

# Back Step

## 후퇴는 도약의 시작이다

- [투자전략] 김형렬 리서치센터장, 02-3771-9773, jeff2000@iprovest.com
- [경제] 임동민 수석연구위원, 02-3771-9342, dmlim2337@iprovest.com
- [채권] 백윤민 연구위원, 02-3771-9175, yoonmin1983@iprovest.com
- [자산배분] 황지연 책임연구원, 02-3771-9412, 20210106@iprovest.com
- [은행/증권/보험] 김지영 수석연구위원, 02-3771-9735, jykim79@iprovest.com
- [건설/부동산] 백광제 수석연구원, 02-3771-9252, seoha100@iprovest.com
- [IT/2차전지] 최보영 수석연구원, 02-3771-9724, 20190031@iprovest.com
- [제약/바이오] 김정현 책임연구원, 02-3771-9351, 20210106@iprovest.com





## Contents

---

Part I. 투자환경 및 주식시장 전망	3
Part II. 경제전망	15
Part III. 채권시장 전망	31
Part IV. 자산배분 전망과 최적 자산배분안	47
Part V. 부동산PF 전망	59
Part VI. 건설 및 부동산 전망	77
Part VII. 2차전지 전망	93
Part VIII. 제약 업종 전망	119



Part 1

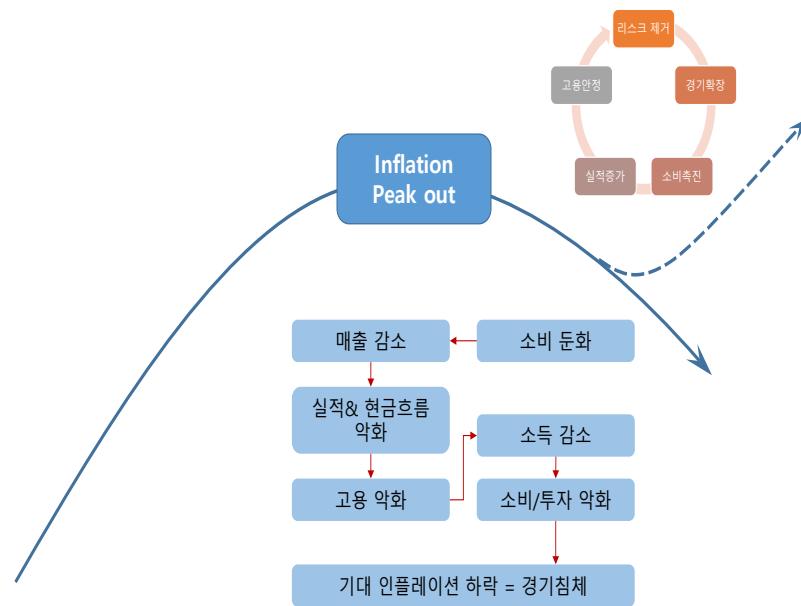
# 투자환경 및 주식시장 전망



# 인플레이션 시대, 왜 투자가 어려운가?

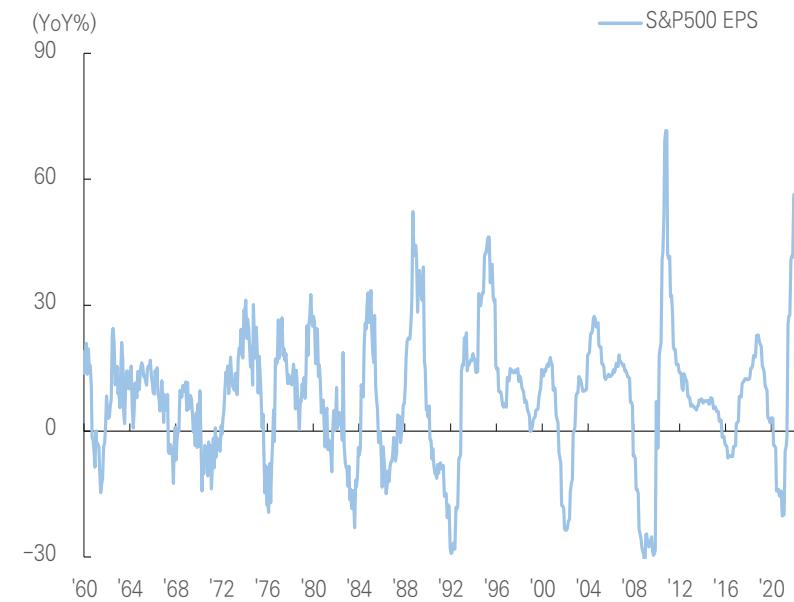
- 글로벌 인플레이션 환경은 2022년의 강도 높은 긴축정책과 구매력 저하, 경제심리 침체의 영향으로 순환적 둔화 가능성이 큼. 하지만, 공급부족이 해소되지 않은데다 한계기업과 가계를 보호하기 위한 정책으로 수요활동이 후퇴하지 않아 고물가 환경이 지속될 것으로 예상
- 고압경제 환경 속에 글로벌 경제는 인플레이션 리스크를 반영하기 시작하고, 편더멘탈이 가장 취약한 경제권, 국가를 시작으로 경기침체가 시작될 것으로 예상

