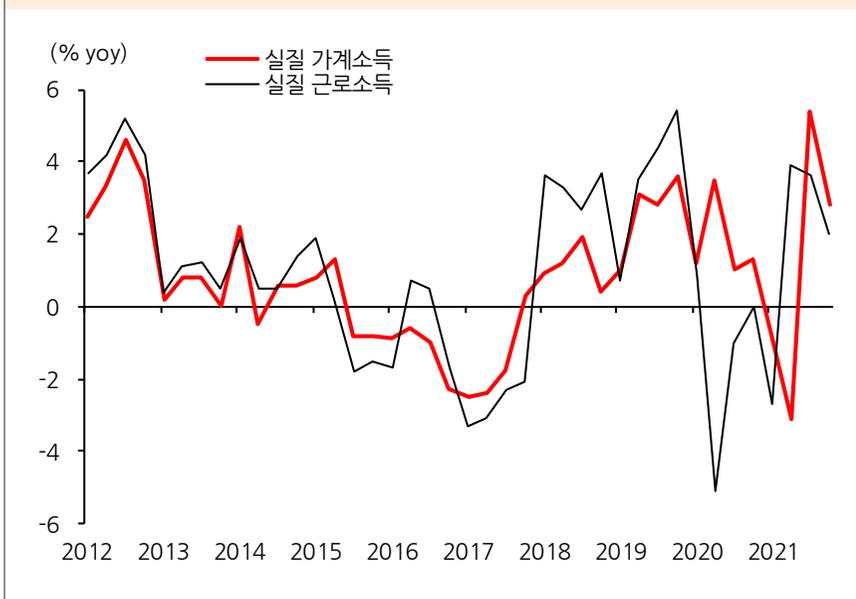
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 소비: 기대와 우려가 공존

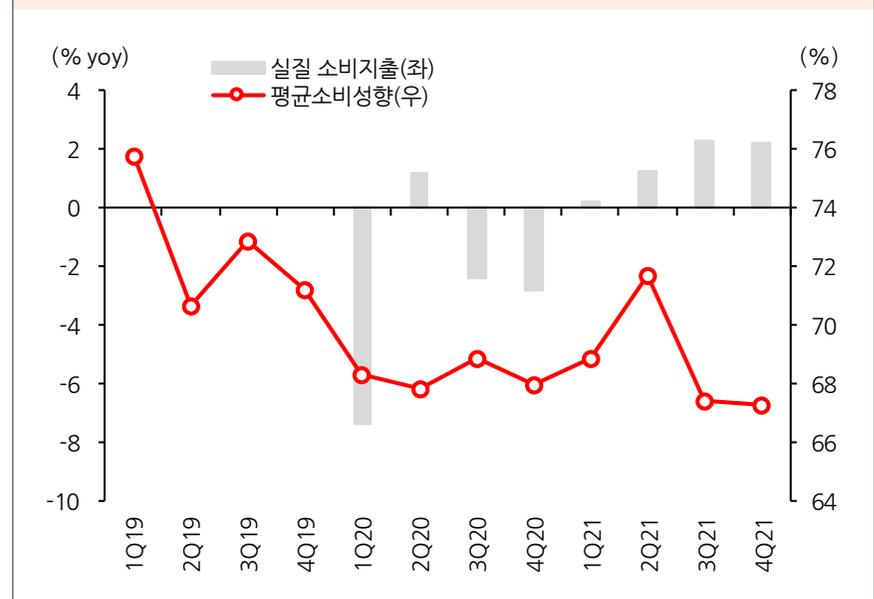
- ❖ 지난 해 가계 실질 소비지출은 증가했지만, 평균소비성향(=가처분소득에서 소비지출이 차지하는 비중)은 하락
- ❖ 재난지원금과 같은 이전소득 감소 및 근로소득 증가세 둔화도 구매력 개선을 제한하는 요인
- ❖ 사회적 거리두기 해제에 대한 수혜가 집중될 수 있는 업종에 주목할 필요

소득 증가세 둔화는 구매력 회복을 제한하는 요인



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

가계 소비지출 지난 해보다 늘었으나, 평균소비성향 하락



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터



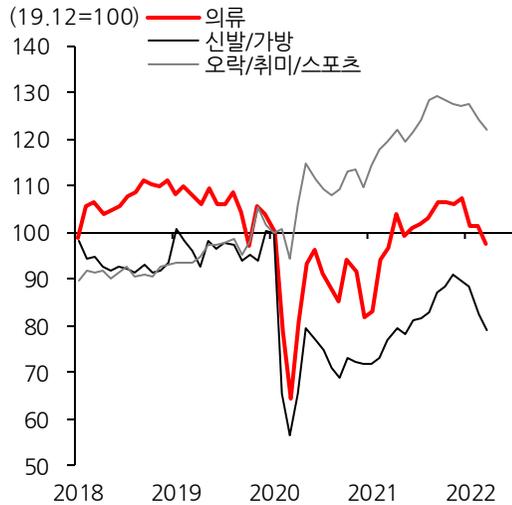
[한국] 소비 회복 패턴의 변화 ① 내구재보다는 준내구재

❖ 내구재보다 준내구재 소비 회복세가 강해질 가능성

- 1) 물가 상승압력이 높아지는 시기에는 필수소비재와 비내구재 소비 회복이 두드러지는 경향
- 2) 사회적 거리두기 완화와 내구재 수요 해소

❖ 코로나19 이후 상대적으로 회복이 더뎠던 의류, 신발, 가방 등의 소비 증가 폭 확대 전망

내구재 소비보다 회복이 더딘 준내구재 소비



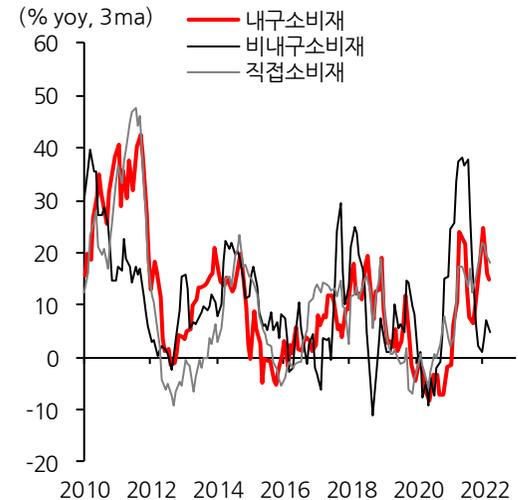
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

물가 상승기에는 준내구재 소비 증가가 두드러짐



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

비내구소비재 수입 증가율 상승 전망



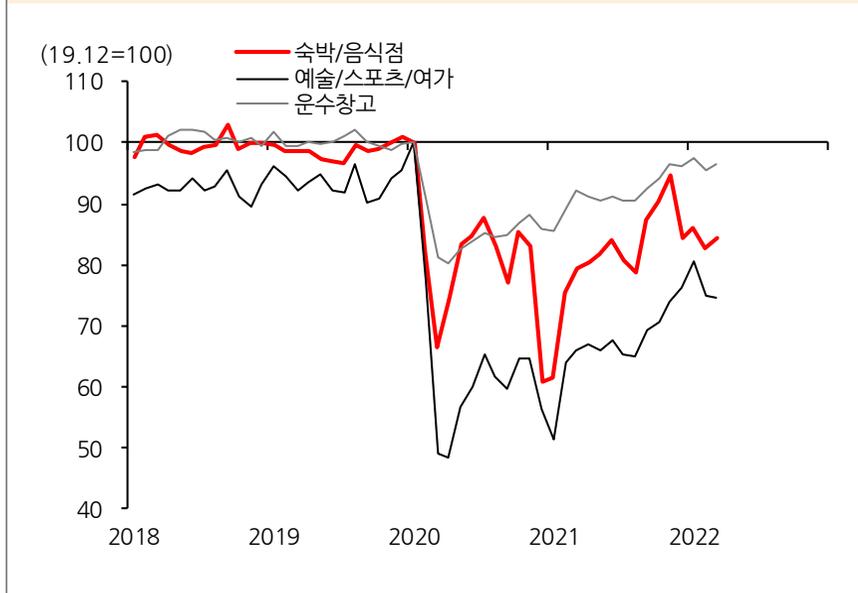
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 소비 회복 패턴의 변화 ② 여가활동 관련 수요 개선

- ❖ 서비스업: 1) 방역 강화로 수요 충족이 어려웠을수록, 2) 수요 감소 폭이 컸을수록 회복세가 두드러질 것
- ❖ 외부요인 때문에 수요 충족이 어려웠다는 것은 제약 완화와 더불어 수요가 늘어날 수 있다는 의미이고, 수요가 급감했다는 것은 상대적으로 반등여력이 크다는 의미이기 때문
- ❖ 해당 조건에 부합하는 것은 오락/문화, 여행과 같은 여가활동 관련 부문

서비스업 생산 추이: 여가활동 관련 부문이 가장 부진



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

방역 강화로 급감했던 해외여행



자료: 한국관광공사, 한화투자증권 리서치센터



오토포커싱

2022
하반기전망

김성수 | sungsoo.kim@hanwha.com | 3772-7616

II

채권

늦어진 하산 준비



2022년 하반기 채권 전략

한국 주요 채권 금리 추이

구분	하반기 전망	투자 적합도
펀더멘털	<ul style="list-style-type: none"> 대내외 펀더멘털 모두 준수한 흐름 이어 가겠으나 회복 강도는 연말 갈수록 약화 수출 주도 경기 회복세 지속 전망. 방역 조치 완화 관련 소비 증대는 일시적 효과 물가는 공급뿐만 아니라 수요 측면 압력도 강화. 둔화 시기는 또 다시 늦춰질 것 	-1
통화정책	<ul style="list-style-type: none"> 5, 7, 11월 기준금리 인상 전망. 연말 기준금리 2.25% 경제보다 물가에 집중하겠다는 것이 한국은행의 스탠스 인플레이션 고착화 우려까지 나오는 만큼 올릴 수 있을 때 최대한 올려놓을 것 	-1
수급	<ul style="list-style-type: none"> 추경 규모 줄어들면서 자연스럽게 적자국채 발행 규모도 축소될 전망 외국인은 저가매수 성격 자금 유입될 수 있지만 은행은 추가 매수 여력 제한 투신, 기금 등 주요 투자자들은 금리 고점 확인 전까지 신중한 모습 유지 예상 	0
대외환경	<ul style="list-style-type: none"> 미국 연준은 5, 6월 50bp 인상 포함, 연말 2.50%까지 기준금리 인상 전망 미국 고용, 물가는 강한 긴축 감내 가능 그럼에도 이른바 Big Step은 2번이 적절. QT도 또 다른 긴축 효과를 낼 수 있음에 주목 	-2
Valuation	<ul style="list-style-type: none"> 상이한 정책 사이클로 국가별 국채 금리 고점 도달 시기도 차별화될 것 국고채 금리는 강화된 한국은행 스탠스가 반영되는 3분기가 고점 형성 시기 미국은 4분기까지 꾸준히 상단을 높여갈 예정 	+1
금리 레벨	<ul style="list-style-type: none"> 3분기가 장기 국고채 금리 상단 형성 시점. 이후, 하향 안정화 시도 전망 국고 3년: 3.00~3.25%, 국고 10년: 3.20~3.50% 미국 10년: 2.90~3.15% 	+1

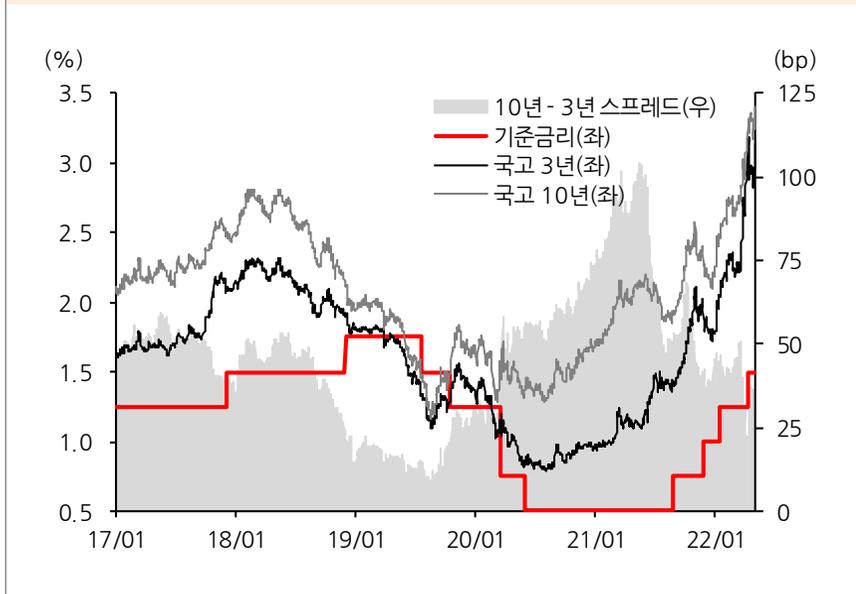
주: 투자 적합도 숫자가 작을수록 투자환경에 비우호적임을 의미
 자료: 한화투자증권 리서치센터



[금리 전망] 상고하자 흐름 유효

- ❖ 국고채 금리는 3분기부터 하향 안정화를 시도할 전망
- ❖ 경기의 추가 개선 가능성이 낮아 연말 갈수록 하방 압력 점증될 것으로 예상. 이는 장기 금리 중심의 상단 제한 요소
- ❖ 물가는 높고, 한국은행의 긴축 강도는 강하겠지만 3분기부터는 정책 경로 관련 불확실성이 감소할 것
- ❖ 수급 환경은 전반적으로 중립적. 추경 규모가 당초 예상 대비 적은 수준에서 결정될 가능성이 높아 재정 관련 리스크도 감소한 상황
- ❖ 하반기 국고채 3, 10년 금리 상단은 각각 3.25%, 3.50%, 하단은 3.00%, 3.20% 전망

주요 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

분기별 주요 금리 전망치

구분(%)	1분기	2분기	3분기	4분기	연간
기준 금리	1.25	1.75	2.00	2.25	2.25
국고 3년	2.22	3.07	3.13	3.10	2.88
국고 10년	2.64	3.35	3.33	3.28	3.15
10-3 스프레드	41.6	30.0	20.0	20.0	27.9

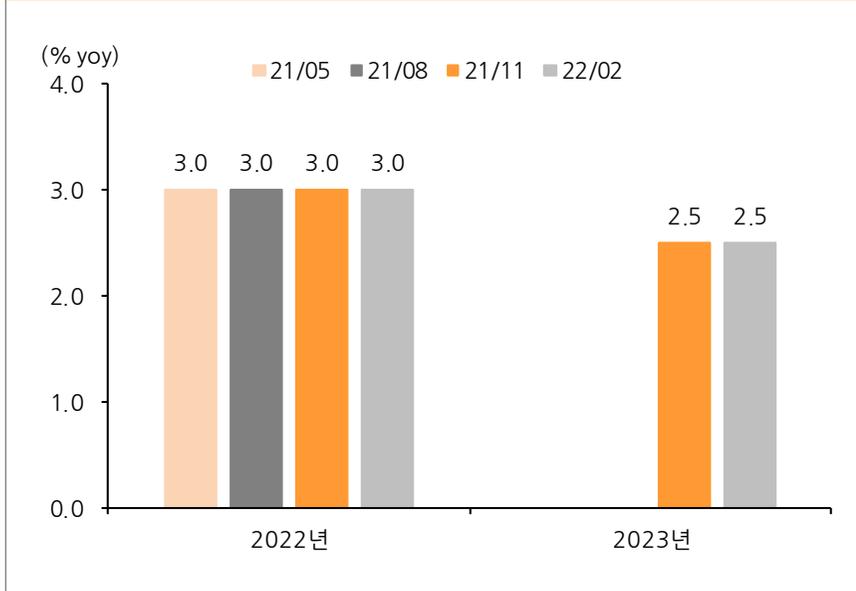
주: 기준금리는 기말 값, 국고 금리는 평균. 10-3년 스프레드 단위는 bp
자료: 한화투자증권 리서치센터



[경제 및 물가] 성장을 하향 조정되어도 무난할 경제

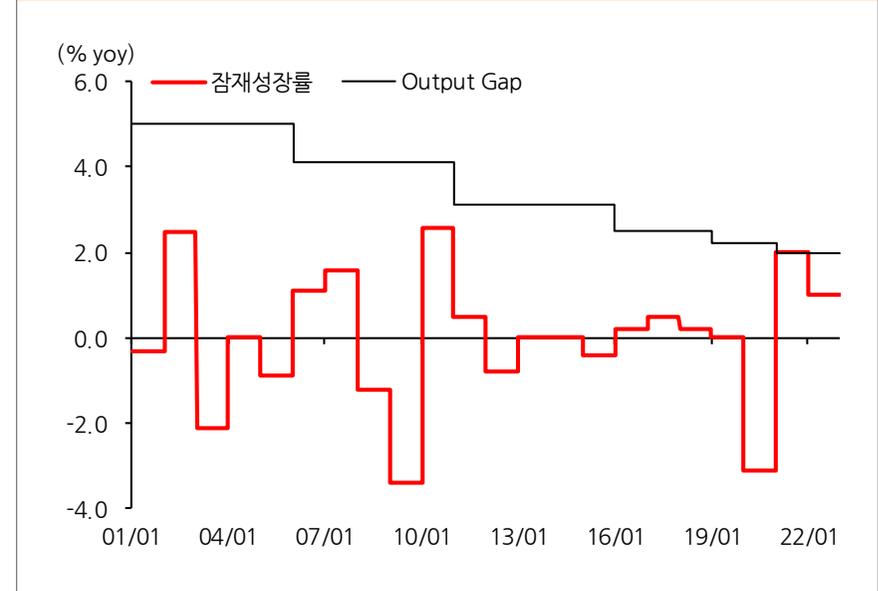
- ❖ 한국은행은 5월 수정경제전망에서 경제 전망치는 하향, 물가 전망치는 상향 조정될 가능성이 높다는 판단
 - 2022년 경제성장률 전망치: 3.0% → 2.7~2.8%, 물가상승률 전망치: 3.1% → 3.5~3.6%
- ❖ 경기 하방 압력은 연말 갈수록 점증 되겠지만 잠재성장률은 상회하는 성장세 이어질 수 있음

경제 성장률 전망치는 하향 조정되어도



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

잠재성장률 상회하는 흐름 이어갈 수 있음



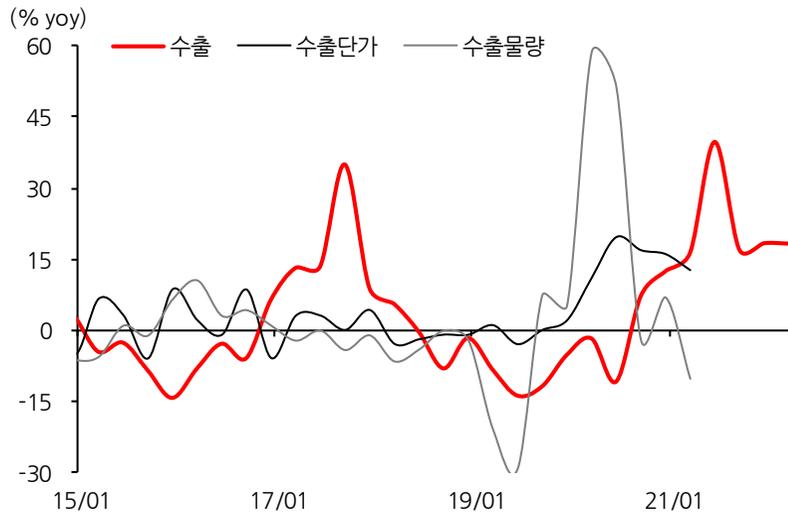
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



[경제 및 물가] 수출 증가세 지속, 소비 진작 효과는 반감

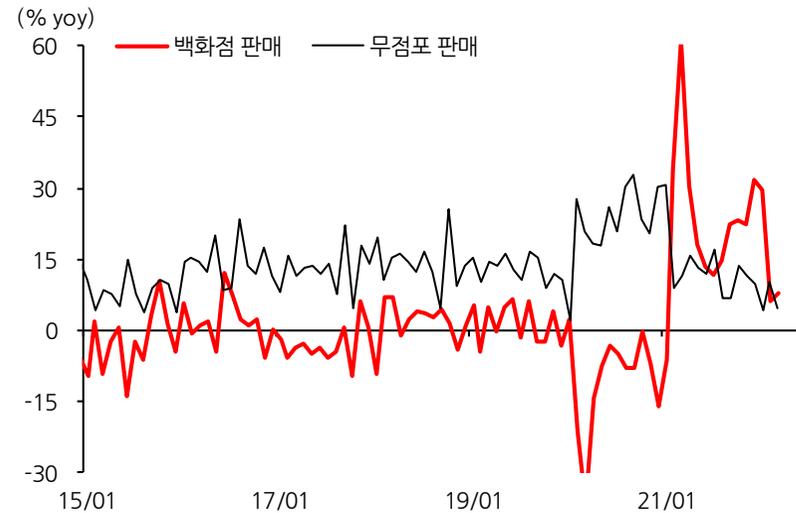
- ❖ 최근 경기 개선세는 견조한 수출이 주도
- ❖ 수출 호조는 Q(수출물량) 증가가 아닌 P(수출단가) 상승에 기인, 수출 증가율은 둔화 되겠지만 여전히 준수한 흐름 이어갈 것
- ❖ 하반기 방역조치 해제에 가능성이 높은 만큼, 소비 진작 효과도 기대 가능
- ❖ 그러나 보복, 이연 소비 효과가 방역조치 강화, 해제를 거듭하면서 반감 중. 소비 개선은 생각보다 크지 않을 수 있음

수출 증가율은 둔화되겠지만 여전히 견조한 흐름 이어갈 전망



자료: 통계청, 안화투자증권 리서치센터

온, 오프라인 소매판매 상관관계 열리는 중



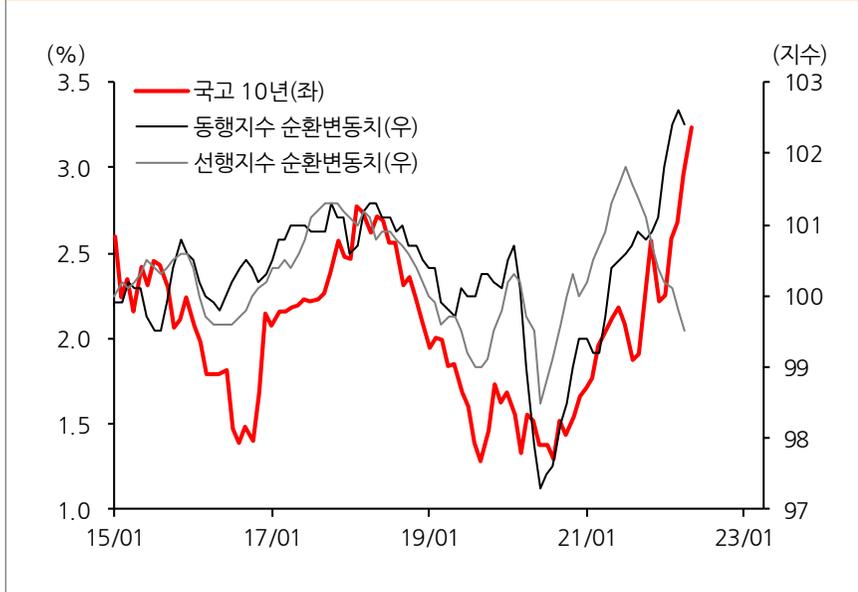
자료: 통계청, 안화투자증권 리서치센터



[경제 및 물가] 연말 가면 경기 하방 압력 증가

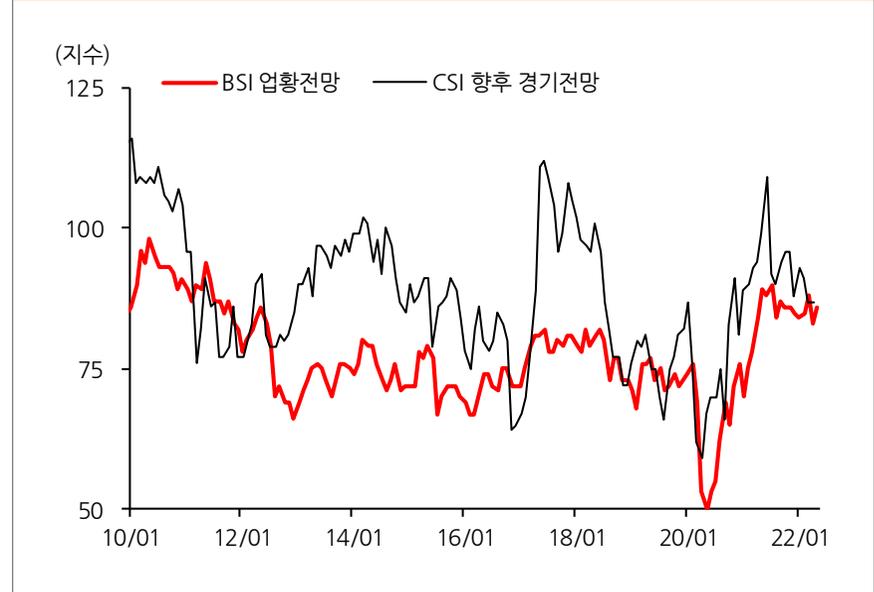
- ❖ 선행지수에 이은 동행 지수도 최근 하락
- ❖ 가계, 기업의 향후 긍정적인 경기 전망도 감소 추세
- ❖ 선행지표 둔화는 경기 둔화로 연결될 가능성이 높고, 이는 연말 경기와 금리의 하방 압력으로 작용 가능

선행, 동행지수 모두 하락 -> 금리 하방 압력 증가



자료: 통계청, 연암인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

심리지표 개선 여력도 부재



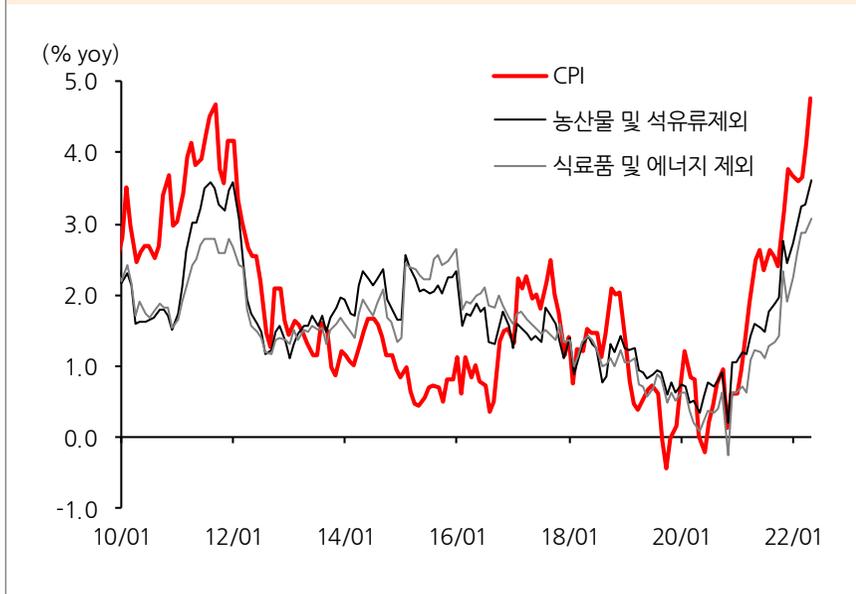
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터



[경제 및 물가] 인플레이션 악순환 연결고리

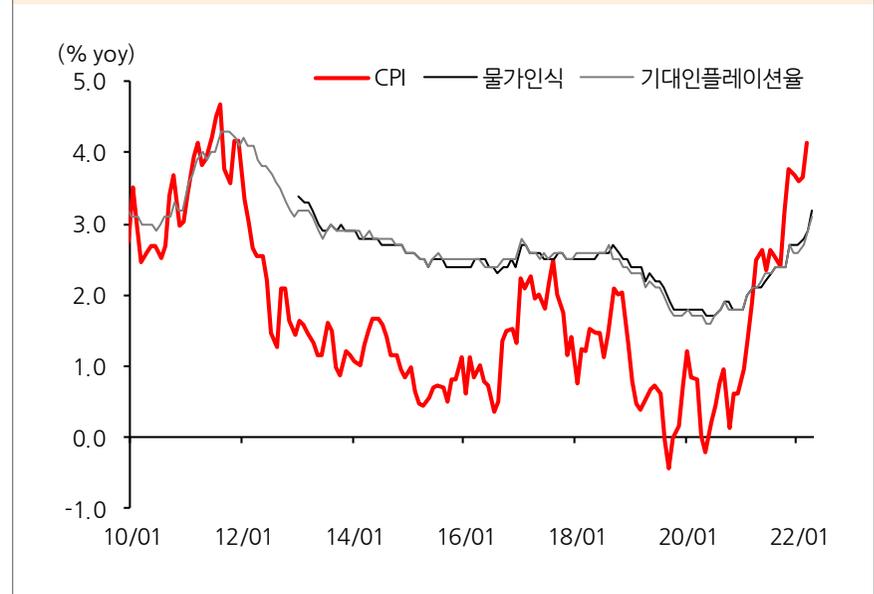
- ❖ 헤드라인 물가는 물론, 근원 물가도 상승 폭 확대 중
- ❖ 가장 큰 문제는 기대 인플레이션. 향후 기대 물가, 현재 물가 수준 모두 우상향 추세
- ❖ 기대 인플레이션이 물가 상승을 촉진시키고, 물가 상승이 재차 기대 인플레이션을 상승시키는 악순환 연결고리 생성될 가능성

주요 물가 상승률 추이



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

기대인플레이션율 및 물가상승률 추이



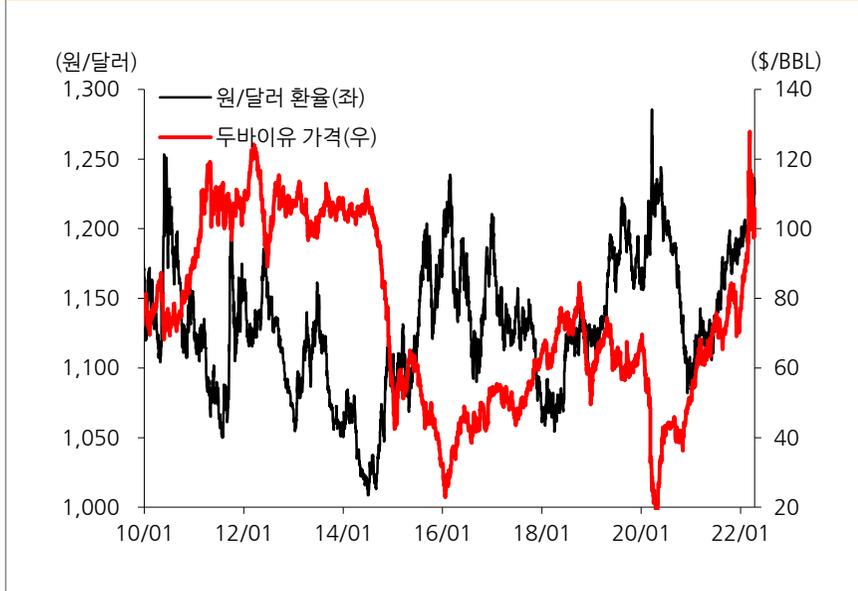
자료: 한국은행, 통계청, 한화투자증권 리서치센터



[경제 및 물가] 예상하기 힘든 물가 둔화 시점

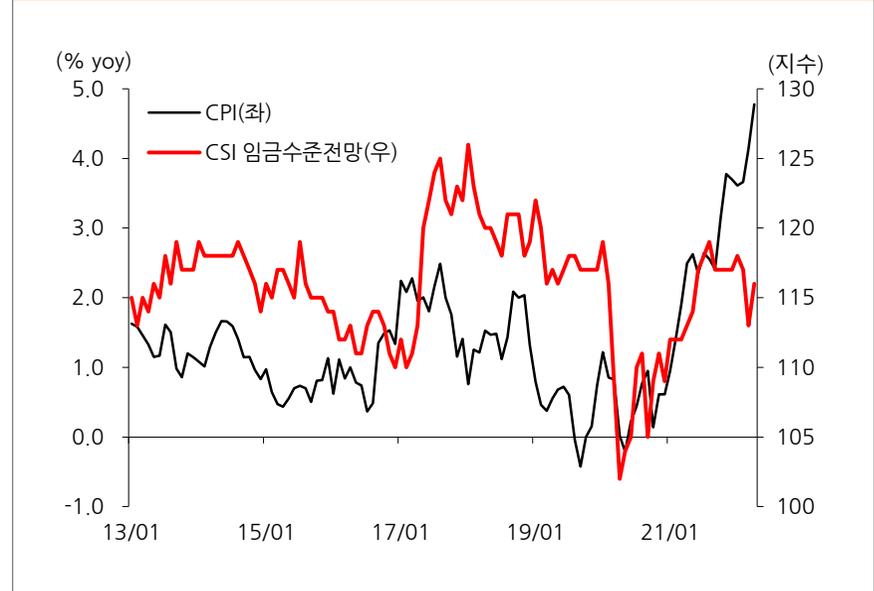
- ❖ 물가의 공급, 수요 측면은 물론 기대 물가, 환율, 임금 부문까지 전방위적으로 추가 상승 지지
- ❖ 언젠가 둔화될 것은 누구나 알고있지만 그 시점을 선불리 예상하기 힘든 상황
- ❖ 경기 펀더멘털마저 준수한 흐름이 이어지고 있음. 시간 말고는 물가의 브레이크를 찾기 힘들