## 인플레이션 정점 통과 = 수요활동 약화



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

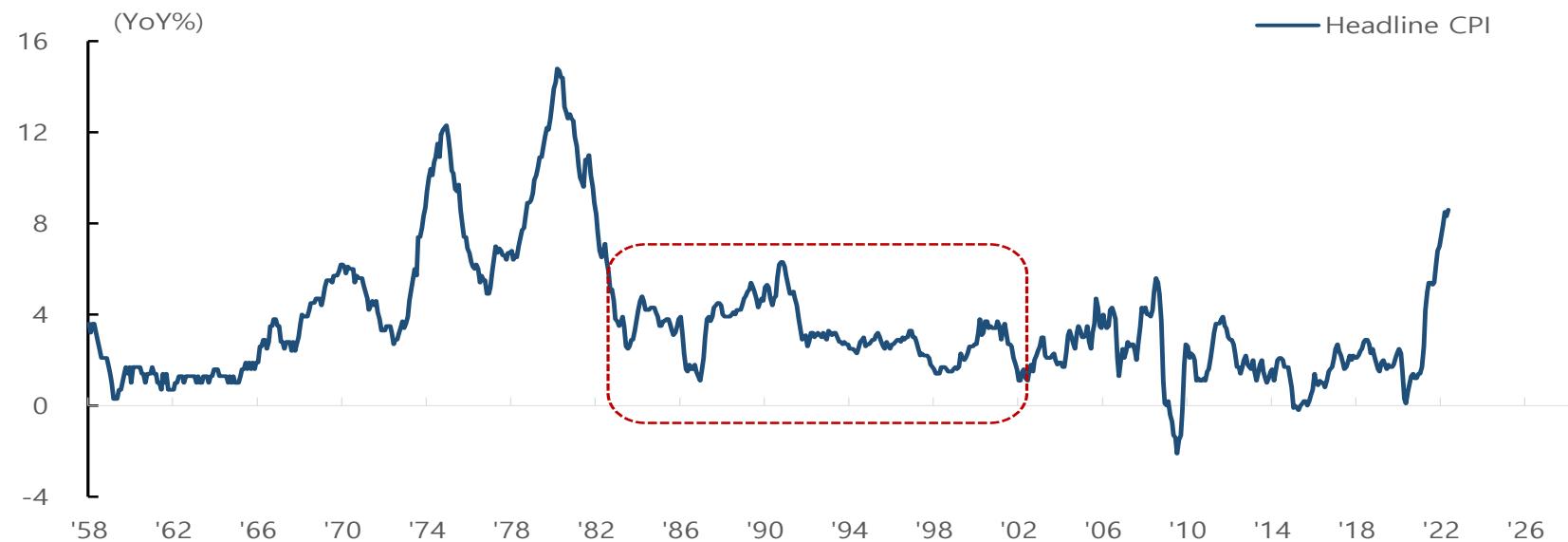
## S&P500기업의 EPS 변화율



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

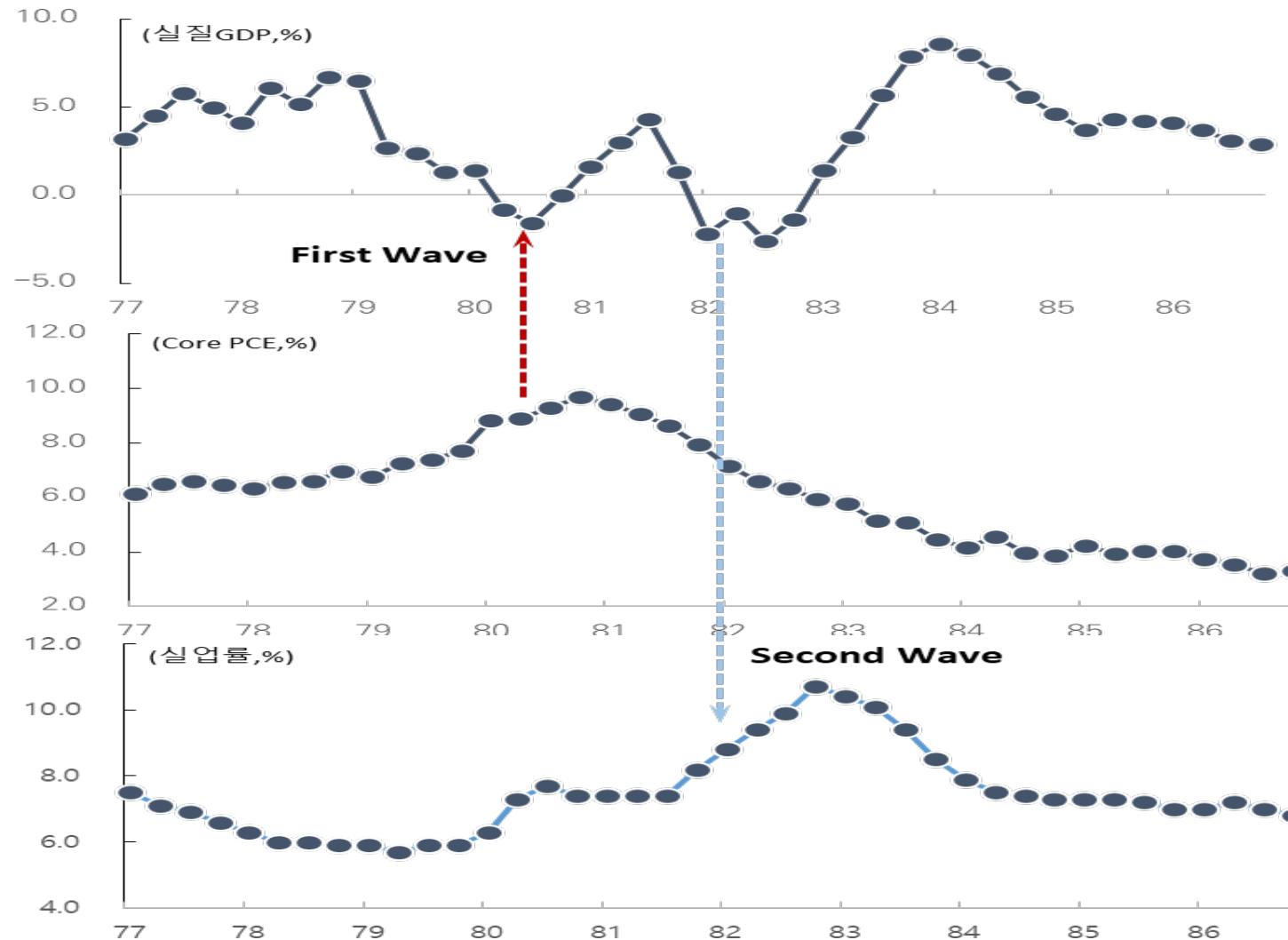
- 현재 인플레이션을 코로나 경기침체와 맞서기 위해 시장경제에 공급된 유동성 탓만을 할 수는 없음. 물가가 상승할 수 밖에 없는 구조적 문제가 재발했을 가능성이 더욱 큼
- 1980년대 세계경제는 민주주의, 공산주의 진영으로 나뉘어 세계경제가 분열되고 생산적이지 못했음. 그 영향으로 물가상승이 촉진되고, 1990년대 소련의 붕괴 이후 이념전쟁을 끝내고 경제시스템의 분업화, 세계화가 효율적 생산시스템으로 전환되며 물가상승 위험이 제거되었음. 코로나19로 인한 락다운, 통상분쟁의 지속 등은 현재 경제시스템이 비용부담을 키우는 구조에 있다는 것을 뜻함

## 미국 헤드라인 소비자물가지수 변화율



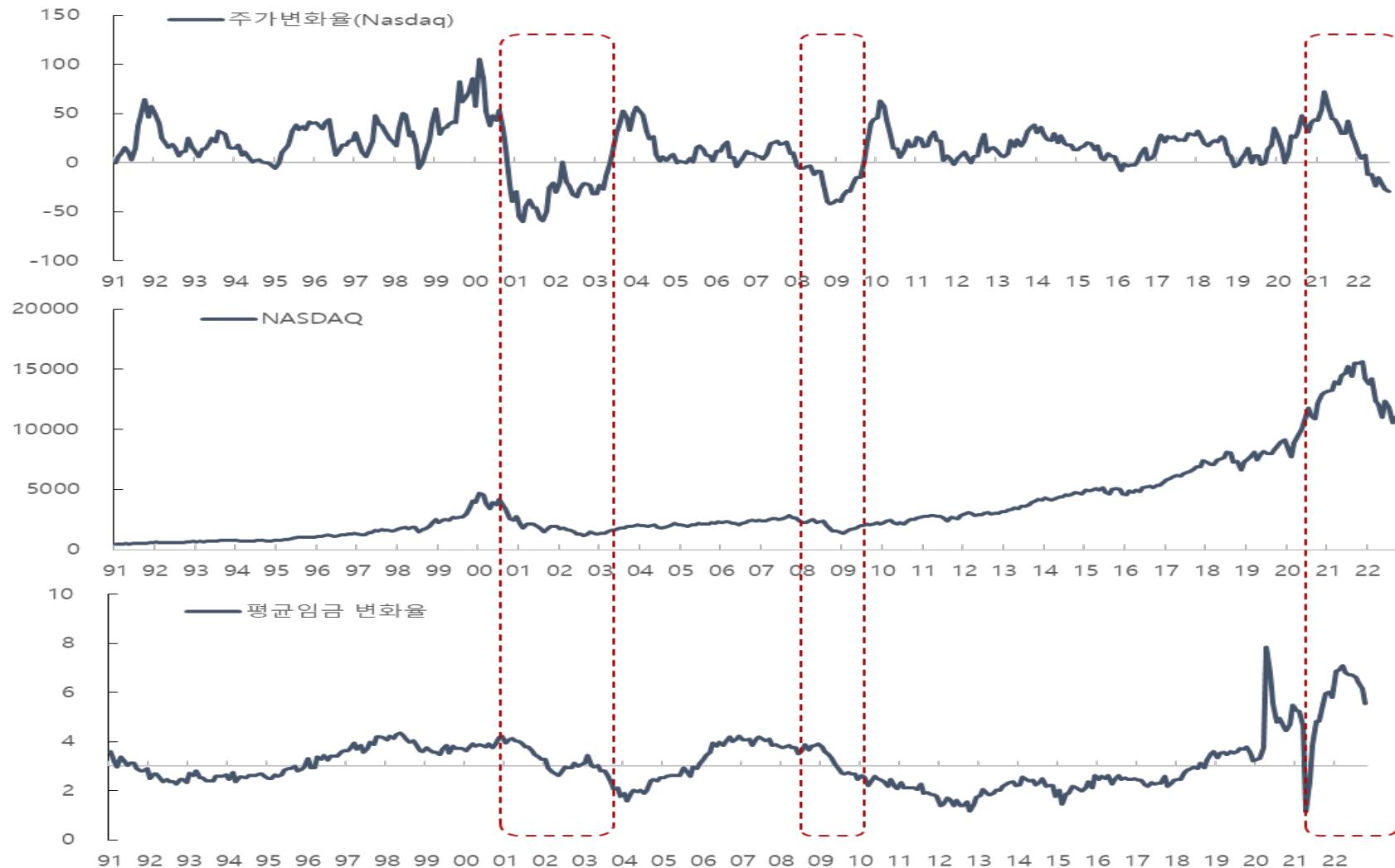
자료: 교보증권 리서치센터

# 1980년 초반과 같은 다중침체 가능성이 크다



자료: 교보증권 리서치센터

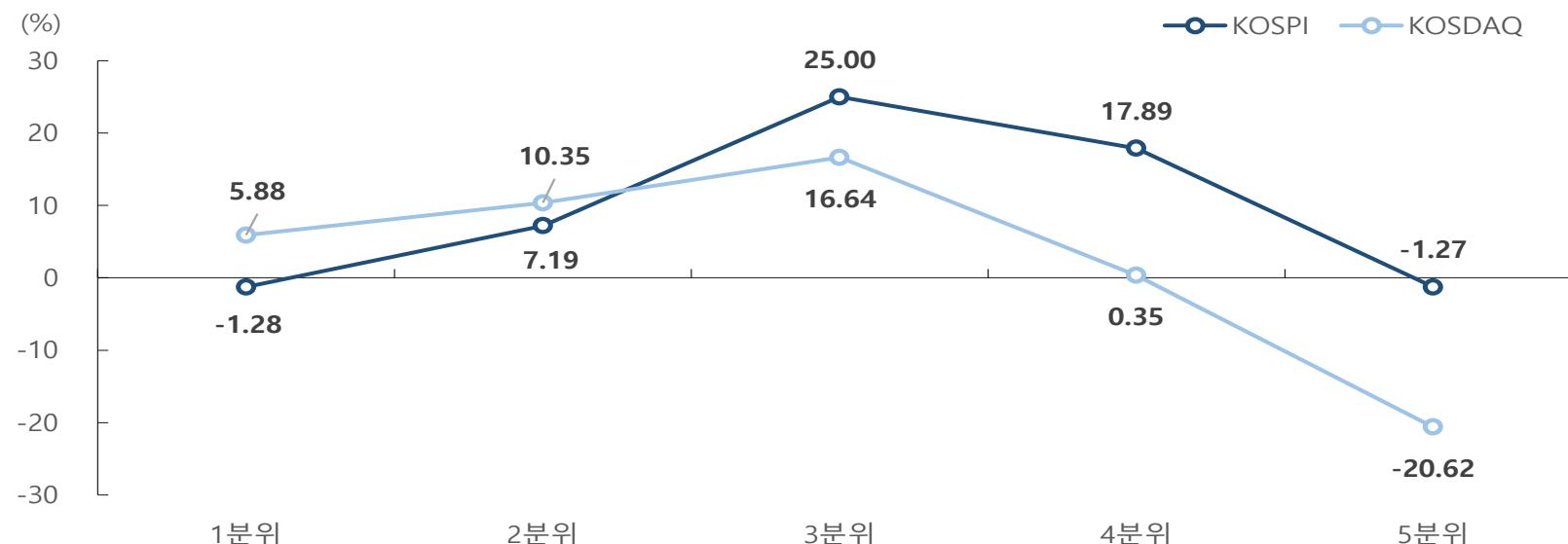
# 기업가치 회복을 위해서는 비용문제가 해결되어야 한다



자료: 교보증권 리서치센터

- 건강한 인플레이션은 소비를 촉진하고, 경제 질량을 빠르게 팽창시키는 긍정적 효과를 가져오지만, 현재 인플레이션은 생산성을 악화시키고, 구매력을 떨어뜨리는 경기하방 위험요소로 평가할 수 있음. 물가가 안정되기 이전까지는 통화정책도 타이트한 기조가 유지될 수 밖에 없어 주식 등과 같은 위험자산은 투자매력이 저하
- 또한, 각종 생산비용의 증가는 기업의 현금흐름을 악화시키고, 부채부담을 가중시켜, 미래 기업가치를 디스카운트 시키는 문제를 발생시킴. 급격히 물가가 안정되는 경우는 실물경제가 쇼크를 발생시키는 경우가 되는 만큼 주식시장의 “추세적 상승”을 예측하는 것은 현실적으로 어려움

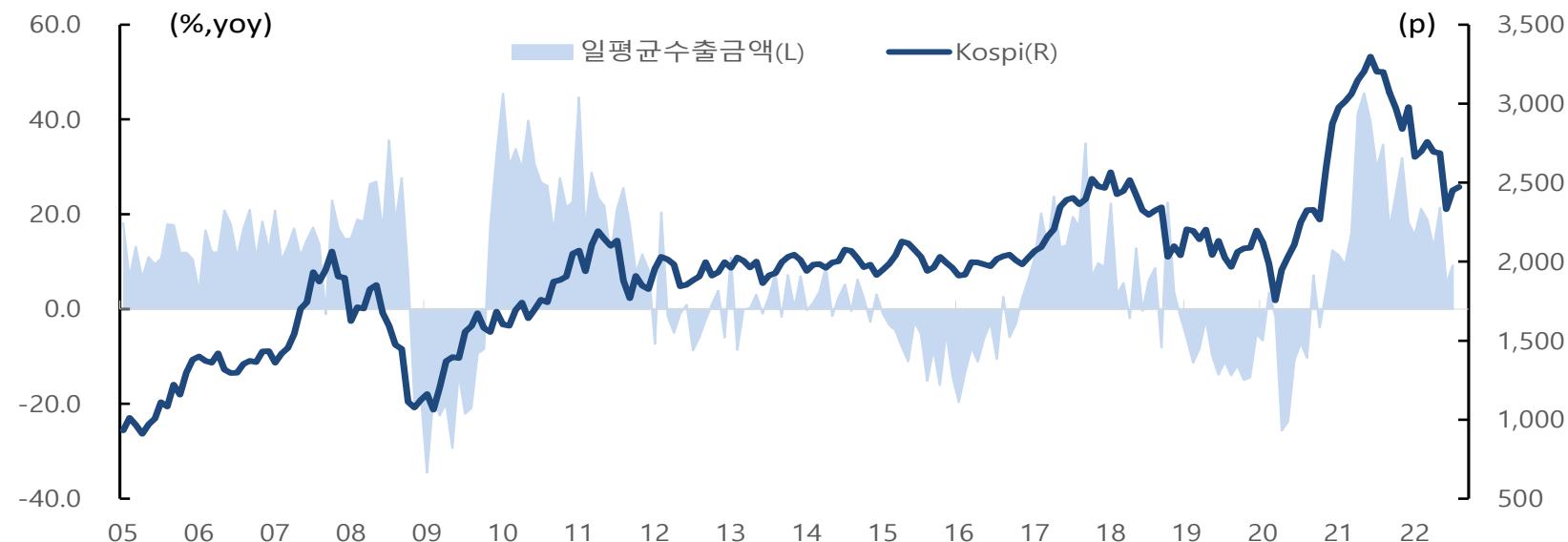
## 물가 분위별 코스피, 코스닥 수익률 통계



자료: 교보증권 리서치센터

- 팬데믹 경기침체 이후 풍부한 유동성을 기반으로 경제활동 정상화의 노력이 이어졌고, 한국수출은 역대 최고치를 경신하는 저력을 보였다. 하지만, 수입물가 급등과 수요환경 악화는 점진적으로 한국수출의 역성장 가능성을 높이고 있다.
- 한국수출의 역성장은 즉시 기업실적 감소로 이어진다. 2022년 4분기를 시작으로 한국수출은 역성장을 시작해 2023년 상반기까지 이어질 가능성이 크다. 역사적으로 수출부진이 지속될 때 주목할 것은 수익률이 부진했고, 저점을 찾았다는 점을 기억할 필요가 있다.