환율, 원자재 가격 상승



자료: 연합뉴스포맥스, 한화투자증권 리서치센터

임금 상승률까지 물가의 장기적 상승 지지



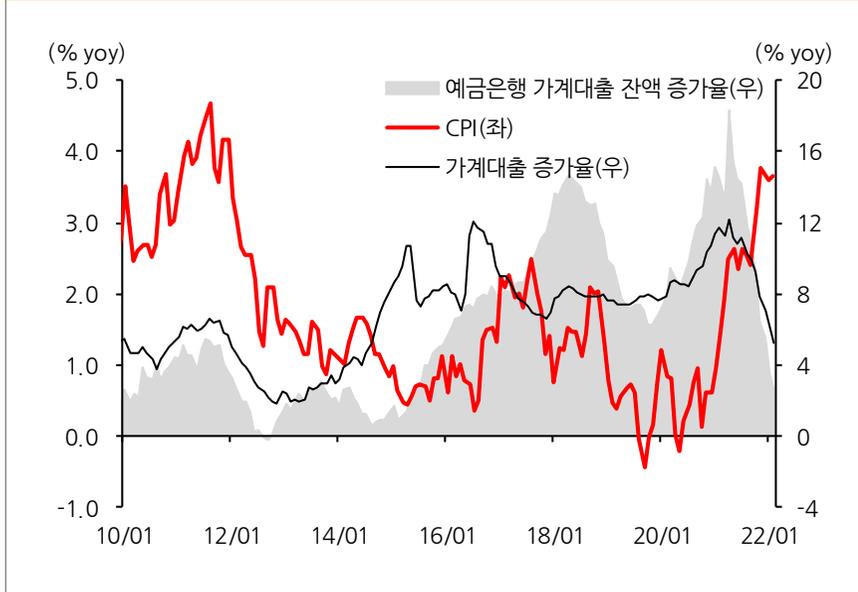
자료: 통계청, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



[통화정책] 기준금리 5월 + 3, 4분기 총 세 차례 인상

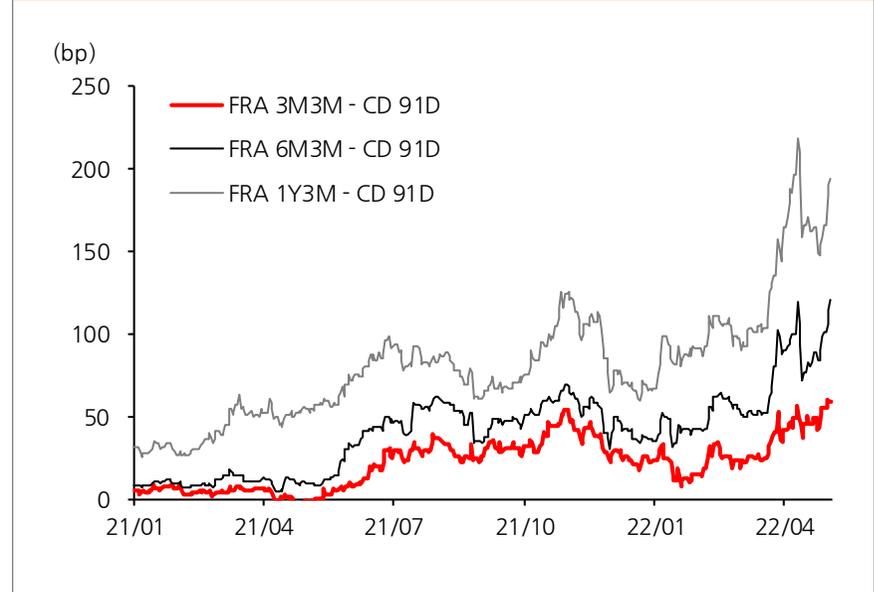
- ❖ 연말까지 기준금리는 2.25%에 수렴할 전망. 인상 시점은 5월, 3분기, 4분기 각각 1회
 - 5~6월 물가 상승률이 연속해서 확대된다면 3분기 중 7월 인상이 적절
- ❖ 이창용 한국은행 총재는 **데이터에 기반한 정책 결정**을 강조하면서 물가 안정을 위한 **선제적인 금리 시그널이 필요하다고 설명**
- ❖ 결국, 연말연초 경기 둔화로 인한 정책 운신의 폭이 좁아지기 전 선제 + 집중적 인상을 통해 물가 안정을 도모하는 것이 중요

물가상승률 및 가계부채 증가율 추이



자료: 한국은행, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

선도 시장에 반영된 기준금리 인상 횟수



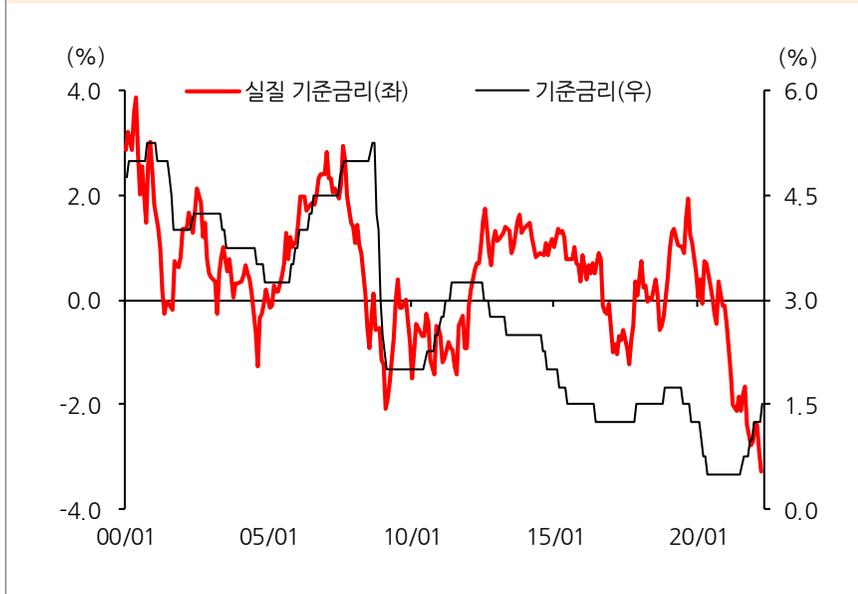
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



[통화정책] 일단은 물가 안정이 급선무

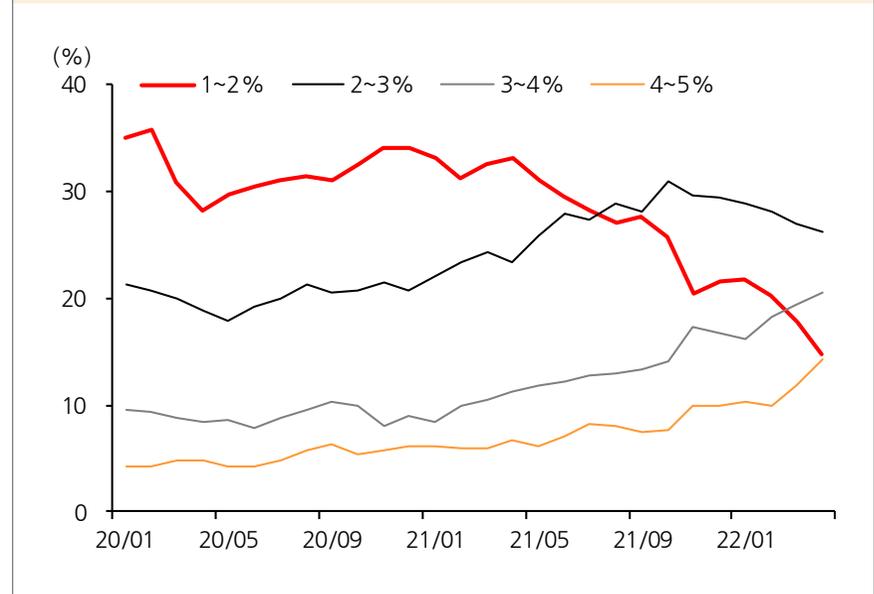
- ❖ 물가 상승세 확대로 실질 금리 수준은 종전보다 오히려 하락. 금융 여건은 4차례 기준금리 인상에도 불구하고 여전히 완화적
- ❖ 한국은행은 경기 하방 위험도 확대 중이라면서 성장 모멘텀이 훼손되지 않는 범위 내 **균형 잡힌 통화정책을 운영**해 나갈 것임을 언급했으나 추가 기준금리 인상으로 인한 경기 충격은 제한적일 것으로 전망
- ❖ 일단 물가, 기대인플레이션 부터 잡는 것이 한국은행의 현안 과제

오히려 종전보다 낮아진 실질 금리



자료: 연합뉴스포맥스, 한화투자증권 리서치센터

기대 인플레이션 안정이 현안 과제



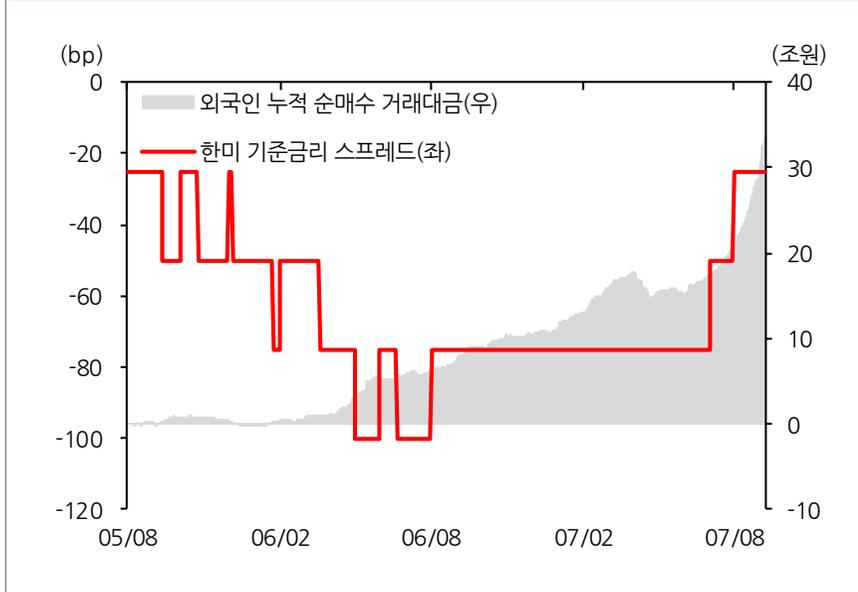
주: 향후 예상하는 물가 수준
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터



[통화정책] 기준금리 역전은 걱정할 일이 아니다

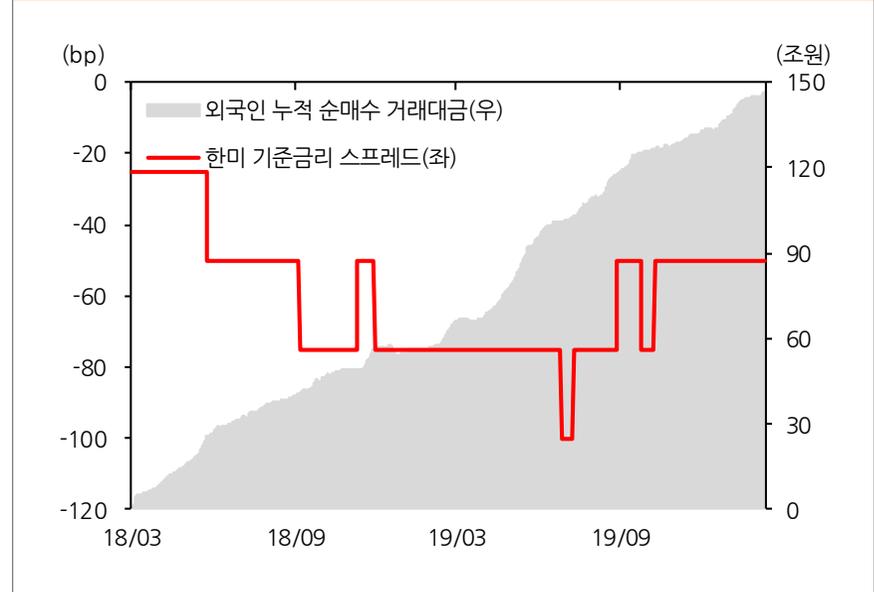
- ❖ 한미 정책, 경기순환 사이클 시차로 연말 양국 기준금리 역전은 유력하나 이로 인한 부작용은 크지 않을 것
- ❖ 대외보다 국내 환경에 집중하겠다는 것이 한국은행의 일관적인 입장
- ❖ 과거 기준금리 역전 사례는 2005~2007, 2018~2020년
- ❖ 역전 시기 모두 외국인 채권시장 자금은 순 유입 기록(2005~2007년 33.7조원, 2018~2020년 146.5조원)

2005~07년 한미 기준금리 스프레드 및 외국인 채권 누적 순매수 거래대금 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2018~20년 한미 기준금리 스프레드 및 외국인 채권 누적 순매수 거래대금 추이



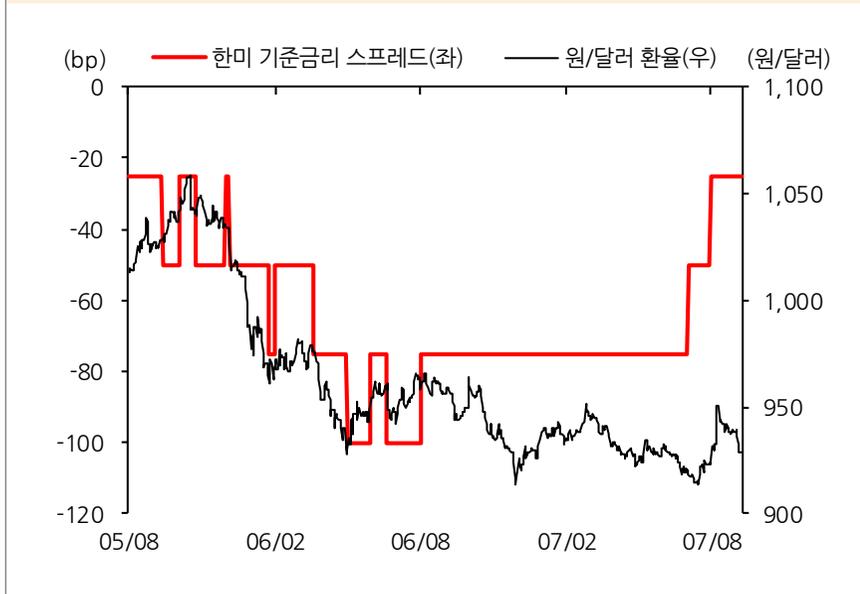
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[통화정책] 기준금리 역전은 걱정할 일이 아니다

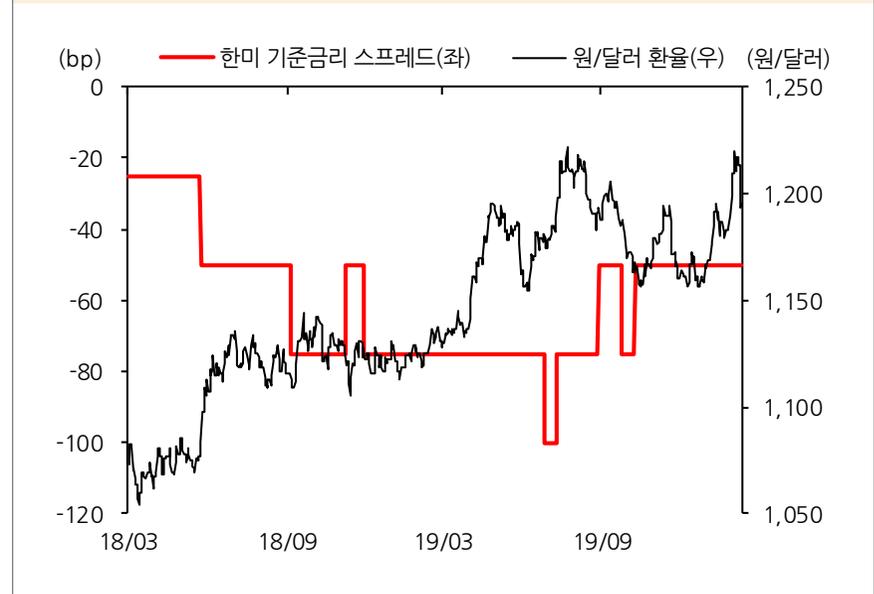
- ❖ 환율 가지도 내외 금리차에 큰 영향을 받지 않는 모습
- ❖ 2005~2007년 기준금리 스프레드 역전 시 원/달러 환율은 1,050원대에서 930원까지 하락(환율 가치 상승)
- ❖ 2018~2020년은 환율이 상승했지만 이는 당시 미중 무역분쟁 격화, 홍콩 민주화 시위 등 지정학적 리스크에 기인

2005~07년 한미 기준금리 스프레드 및 원/달러 환율추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2018~20년 한미 기준금리 스프레드 및 원/달러 환율추이



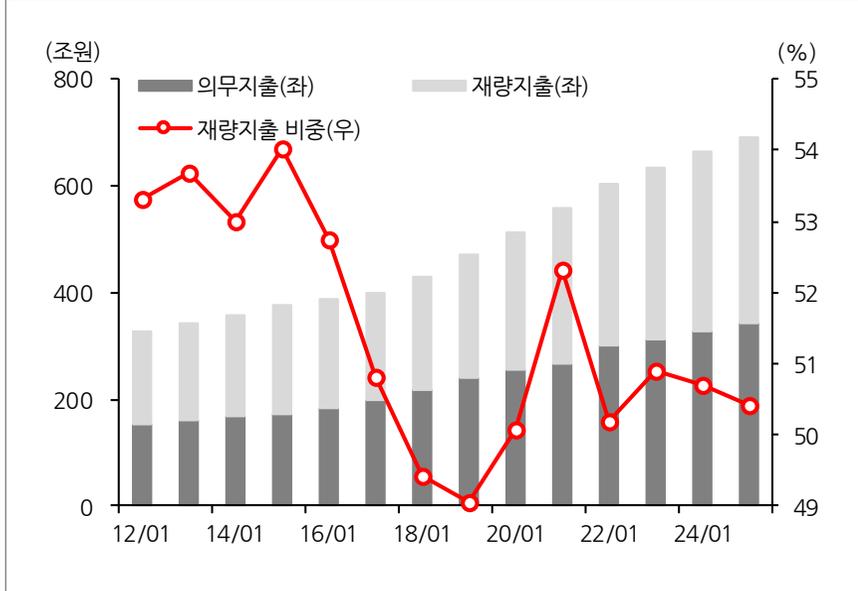
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[수급] 추경 규모 감소해도 적자국채 발행은 불가피

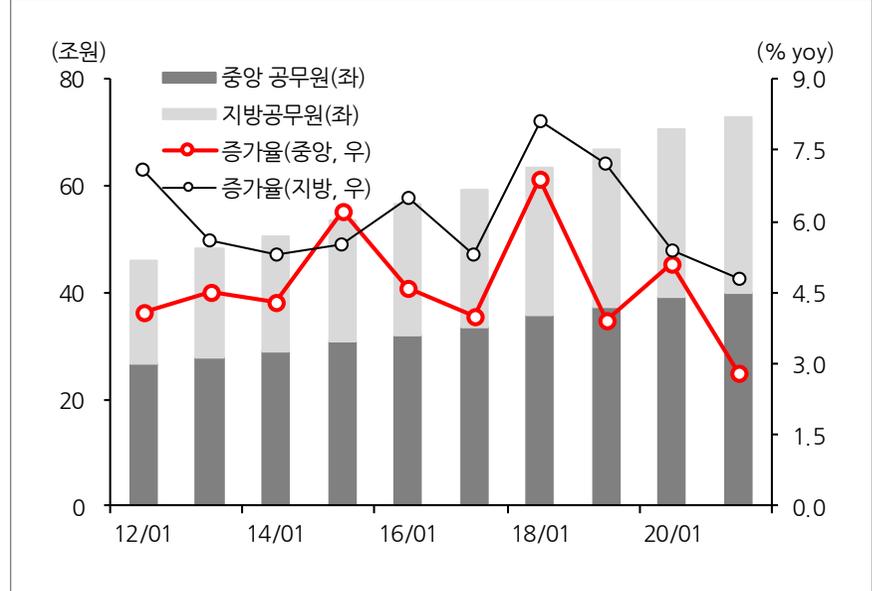
- ❖ 윤석열 정부 추경 규모는 기존 50조원에서 30~35조원 규모로 감소 유력
- ❖ 적자국채 발행에도 신중한 입장 견지하고 있지만 여전히 적자국채 발행 없이 재원 조달은 불가능
- ❖ 당선인 주요 공약 재원 조달 방안은 크게 1) 재량지출 구조조정, 2) 경기 개선 전제로 한 초과 세입, 3) 예비비, 4) 국가부채 활용
- ❖ 재량지출은 조정 가능한 규모가 제한적이고, 추가적인 경기 개선은 기대할 수 없는 상황. 예비비는 절대적인 규모가 작음

연도별 재량, 의무지출 규모 추이



주: 2023년부터는 국가재정운용계획 참고
 자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

사실상 고정비용인 공무원 인건비는 최소 75조원 이상 지출 예정



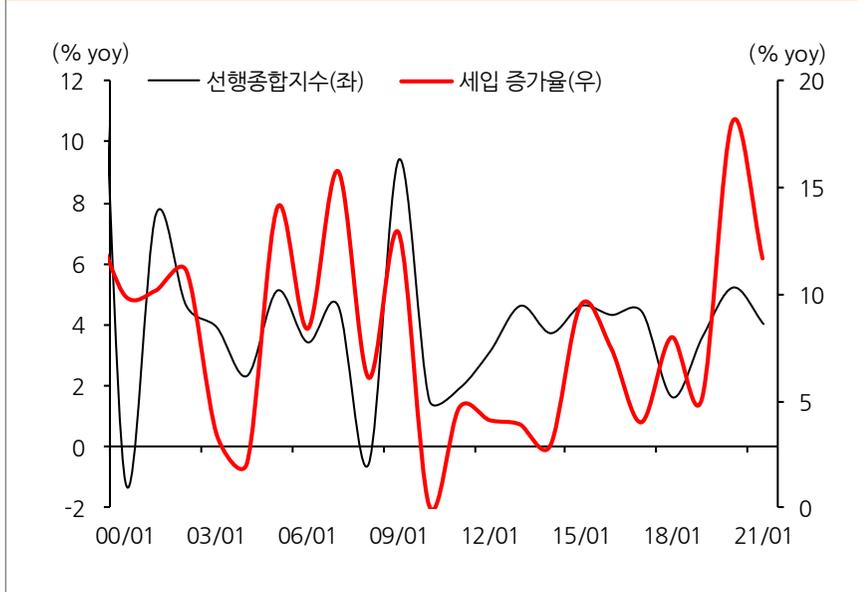
자료: 국회예산정책처, 지방재정365, 한화투자증권 리서치센터



[수급] 관건은 발행 규모, 10조원 초중반대까지는 시장 반영

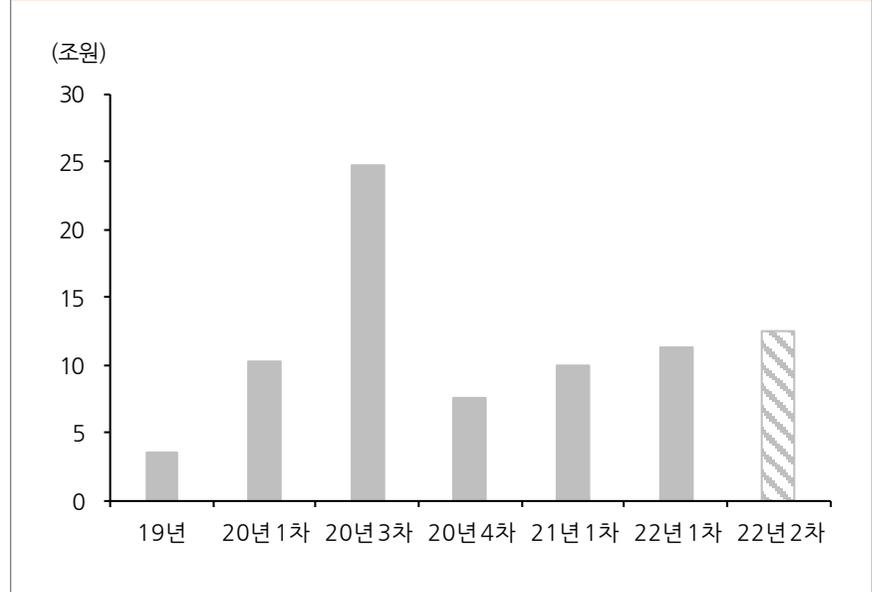
- ❖ 결국, 적자국채 발행 규모에 따라 금리 상승 압력이 결정될 것. 이미 '발행' 이슈 자체는 대부분 반영되어 있음
- ❖ 추경 규모가 감소한 만큼 기존 예상(15조원)보다는 적은 수준 발행이 전망됨
- ❖ 10조원 초중반대 이하로 적자국채 발행이 결정된다면 금리 변동성 확대도 제한적일 것

추가 경기 개선 없이는 초과 세입도 기대하기 어려움



자료: 기획재정부, 통계청, 한화투자증권 리서치센터

10조원대 초중반까지는 시장 감내 가능



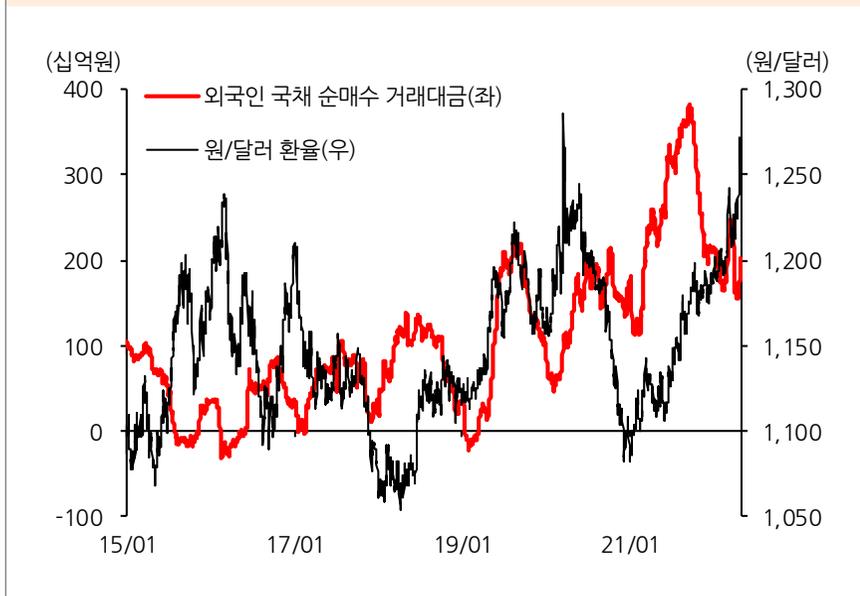
자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터



[수급] 외국인: 환율 약세는 저가매수 재료, SLR이 관건

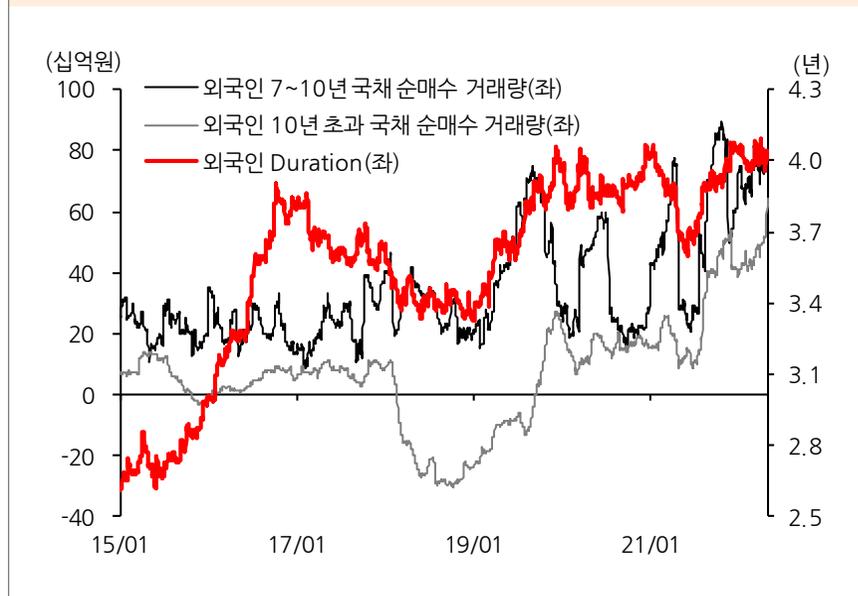
- ❖ 현재 환율 레벨은 외국인에게 우호적. 과거 외국인은 환율 약세 국면을 저가매수 기회로 활용
- ❖ 장기 채권 매수세도 확대 추세로 국내 채권시장에 대한 외국인의 인식은 긍정적
- ❖ 그러나 SLR 규제(완화조치 종료), 대외 불확실성으로 외국인 수급 영향은 중립적일 것

외국인은 원화 약세 국면을 저가매수 기회로 활용



주: 순매수 거래대금은 120일 이동평균
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

장기채 위주 매수하면서 듀레이션도 확대



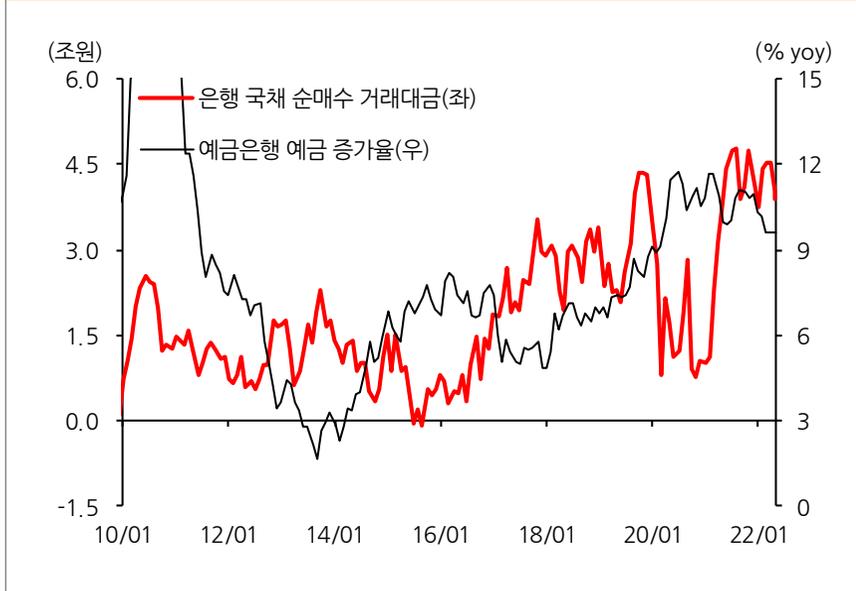
주: 순매수 거래량은 120일 이동평균
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[수급] 은행: 매수세 둔화

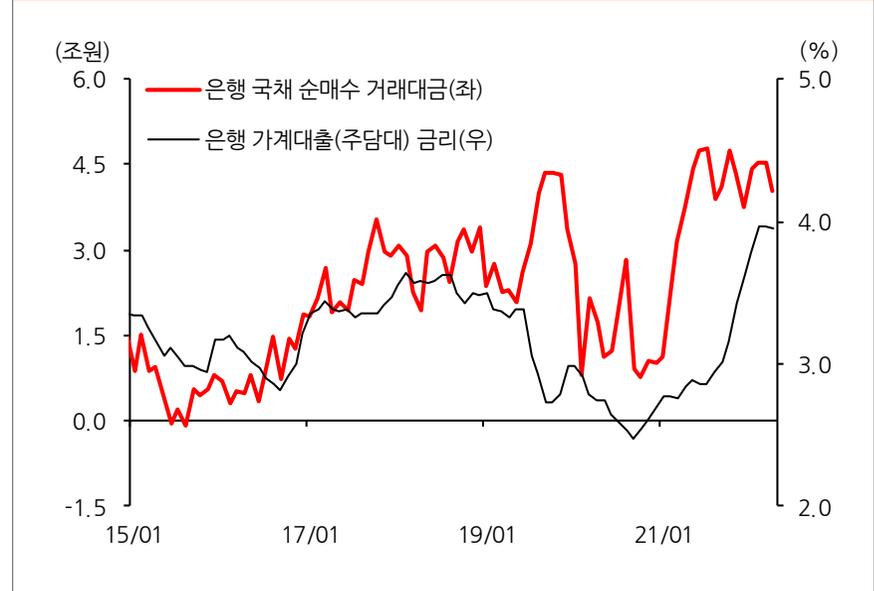
- ❖ 추가 기준금리 인상 가능성이 높음에도 예금 증가율, 대출금리는 추가 증가(상승) 제한
- ❖ 2021년부터 크게 확대된 은행 채권 수요도 추가적인 확대 가능성은 낮음

추가 경기 개선 없이는 초과 세입도 기대하기 어려움



주: 순매수 거래대금은 6개월 이동평균
 자료: 연합뉴스포맥스, 한화투자증권 리서치센터

10조원대 초중반까지는 시장 감내 가능



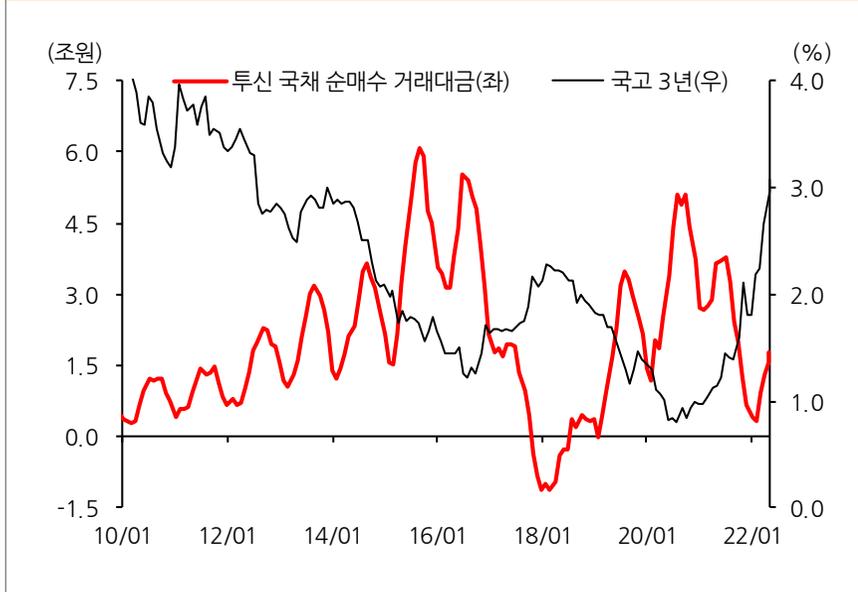
주: 순매수 거래대금은 6개월 이동평균
 자료: 연합뉴스포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[수급] 투신, 기금: 금리 고점 확인 후 매수세 유입