## 코스피와 일평균 수출금액 변화율 추이

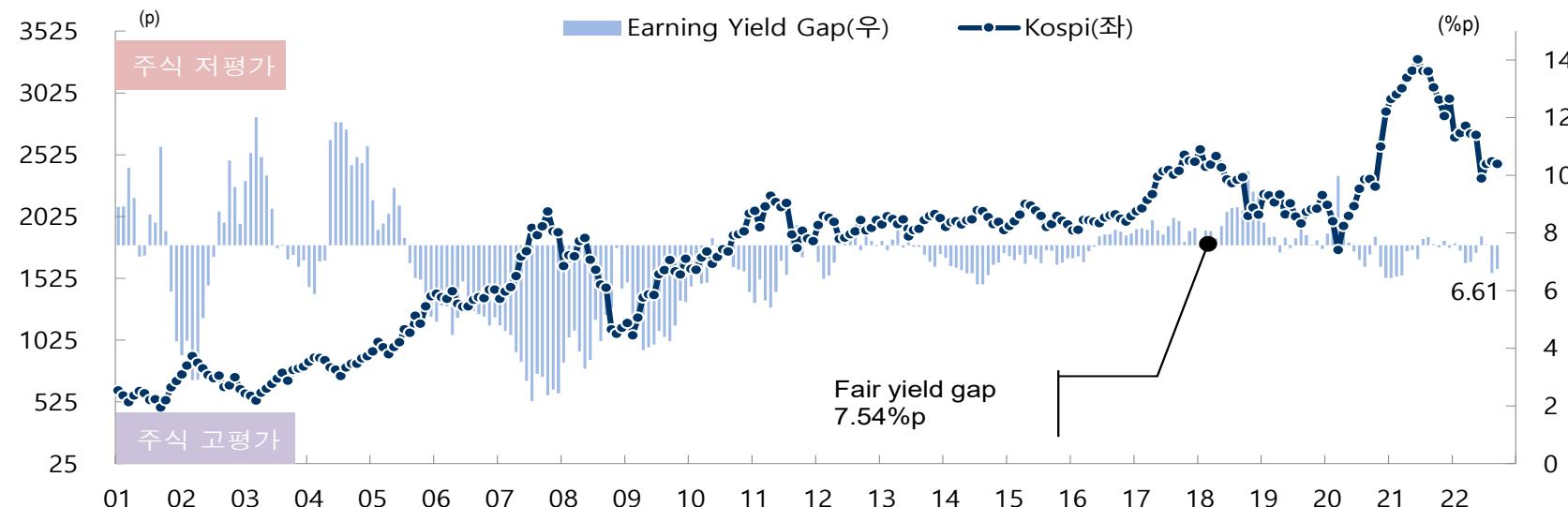


자료: 교보증권 리서치센터

# 2023년 주식시장, 고평가 영역에서 시작

- 코스피가 2021년 기록했던 3,000p 시대를 뒤로하고, 2,500p 내외로 후퇴한 만큼 저평가 해석을 이끌어 내고 싶지만 현실적으로 어려워 보임. 우선, 편향적으로 낙관된 실적전망을 기준으로 가치평가를 내린 상황인 만큼 앞으로 이익전망이 하향조정 될 경우 저평가 매력을 상쇄될 수 밖에 없음
- 또한, 주식과 채권 수익률을 비교하는 일드캡 모형에서도 현재 일드캡은 10년 평균(7.54%p)보다 낮아 채권 대비 주식은 고평가 되어 있고, 상대적으로 “채권”에 대한 저평가가 앞서 있는 것을 확인할 수 있음. 2023년 경기 침체 이유가 구체적으로 등장할 경우 선제적으로 대응해야 할 것은 주식 보다 채권이 앞선다는 점

## 일드캡 모형으로 보는 코스피, 고평가 영역에 위치



자료: 교보증권 리서치센터

# 2023년 코스피 예상밴드, 2,200p~2,650p

- 글로벌 정책금리 인상기조는 23년 1분기까지 지속될 것. 이후 동결기조가 유지되는 동안 시장금리 위치에 따라 주식시장의 투자조건은 꽤 차이가 있을 것으로 보임. 일드캡 모형을 활용한 코스피 예상밴드는 예상 무위험 자수익률을 전제로 적정 및 Target PER을 산출해 지수 밴드를 작성. 만약 23년 무위험 이자수익률을 4%로 가정할 경우 코스피 예상밴드는 2,000p~2,400p로 산출
- 다만, 물가 및 경기둔화 우려가 있고, 금리인하 가능성은 이르지만 시장금리가 안정되어 3% 수준으로 가정할 경우 코스피 예상밴드는 2,200p~2,650p로 산출된다. 필자는 시나리오 2를 채택

## 2023년 높은 금리환경의 경우 코스피 예상밴드

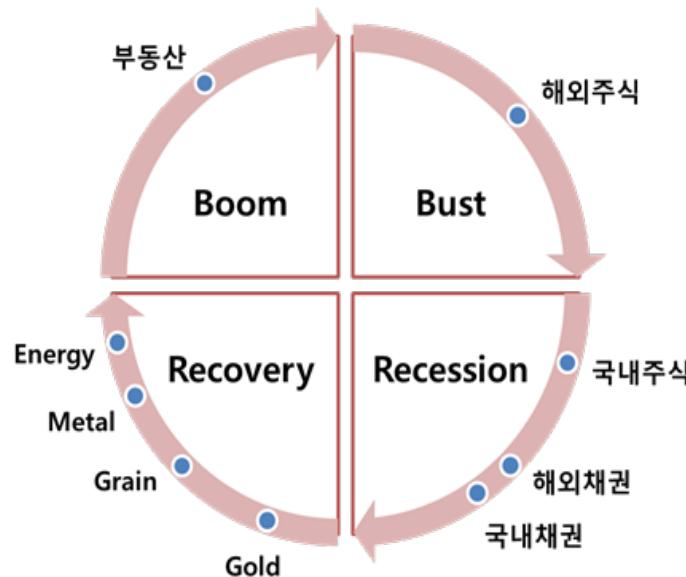
구 분	Yield gap	Scenario 1		
		예상금리	PER	Kospi
Target	6.50	4	9.5	2,427
Fair	7.50	4	8.7	2,216
Bottom	8.50	4	8.0	2,038

## 시장금리 안정을 전제할 때 코스피 예상밴드

구 분	Yield gap	Scenario 2		
		예상금리	PER	Kospi
Target	6.50	3	10.5	2,682
Fair	7.50	3	9.5	2,427
Bottom	8.50	3	8.7	2,216

- 글로벌 인플레이션 환경이 쉽게 안정되기 어렵고, 공급부족 사태가 당분간 지속된다는 점을 감안하면, 채권에 대한 투자 역시 상당한 리스크를 부담할 수 있음. 또한, 외환조건과 맞물린 복잡한 금융지표 매트릭스는 최적의 투자시점을 찾는데 어려움을 느끼게 할 것.
- 그럼에도 불구하고, 경기침체가 구체화 되면서 채권에 대한 선행투자와 경기저점에 접근시 주식투자로의 전환을 대비하는 것이 필요하며, 예상치 않은 변동성 확대에는 저가매수로 대응이 가능할 수 있음

주요 자산군 투자매력 위치



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

코스피와 12개월 예상이익 기준 PBR 밴드



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

- 2023년 코스피는 수출 및 기업실적 모멘텀 악화와 비우호적인 경제정책, 경기침체와 겹쳐져 낙관적 전망이 어려울 것으로 예상. 다만, 경기침체와 이익감소를 주가에 반영시키는 작업이 2021년 7월 이후 1년 넘게 진행되어 온 만큼, 추가적인 레벨다운 이유는 크지 않다고 평가
- 2022년 코스피 평균지수는 약 2,550p로 예상되며, 2023년 예상 평균지수도 올해와 큰 차이를 보이지 않을 것으로 예상. 주식시장의 박스권 전망은 글로벌 주요지수의 공통된 전망이 될 것으로 보임. 중기 추세의 전환 시도는 2023년 하반기를 예상하며, 연간 흐름은 전약후강 패턴이 될 것으로 예상

## 코스피와 평균지수 추이



자료: 교보증권 리서치센터



Part 2

## 경제전망

## 2023년 경제전망 – 실물경제는 더블 딥 경기침체, 인플레이션이 경기침체 폭과 기간을 좌우

- 2023~2024년 전세계 금융시장은 경기침체와 금리상승 및 달러화 강세가 전개되는 국면에서 취약성이 확대되는 과정이 전개될 것으로 예상. 특히 전세계 민간, 공공 할 것 없이 과잉부채가 누적되어 있는 상태에서 인플레이션으로 촉발된 금리상승이 부실채권과 자산을 야기하고, 경기침체를 가속할 위험이 있음
- 특히 2023년 상반기, 2024년 상반기 두 차례의 경기침체가 반복될 것인데, 2025년 이후 경기회복세로 복귀할 수 있을지, 아니면 장기불황에 놓여지게 될 것인지는 인플레이션 안정에 좌우될 전망
- 2023~2024년 한국 경제 역시 전세계 실물경제와 금융시장과 마찬가지로 경기침체와 금융취약성이 우려되는 여건. 경제성장률은 1.5%에 불과하고, 인플레이션은 물가안정 목표인 2%를 지속적으로 상회할 전망. 수출과 투자위축에 이어 내수가 위축되고, 금리상승과 원화약세 등은 민간(가계 및 한계기업)부채부담을 가중하고, 인플레이션과 대외 건전성을 악화시킬 수 있어 주의가 필요

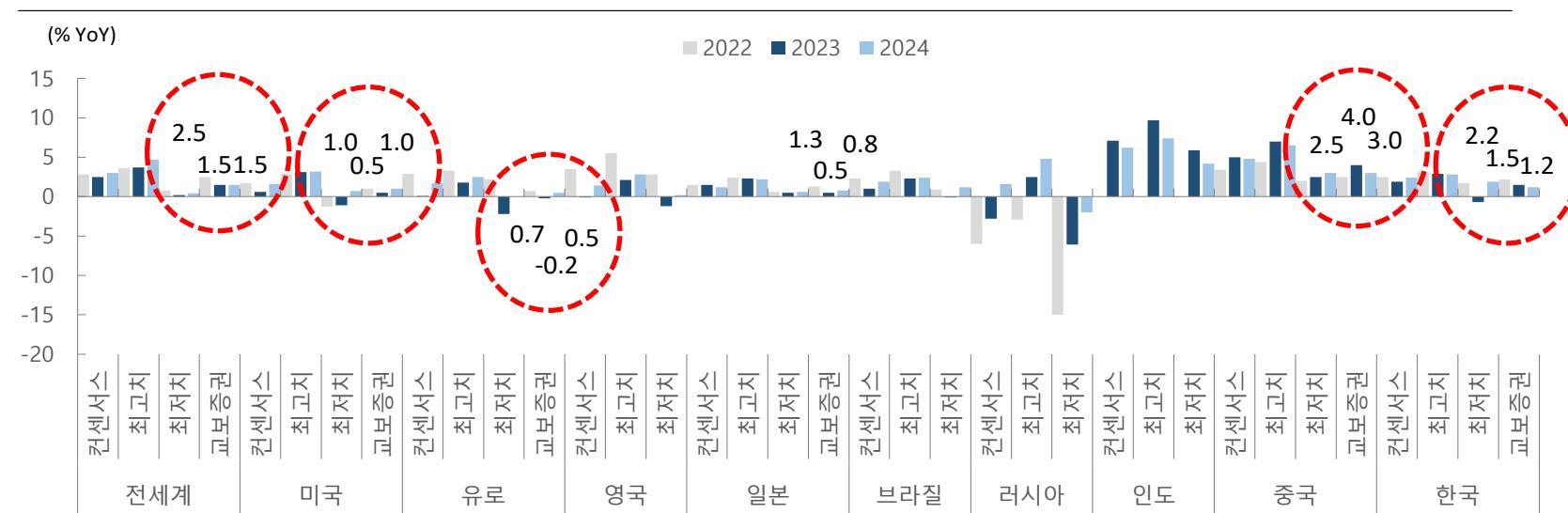
## Gray Swan Risk – 2023년 실물경제와 금융시장은 블랙 및 화이트 스완이 뒤섞인 리스크에 직면

- 2023년 이후 전세계 및 한국 경제는 그레이 스완 리스크에 직면. 그레이 스완은 회조(灰鳥)이며 변종을 의미. 그레이 스완 리스크는 예측 가능한 사건에 의해 발생하는 화이트 스완 (白鳥) 리스크, 예측 불가능한 사건의 의해 발생하는 블랙 스완 (黑鳥) 리스크가, 혼재되고 복합되어 무질서한 금융위기를 창발할 수 있음
- 그레이 스완은 경제적으로는 복합위기, 시스템위기, 비경제적으로는 패권경쟁, 지정학적 리스크, 무력충돌 등으로 확산할 수 있음. 향후 구체화될 수 있는 그레이 스완 리스크는 첫째, 금리상승-부채위기-대차대조표 불황 전개, 둘째, 부정적 소용돌이 위험과 시스템 위기, 셋째, 패권경쟁과 지정학적 리스크가 있음
- 현재 전세계 및 한국이 직면한 실물경제와 금융시장은 경제적 위기 뿐만 아니라 비경제적 위기가 확산되고 있다는 점에서 문제가 합리적으로 풀릴 것이라는 낙관론을 고수하기 어려우며, 면밀히 지켜보고, 철저히 준비하고, 적절히 대응하는 수 밖에 없음

# 2023년 전세계 및 주요국 경제는 순차적 경기침체 시작

- 2023~2024년 전세계 경제성장률은 1.5%로 낮을 전망. 신흥국 경제의 4% 이상 성장을 감안 시, 미국, 유럽, 일본 등 선진국 경제는 제로 내지マイ너스 성장을 기록
- 2023년 상반기 미국, 유럽 경제가 동반 위축되면서, 1차 경기침체 발생. 하반기에는 미국-중국의 연말수요 효과로 일시 회복하겠으나, 2024년 상반기에 고용과 소비가 위축되면서 2차 경기침체 발생
- 중국 경제는 교역 및 부동산 위축으로 경제성장률이 4% 이하로 하락하는 과정. 한국 경제 역시 2% 미만의 저조한 경제성장률에 머물 전망이며, 대외교역, 대내부채 등이 충격을 받을 시 추가적인 경기하향 압력 발생

## 2022~2024년 전세계 및 주요국 GDP 성장률 전망

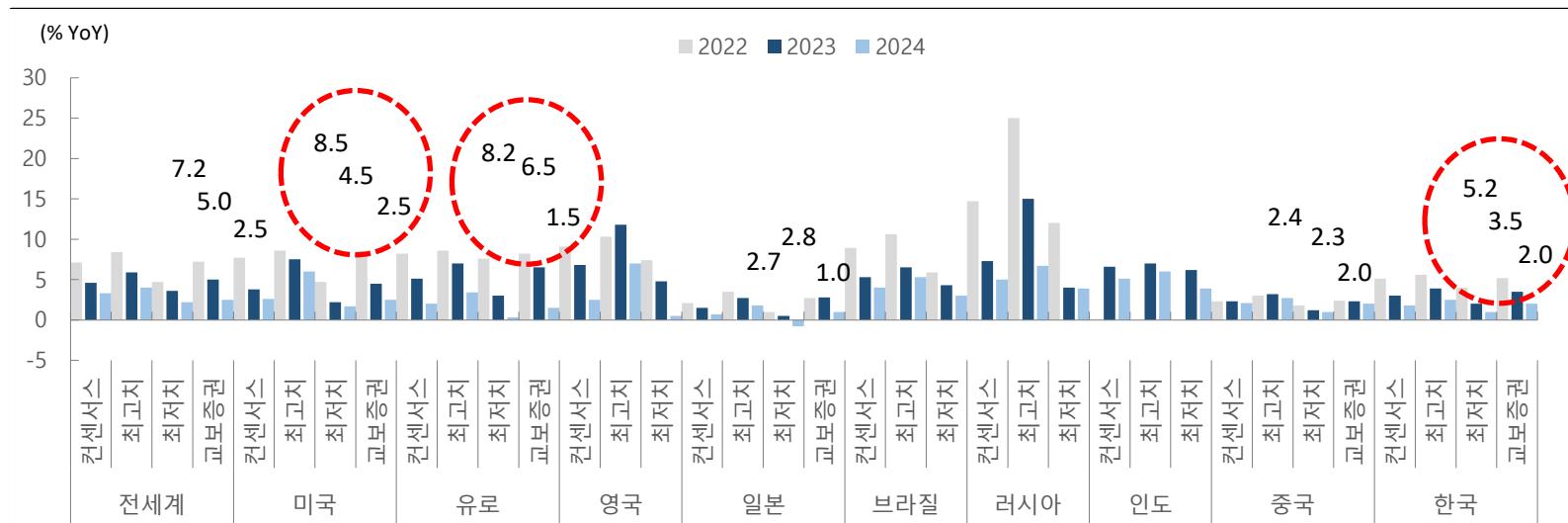


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# 2023년 인플레이션 안정여부에 따라 리세션 강도가 좌우