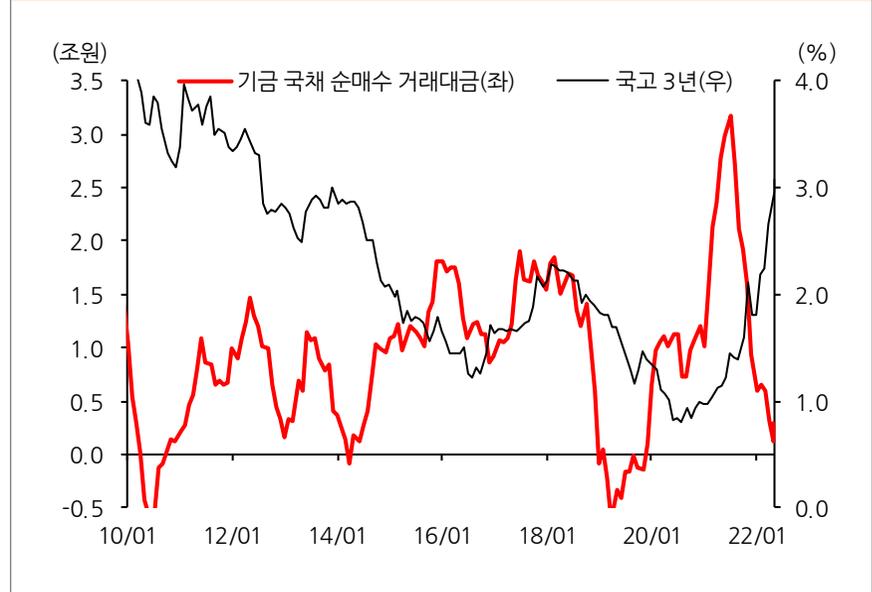
- ❖ 투신 자금 채권 수요는 재차 증가하고 있으나 기금 수요는 금리 고점 확인한 후 유입될 것
- ❖ 금리 고점이 확인되는 3분기 초 이후 재차 수요 증가 전망

국고 3년 금리 및 투신 국채 순매수 거래대금 추이



주: 순매수 거래대금은 6개월 이동평균
 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

국고 3년 금리 및 기금 국채 순매수 거래대금 추이



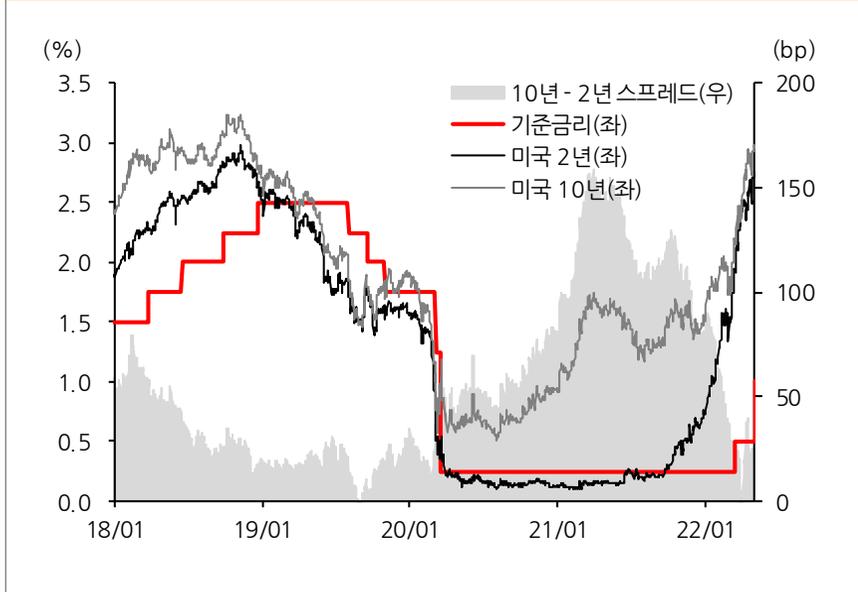
주: 순매수 거래대금은 6개월 이동평균
 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[대외] 미국 금리 상승세는 연말까지

- ❖ 미국 국채 금리는 4분기 초까지 상방 압력 우위 장세 이어질 전망
- ❖ 긴축 사이클은 이제 갓 초반부에 진입, 추가 긴축 여력이 주요국 대비 많이 남아있음
- ❖ 40년래 가장 높은 수준 물가, 자연실업을 하회하는 고용 상황은 강한 긴축 정책을 지지. 연말까지 경기 펀더멘털도 긴축 정책 감내 가능
- ❖ 미국 10년 국채 금리 상단은 3.15~3.20% 부근에서 형성될 것

미국 주요 금리 추이



자료: 한국은행, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

분기별 미국 주요 금리 전망치

구분(%)	1분기	2분기	3분기	4분기	연간
기준금리	0.50	1.50	2.00	2.50	2.50
미국 2년	1.43	2.78	2.90	2.93	2.51
미국 10년	1.93	3.03	3.07	3.10	2.76
10-2 스프레드	50.1	20.0	17.0	20.0	26.8

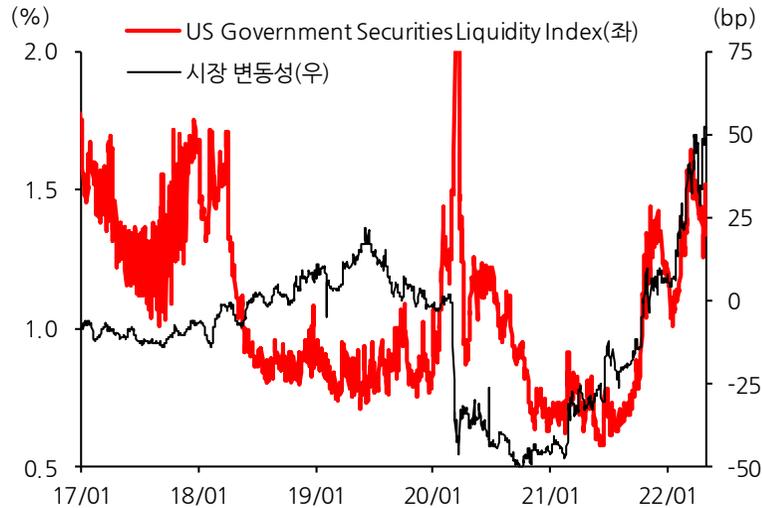
주: 기준금리는 기말 값, 국채 금리는 평균. 10-2년 스프레드 단위는 bp
 자료: 한화투자증권 리서치센터



[대외] 금리 안정을 논하기에는 시기 상조

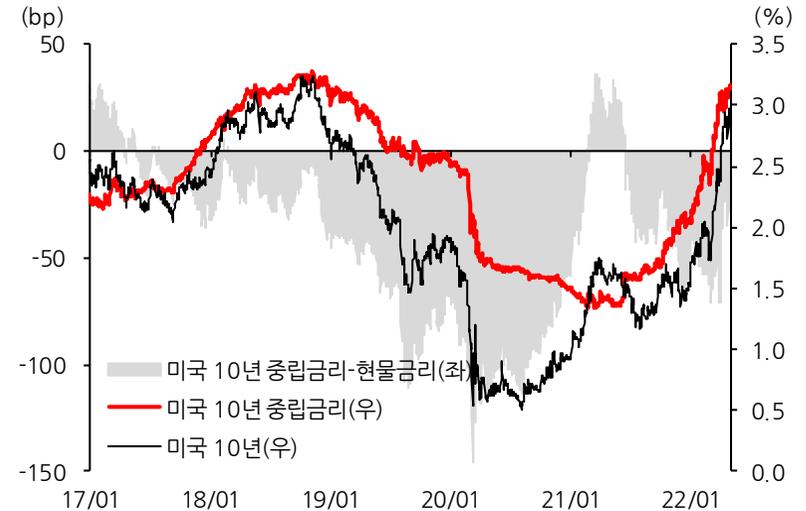
- ❖ 연준의 긴축 사이클 진입으로 미국 채권시장 투자 환경은 급격하게 악화. 변동성 지표는 금융위기 이후 최고 수준까지 상승
- ❖ 유동성 경색은 최근 완화되는 모습 보이고 있으나 본격적인 QT 시행 시 추가 악화 가능성 상존
- ❖ 아직 갈 길이 먼 것이 미국의 기준금리 인상 경로. 여전히 10년 금리는 대부분 중립 금리 하회 중

변동성, 유동성 모두 비우호적 환경 지속



주: 변동성 지표는 USD ATM 1Y2Y - 1Y30Y 스왑선 스프레드
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

분기별 미국 주요 금리 전망지



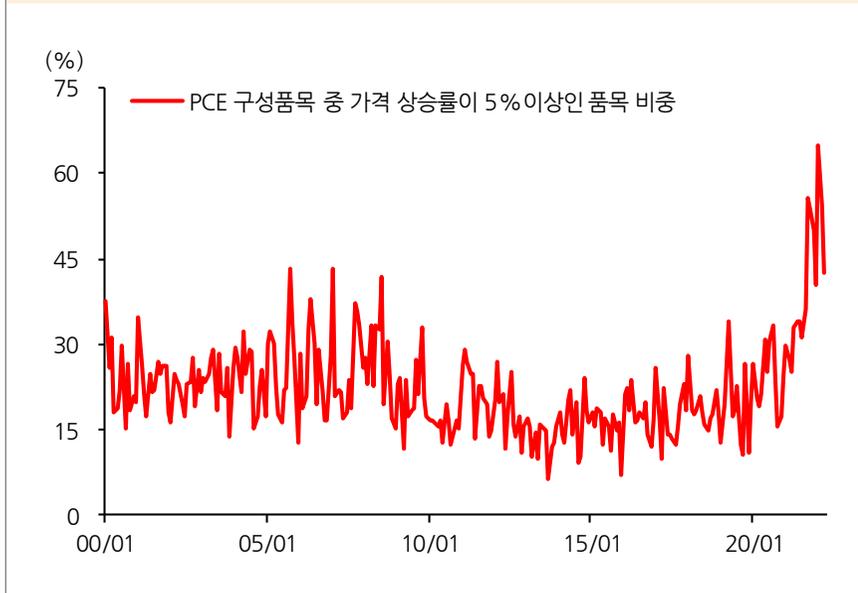
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



[대외] 물가, 고용은 강력한 긴축 지지

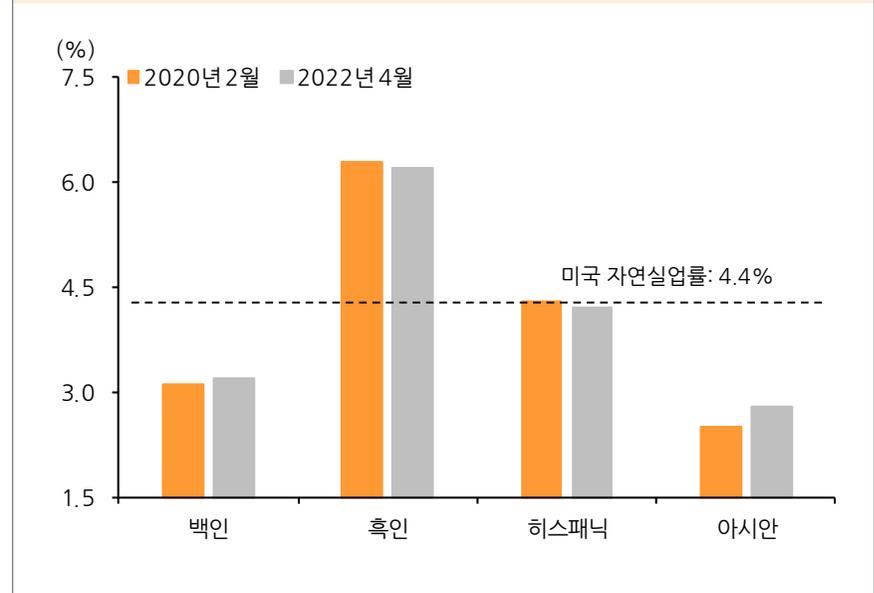
- ❖ 물가는 40년래 최고 수준이며, 고용은 사실상 완전 고용 수준. 강력한 긴축 정책 감내 가능
- ❖ 강력한 긴축 드라이브에 충분한 명분 확보
- ❖ 물가는 우크라이나발 리스크 뿐만 아니라 리오프닝에 따른 추가 수요 압력으로 둔화 시기가 미뤄질 것

물가는 고점 탐색 중이라고 하지만 여전히 40년래 최고 수준



자료: Dallas Fed, 한화투자증권 리서치센터

고용은 양적, 질적 측면 모두 크게 개선



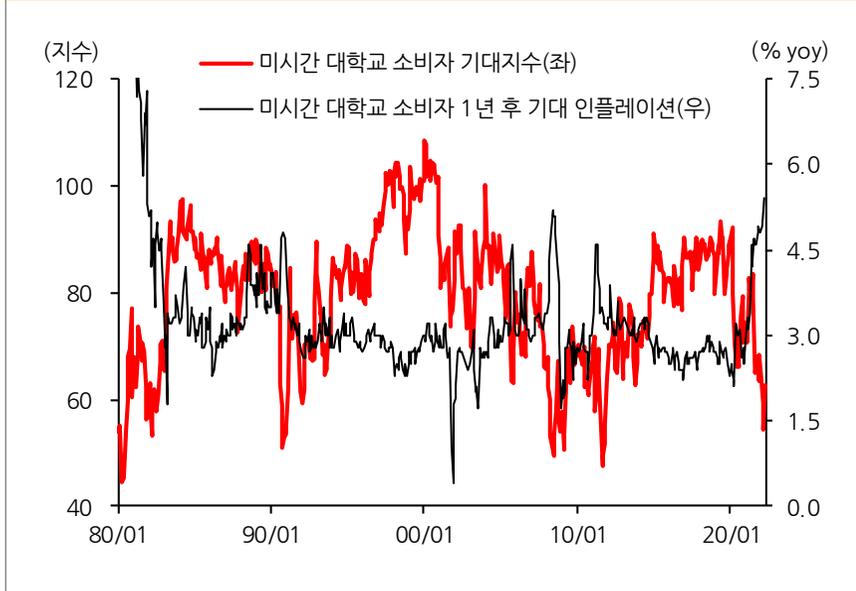
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



[대외] 경기 둔화 우려는 기대 인플레이션 인정되면 감소할 수 있음

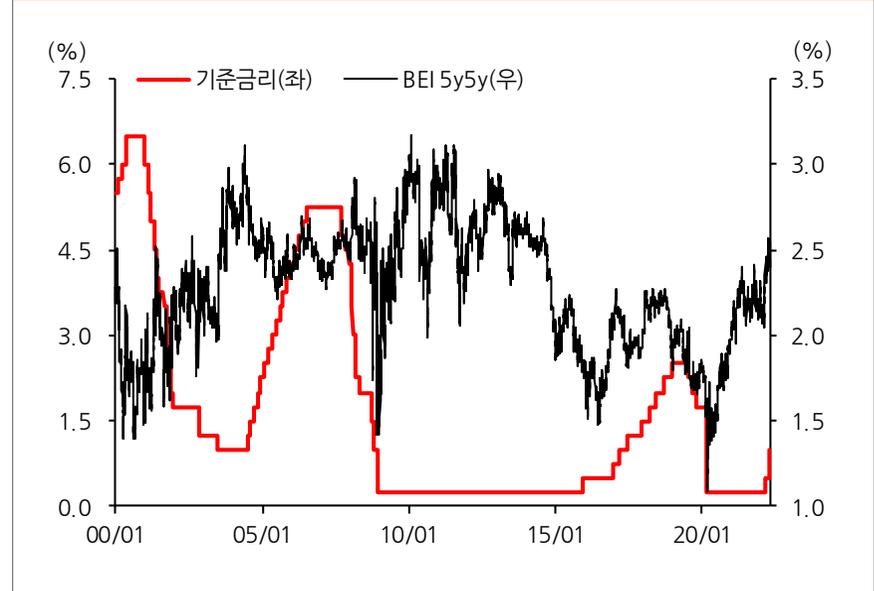
- ❖ 최근 점증되는 경기 둔화 우려의 일부는 높은 기대인플레이션에 기인
- ❖ 기대 인플레이션은 완화적 재정, 통화정책 되돌림으로 제한이 가능할 전망
- ❖ 결국, 경기 우려가 추가 확대될 여지는 많지 않다는 판단. 연준도 경기 침체 없는 연착륙에 자신이 있는 모습

주요 심리, 선행 지표는 기대 인플레이션 안정되면 반등 가능



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

긴축 정책 통해 기대 인플레이션 안정 기대



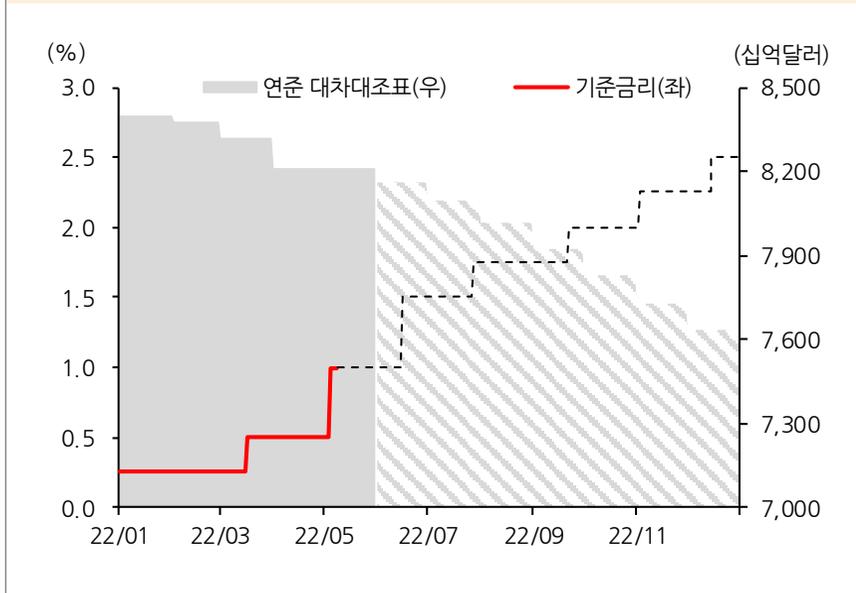
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



[대외] 빅 스텝은 2번이 적절

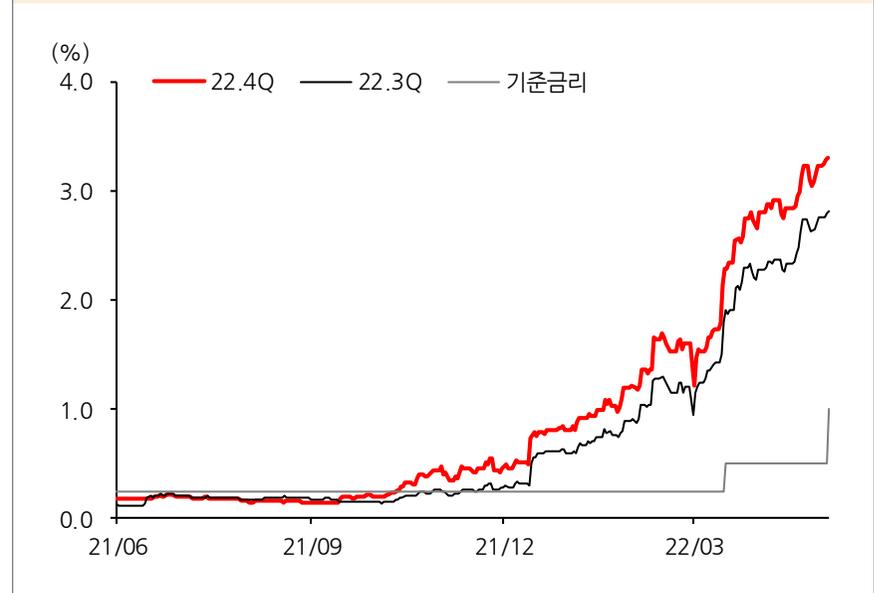
- ❖ 미국 기준금리는 6월 50bp 포함 총 5차례(6, 7, 9, 11, 12월) 추가 인상 전망. 연말 기준금리는 2.50~2.75%
- ❖ 6월도 50bp 인상 유력하나 big step은 5월 포함 2번으로 충분하다는 판단(필요 시 1회 추가 단행)
- ❖ 연준은 기준금리 외에도 또 다른 통화정책 수단인 QT 보유. 빠른 기준금리 인상을 주장하면서도 여전히 연내 물가 둔화 전망도 유지 중
 - Powell 의장은 QT가 최소 1차례, Brainard 연준 부의장은 2~3차례 기준금리 인상 효과를 볼 수 있다고 언급

미국 기준금리 추이 및 연준 대차대조표 규모 전망치



주: 기준금리 경로는 당사 전망치
 자료: New York Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

시장에 반영된 2022년 3, 4분기 말 기준금리 전망치



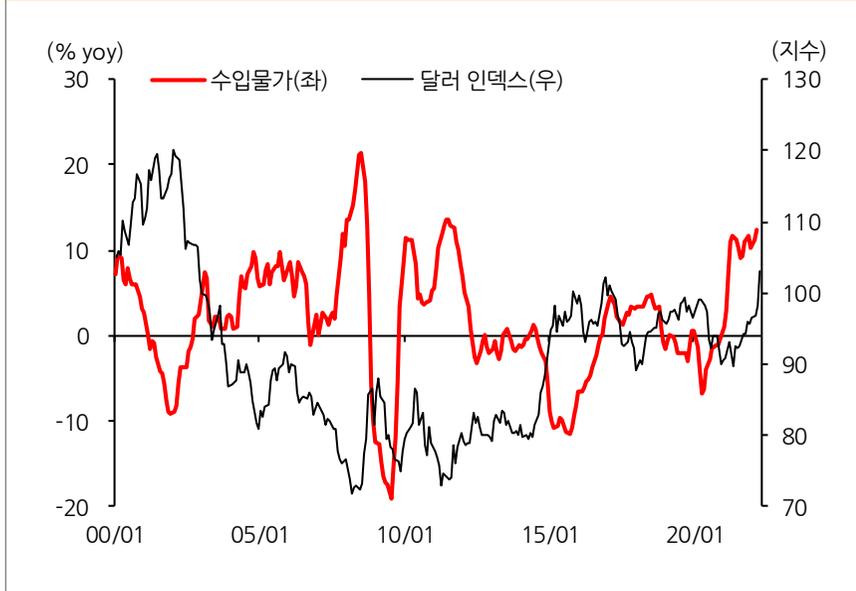
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



[대외] 달러 강세는 물가 하방 압력으로 작용 가능

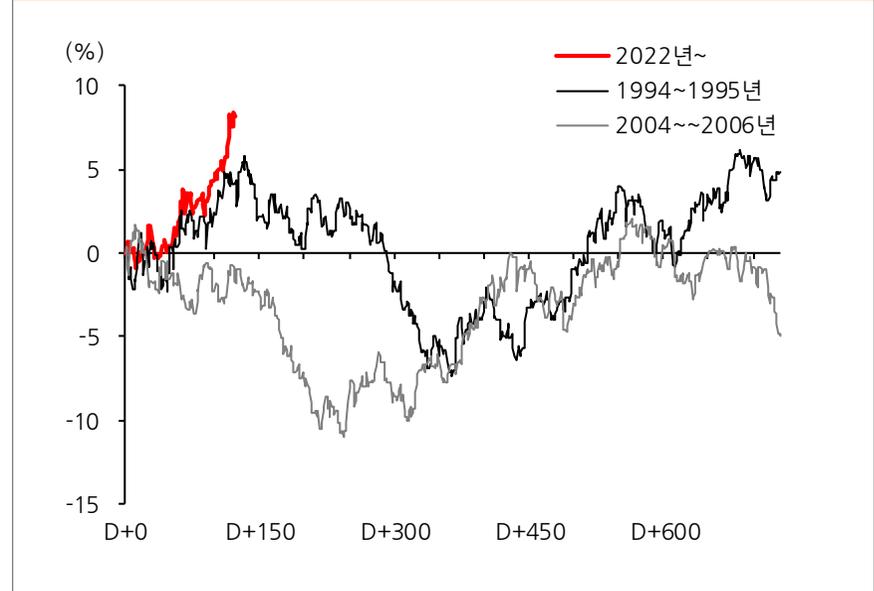
- ❖ 달러화 가치의 하락은 당분간 쉽지 않다는 판단. 정책, 대외 불확실성이 달러 가치 하단을 지지
- ❖ 달러 강세는 미국 내 수입 물가 안정에 기여 가능하며, 원자재 가격 상승 타격을 일부 상쇄 가능

달러 인덱스 및 수입물가 상승률 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

과거 기준금리 인상기 및 현 시점 달러화 가치 변동 추이



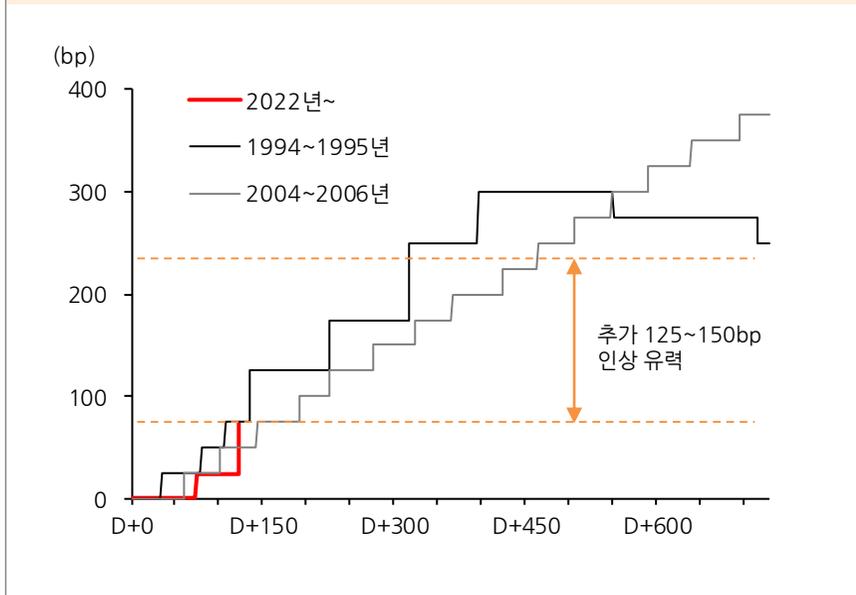
주: 과거 인상기 시작연도 1월 1일 대비 달러화 가치 변동 추이
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



[대외] 미국은 이제 겨우 긴축의 첫 발을 내디뎠을 뿐

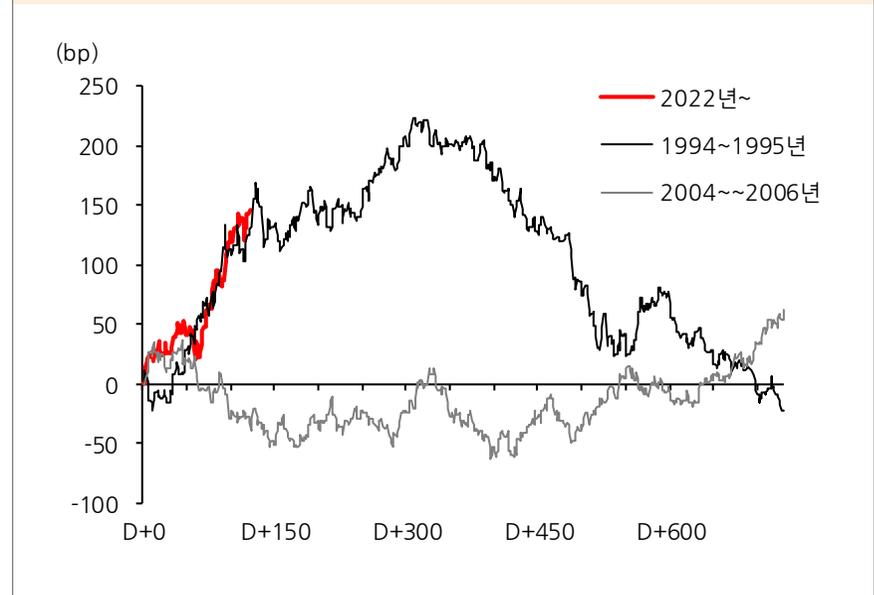
- ❖ 미국 금리는 2분기 말 보험세를 보일 수 있겠지만 재차 상승할 것
- ❖ 10년 금리 상단은 최대 3.30%까지 열어둘 필요
- ❖ 연초부터 금리 상승은 인플레이션과 긴축 우려에 기인. 동 이슈가 시장에 상당 부분 반영되었다고는 하나 미국은 이제 갓 기준금리 인상 사이클에 진입. 시행한 긴축 조치보다 시행할 조치들이 훨씬 많이 남아있음

이제 겨우 두 번 올렸을 뿐... 아직 갈 길이 멀다



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

과거 사례 참고하면 하반기 추가 상승 여력 남아있음



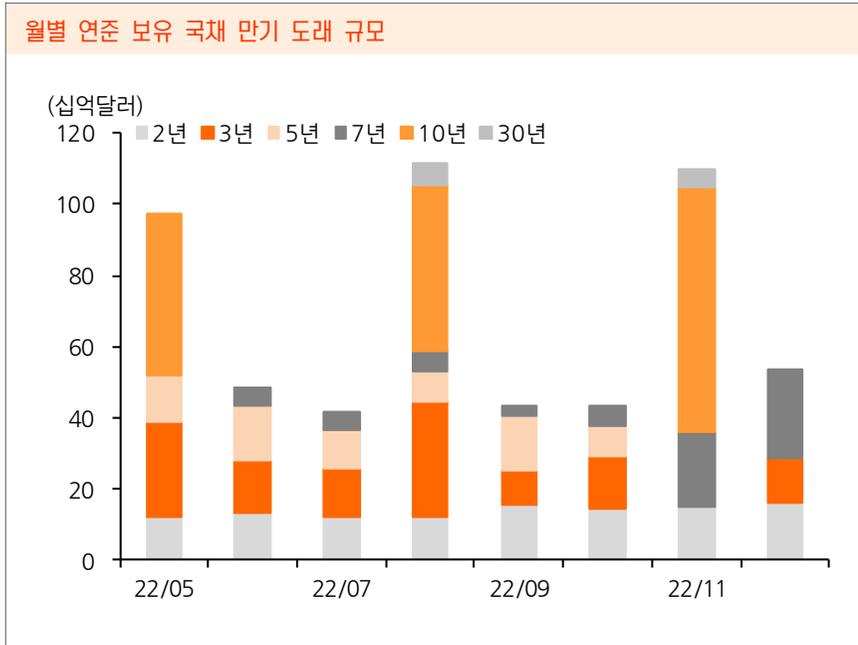
주: 과거 인상기 시작연도 1월 1일 대비 10년 만기 미 국채 금리 변동 추이
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



[대외] QT는 5월부터 시행, 본격적인 효과는 8월부터

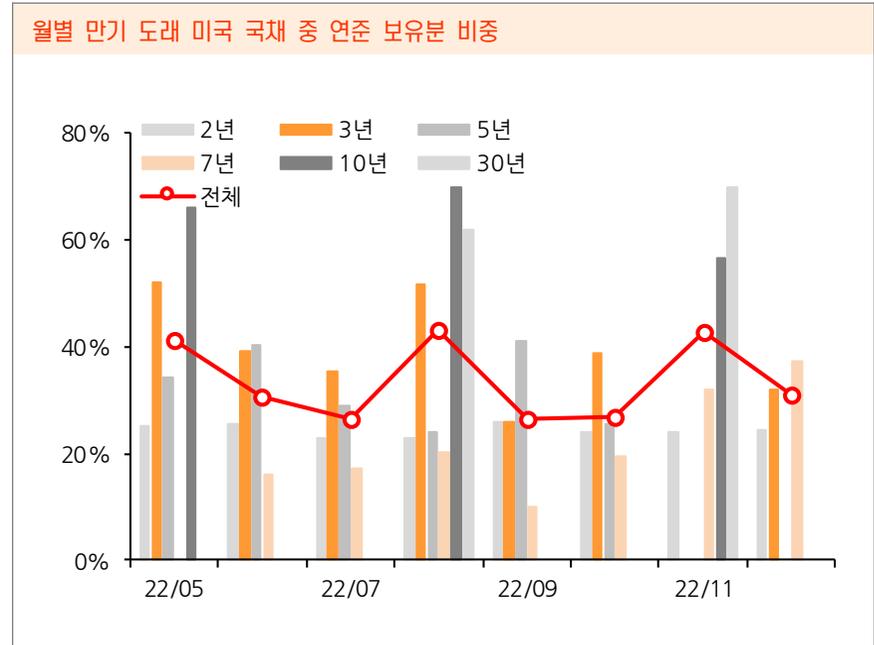
- ❖ QT가 당장 커브 플래트닝을 완화시키기는 쉽지 않을 것. 수급적인 측면에서 2분기 이후 커브 정상화 기대
- ❖ 연준 보유 만기 도래 국채(T-Bills 제외) 중 5월을 제외하면 6, 7월 모두 10년 이상 채권은 없음. 6~7월 만기 도래 채권 899.7억달러가 모두 7년 이하 채권. 재투자 중단은 중단기 구간에 집중될 것. 커브 스티프닝 제한 요인
- ❖ 8월, 11월 만기 도래 전체 미국 10년 만기 국채 중 연준 보유분 비중은 각각 70.0%, 56.5%(30년: 61.8%, 70.0%). 2년 국채 평균(22.7%, 23.8%) 크게 상회. 연말이 다가올수록 QT의 장기 구간 영향력은 상대적으로 커질 것

월별 연준 보유 국채 만기 도래 규모



자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

월별 만기 도래 미국 국채 중 연준 보유분 비중



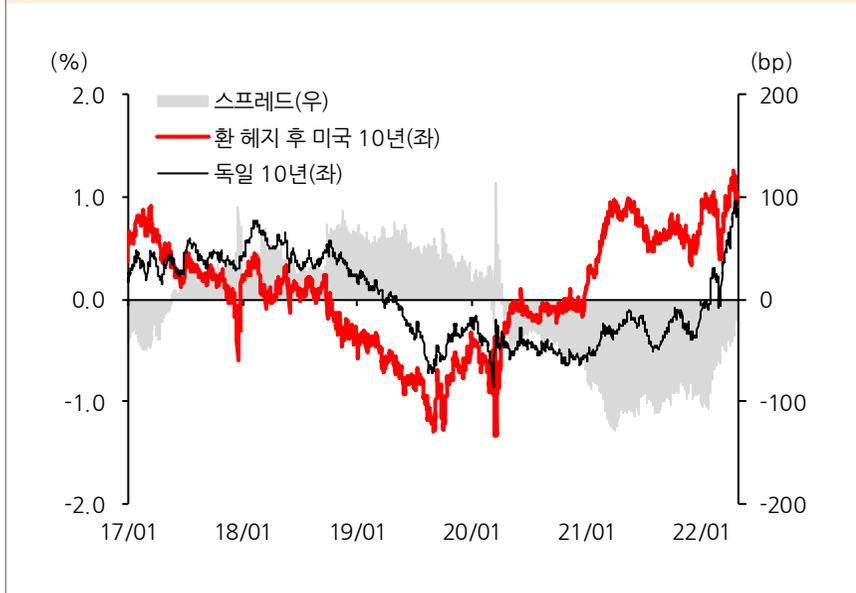
자료: New York Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



[대외] 외국인의 미 국채 투자 매력도 저하

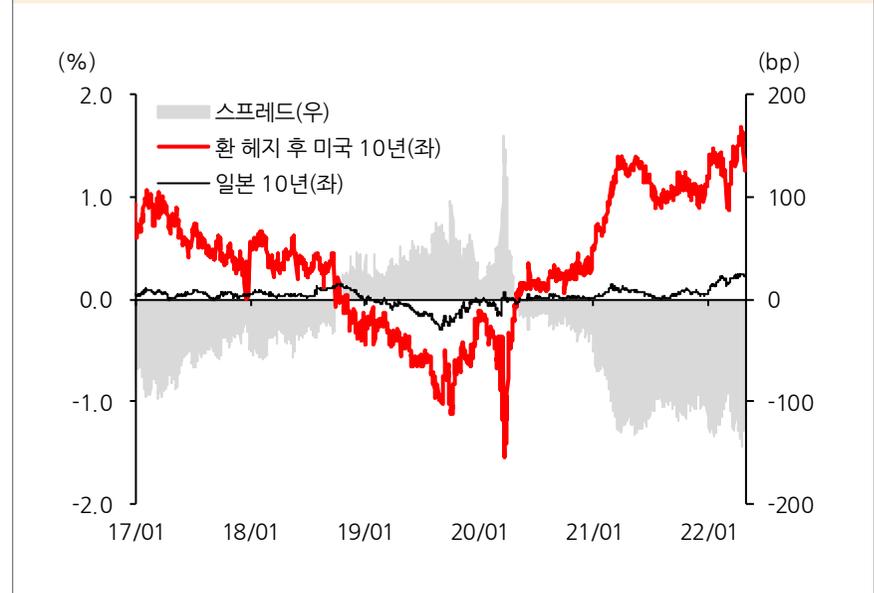
- ❖ 주요 해외 투자 국가(유럽, 일본) 모두 미국과의 정책 격차가 벌어지고 있는 상황
- ❖ 국채 스프레드는 추가 확대 가능성이 높지만 급격하게 증가한 환 헤지 비용이 부담
- ❖ 유럽은 독일 국채 금리가 빠르게 상승 중. 미 국채 가격 메리트 하락. 일본은 BoJ의 완화정책 기조 재확인으로 해외 투자 유인 감소

미국, 독일 국채 금리 및 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

미국, 일본 국채 금리 및 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



오토포커싱

2022
하반기전망

안현국 | hg.ahn@hanwha.com | 3772-7646

III

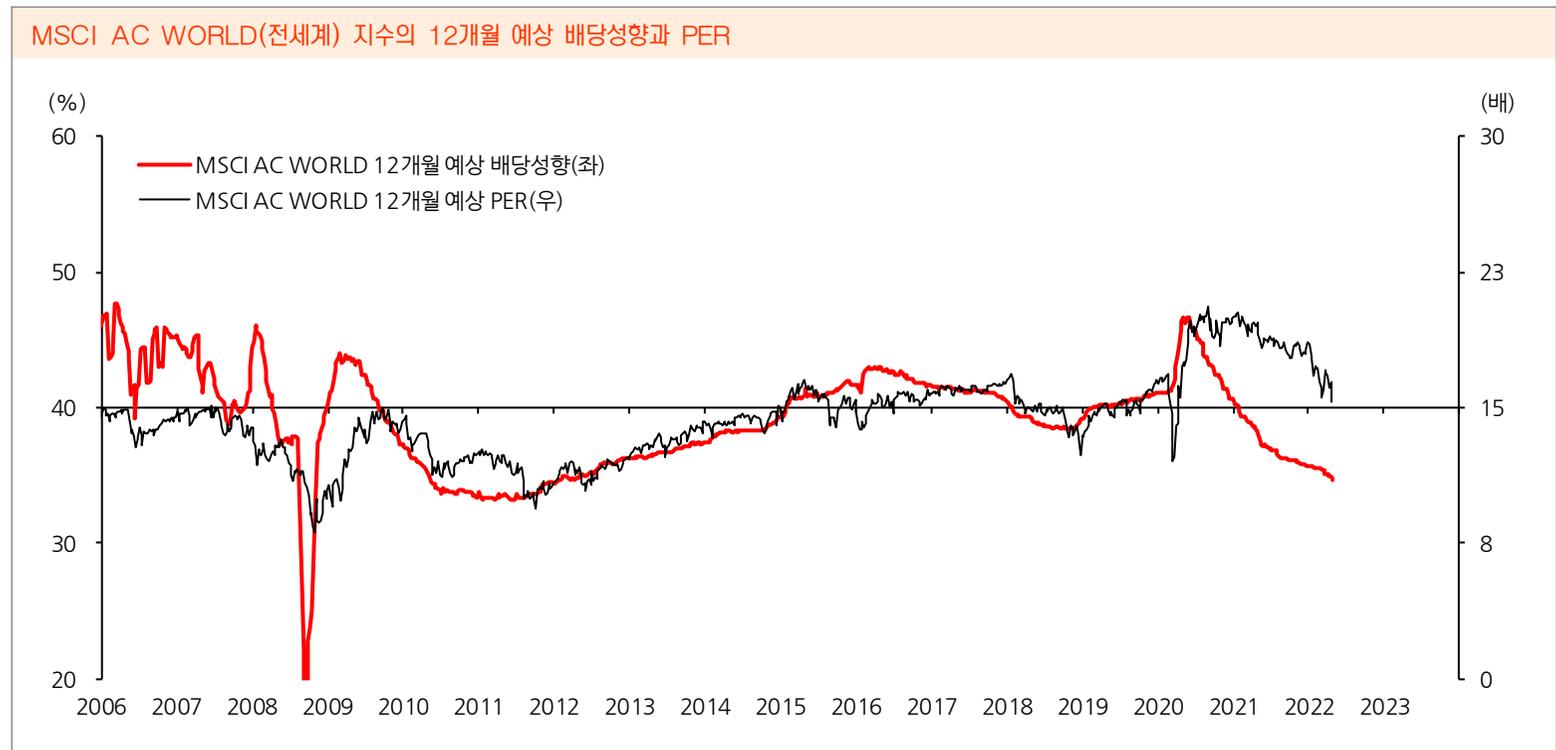
퀵트

멀티플 텐트럼



PER이 내려가는 이유

- ❖ 배당성향과 PER은 비례 관계($PER = P/EPS = \{P \cdot DPS\} / \{EPS \cdot DPS\} = \{DPS/EPS\} / \{DPS/P\} = \text{배당성향} / \text{배당수익률}$)
- ❖ 실제로 MSCI AC WORLD의 배당성향과 PER은 매우 밀접한 관계
- ❖ 최근 코로나19 충격 이후 EPS가 급격하게 상승했지만 DPS 상승이 더디면서 배당성향은 추세적 하락. PER을 끌어내리는 중

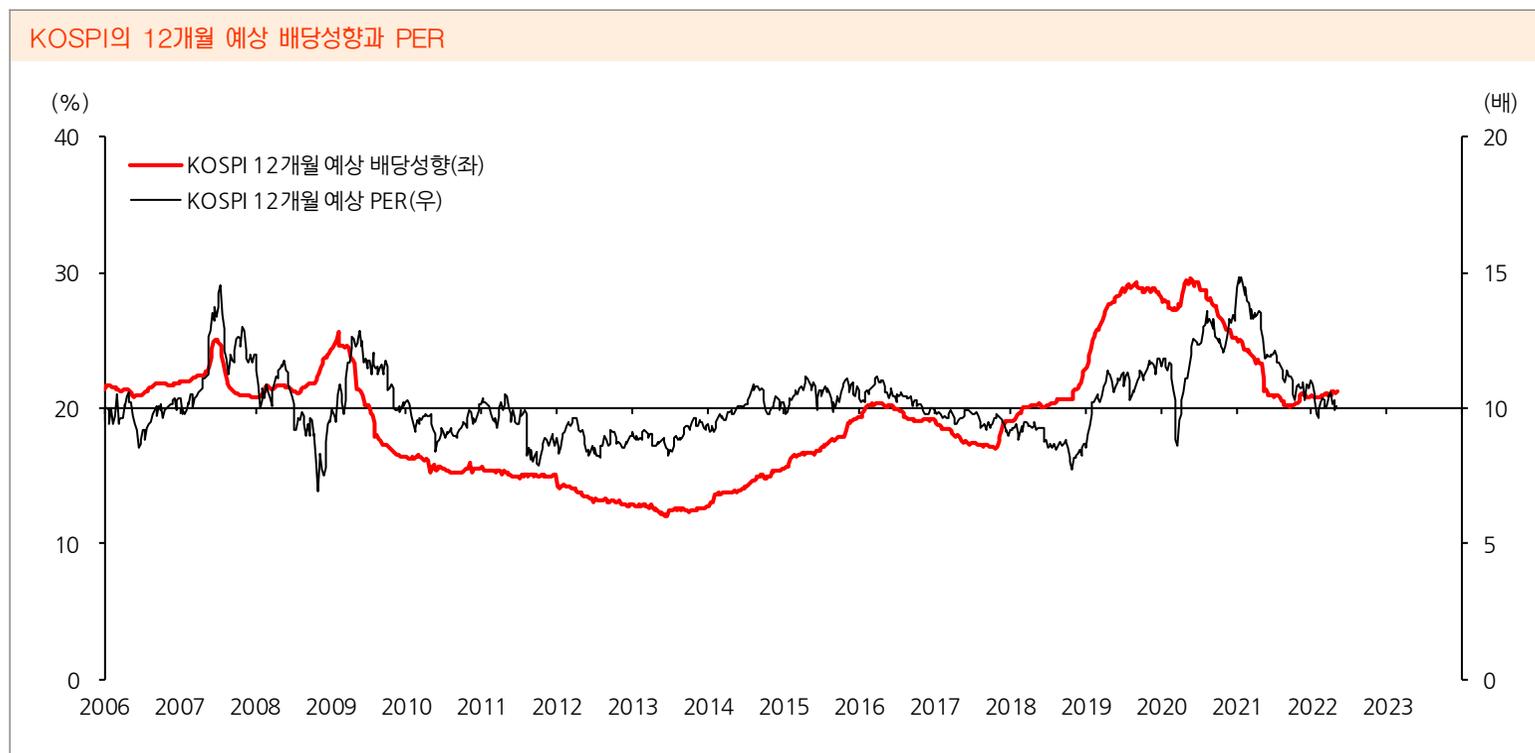


자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



전세계는 내리지만 우리는 오른다

- ❖ 우리나라도 배당성향과 PER이 밀접하게 움직이는 경향. 2~3개월 선행하는 편
- ❖ 전세계는 배당성향이 하락하고 있지만, KOSPI 배당성향은 작년 9월에 20.0%로 저점을 형성한 뒤 현재 21.2%로 완만하게 상승중
- ❖ 현재 KOSPI 12개월 예상 PER은 10배, 배당성향 상승은 PER 10배 지지 요인

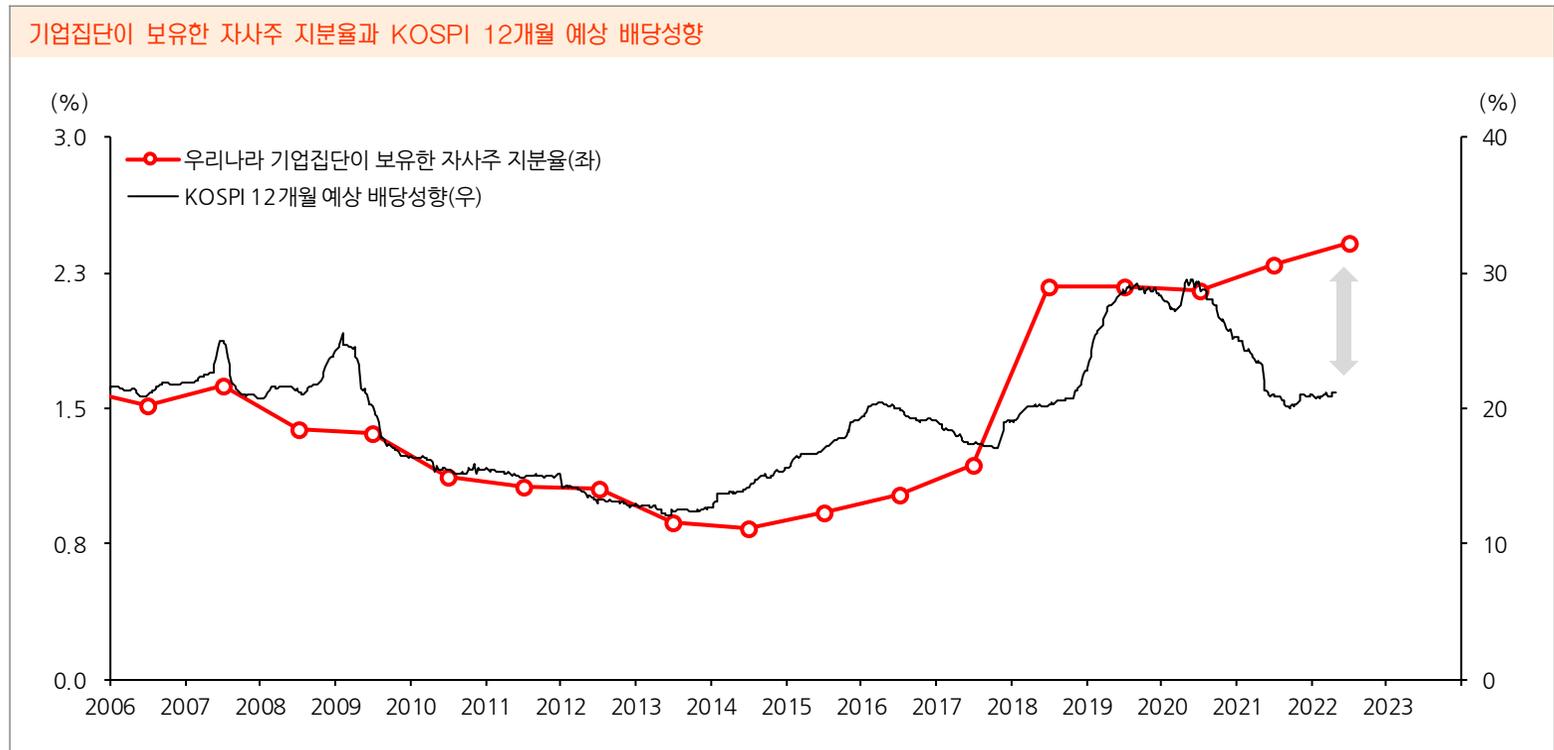


자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



자사주와 배당성향은 같은 방향

- ❖ 대표적 주주환원 정책이 배당과 자사주 매입. 배당은 한 번 늘리면 줄이기 쉽지 않아 상대적으로 자사주 매입이 기업에 덜 부담
- ❖ 삼성, 현대자동차, SK, LG 등 우리나라 기업집단이 보유한 자사주 비율은 2014년 0.84%로 저점을 형성하고 꾸준히 상승
- ❖ 자사주 지분율과 배당성향은 주주환원 정책이라는 측면에서 같은 방향으로 움직여와. 최근 벌어진 갭은 배당성향이 좁혀나갈 것으로 전망

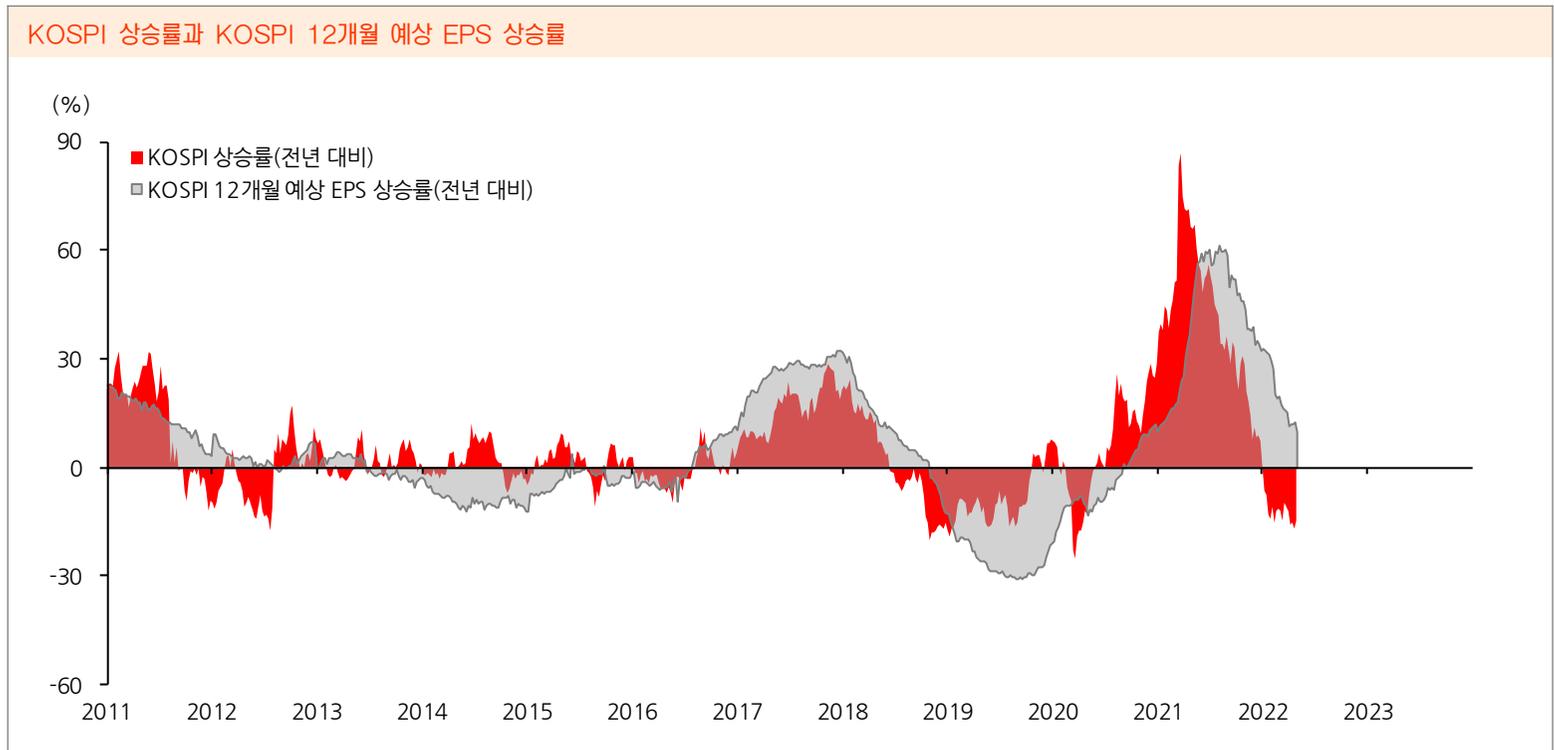


주: 기업집단은 동일인이 사실상 사업내용을 지배하는 회사의 집단으로서 지분율기준 또는 지배력기준으로 기업집단의 범위, 즉 계열사여부를 판단
 자료: 공정거래위원회, Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



주가를 이익보다 더 올리고 내리는 그것, 멀티플

- ❖ 주가 상승률과 이익 상승률은 서로 엇지락뒤지락. 그 차이는 멀티플(PE). 이익에 대해서 얼마큼의 가치를 부여할 것인가
- ❖ 코로나19 충격 이후 주가 상승률이 EPS 상승률을 추월하면서 멀티플은 확장(+)
- ❖ 지금은 반대로 주가 상승률이 EPS 상승률을 따라가지 못하면서 멀티플이 축소(-)되고 있는 상황



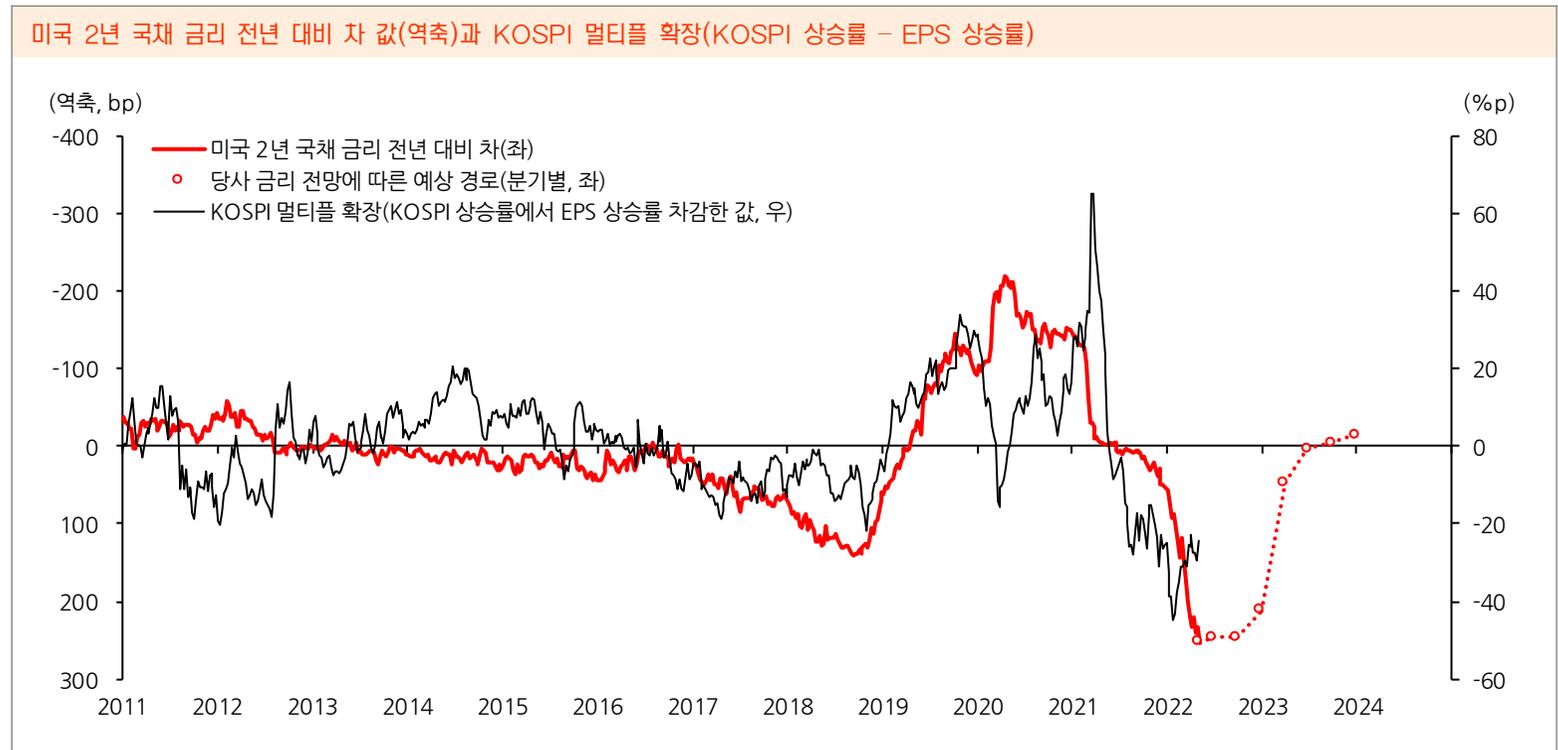
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터





멀티플, 연말부터 쪽 올라간다

- ❖ 주가 상승률에서 EPS 상승률을 차감하면 현재 -24.5%p(KOSPI는 전년 대비 -14.8%, EPS는 +9.7%)
- ❖ 극단적 멀티플 축소 현상의 원인은 미국 통화정책 불확실성. 미국 2년 국채 금리 전년 대비 차 값과 멀티플은 매우 밀접하게 동행하기 때문
- ❖ 미국 2년 금리가 극단적으로 5% 근방까지 가지않는 한, 연말로 갈수록 금리 차 값이 축소되면서 멀티플은 정상화될 것

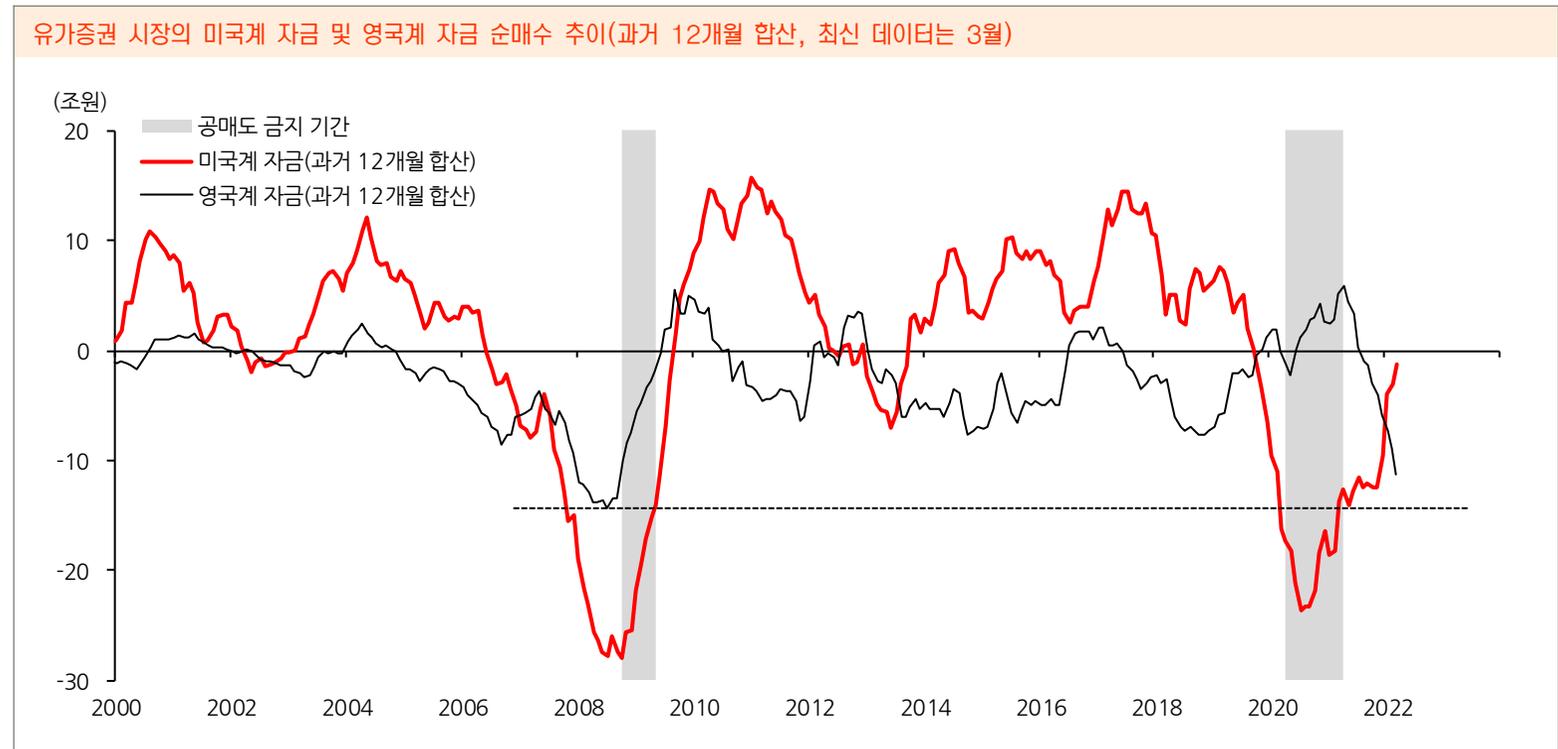


자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



완전히 엇갈린 외국인

- ❖ 외국인은 KOSPI를 연초 이후 약 11조원 순매도. 흥미로운 점은 미국계 자금과 영국계 자금의 매매 방향이 완전히 엇갈리고 있다는 점
- ❖ 3월 기준, 지난 1년간 미국계 자금은 1.2조원 순매도하고 있지만 영국계는 11.2조원 순매도
- ❖ 지난 5개월 동안 미국은 5조원을 순매수, 영국은 5조원 순매도. 영국 자금의 유출이 멈춰야 외국인 수급도 안정될 것

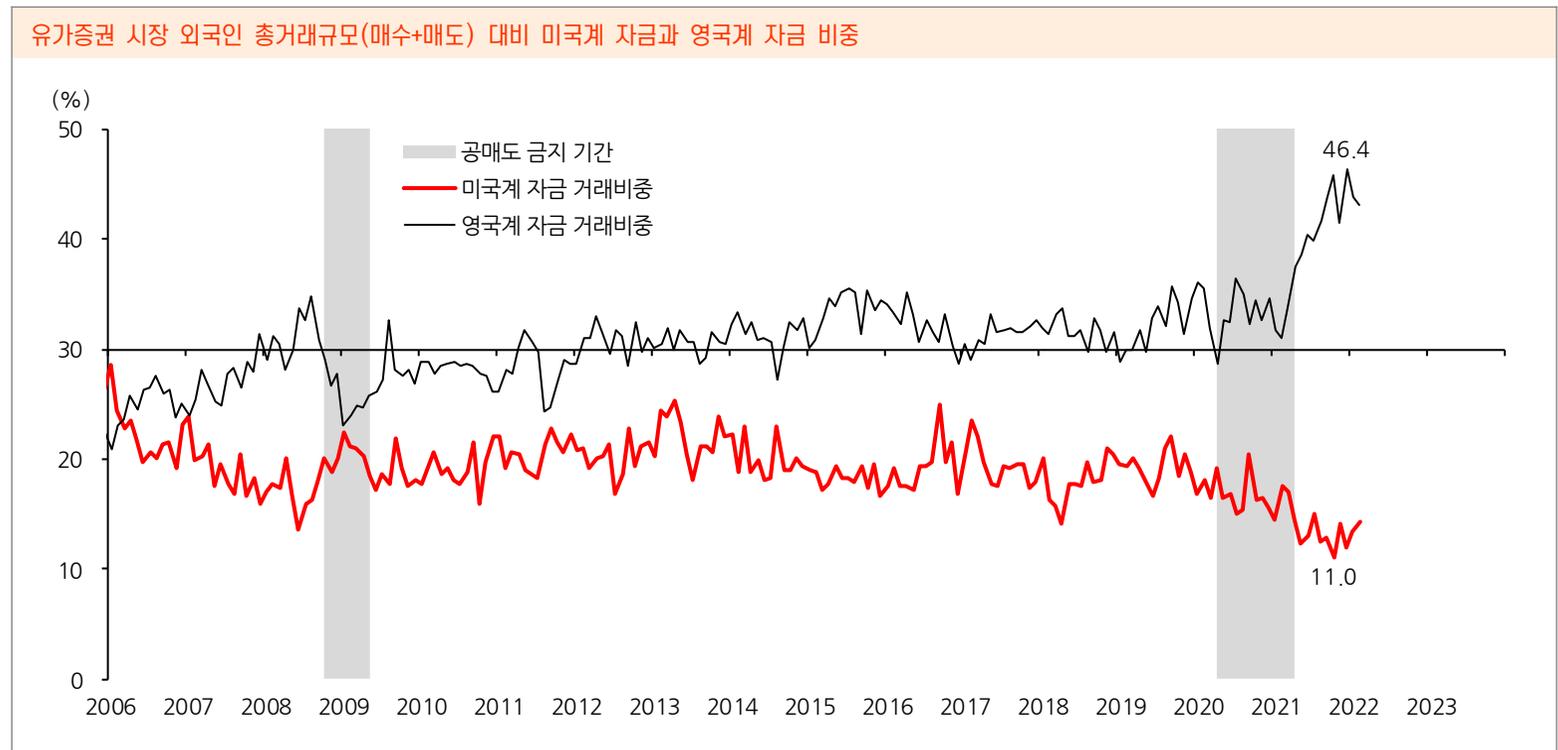


주: 상장주식 보유 현황은 미국(40.7%), 영국(8.3%), 싱가포르(6.8%), 룩셈부르크(6.6%) 순
자료: 금융감독원, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



영국 자금 유출은 아웃라이어, 외국인은 돌아온다

- ❖ 유가증권 시장에서 외국인 총거래규모 중 미국계와 영국계 자금의 비중은 경험적으로 영국이 30% 내외, 미국은 20% 내외
- ❖ 현재 영국계 비중은 전체 외국인의 절반에 가까울 정도로 급증. 2008년 금융위기 때도 거래비중은 30% 내외에 불과
- ❖ 공매도 제한 조치에 대한 반작용이 작년 5월부터 나타난 것이라고 판단. 공매도 잔고 대량보유자의 약 90%가 영국 국적