- 2023~2024년 전세계 소비자물가 상승률은 5.0%, 2.5%로 예상. 2021년부터 시작된 전세계 인플레이션이 2022년 최고조, 2023년까지 높게 유지된 이후, 리세션이 수반되면서 2024년부터 안정수준으로 복귀
- 미국의 경우 양호한 고용시장, 유럽의 경우 겨울철 난방수요, 한국은 제품 및 공공요금 인상 등 내재적인 인플레이션 요인이 남아 있음. 이에 따라 경기위축이 발생함에도 불구하고, 당분간 억압적 긴축정책 유지
- 2024년까지 전세계 경제가 W 경기침체를 겪는 가운데, 2024년 인플레이션이 안정화된다면 2025년 이후 경기회복 국면으로 복귀. 그러나 인플레이션이 안정되지 않으면, 경기위축적인 리세션 상태가 연장

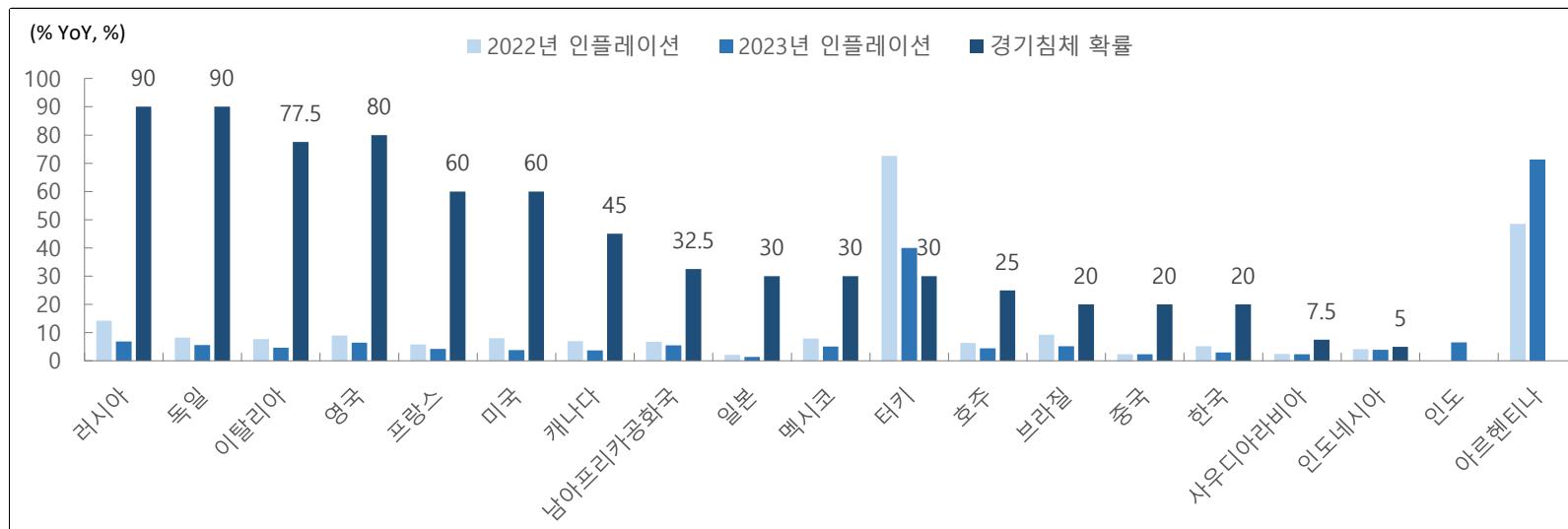
## 2022~2024년 전세계 및 주요국 소비자물가 상승률 전망



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

- 미국과 유럽의 인플레이션 압력이 여전히 높고, 재정 및 통화긴축적 여건과 금융시장의 불안정성이 고조화된 2022년 말~2023년 초 경기침체 충격이 유발될 위험이 있는 국가에 대한 모니터링이 요구
- 현재 G20 국가 가운데, 2023년 상반기 경기침체(2분기 이상 마이너스 성장) 확률이 높은 국가는 러시아, 독일, 이탈리아, 프랑스, 미국 등. 실제로 미국과 유럽에서 경기침체가 발생한다면 수요와 교역위축에 따라 중국, 한국 등 제조업 수출국과 브라질, 인도 등 인플레이션 압력 높고 재정이 취약한 신흥국도 경기위축에 진입할 전망

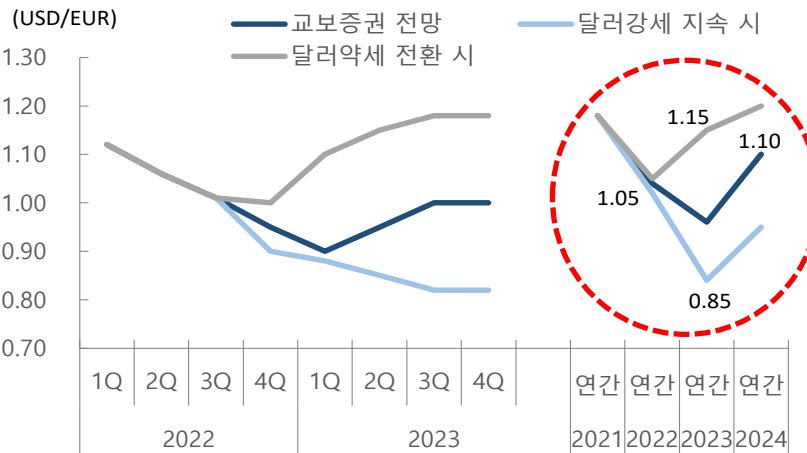
## 2022~2023년 G20 국가들의 인플레이션 전망 및 경기침체 확률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# 인플레이션, 무역불균형, 금융불안정 시 환율 변동성 확대

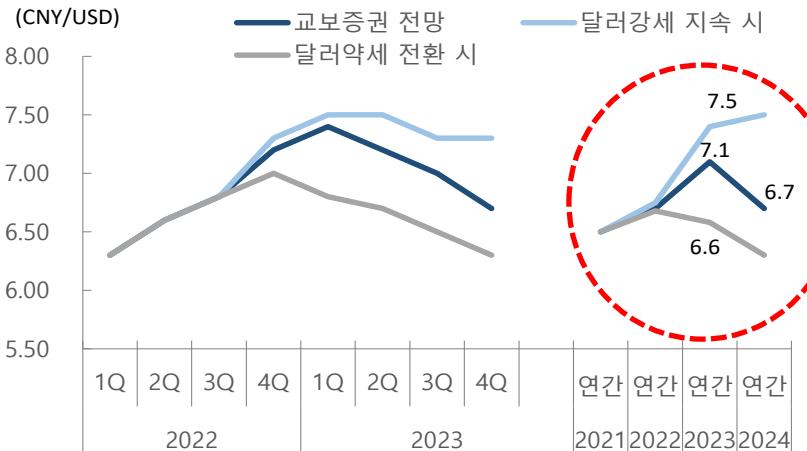
## 2023~2024년 달러/유로 환율 전망 스펙트럼



## 2023~2024년 엔/달러 환율 전망 스펙트럼



## 2023~2024년 위안/달러 환율 전망 스펙트럼



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 2023~2024년 원/달러 환율 전망 스펙트럼

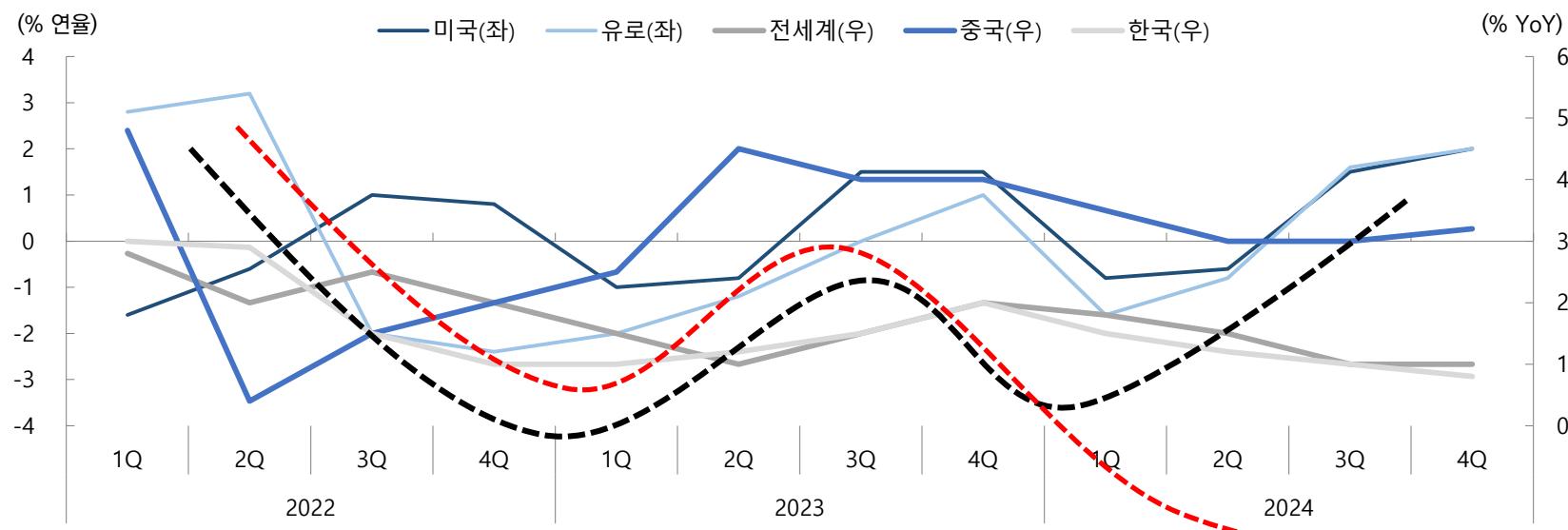


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# 2023~2024년 경기침체는 W자형 더블 딥으로 전개

- 2022~2024년 전세계 및 주요국 경제는 W형 경기침체가 전개. 2022년 전세계 인플레가 급등한 가운데, 상반기 미국과 중국, 하반기 유럽이 경기침체에 가세
- 2023년 상반기에는 미국, 유럽, 중국 및 신흥국의 동시 경기침체(1차 딥)에 빠지고, 하반기 소폭의 반등을 보이겠으나, 고용시장이 위축되면서 2024년 상반기 다시 경기침체(2차 딥)가 나타나면서 더블 딥에 빠지게 될 것
- 인플레이션이 안정된다면 2차 침체 폭이 축소되면서 회복. 그러나 인플레이션이 안정되지 않으면, 2023년 하반기 일시회복이 무산, 혹은 2차 침체가 더욱 확대되고, 향후 장기불황이 전개될 수 있음

## 2022~2024년 전세계 및 주요국 분기별 GDP 성장률 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# 2023~2024년 실물경제와 금융시장은 Gray Swan Risk

## 예측 가능성과 불확실성 요인에 따른 금융위기 유형

	화이트 스완	블랙 스완	그린 스완	그레이 스완
의미	역사적으로 되풀이된 위기	예측하기 어려운 이례적인 사건	기후변화가 초래할 위기	복합위기, 시스템위기, 패권경쟁, 지정학적 위기, 무력충돌
예 가능성	정규 분포	테일 리스크, 비가우스 분포, 발행 후에 합리적 설명 가능	발생 가능성 높거나 확실한 발생이 예상되나 시기나 구체화는 불확실	개별적으로 예측가능하나 의외성, 창발성, 불확실성 큼
진단	통계학자, 경제학자	경제학자, 금융분석가, 리스크 관리 담당자 (사전적 동의 어려움)	과학자 (경제학자, 금융분석가들의 사전적 동의 어려움)	경제학자, 과학자 외 정치학자, 역사학자, 미래학자, 인류학자
영향	낮거나 점진적	거대, 직접적, 구체적. 사건 후 조정충격 및 손실 발생	인간의 삶과 문명에 거대하고 직접적 충격. 대부분 경우 불가역적인 손실 발생	경제적, 불가역적 손실 뿐만 아니라 경험하지 못한 새로운 위기의 형태
예	영국, 북유럽, 일본 금융위기 아시아 등 신 흥국 외환위기	1930년대 대공황 2008~2009년 미국발 금융위기	2030~2050년 이후 지구온도 2도 이상 상승 시 이상기후 및 재난	2020년 코로나19 팬데믹 1~2차 세계대전
정책 추천	리스크 모델 및 관리의 개선	리스크에 대한 재자각. 사건을 통해 취약성 방지 전략 설계	충격의 심각성을 감안할 때, 완전히 이해되지 않더라도 근본적인 불확실성 하에서 즉각적인 실행 및 공조 필요	안정성, 신뢰성, 회복성에 입각한 리스크 관리 뿐만 아니라 혁신성, 포용성, 지속가능성을 갖춘 실행 및 공조 필요

자료: BIS(화이트, 블랙, 그린 스완), 교보증권 리서치센터(그레이 스완)

# 1) 장단기 금리 역전과 과잉부채 부실

- 미국의 국채금리 상승과 일드 커브 역전에 따른 금융 취약성이 확대. FRB의 금리인상에 따라 5년 이하 단기금리는 평균 이상의 스프레드를 유지하면서 상승. 그러나 7년 이하 장기금리 상승 경기위축을 반영하면서 평균 이하의 스프레드 축소
- 이에 따라 장단기 금리역전이 심화되고 장기화될 경우, 금융기관의 자금조달 비용을 상승시키고, 예대마진 및 자금운용 수익률을 하락시켜 디레버리지를 자극하고 리세션 압력을 강화

## 향후 1년간 미국 인플레이션 경로에 따른 통화정책 시나리오

		국채2년	국채3년	국채5년	국채7년	국채10년	국채30년
국채-연방기금 목표금리 스프레드*	최대	2.01	2.23	2.67	4.14	3.74	4.59
	평균	0.15	0.40	0.80	1.26	1.49	2.21
	최저	-1.91	-1.68	-1.39	-0.86	-0.93	-0.62
연방기금 목표금리 5.0% 시 국채금리	최대	7.01	7.23	7.67	9.14	8.74	9.59
	평균	5.15	5.40	5.80	6.26	6.49	7.21
	최저	3.09	3.32	3.61	4.14	4.07	4.38
연방기금 목표금리 5.5% 시 국채금리	최대	7.51	7.73	8.17	9.64	9.24	10.09
	평균	5.65	5.90	6.30	6.76	6.99	7.71
	최저	3.59	3.82	4.11	4.64	4.57	4.88
연방기금 목표금리 6.0% 시 국채금리	최대	8.01	8.23	8.67	10.14	9.74	10.59
	평균	6.15	6.40	6.80	7.26	7.49	8.21
	최저	4.09	4.32	4.61	5.14	5.07	5.38

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

\* 2007~2022년 현재까지 연방기금 목표금리 상한과 국채만기별 금리 스프레드 주: 옆은 음영 표시는 평균 스프레드 적용, 짙은 음영은 최저 스프레드 적용