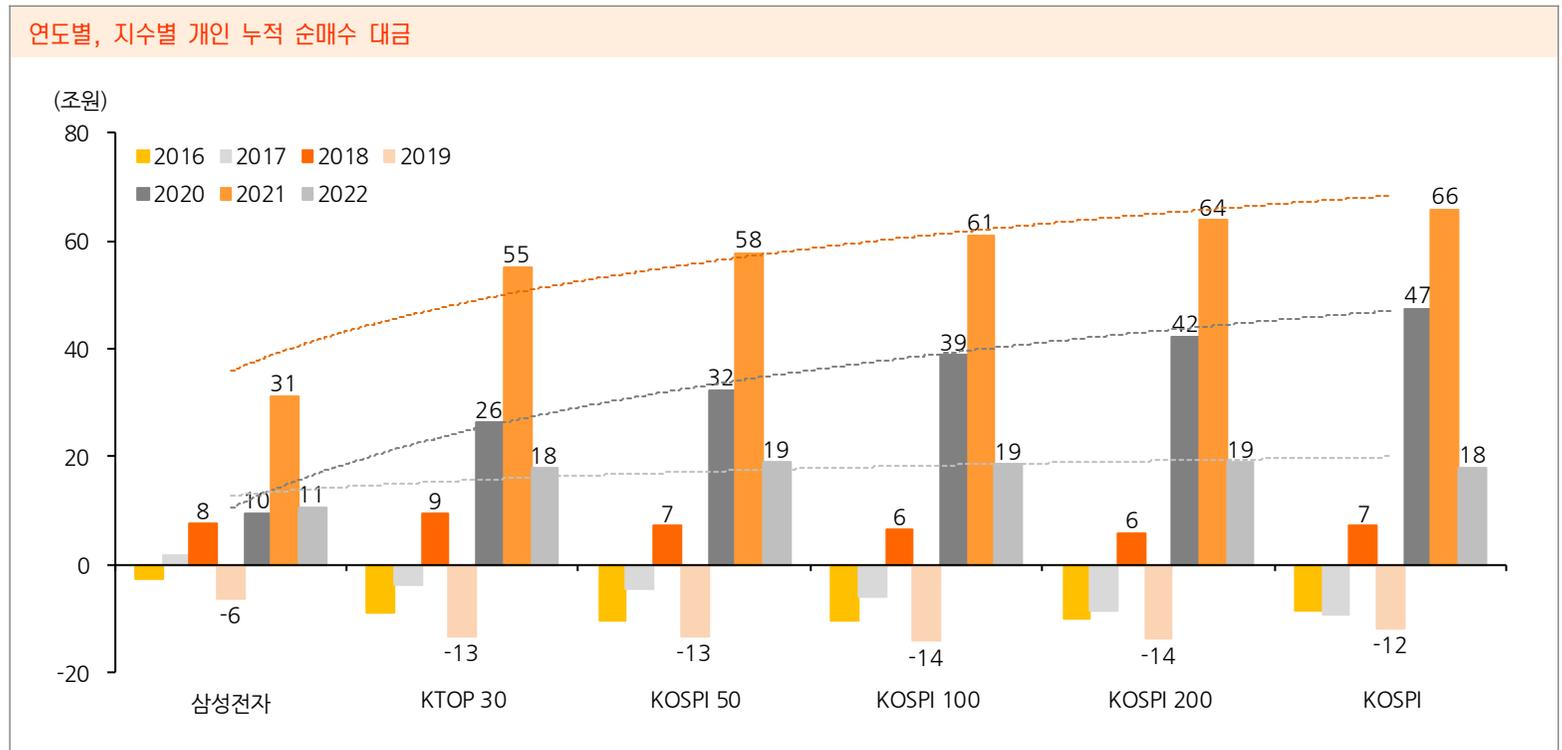


주: 매매비중은 유가증권 시장 상장증권 중 ETF, ETN, ELW, REITs, 뮤추얼펀드 등을 제외한 일반종목에 대한 외국인 거래 기준
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터



개인 투자자는 본래의 모습으로 회귀

- ❖ 개인 투자자의 매매 행태는 삼성전자에서 초대형주, 대형주, 중소형주를 얼마나 사고 있는지 보면 파악 가능
- ❖ 2020년과 2021년 개인 누적 순매수 금액은 삼성전자 < KTOP30 < KOSPI50 < KOSPI100 < KOSPI200 < KOSPI로 정배열
- ❖ 지금은 삼성전자, KTOP30처럼 초대형주를 제외하면 모두 역배열. 2016~2019년과 유사. 개인 수급 영향은 중립



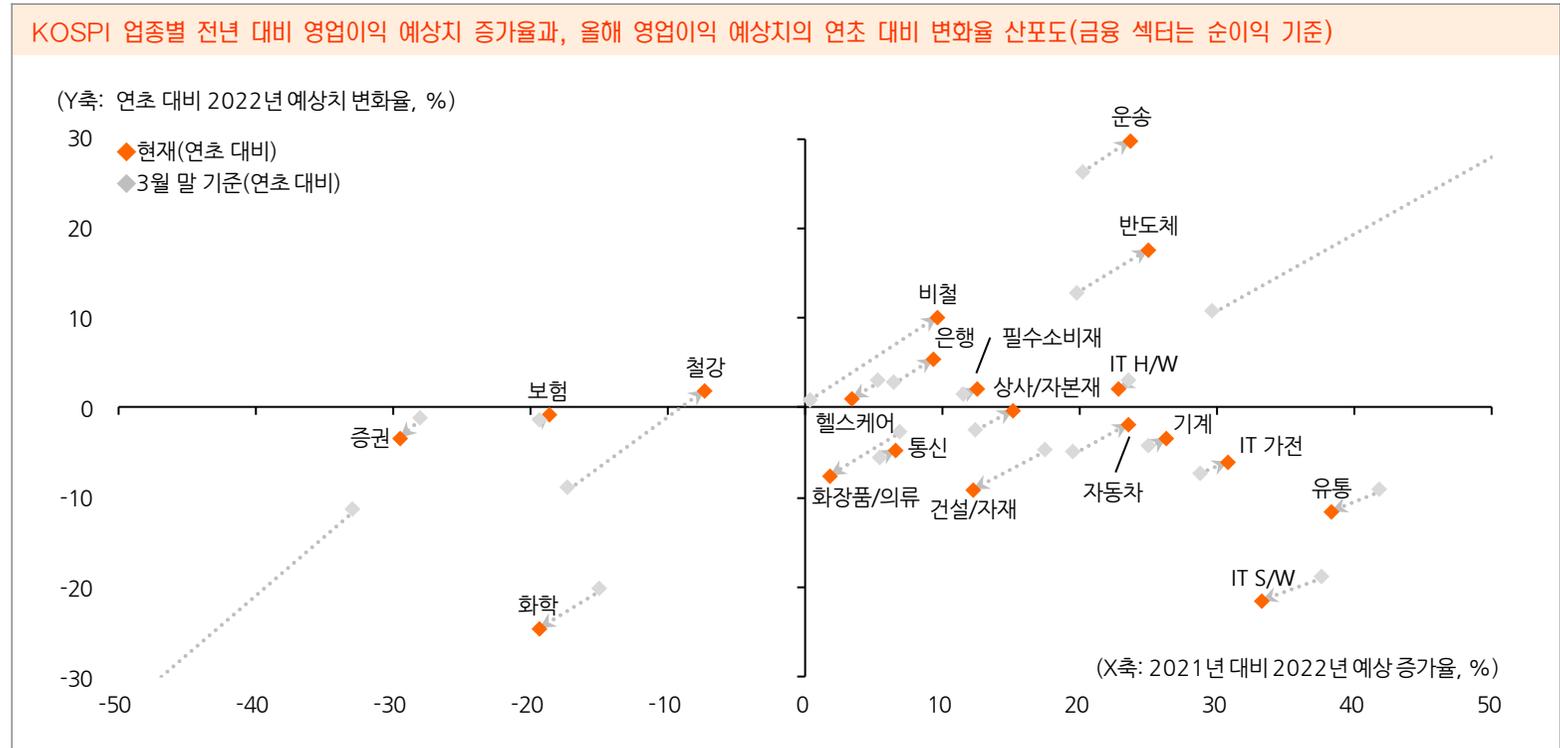
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



업종별 이익 매력도(1/2)

- ❖ 주도: 비철, 운송, 필수소비재, 은행, 반도체
- 개선: 철강, 기계, 상사/자본재, 자동차, 가전, 통신
- 둔화: 건설/자재, 화장품/의류, 유통, S/W, H/W, 헬스케어
- 악화: 화학, 증권

KOSPI 업종별 전년 대비 영업이익의 예상치 증가율과, 올해 영업이익의 예상치의 연초 대비 변화율 산포도(금융 섹터는 순이익 기준)



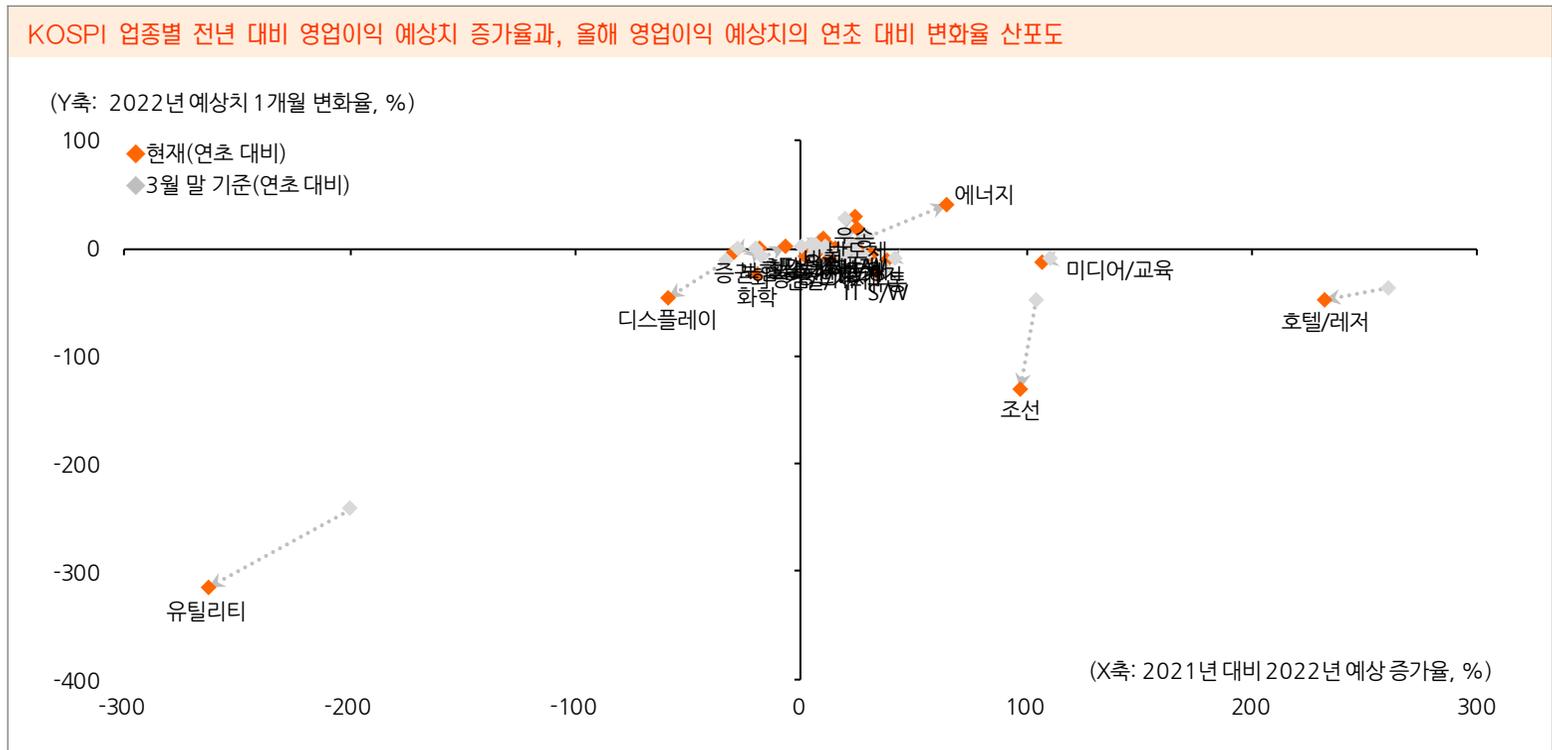
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



업종별 이익 매력도(2/2)

- ❖ 주도: 에너지
- 개선: x
- 둔화: 조선, 호텔/레저
- 악화: 디스플레이, 유틸리티

KOSPI 업종별 전년 대비 영업이익 예상치 증가율과, 올해 영업이익 예상치의 연초 대비 변화율 산포도

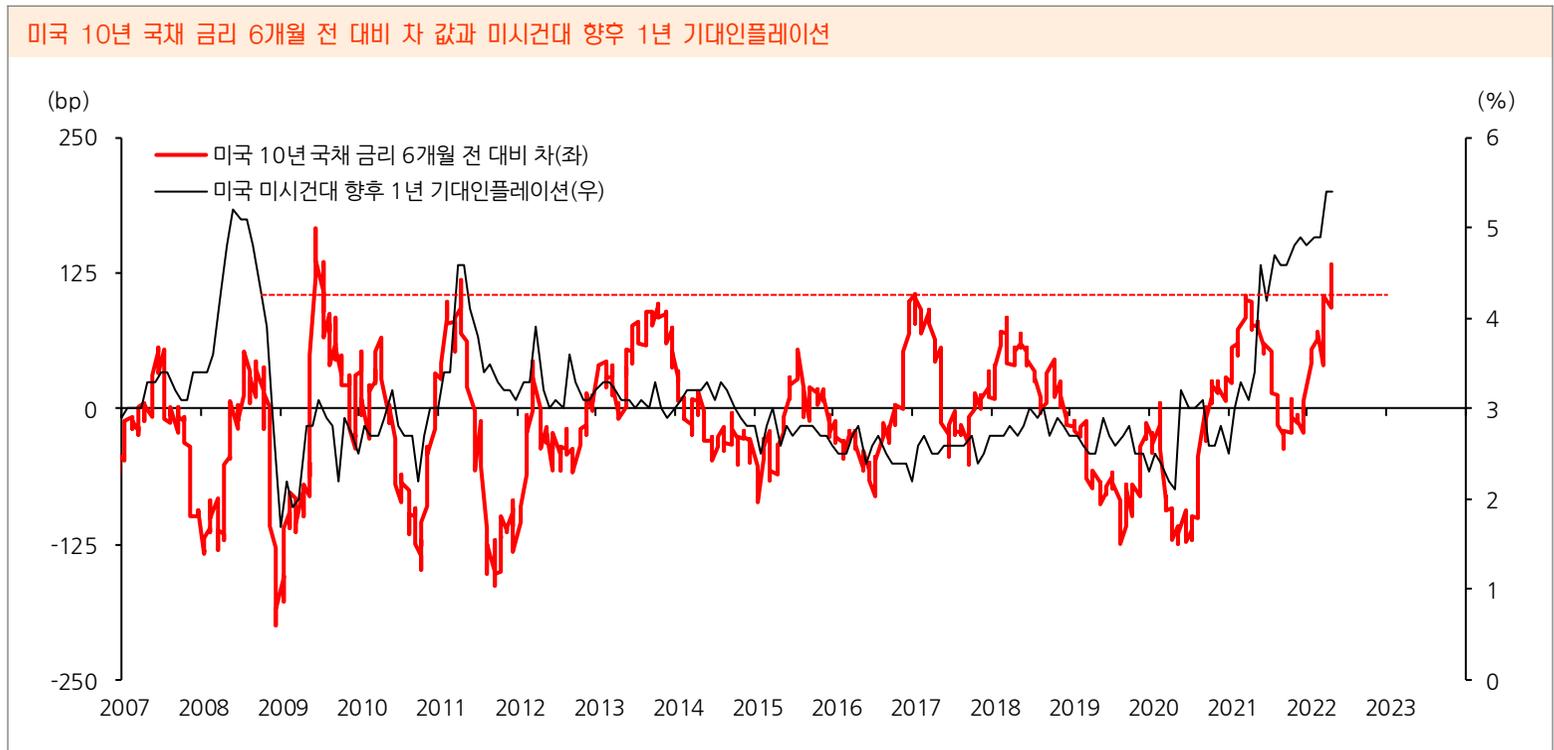


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



금리와 함께 기대 심리가 꺾일 때쯤

- ❖ 금리가 아무리 빠르게 올라도 6개월 동안 200bp 오르는 쉽지 않았던 경험
- ❖ 금리 차 값이 커질 때 기대인플레이션의 속도가 빨라지고, 작아질 때 속도가 둔화되는 경향
- ❖ 과거 추이 감안 시 4분기 무렵, 금리 차도 (-) 전환 및 인플레이션 속도 감소 가능성 높을 것

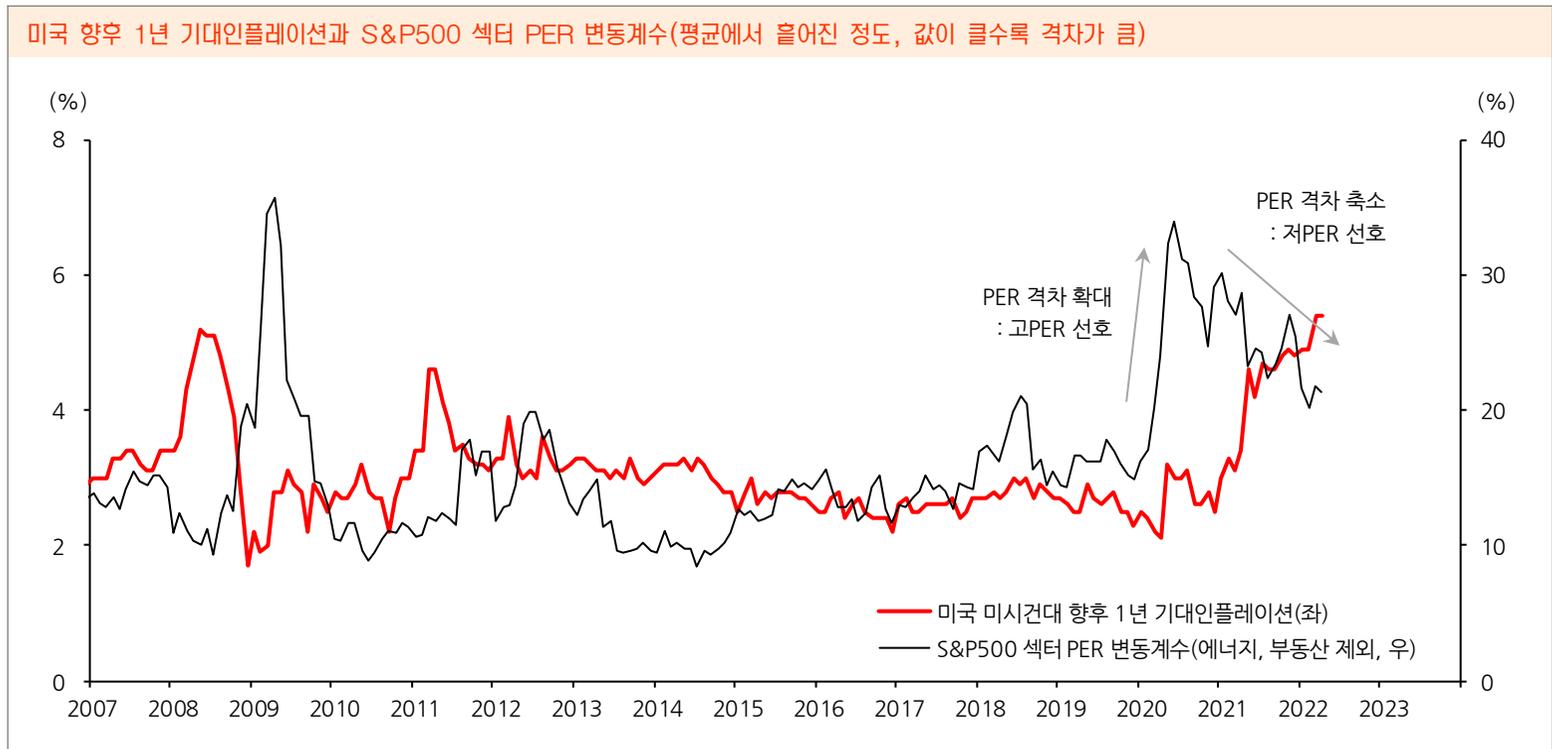


자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



성장주는 돌아온다

- ❖ 미국 1년 기대인플레이션과 S&P500 섹터의 PER 변동계수는 서로 반대로 움직이는 경향
- ❖ 변동계수가 높다는 말은 섹터별 PER이 평균에서 떨어져 있다는 의미로, 고PER와 저PER 간 격차가 커지는 것
- ❖ 인플레이션이 높게 유지되면서 저PER 선호 국면이 이어지고 있지만, 연말 4분기로 갈수록 저PER에서 고PER로의 이동 고려 필요

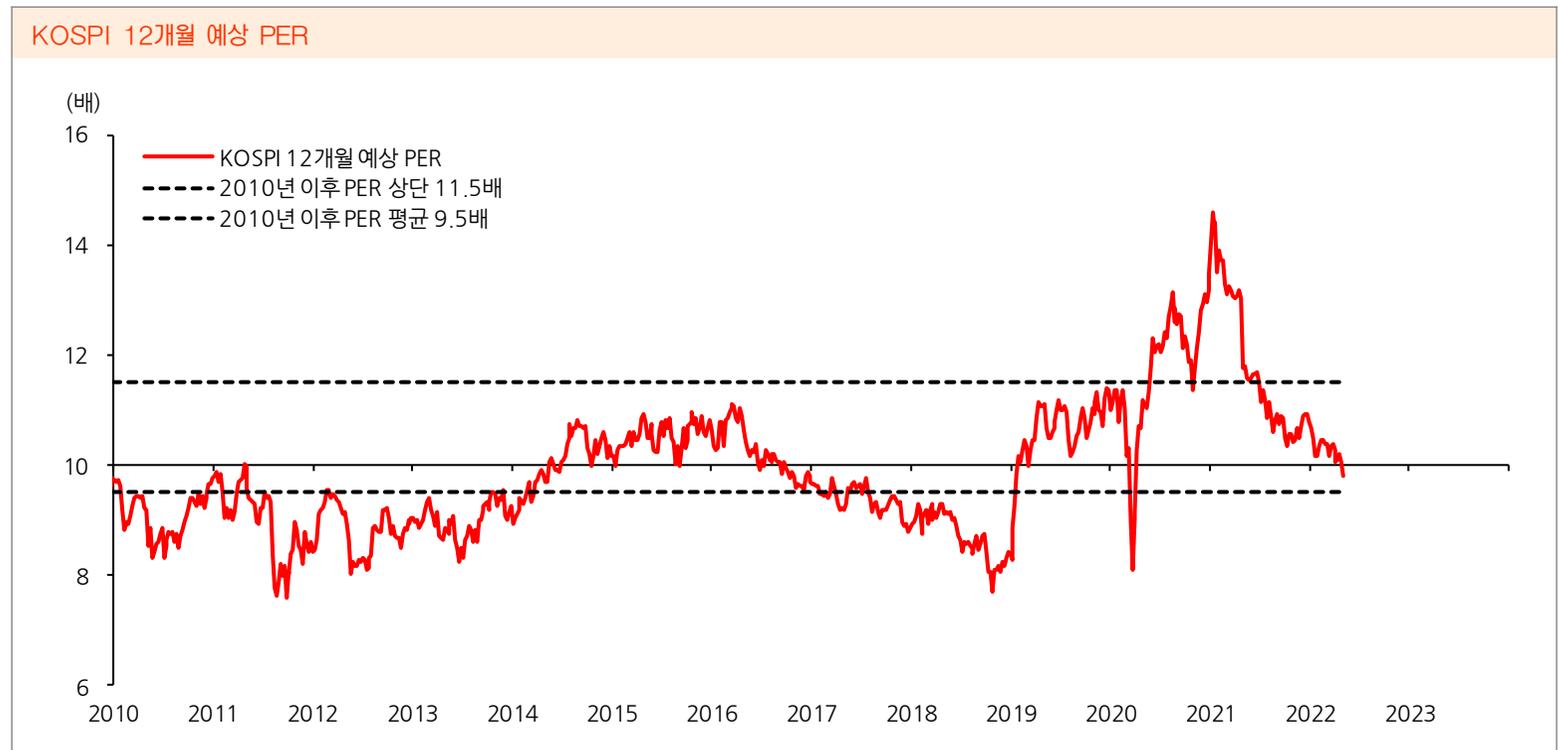


자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



하반기 KOSPI 밴드 2,600~3,100p

- ❖ 하반기 KOSPI PER 예상 등락 범위는
: 2010년 이후 코로나19 충격 이전 최고 PER 11.5배와 동 기간 평균 PER 9.5배
- ❖ 상반기 현재 12개월 예상 EPS 270p 적용하면(Refinitiv와 WISEfn 추정 평균값)
: KOSPI 밴드는 2,600~3,100p



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



벌어들이는 돈의 규모 자체가 우위에 있는 종목

- ❖ 금리는 돈의 가격. 금리 상승 속도는 조절되더라도 절대적 레벨은 높은 수준. 벌어들이는 돈의 규모 자체가 우위에 있는 기업에 주목
- ❖ 지난 2년간 상장사 제조업 종목 중, 연도별 연간 순이익 규모 순위가 올라가거나 유지되는 종목은 벤치마크 대비 아웃퍼폼

2020년도 해당 종목 및 수익률(2020년 4월 말 ~12월 말)						2021년도 해당 종목 및 수익률(2021년 4월 말 ~12월 말)					
종목명	2018년 순위(실제)	2019년 순위(실제)	2020년 순위(예상)	2021년 순위(예상)	주가 수익률(%)	종목명	2019년 순위(실제)	2020년 순위(실제)	2021년 순위(예상)	2022년 순위(예상)	주가 수익률(%)
삼성전자	1	1	1	1	62.0	삼성전자	1	1	1	1	(3.9)
기아	15	6	6	5	110.5	HMM	2,137	94	10	10	(31.4)
한국전력	2,062	2,061	13	10	14.9	삼성SDI	30	23	19	15	0.2
셀트리온헬스케어	576	132	57	52	96.5	카카오	2,132	70	35	28	(0.9)
롯데쇼핑	2,059	2,059	73	56	2.7	한화	102	57	46	46	1.9
현대엘리베이	715	174	140	96	(3.8)	OCI	2,140	2,131	66	64	(16.8)
지누스	207	117	109	106	21.3	SK바이오사이언스	496	298	69	69	48.0
일진머티리얼즈	224	179	163	142	27.7	아이에스동서	129	93	91	82	(33.8)
에코프로비엠	243	238	207	155	133.0	대한항공	2,138	2,128	536	85	9.1
종근당홀딩스	310	186	168	161	11.8	카카오게임즈	599	134	131	113	67.9
대웅제약	1,864	356	266	200	54.2	에코프로	366	366	143	115	54.8
코스맥스	271	259	213	204	11.8	데브시스터즈	1,870	1,613	141	124	(7.8)
천보	361	341	259	243	172.2	에코프로비엠	240	227	174	145	176.7
메드팩토	1,989	1,794	532	251	226.5	NHN	558	403	166	162	18.2
금호타이어	2,050	1,985	518	320	23.7	LIG넥스원	1,038	187	186	163	73.2
파미셀	1,818	905	423	412	(8.9)	SK네트웍스	2,123	285	205	167	(5.3)
CJ CGV	2,046	2,043	539	415	4.1	위메이드	1,798	1,660	195	188	575.9
엘앤씨바이오	875	725	441	417	48.3	테스	641	317	204	197	(13.3)
알테오젠	1,671	1,375	525	489	281.4	현대로템	2,134	313	237	198	3.2
제넥신	1,980	1,221	530	492	89.8	이오테크닉스	562	408	230	204	1.7
평균 수익률(%)					69.0	평균 수익률(%)					45.9
동 기간 벤치마크(%)					52.7	동 기간 벤치마크(%)					-4.7

주: 상장사 제조업 시가총액 5,000억원 이상 종목, t년도(예를 들어 2020년 4월 말 시점) 기준으로 t-2, t-1, t+1년 순위를 산출하고 전년 대비 순위가 올라가거나 유지되는 상위 20개 종목 선별 후 그 해 연말까지 수익률 계산
 자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



2022, 2023년 우위에 있을 종목 30선

코드	종목명	업종명	시가총액 (십억원)	2020년 순위(실제)	2021년 순위(실제)	2022년 순위(예상)	2023년 순위(예상)	2022년 예상 ROE(%)	12개월 예상 PEP(배)	2022년 연간 순이익 예상치 변화율(연초 대비, %)
A005930	삼성전자	반도체	402,363	1	1	1	1	15.1	9.5	6.6
A005380	현대차	자동차	39,742	11	6	4	3	8.6	7.4	3.9
A000270	기아	자동차	33,969	8	7	6	4	14.8	5.9	3.0
A006400	삼성SDI	IT가전	42,015	24	24	17	12	10.4	24.6	9.9
A373220	LG에너지솔루션	IT가전	97,578	2,204	36	27	18	6.8	85.9	17.0
A011070	LG이노텍	IT하드웨어	8,260	55	31	23	23	27.2	7.5	5.7
A000720	현대건설	건설, 건축관련	4,961	97	60	51	51	6.7	9.5	5.6
A302440	SK바이오사이언스	건강관리	10,404	299	68	58	52	26.2	19.9	-13.3
A009540	한국조선해양	조선	6,497	2,211	2,190	384	54	0.2	27.8	-77.9
A001040	CJ	상사, 자본재	2,538	131	82	64	57	7.8	6.9	4.9
A108320	LX세미콘	디스플레이	2,163	156	80	67	64	41.3	5.2	20.9
A004170	신세계	소매(유통)	2,447	2,177	76	72	69	8.5	6.8	0.6
A003380	하림지주	필수소비재	1,226	199	73	71	70	14.8	3.3	
A035250	강원랜드	호텔, 레저	5,734	2,197	1,900	83	71	7.7	18.3	-1.1
A090430	아모레퍼시픽	화장품, 의류	10,587	281	100	78	74	5.9	36.6	-8.6
A329180	현대중공업	조선	12,428	2,203	2,189	546	82	-1.1	107.8	-410.7
A069960	현대백화점	소매(유통)	1,772	161	104	88	88	5.0	7.1	-1.2
A247540	에코프로비엠	IT가전	10,919	227	180	113	89	24.0	54.5	8.7
A204320	만도	자동차	2,554	869	116	100	90	9.8	11.6	-3.1
A002790	아모레G	화장품, 의류	4,123	653	109	102	95	5.6	21.8	-5.2
A035760	CJ ENM	미디어, 교육	2,803	193	101	96	96	5.3	12.4	-2.5
A298000	효성화학	화학	726	1,857	236	166	104	18.7	4.6	-34.5
A003670	포스코케미칼	화학	10,535	324	144	125	105	5.9	58.3	0.8
A023530	롯데쇼핑	소매(유통)	2,673	2,209	2,187	196	123	0.8	21.9	7.3
A079550	LIG넥스원	상사, 자본재	1,806	187	170	141	133	15.7	13.2	30.3
A353200	대덕전자	IT하드웨어	1,512	1,784	261	143	139	16.7	11.9	12.5
A215200	메가스터디교육	미디어, 교육	1,130	406	207	147	145	30.4	8.6	1.9
A067310	해나미이크론	반도체	863	1,946	542	254	146	22.2	9.2	0.0
A178320	서진시스템	IT하드웨어	365	1,663	387	193	148	18.4	6.5	13.4
A008770	호텔신라	호텔, 레저	3,187	2,198	476	201	150	10.6	32.0	-25.2

자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



오토포커싱

2022
하반기전망

박승영 | park.seungyoung@hanwha.com | 3772-7679
김수연 | sooyeon.k@hanwha.com | 3772-7628

IV

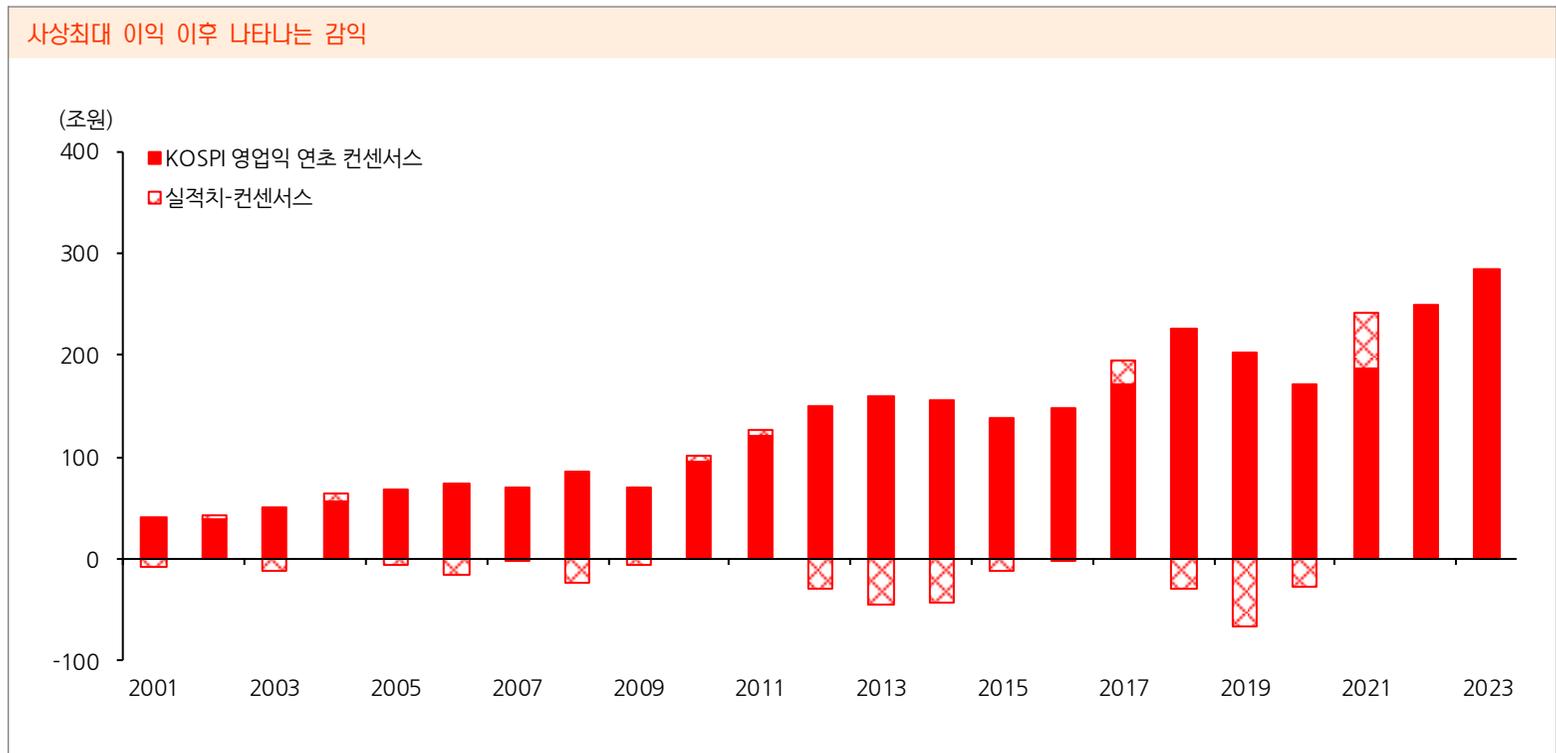
주식 전략

하반기 3,000이 보인다



하반기가 불안한 이유, 감익

- ❖ 2022년 하반기 주식시장이 불안한 이유는 작년 사상최대를 기록한 KOSPI 이익이 감소할 것이라는 우려에서 기인
- ❖ KOSPI 기업이익은 2012년, 2019년에 각각 감소했고 주가는 컨센서스가 하향되기 시작한 2011년 하반기, 2018년 하반기부터 조정



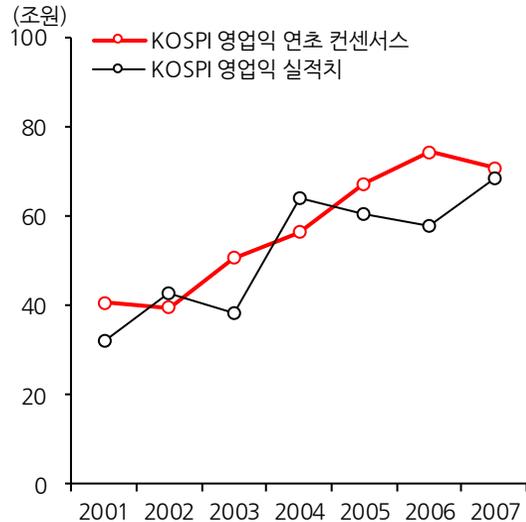
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



실적보다 실적기대가 중요

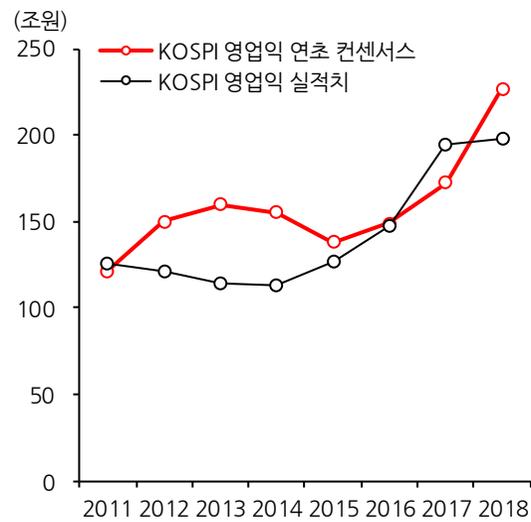
- ❖ 주식시장이 양호한 흐름을 이어가려면 이익 증가에 대한 기대가 유효해야 함
- ❖ 실적치가 당해 예상치를 밑돌더라도 다음해엔 이익이 늘어날 것이라는 기대가 유지되면 주가는 양호
- ❖ 2000년대 중반 글로벌 인플레이가 안정적으로 유지되며 실적이 계속 증가할 것이라는 예상이 유지됐음

2002~06년 영업익 컨센서스 우상향



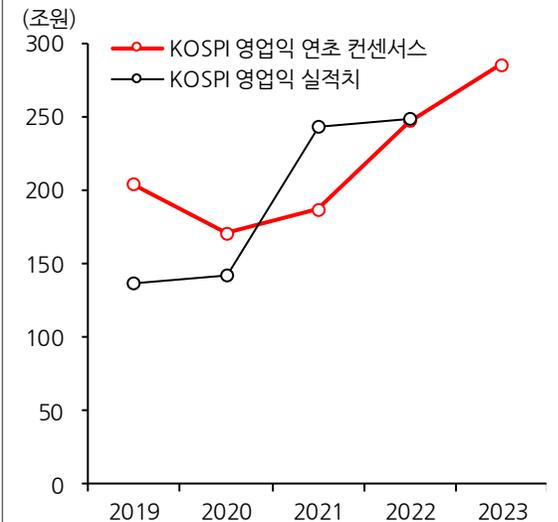
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

2011~15년 영업익 컨센서스 하향 반전



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

2020~23년 영업익 컨센서스 우상향

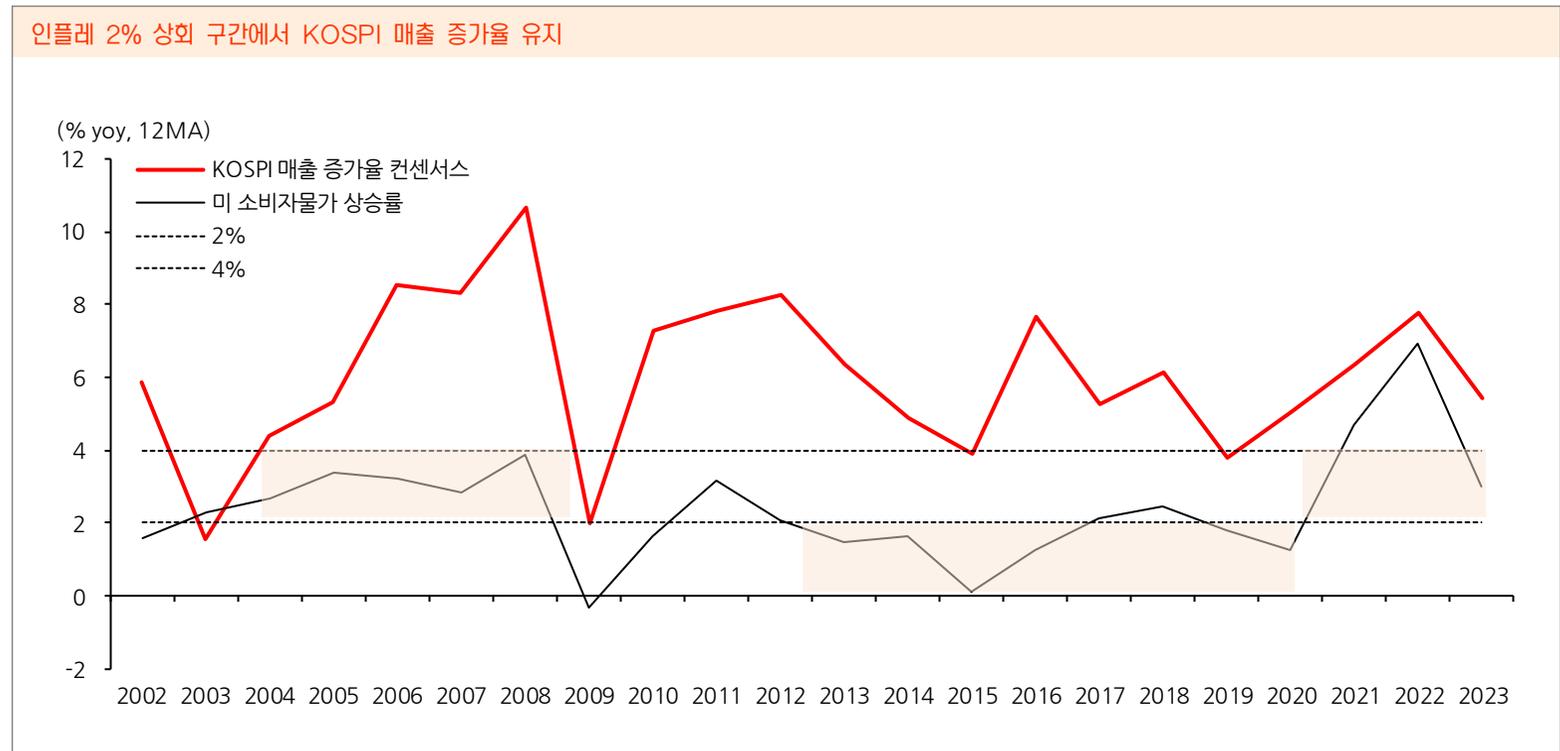


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



인플레, 적에서 동지로

- ❖ 인플레, 2022년 상반기 주식시장의 적이었다면 하반기엔 주식시장의 조력자가 될 것
- ❖ 금융위기 이후 글로벌 인플레가 약하게 유지되며 국내 기업들의 top line 성장 기대도 약했지만
- ❖ 인플레가 급격히 하락하지 않는다면 top line 성장에 대한 기대가 유지되며 이익이 급감할 것이라는 우려도 완화될 전망



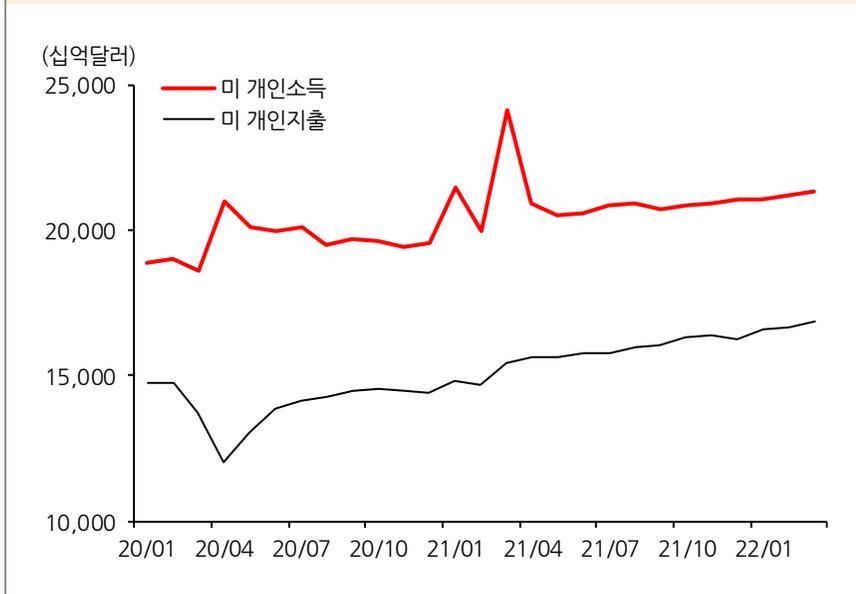
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



미국 소비 믿는다

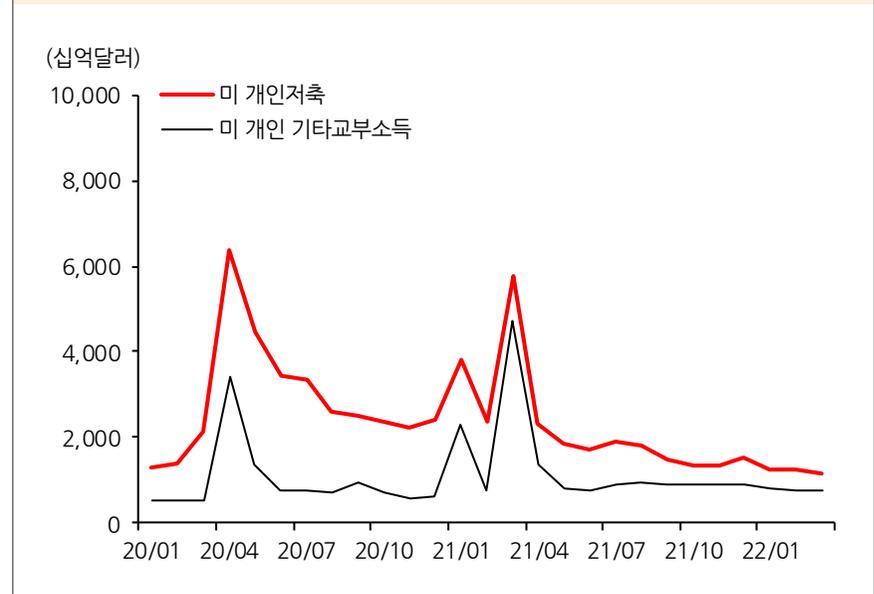
- ❖ 미국을 중심으로 한 선진국의 소비는 여전히 여력이 있는 것으로 판단
- ❖ 미국의 개인지출은 품목별 비중은 달라지고 있으나 여전히 증가세 유지
- ❖ 미국 가계는 코로나 지원금 이상을 저축해 놓은 상태이고 2년간 저축을 쓰지 않고 있음

미 개인소득과 개인지출 꾸준한 우상향



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

미 가계, 코로나 지원금 아직 안써



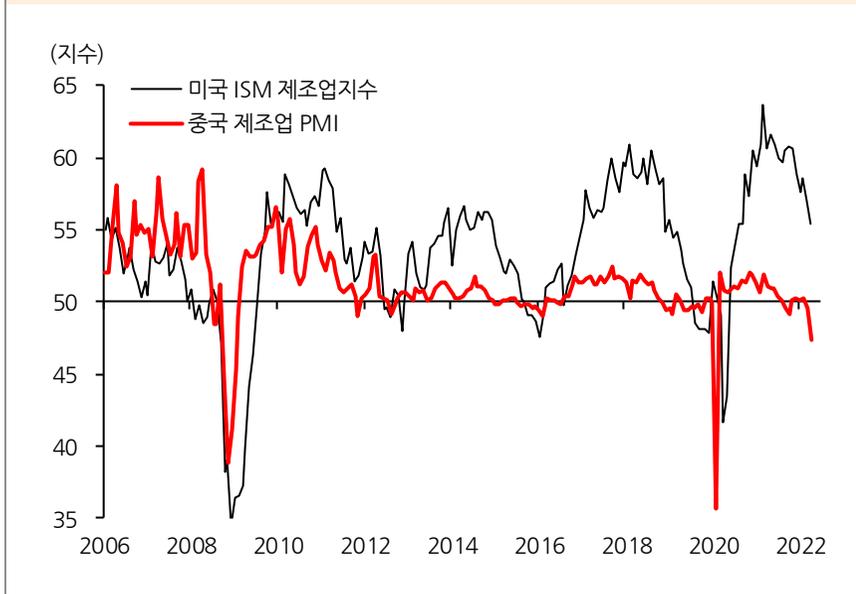
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터



중국 반등-미국 둔화, 최상의 조건

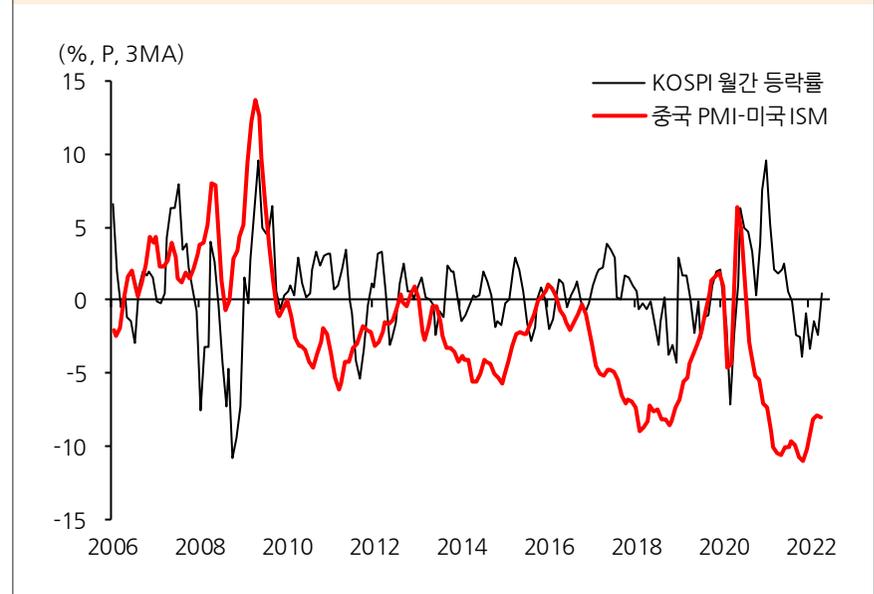
- ❖ 하반기 글로벌 경기 방향 국내 주식시장에 우호적으로 전개될 가능성
- ❖ KOSPI는 중국 경기가 회복하고 미국 경기가 둔화되는 구간에서 수익률 양호했음
- ❖ 1) 인터넷 기업 성장촉진 서약 2) 상해 봉쇄 완화 3) 인프라 투자 확대로 중국 경기 모멘텀 회복 가능성

중국 반등 미국 둔화 가능성



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

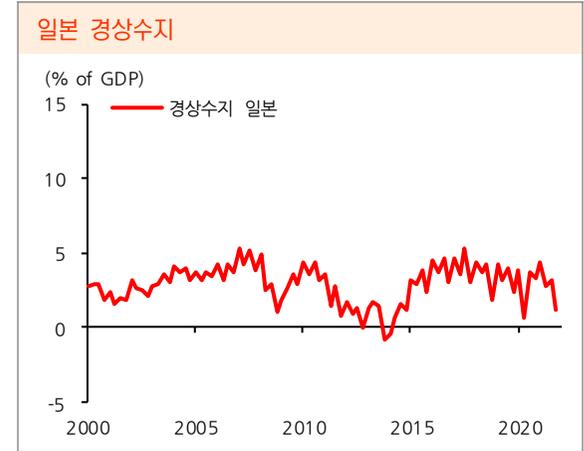
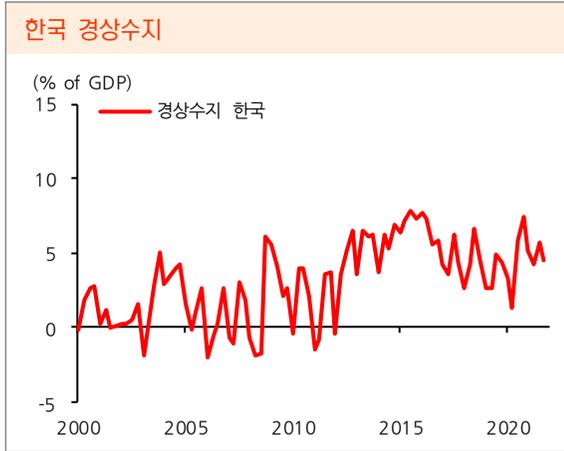
중국 좋고 미국 안 좋을 때 한국 주식 양호



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터



원화, 엔화따라 약세

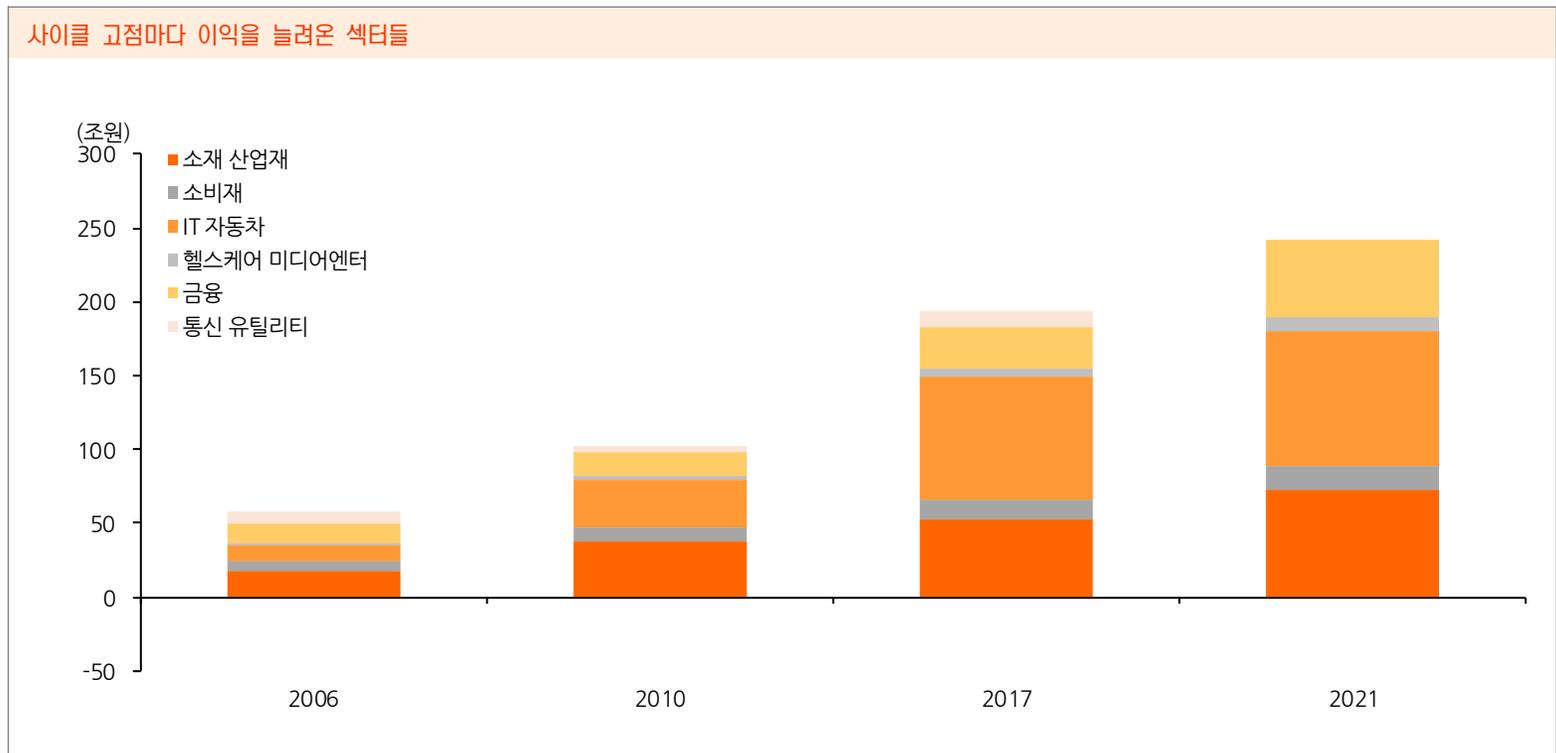


자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터



증익의 선수들

- ❖ 2022년 이익을 늘릴 것으로 기대되고 늘릴 여력이 있는 섹터는 반도체, 금융, 지주 등으로 판단
- ❖ 컨센서스의 흐름 뿐 아니라 지금까지 사이클 고점에서 이익을 늘려왔던 경험이 증익 기대를 뒷받침



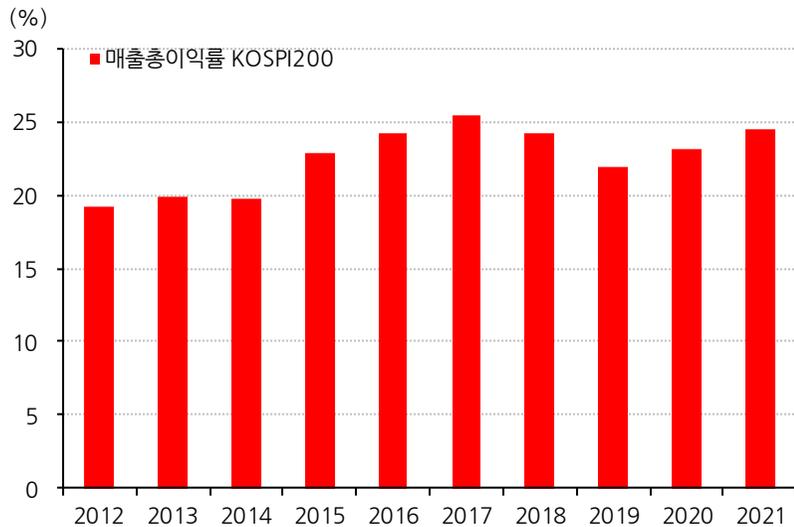
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



인플레가 이익을 갉아먹는다?

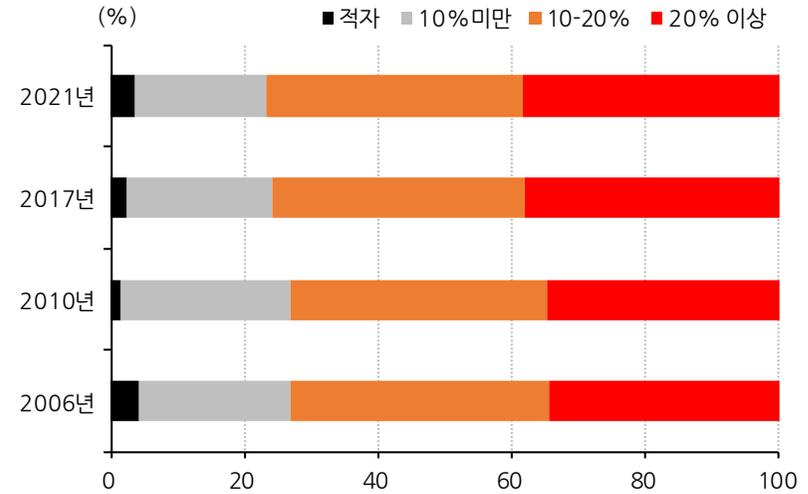
- ❖ 인플레가 비용 압력을 높여 이익을 훼손하는지 여부는 매출총이익률의 안정성으로 확인. 2014년 20% 하회했으나 2019년 20% 상회
- ❖ 원가구조가 좋아졌다는 의미. 사이클 고점이었던 2006년, 2010년, 2017년, 2021년 비교해도 마진율이 높은 기업들 비중이 상향

KOSPI, 매출총이익률 20% 대 안착



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

매출총이익률 분포도 전반적으로 개선

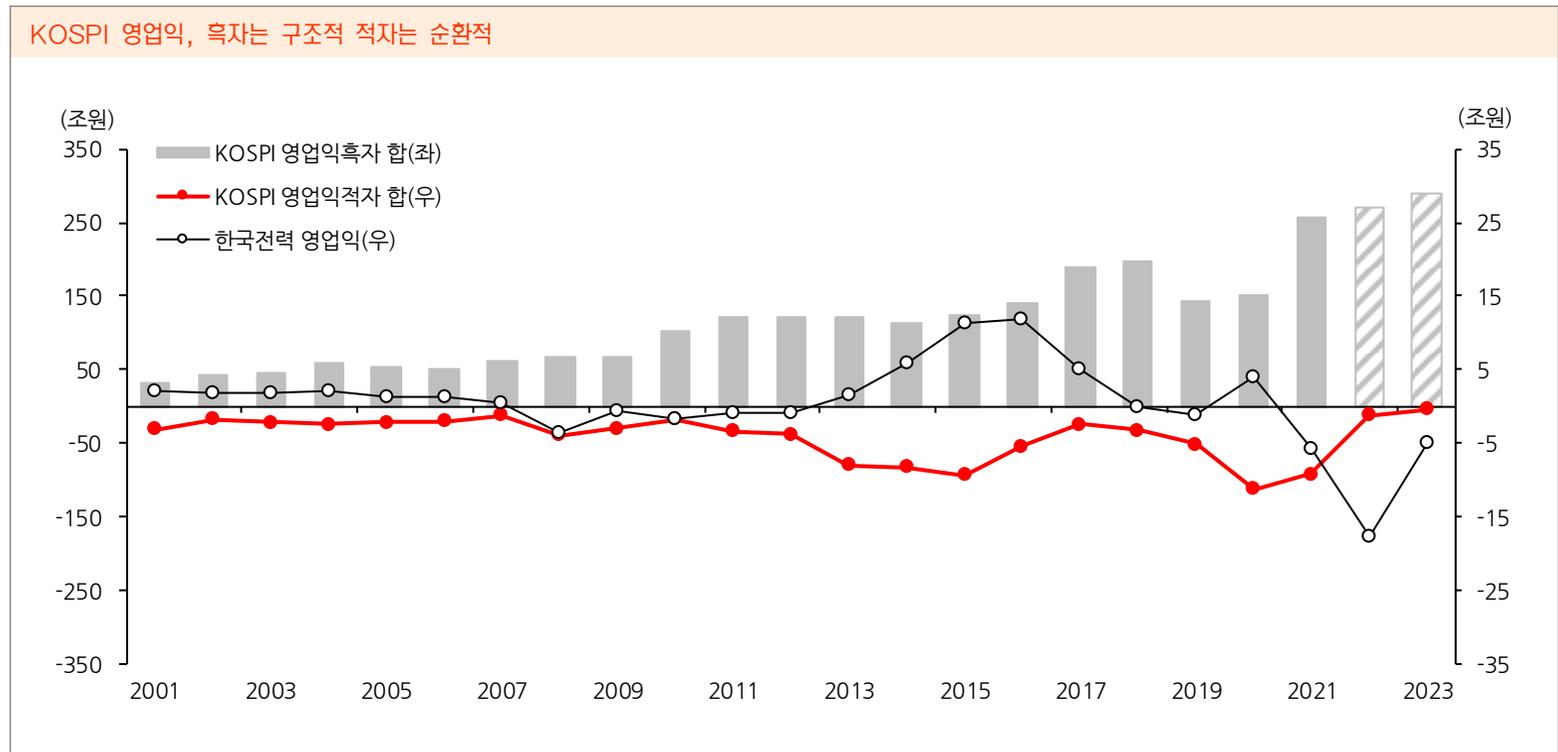


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



사이클상 적자감소 기대

- ❖ 2022년 영업이익 컨센서스는 영업이익 흑자는 11조원 증가하고 영업이익 적자는 8조원 증가, 한국전력 적자는 12조원 증가할 것으로 예상
- ❖ 올해 적자에서 벗어날 것으로 기대되는 업종은 강원랜드, CJ CGV 등 레저. 조선, 저가항공, 여행 등은 적자를 축소할 것으로 예상
- ❖ 국내 기업이익은 흑자는 계단식으로 증가하고 적자는 경기 사이클에 연동되는 경향이 있음

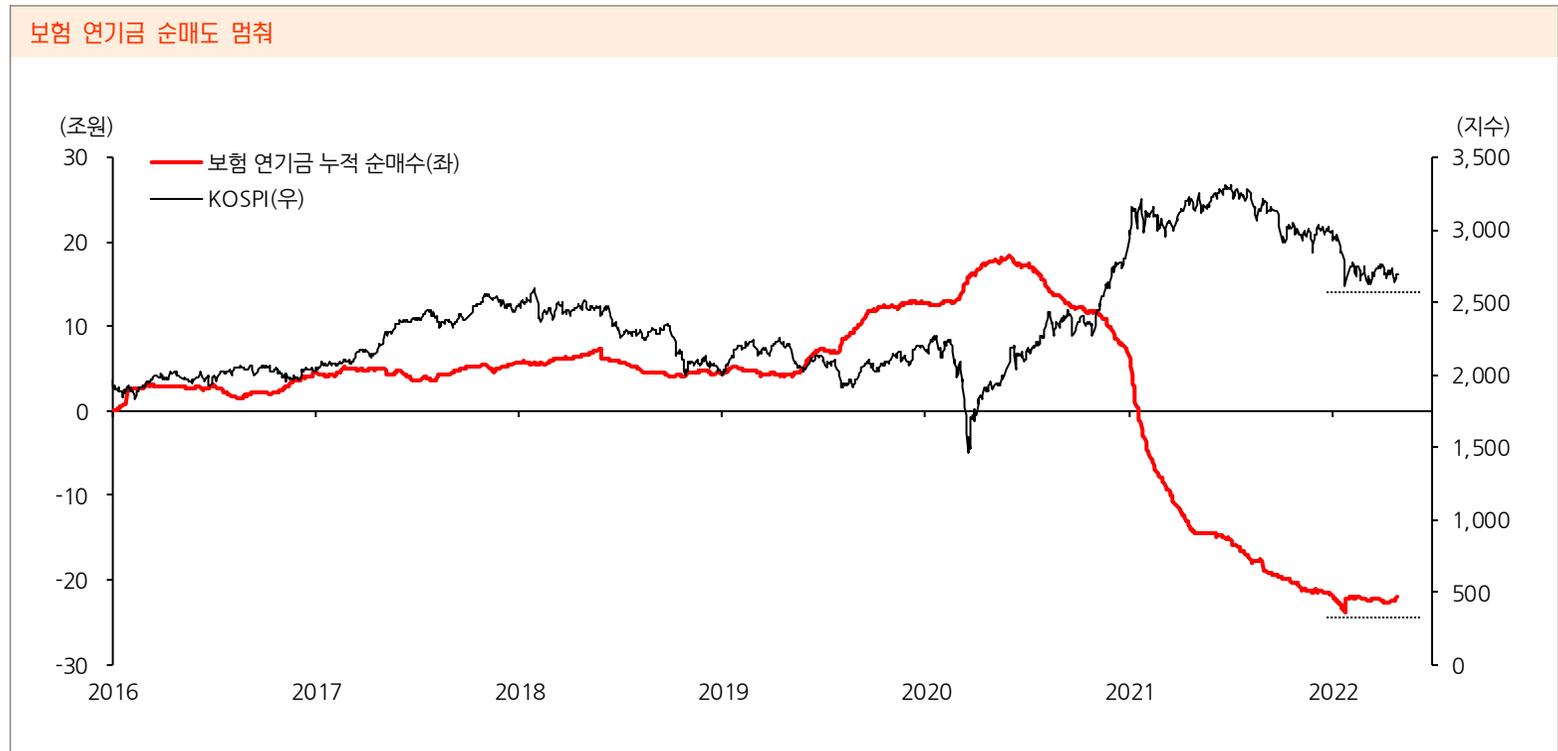


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



견고해지는 바닥, 길어지는 수급 듀레이션

- ❖ 주식을 길게 보고 사는 투자자들이 주식을 사야 시장의 변동성이 잦아들
- ❖ 보험, 연금 등은 투자하고 회수하기까지 기간이 길기 때문에 투자의 듀레이션이 길어
- ❖ 보험과 연기금은 2020년 매수 2021년 매도 2022년 매도 중단의 수급 패턴을 보이는 중

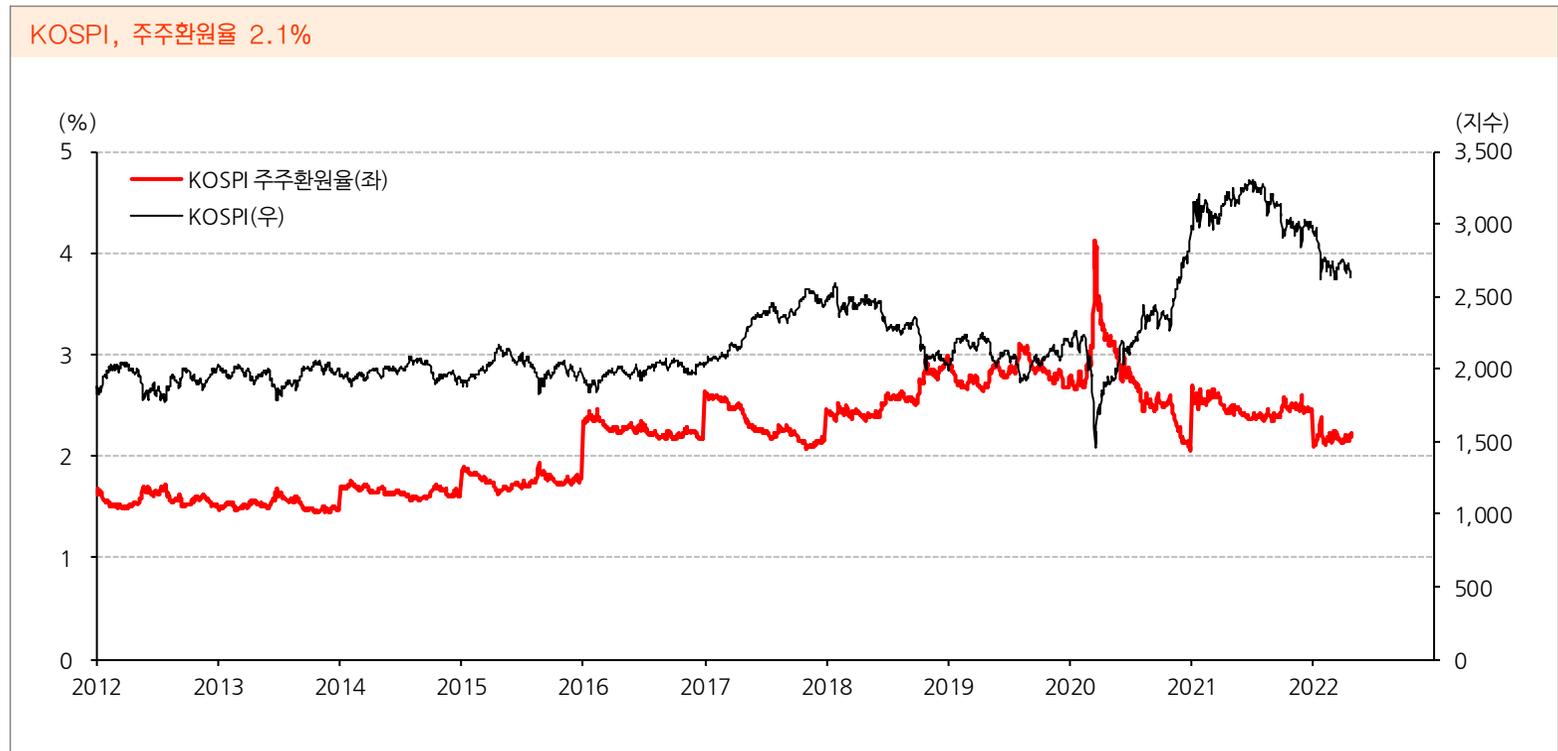


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



견고해지는 바닥, 배당 받으며 버틸 만

- ❖ KOSPI, 자사주매입과 배당을 더한 주주환원율은 2.1% 수준
- ❖ 올해 예상 배당, 추정치가 없는 종목은 작년 배당을 더한 값에 4월까지 자사주 매입액을 합해서 산출
- ❖ 올해 주주환원율은 더 높아질 수 있을 것으로 기대. 그룹 계열사들이 배당을 늘릴 여력 있다고 판단

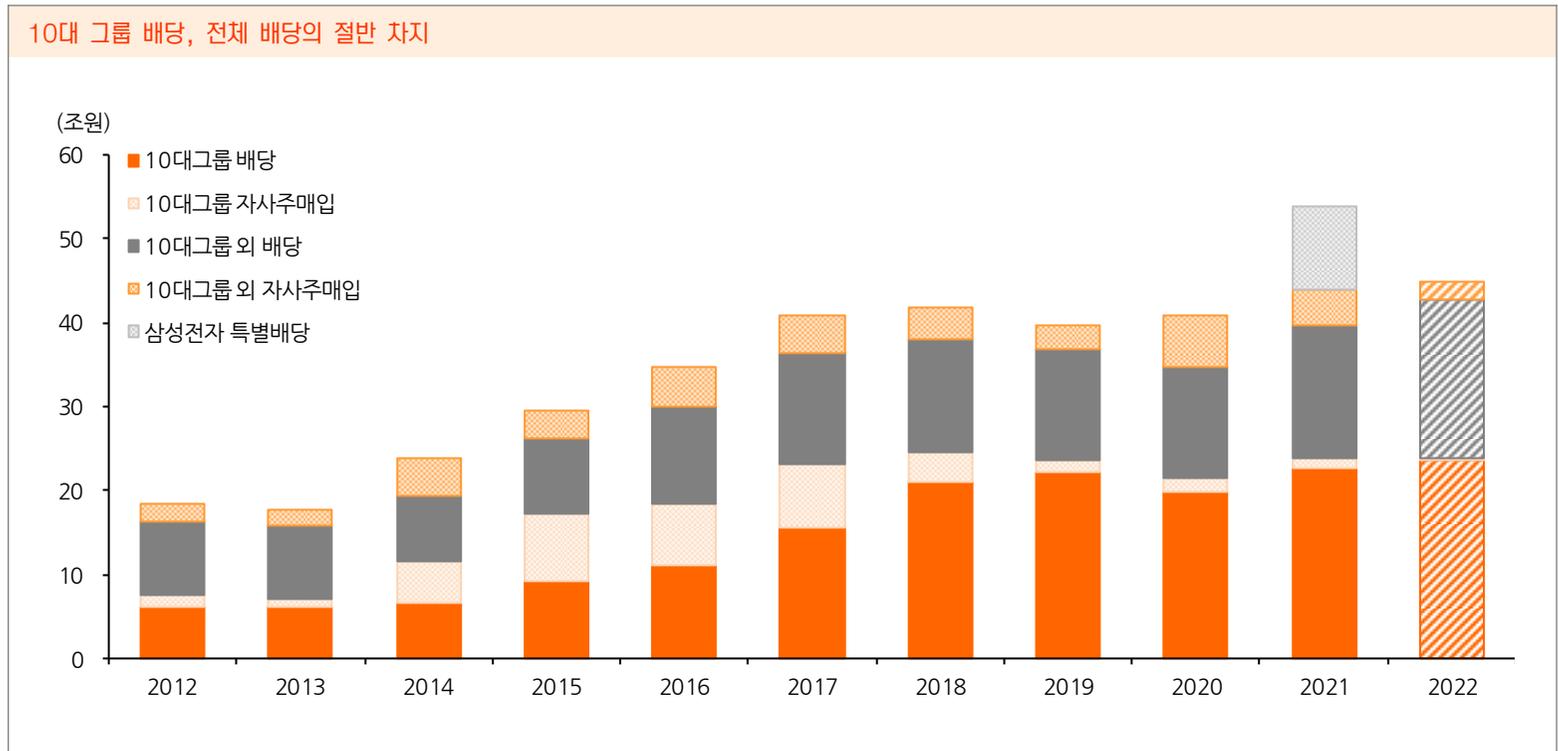


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



사이클과 무관하게 증가하는 주주환원

- ❖ 2021년 주주환원 총액은 삼성전자 특별배당을 제외하면 43조원 수준. 2022년 주주환원 총액은 43조원으로 작년과 비슷할 것으로 예상
- ❖ 10대그룹 배당은 23조원으로 작년의 22조원보다 소폭 증가할 전망. 10대그룹 외 배당은 18조원으로 3조원 증가 예상



자료: KRX, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



공정거래법 개정안

주요 내용

공정거래법 개정안	내용
공정거래 소송	피해자가 공정위를 거치지 않고 법원에 직접 침해행위 중지 또는 예방 청구 위반행위 사업자에 편재된 증거에 대한 법원의 자료제출 명령
과징금 상향	과징금 부과율 및 정액 과징금 두 배 상향
담합 규율	정보 교환을 통한 담합 규율
지배구조	계열사 부당 지원 규율 강화 자회사, 손자회사 의무 지분을 상장사 20%→30% 비상장사 40%→50% * 2021년 12월30일 이전까지 편입할 경우 이전 비율 적용 공익법인 의결권 행사한도 점진적 축소 순환출자 지분 의결권 제한(상호출자제한 기업집단 지정 통지시점부터)
혁신성장	벤처지주회사 지분보유 요건 자회사 40% → 20% 손자회사 100% → 50%

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

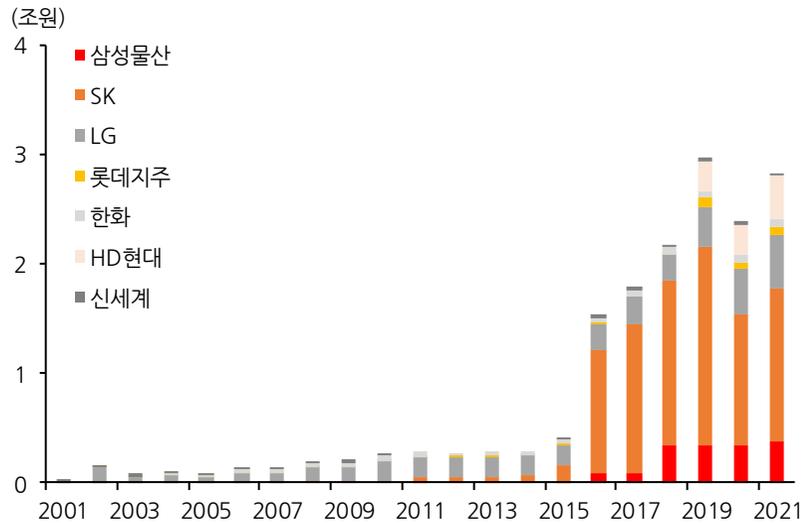




점점 일치하는 이해관계

- ❖ 문재인 정부가 공약한 공정거래법 개정안 2020년 말 공표
- ❖ 계열사를 통한 이익 편취를 막고, 징벌을 강화하고, 계열사 지분율을 높이는 것이 핵심
- ❖ 그룹사들은 인적분할을 통해 지주회사의 사업회사 지분을 높이는 과정을 거쳐 지배구조를 완성
- ❖ 대주주도 배당 또는 자사주 매입 소각을 통해 이익을 보는 쪽으로 의사결정을 해 나갈 것으로 기대

그룹 지주사 배당, 2016년부터 급증



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

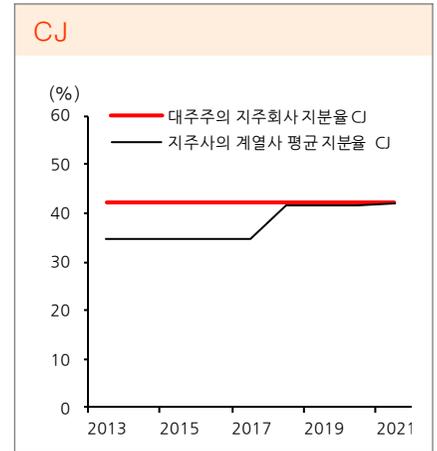
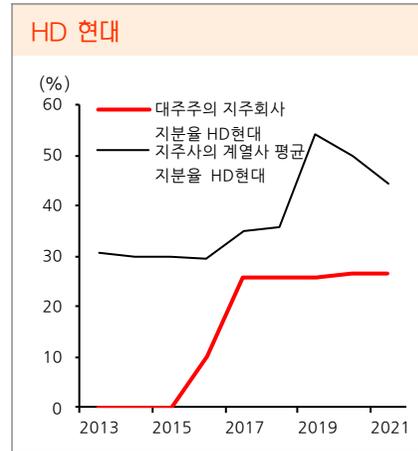
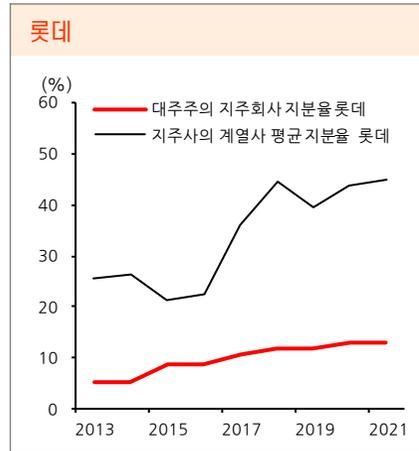
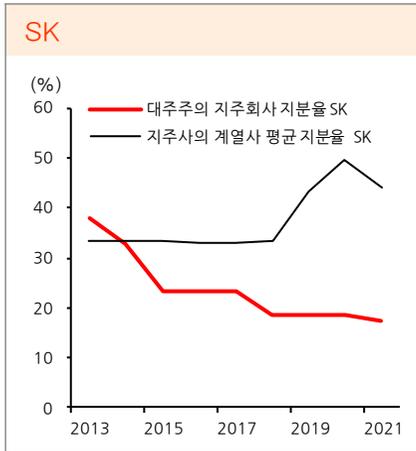
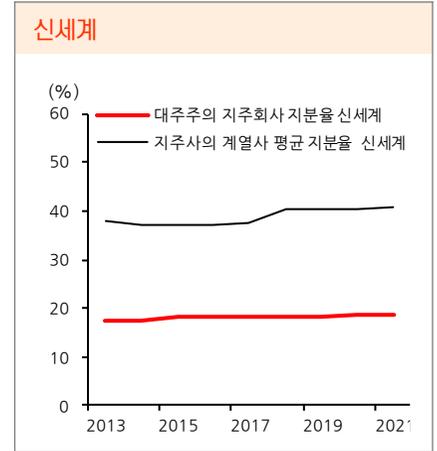
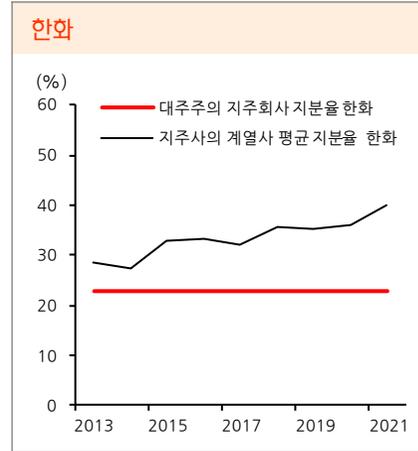
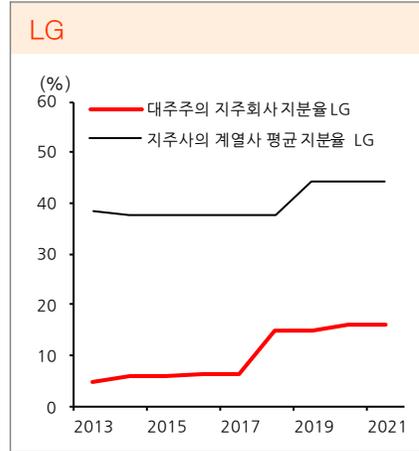
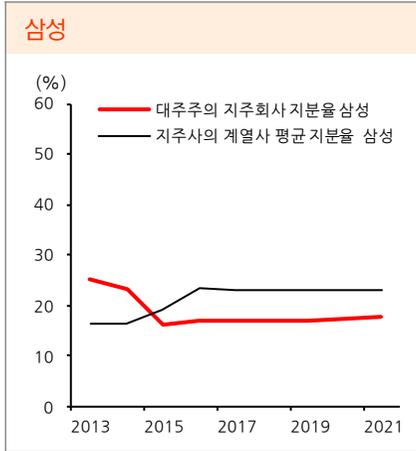
지주사 배당 수익률 4% 상회



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



지배구조 개편의 결과

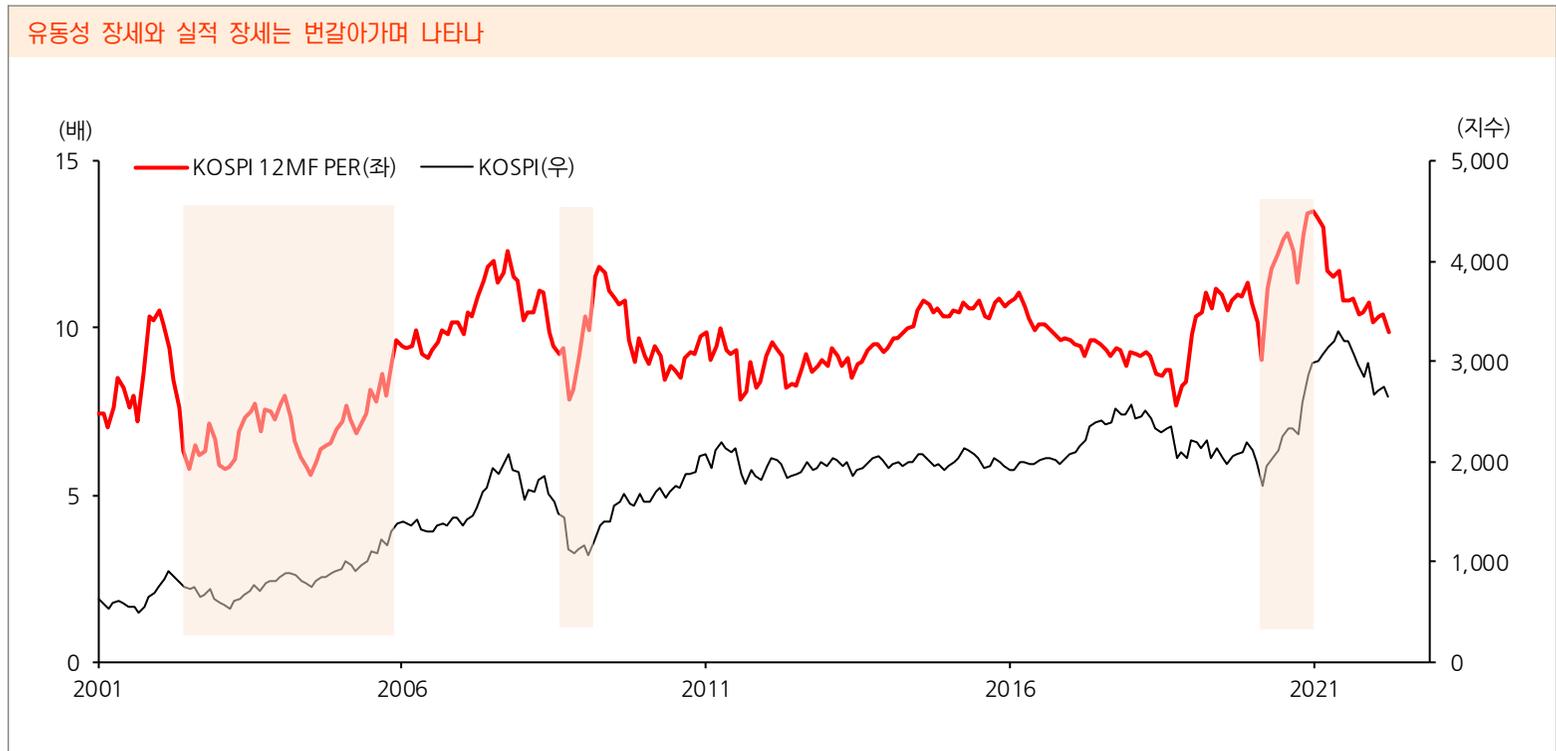


자료: DART, 한화투자증권 리서치센터



상반기, 밸류에이션 내주고

- ❖ 금리인하 → 유동성 증가 → 경기회복 → 인플레이션 → 금리인상 → 밸류에이션 하락이 2022년 상반기 나타나
- ❖ 금리가 인하되고 유동성이 증가하는 구간에서 주식시장의 밸류에이션이 높아지며 주가 상승을 이끌어
- ❖ 2020년 상반기부터 2021년 상반기까지 구간을 유동성 장세로 구분할 수 있음

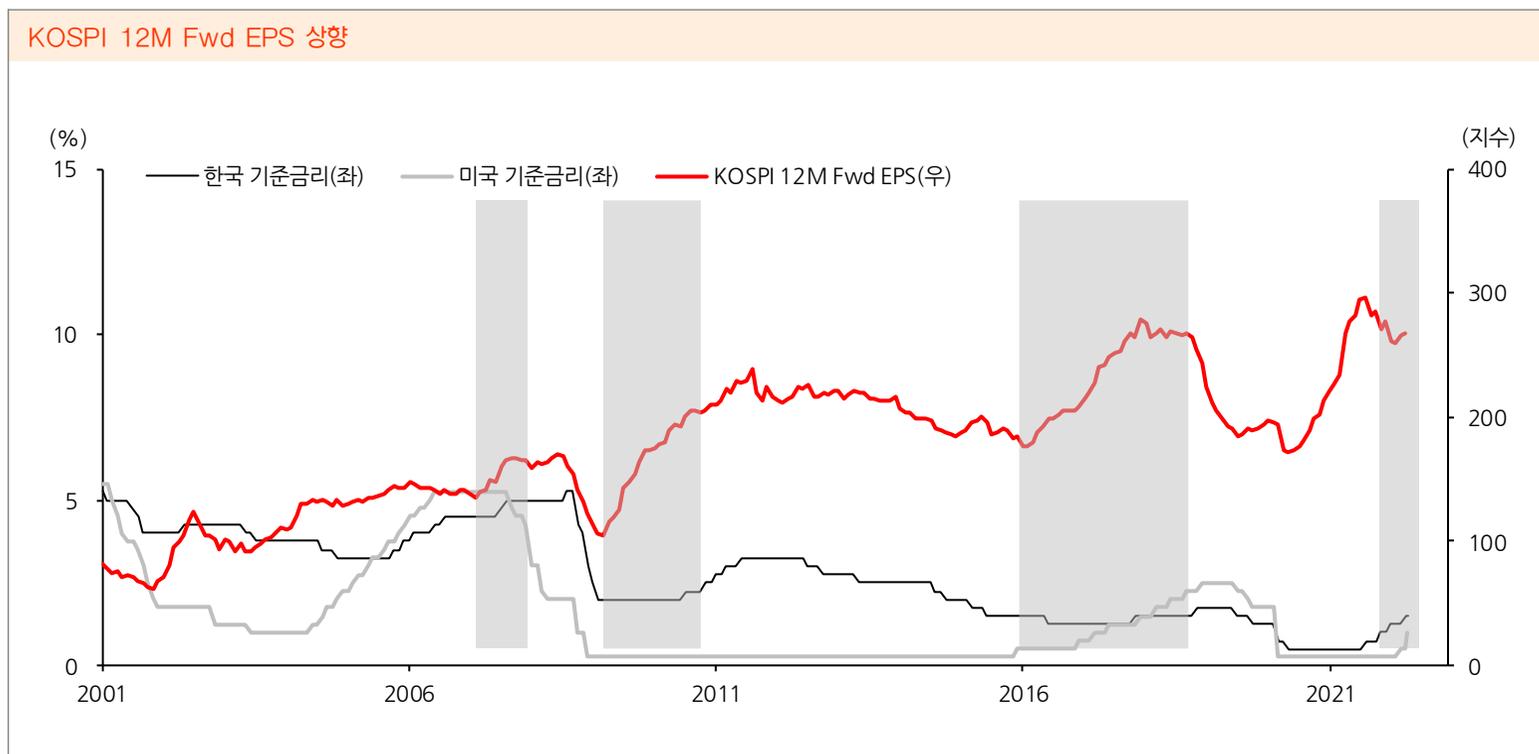


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



하반기, 실적을 받을 차례

- ❖ 2021년 하반기부터 KOSPI의 12M Fwd EPS 하향. 기업이익 전망 하향과 함께 LG에너지솔루션 등 빅IPO도 영향
- ❖ 2022년 3월부터 상향 반전. 1분기 실적발표 전후로 상향 반전
- ❖ 2001년 이후 기업이익 전망 상향은 국내외 정책금리와 동행. 물가가 이익과 정의 상관관계를 나타냄



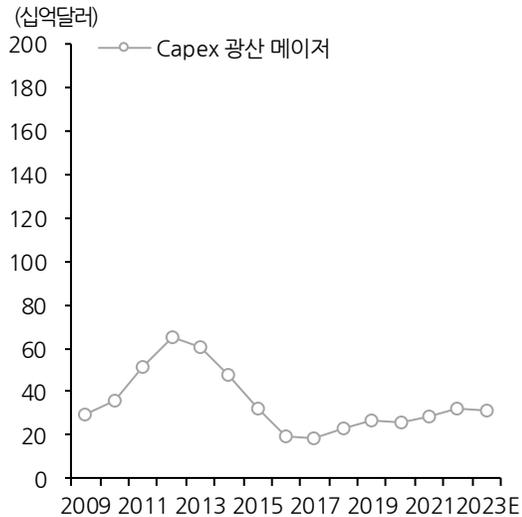
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



빅테크 투자는 계속된다

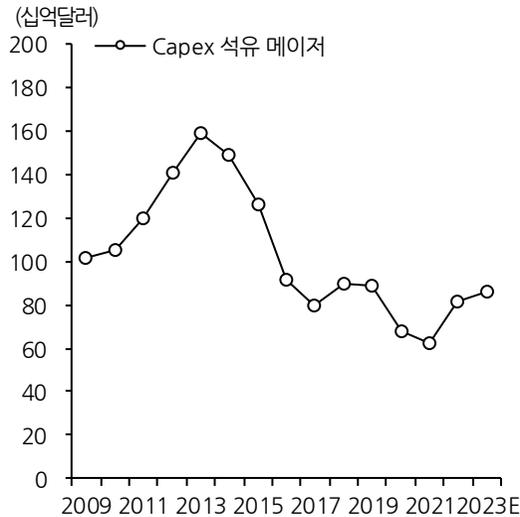
- ❖ 빅테크 투자, 2020년부터 석유 메이저 투자 넘어서기 시작
- ❖ 경기가 둔화되면 빅테크 기업들의 투자가 감소할 것이라는 우려가 있지만 빅테크 5개사 투자는 경기와 무관하게 증가
- ❖ R&D 투자까지 더해질 경우 빅테크 투자금액 증가율은 더 확대

광산 투자 점진적 증가



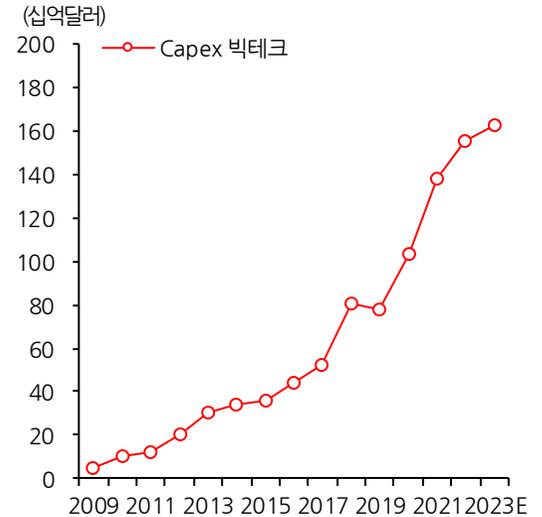
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

석유 투자 2018~2019 수준 회복



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

빅테크 투자 구조적 증가



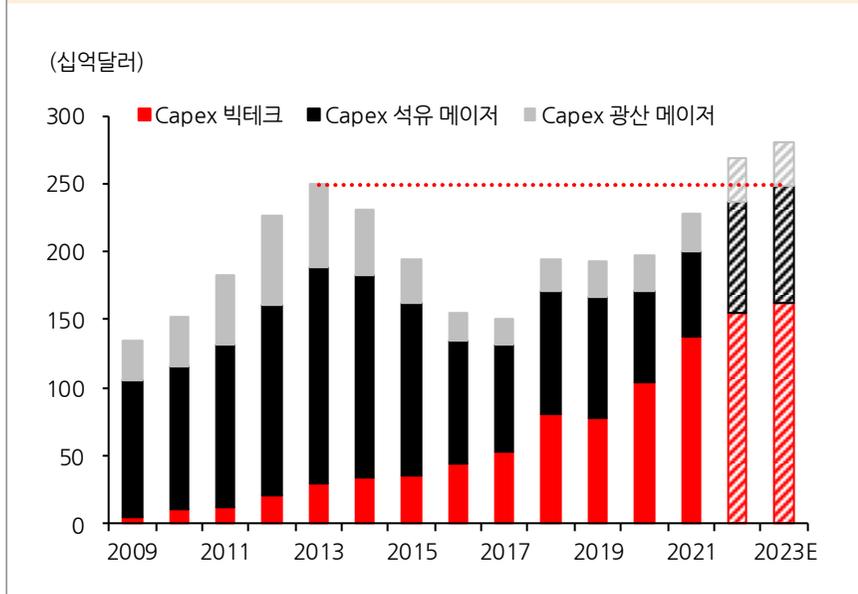
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



골고루 늘어나는 투자

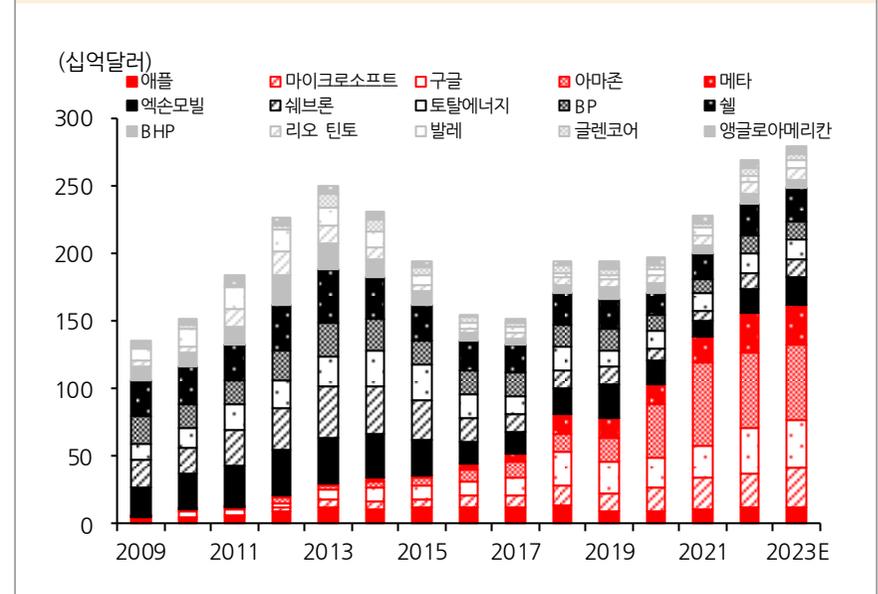
- ❖ 올해 빅테크, 석유 메이저, 광산 메이저 기업들의 투자를 합하면 2013년 최고치를 넘어서는 수준
- ❖ 메이저 기업들이 투자를 늘린 이유는 매출과 이익으로 돌아올 것이라는 기대 때문

빅테크, 석유, 광산 기업 투자, 2013년 수준 돌파



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

빅테크, 아마존, 석유, 광산 리오 틴토 투자 가장 많아

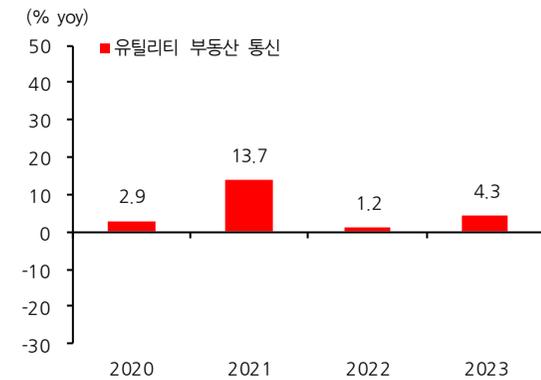


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

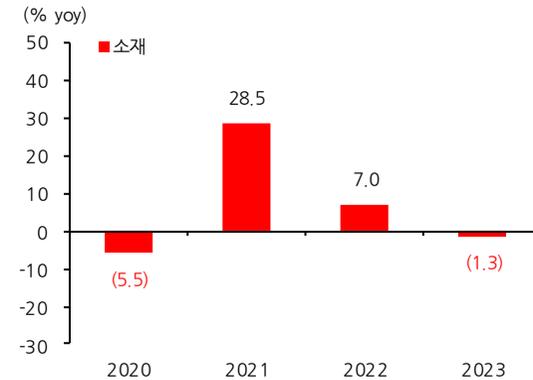


글로벌 주요 섹터 매출 성장률

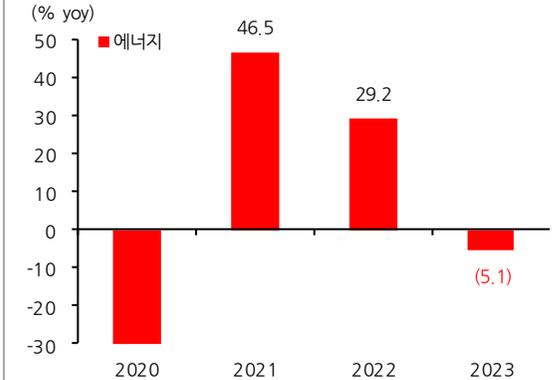
경기방어섹터 2023년 성장률 상승



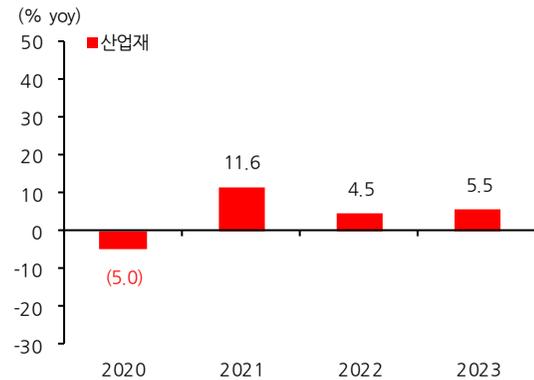
소재, 2023년 역성장



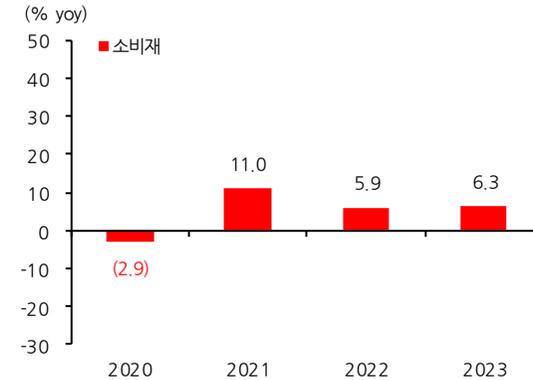
에너지, 2023년 역성장



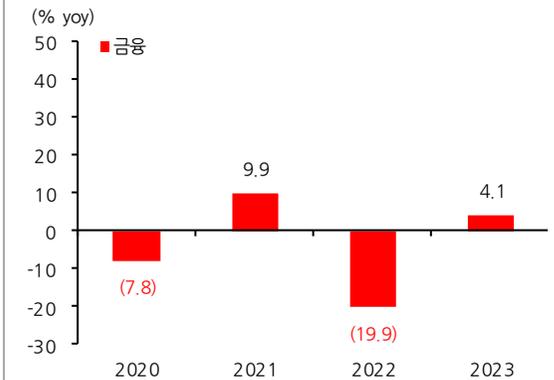
산업재, 2023년 성장률 상승



소비재, 2023년 성장률 상승



금융, 2023년 성장세 반전

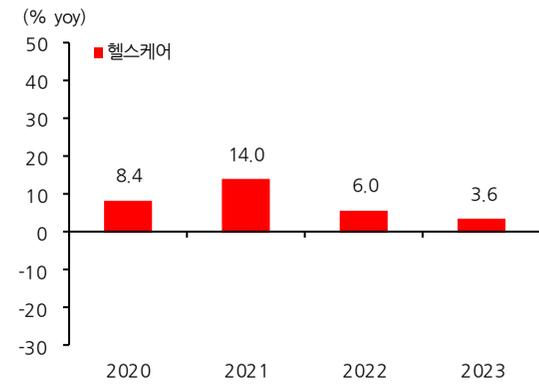


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

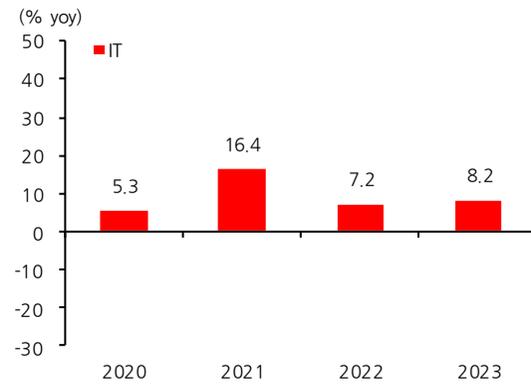


글로벌 주요 섹터 매출 성장률

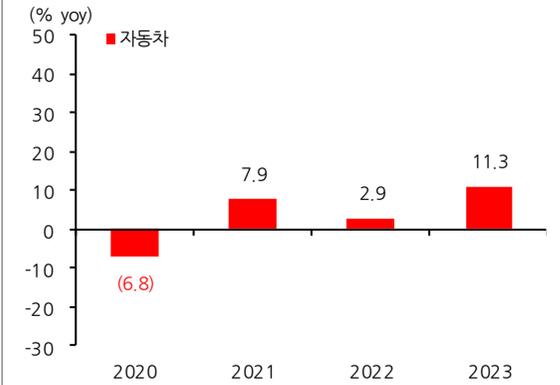
헬스케어, 2023년 성장률 하락



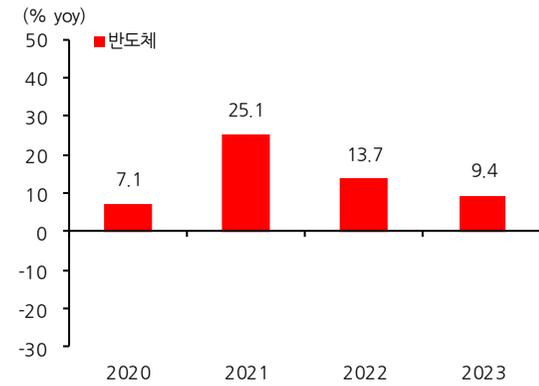
IT, 2023년 성장률 반등



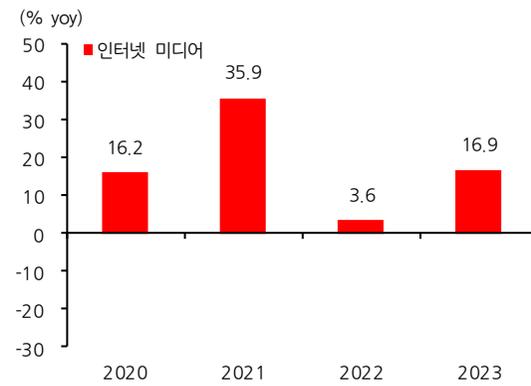
자동차, 2023년 코로나 이후 최고 성장



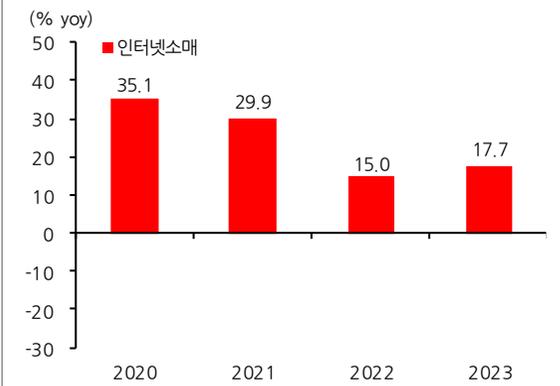
반도체, 2023년 성장률 하락



인터넷, 2023년 성장률 상승



인터넷 소매, 2023년 성장률 상승

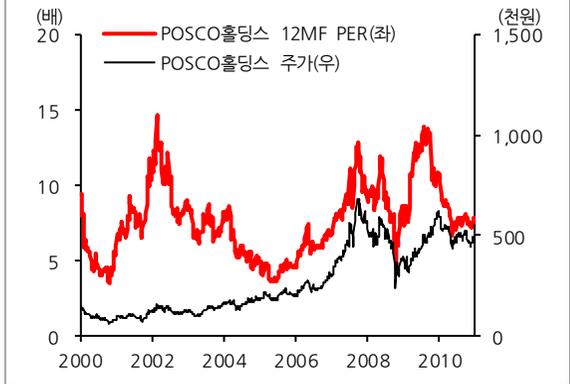


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

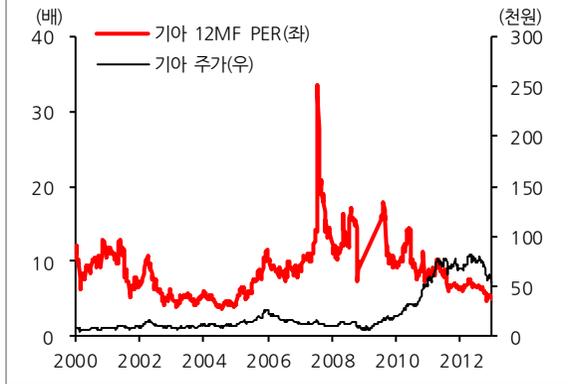


Show Me The Money

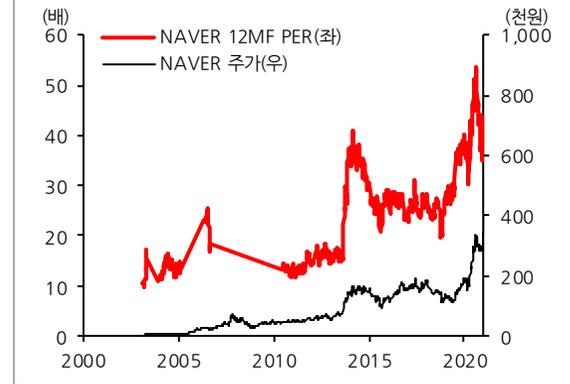
POSCO 12개월 선행 PER과 주가



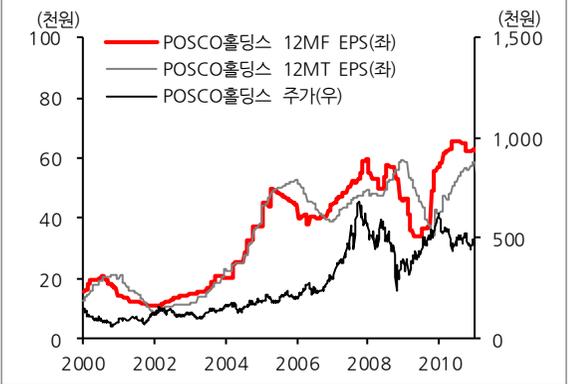
기아 12개월 선행 PER과 주가



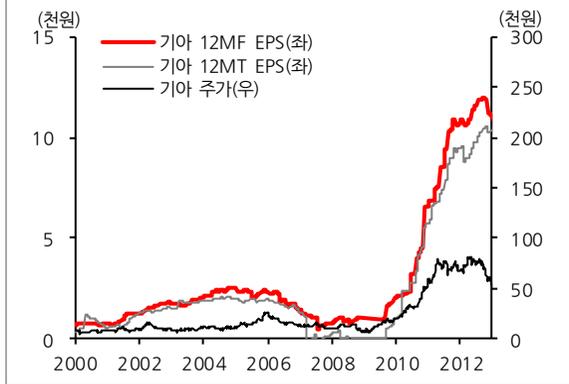
NAVER 12개월 선행 PER과 주가



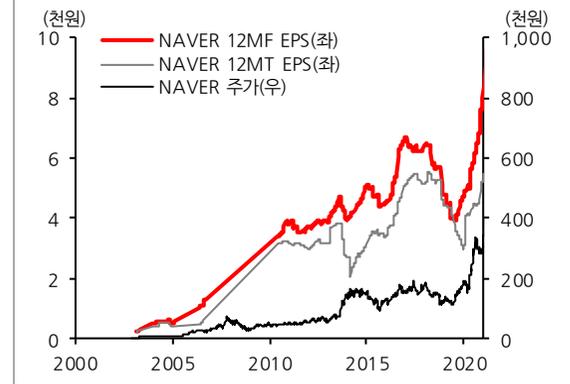
POSCO 12개월 선행/실제 EPS와 주가



기아 12개월 선행/실제 EPS와 주가



NAVER 12개월 선행/실제 EPS와 주가

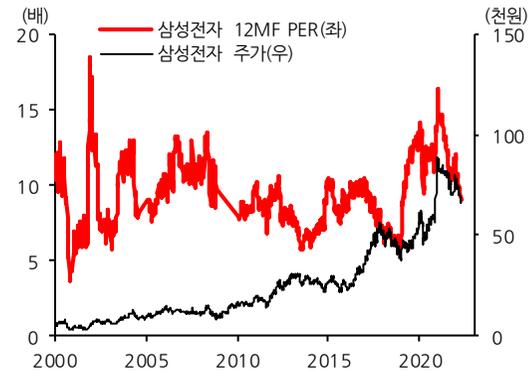


자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

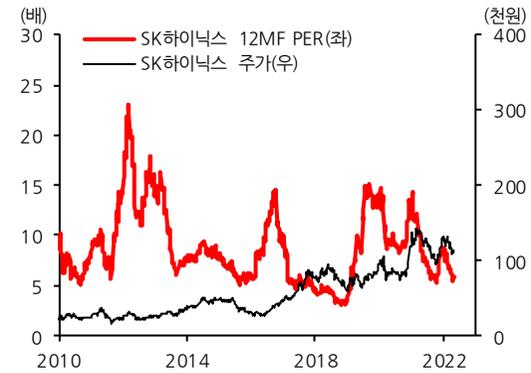


기대가 실적으로 뒷받침되면 성공

삼성전자 12개월 선행 PER과 주가



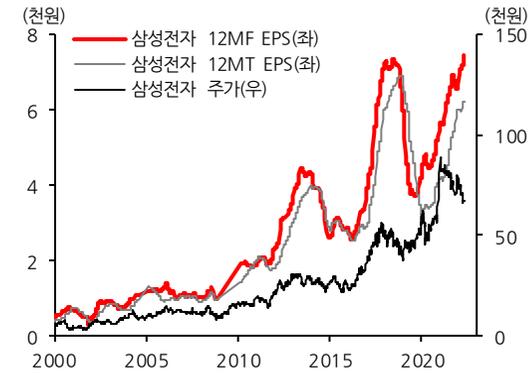
SK하이닉스 12개월 선행 PER과 주가



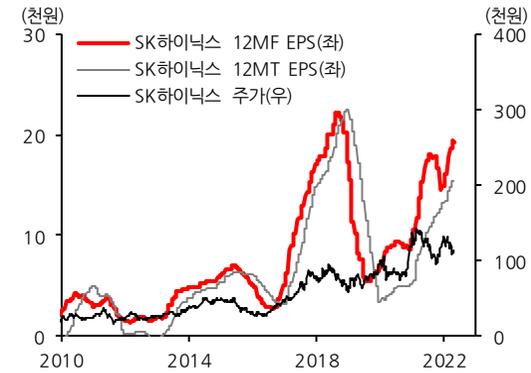
삼성바이오로직스 12개월 선행 PER과 주가



삼성전자 12개월 선행/실제 EPS와 주가



SK하이닉스 12개월 선행/실제 EPS와 주가



삼성바이오로직스 12개월 선행/실제 EPS와 주가

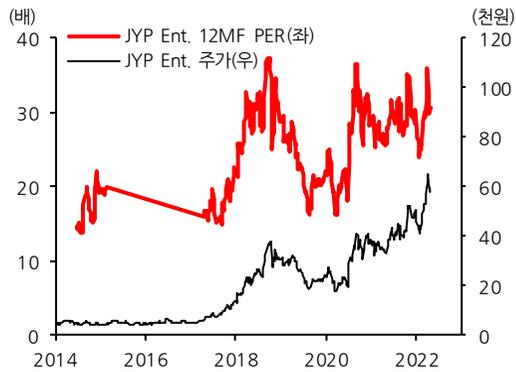


자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

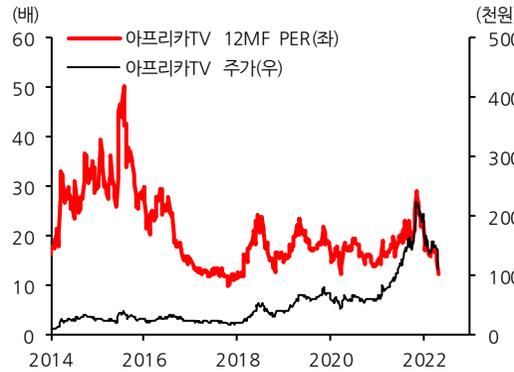


하반기를 기대해

JYP Ent. 12개월 선행 PER과 주가



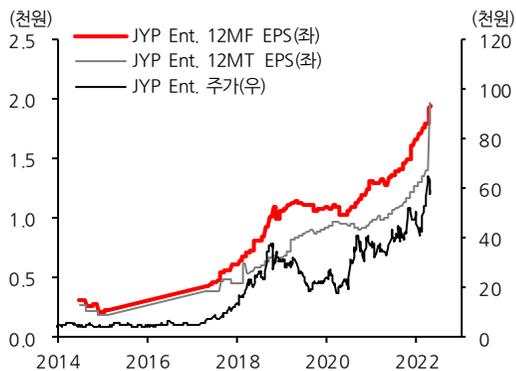
아프리카TV 12개월 선행 PER과 주가



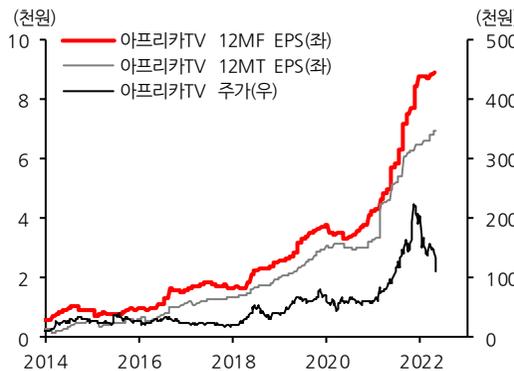
Pi첨단소재 12개월 선행 PER과 주가



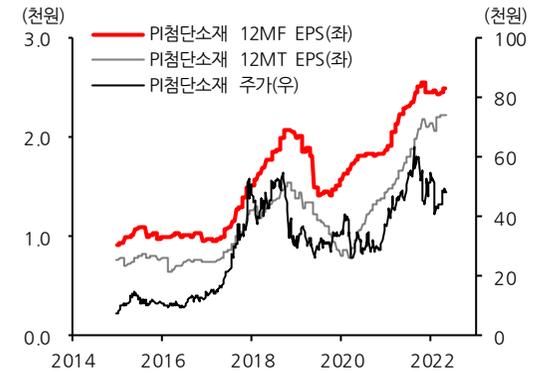
JYP Ent. 12개월 선행/실제 EPS와 주가



아프리카TV 12개월 선행/실제 EPS와 주가



Pi첨단소재 12개월 선행/실제 EPS와 주가

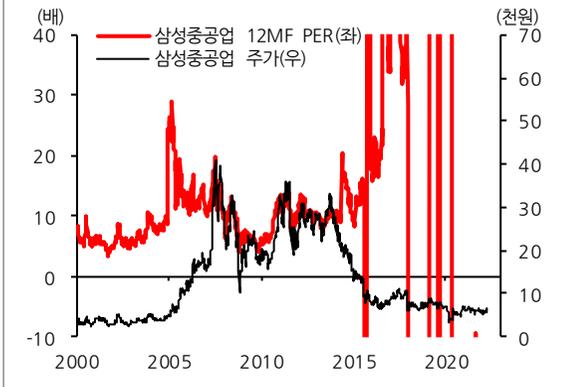


자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

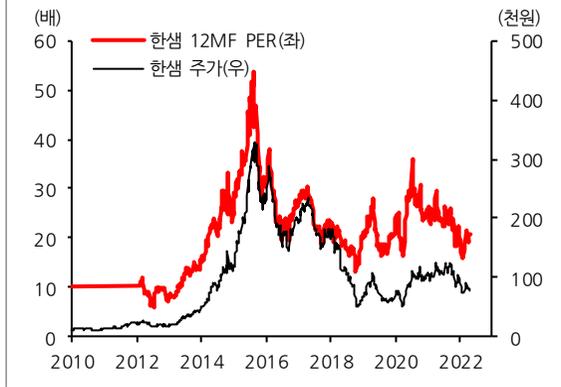


실적이 받쳐주지 못하면 실패

삼성중공업 12개월 선행 PER과 주가



한샘 PER 12개월 선행 PER과 주가



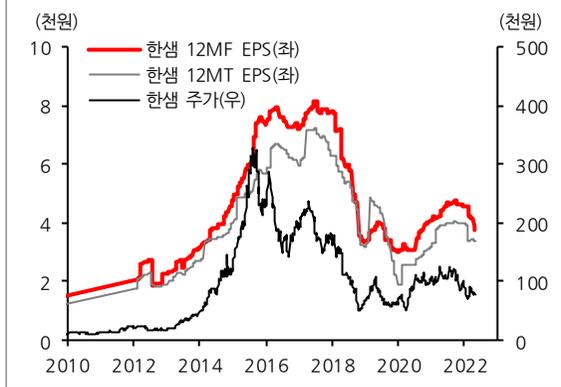
롯데쇼핑 12개월 선행 PER과 주가



삼성중공업 12개월 선행/실제 EPS와 주가



한샘 12개월 선행/실제 EPS와 주가



롯데쇼핑 12개월 선행/실제 EPS와 주가



자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



줄어드는 공급 부담

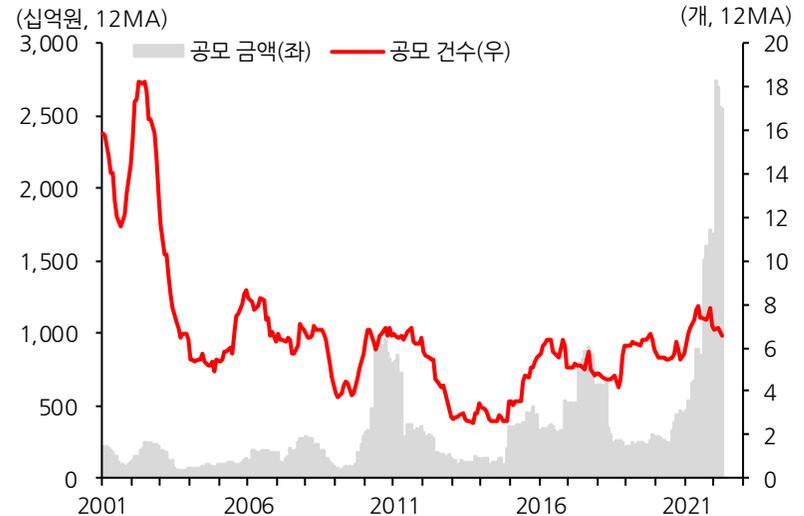
- ❖ 기업이 상장예비심사 청구시 거래소는 45영업일까지 결과 통지할 필요. 최근 12개월 누적으로 상장심사 청구 후 45영업일 지난 기업들 중 심사승인을 받은 기업 비율은 60%에 불과
- ❖ 작년 하반기부터 올해 상반기까지 대형주 상장으로 시장에 공급부담 있었지만 최근 공모시장이 늘리면서 추가적인 부담 줄어듦
- ❖ 올해 남은 기간 상장 예정인 쏘카, 컬리, 현대오일뱅크, CJ올리브영 등도 지난 1년 상장 기업에 비하면 규모 작은 편

상장예비심사청구 승인비율 낮아지면서



주: 2022년은 청구서 접수 후 45영업일이 지난 기업 대상
자료: KRX, 한화투자증권 리서치센터

IPO 공급 부담 하락 예상



자료: KRX, 한화투자증권 리서치센터



다양해진 유니콘

- ❖ 국내 비상장 시장 투자는 꾸준히 증가. 과거 유통 커머스에 집중됐던 투자가 다양한 산업군으로 확대
- ❖ IT 기반의 핀테크, 여행/레저, 콘텐츠 플랫폼, 메타버스에서 유니콘 등장 지속
- ❖ 상장까지 시간 걸리겠지만 상장하게되면 각 섹터 대표주로 자리매김 할 수 있을 것

가치 높아지는 비상장 기업들					(단위: 십억원)
유니콘 비상장 기업	기업가치	최근 편당일	단계	업종	비고
비바리퍼블리카	8,880	2021-06-23	시리즈G	핀테크	
야놀자	8,000	2021-07-15	시리즈D	여행/레저	나스닥 상장 추진
컬리	3,750	2021-12-01	Pre-IPO	신선식품 커머스	코스피 상장 청구
당근마켓	3,000	2021-08-18	시리즈D	중고거래	
위메이크프라이스	2,800	2019-12-10	성장	커머스	
무신사	2,500	2021-03-17	미분류	의류 커머스	
티빙	2,000	2022-02-18	미분류	OTT	
버킷플레이스(오늘의 집)	1,800	2022-04-14	시리즈C	인테리어 플랫폼	
와드(캐치테이블)	1,600	2022-04-13	시리즈C	식당 예약 플랫폼	
지피클럽	1,500	2018-10-19	미분류	화장품	상장 난항
리디	1,480	2022-02-28	Pre-IPO	콘텐츠 플랫폼	
티몬	1,440	2020-02-19	성숙	커머스	
쏘카	1,318	2022-03-08	시리즈F	모빌리티	코스피 상장 심사승인
오아시스	1,200	2022-02-07	미분류	신선식품 커머스	
GC Company(여기어때)	1,200	2022-04-13	미분류	여행/레저	
콩스튜디오	1,170	2021-09-14	시리즈B	게임	
다펑크컴퍼니	1,000	2021-04-06	초기	엔터	
엔픽셀	1,000	2021-08-31	시리즈B	게임	
해긴	1,000	2022-02-28	시리즈B	게임	
VA 큐퍼레이션	1,000	2022-03-14	시리즈A	메타버스	

자료: Preqin, 언론, 한화투자증권 리서치센터



섹터와 무관한 Growth

2022, 2023년 매출, Capex, 영업이익률 성장 기업 (단위: 십억원, %)												
코드	기업	섹터	시가총액	매출증가율			영업이익률			투자증가율		
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
005930	삼성전자	IT	402,363	18.1	16.3	6.1	18.5	19.4	19.2	25.4	2.0	2.5
000660	SK하이닉스	IT	81,900	34.8	38.2	12.6	28.9	28.4	27.6	24.0	23.8	5.6
006400	삼성SDI	IT	42,015	20.0	36.4	20.2	7.9	8.8	9.3	30.5	8.8	3.8
005380	현대차	경기소비재	39,742	13.1	10.7	4.9	5.7	6.3	6.4	(8.2)	1.5	4.1
035720	카카오	커뮤니케이션서비스	40,120	47.6	30.2	22.0	9.7	10.8	12.0	18.1	(1.5)	14.9
000270	기아	경기소비재	33,969	18.1	14.7	6.4	7.3	8.2	8.1	(20.6)	48.2	9.3
066570	LG전자	IT	19,065	28.7	10.9	4.7	5.2	5.8	6.0	16.0	(1.9)	4.0
051900	LG생활건강	경기소비재	14,197	3.1	3.7	6.1	15.9	15.4	15.9	(36.4)	25.7	5.4
017670	SK텔레콤	커뮤니케이션서비스	12,473	4.1	4.0	4.5	8.3	8.9	9.3	(18.0)	6.3	2.1
259960	크라프트	커뮤니케이션서비스	12,366	12.9	20.1	14.1	33.9	37.0	38.1	136.7	44.7	10.8
010130	고려아연	소재	10,869	31.6	15.6	(0.4)	11.0	11.2	11.1	(29.9)	13.0	2.2
090430	아모레퍼시픽	경기소비재	10,587	9.7	3.6	12.1	7.1	8.3	9.2	(50.2)	124.3	12.2
361610	SK아이이테크놀로지	IT	9,055	28.7	42.8	46.8	14.8	14.8	23.0	4.8	37.7	23.2
086280	현대글로벌비스	산업재	7,838	31.8	10.9	4.5	5.2	5.5	5.4	149.6	76.5	(0.6)
097950	CJ제일제당	필수소비재	5,992	8.4	5.6	5.0	5.8	5.7	5.9	38.7	(0.4)	(2.9)
021240	큐웨이	경기소비재	5,232	13.2	10.3	9.3	17.5	17.3	17.7	(15.3)	37.9	7.9
161390	한국타이어앤테크놀로지	경기소비재	4,317	10.7	7.3	5.1	9.0	8.3	9.8	4.9	36.2	1.3
020150	일진머티리얼즈	IT	4,058	28.3	42.2	27.9	10.2	11.8	13.2	79.0	22.2	20.8
271560	오리온	필수소비재	3,756	5.6	8.6	6.6	15.8	15.8	16.7	(6.3)	4.4	(1.3)
000990	DB하이텍	IT	3,006	29.8	29.5	10.4	32.9	40.6	41.7	(15.3)	55.4	6.8
030000	제일기획	커뮤니케이션서비스	2,911	21.0	15.3	7.6	7.5	8.0	8.3	11.6	107.6	9.6
047040	대우건설	산업재	2,814	6.7	13.4	8.0	8.5	8.3	8.3	324.3	64.9	(0.3)
012450	한화에어로스페이스	산업재	2,699	20.6	10.6	6.3	6.0	5.1	5.6	(12.3)	12.1	3.3
000080	하이트진로	필수소비재	2,616	(2.4)	8.1	4.2	7.9	8.8	9.2	(11.2)	2.0	(0.1)
081660	휠라홀딩스	경기소비재	1,981	21.3	4.6	3.3	13.0	12.9	13.4	27.7	1.9	9.3
079550	LIG넥스원	산업재	1,806	13.9	17.6	20.6	5.3	7.4	8.2	1.0	41.3	15.4
069960	현대백화점	경기소비재	1,772	57.2	11.4	8.1	7.4	8.5	9.5	(48.9)	18.5	(1.9)
093370	우성	소재	1,769	45.7	65.9	13.6	15.2	26.2	25.5	45.9	19.9	33.1
005300	롯데칠성	필수소비재	1,689	11.0	7.2	3.9	7.3	8.1	8.4	56.5	(0.7)	0.1
007310	오뚜기	필수소비재	1,726	5.5	6.7	4.2	6.1	6.3	6.4	(6.8)	3.8	0.2

자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

Compliance Notices

Compliance Notice

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

Ⓞ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an “as is” basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

Ⓞ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by Hanwha Investment & Securities.



한화투자증권 리.서.치.센.터



리서치센터장

박영훈

Energy

02.3772.7614

houn0715@hanwha.com

[리서치센터]

김일구	수석 이코노미스트	매크로	3772-7579	ilgoo.kim@hanwha.com
박세연	수석연구위원	ESG	3772-7406	shannon@hanwha.com

[투자전략팀]

박승영	팀장	투자전략	3772-7679	park.seungyoung@hanwha.com
안현국	연구위원	퀀트	3772-7646	hg.ahn@hanwha.com
김수연	책임연구원	시황	3772-7628	sooyeon.k@hanwha.com
김성수	책임연구원	채권	3772-7616	sungsoo.kim@hanwha.com
임혜윤	책임연구원	경제	3772-7728	hylim@hanwha.com
박은석	책임연구원	차익거래/ETF	3772-7690	es.park@hanwha.com
오덕균	연구원	투자전략 RA	3772-7625	deokgyun.oh@hanwha.com
권병재	연구원	투자전략 RA	3772-7624	byeongjae.kwon@hanwha.com
안소영	연구원	채권 RA	3772-7725	so.an1@hanwha.com

[기업분석팀]

이봉진, CFA	팀장	방산/조선/기계	3772-7615	bongjinlee@hanwha.com
한상희, CFA	수석연구위원	해외주식	3772-7695	sanghi.han@hanwha.com
김동하	수석연구위원	자동차/스몰캡	3772-7674	kim.dh@hanwha.com
남성현	수석연구위원	유통/식자재	3772-7651	gone267@hanwha.com
김형수	수석연구위원	제약/바이오	3772-7463	knkhs@hanwha.com
김소혜	연구원	인터넷/게임/미디어	3772-7404	sohye.kim@hanwha.com
송유림	연구원	건설/건자재	3772-7152	yurim.song@hanwha.com
김도하	연구원	금융	3772-7479	doha.kim@hanwha.com
정정영	책임연구원	중국주식	3772-7473	jeongyoung@hanwha.com
전우제	책임연구원	정유/화학	3772-7617	wchun@hanwha.com
김용호	책임연구원	스몰캡	3772-7596	yonghokim@hanwha.com
박준호	책임연구원	자동차부품/타이어	3772-7693	junho.park@hanwha.com
이용욱	연구원	2차전지	3772-7635	yw.lee@hanwha.com
박수영	연구원	운송/엔터/레저	3772-7634	suyoung.park.0202@hanwha.com
윤용식	연구원	정유/화학/ESG RA	3772-7691	yongs0928@hanwha.com
유영솔	연구원	제약/바이오/2차전지 RA	3772-7613	youngsol.yu@hanwha.com
배성조	연구원	방산/조선/기계/자동차/자동차부품/스몰캡 RA	3772-7611	seongjo.bae@hanwha.com
조정현	연구원	유통/식자재/건설/건자재/운송/엔터/레저 RA	3772-7509	controlh@hanwha.com
서주원	연구원	금융/인터넷/게임/미디어 RA	3772-7481	juwon.seo@hanwha.com

2022 하반기전망

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

본·지점망

서울

본사	02) 3772-7000	목동지점	02) 2654-2300
리더스라운지강남지점	02) 6975-2000	반포지점	02) 6918-2400
강서지점	02) 2606-4712	송파지점	02) 449-3677
갤러리아지점	02) 3445-8700	신촌지점	02) 6944-7700
금융플라자63지점	02) 308-6363	영업부	02) 3775-0775
금융플라자시청지점	02) 2021-6900	올림픽지점	02) 404-4161
금융플라자GFC지점	02) 6919-7400	중앙지점	02) 743-7311
노원지점	02) 931-2711		

대전/충청

공주지점	041) 856-7233	타임월드지점	042) 488-7233
천안지점	041) 563-2001	홍성지점	041) 631-2200
청주지점	043) 224-3300		

대구/경북

문경지점	054) 550-3500	영주지점	054) 633-8811
범어지점	053) 741-3211	영천지점	054) 331-5000
성서지점	053) 588-3211	포항지점	054) 231-4111

광주/전라

광주지점	062) 713-5700	순천지점	061) 724-6400
군산지점	063) 730-8400	전주지점	063) 710-1000

부산/울산/경남

거창지점	055) 943-3000	삼산지점	052) 265-0505
동울산지점	052) 233-9229	언양지점	052) 262-9300
마린시티지점	051) 751-8321	창원지점	055) 285-2211
부산지점	051) 465-7533		

인천/경기

과천시점	02) 507-7070	안성지점	031) 677-0233
부천시점	032) 322-0909	일산지점	031) 929-1313
분당지점	031) 707-7114	평촌지점	031) 381-6004
송도IFEZ지점	032) 851-7233	평택지점	031) 652-8668
신갈지점	031) 285-7233		

제주

제주지점	064) 800-7500
------	---------------



한화투자증권

본사 02)3772-7000 (代) 서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282 주문전용 080-851-8200 ARS 080-852-1234