# 1) 경기침체 확대 시 대차대조표 불황 전개

2023년 G20 국가들의 거시경제 요약 - 2008~2009년 글로벌 금융위기, 2010~2012년 남유럽 재정위기보다 거시경제 취약

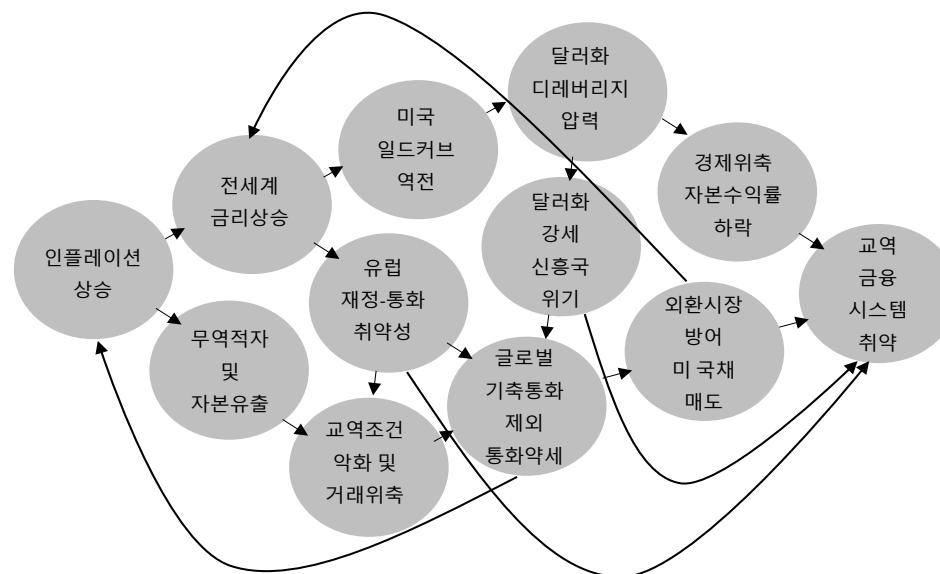
국가	GDP	CPI	실업률	기초 재정수지	총 재정수지	순 공공부채	총 공공부채	경상수지
아르헨티나	2.0	76.1	6.9	-1.4	-3.3		69.5	0.6
호주	1.9	4.8	3.7	-1.5	-3.0	36.1	58.6	0.7
브라질	1.0	4.7	9.5	-0.8	-7.5	61.0	88.9	-1.6
캐나다	1.5	4.2	5.9	-1.4	-1.2	30.3	98.7	-0.2
중국	4.4	2.2	4.1	-6.1	-7.2		84.1	1.5
프랑스	0.7	4.6	7.6	-4.1	-5.6	101.0	112.5	-1.5
독일	-0.3	7.2	3.4	-1.8	-2.5	47.8	68.3	5.3
인도	6.1	5.1		-3.5	-9.0		83.8	-2.9
인도네시아	5.0	5.5	5.3	-0.8	-2.9	37.8	40.4	1.1
이탈리아	-0.2	5.2	9.4	-0.7	-3.9	135.6	147.1	0.3
일본	1.6	1.4	2.4	-3.6	-3.6	172.4	261.1	2.2
한국	2.0	3.8	3.4	0.0	0.1	24.0	54.4	3.5
멕시코	1.2	6.3	3.7	0.3	-4.1	51.0	58.7	-1.2
러시아	-2.3	5.0	4.3	-1.7	-2.1		16.9	11.1
사우디	3.7	2.2	n/a	4.2	3.9	5.4	25.1	12.3
남아공	1.1	5.1	35.6	-0.2	-5.4	68.2	70.7	-1.0
스페인	1.2	4.9	12.3	-2.4	-4.4	98.4	112.1	-0.2
터키	3.0	51.2	10.5	-2.7	-5.6	30.0	37.7	-3.9
영국	0.3	9.0	4.8	-0.7	-2.3	68.5	79.9	-4.5
미국	1.0	3.5	4.6	-3.5	-5.7	96.9	122.9	-3.1

자료: IMF WEO-2022년 10월, 교보증권 리서치센터

## 2) Negative Spiral Risk (부정적 소용돌이 위험)

- 전세계 실물경제와 금융시장은 인플레이션에서 촉발된 부정적 나선형 위험에 놓여져 있음. 나선형 위험에서는 원인이 결과가 되고, 결과가 원인이 되어 영향이 증폭되며 재확산
- 인플레이션으로 인한 금리상승과 달러화 강세가 결합될 경우, 비기축통화국은 외환시장 안정을 위한 달러화 유동성 공급을 위해 미 국채를 매각. 금리상승이 재개되면서 부정적 영향이 연쇄적으로 발생
- 이러한 부정적 나선형 위험이 제어되지 않으면 전세계 교역과 통화 및 금융 체제의 시스템 위기로 확산

### 인플레이션-금리상승-무역적자에서 촉발되는 Negative Spiral Risk

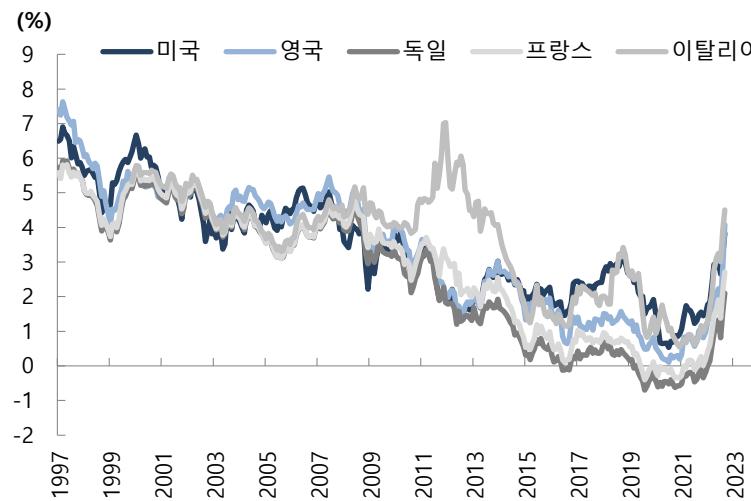


자료: 교보증권 리서치센터

## 2) 유로 존 시스템 위기로 확산

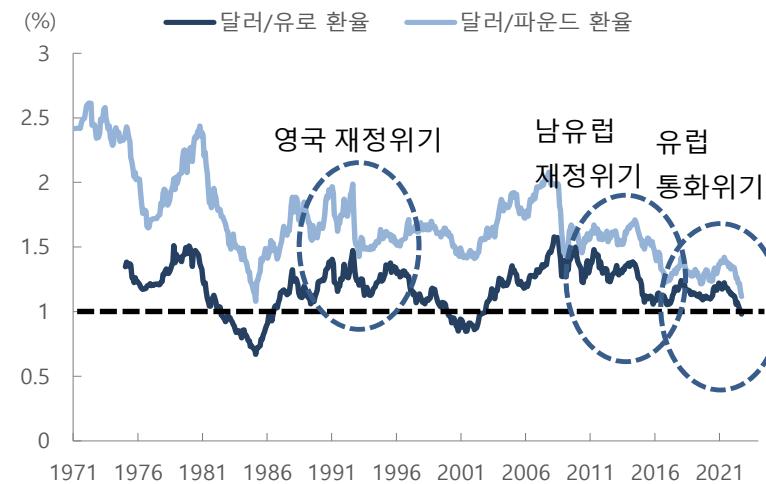
- 유럽의 국채금리 상승으로 유로 존의 전형적인 거시경제 취약성인 재정-통화 시스템 위기로 확대. 유럽 국가들의 경우 독일 및 북유럽을 제외하면 재정 건전성이 미국보다 취약. 이탈리아 국채10년 금리가 7%에 근접하면 재정위기 현실화
- 이탈리아 재정위기, 독일 경기침체 및 무역적자 등으로 유로화가 달러화 대비 Parity를 이하에서 약세가 지속되면 유로 존 재정-통화-금융 시스템의 지속 가능성에 심각한 위협을 가할 수 있음. 영국도 동일한 위험 직면

미국, 영국, 독일, 프랑스, 이탈리아 국채10년 금리



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

유로화, 파운드화 모두 달러화와 Parity 하회 압력



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

### 3) 지정학적 리스크와 패권 경쟁

#### 미국과 중국의 전방위 패권 경쟁 가운데, EU의 조정력 약화

	미국	중국	EU
정치	자유민주주의	사회공산주의	사회민주주의
경제	시장경제 자본주의	중국 국가 주도형 시장경제 자본주의	사회적 시장경제 자본주의
연합	지방분권형	중앙집중형	개별국 주권
외교	국제 다자주의 선진국 입장	국제 다자주의 개도국 입장	국제 다자주의
군사	1위 (2위 러시아)	3위 (4위 인도)	5위 프랑스, (6위 일본, 7위 한국), 8위 영국, (9위 터키), 10위 독일
재정	통합	통합	분리
통화	통합	통합	통합
금융	기축통화 중심 결제 및 파이낸스 압도적	자산규모로는 미국 추월, 위안화 신뢰성 결여 약점	유로권 역내 금융 네트워크 강화, 그러나 금융 건전성 약화
에너지	세일에너지 개발로 자급력 충족	경제 성장으로 인한 수요 대비 자급력 불충분	역내 에너지 자급력 불충분
	인플레이션 감축법안 통과 로 탄소감축 세계 적극 구축	파리 기후 협약 가입되어 있으나 자국 산업 우선	지구 온난화를 막기 위한 탄소감축 규제에 가장 적극적
무역	중국, 독일, 일본 등 제조업 무역적자 축소 목적 특히 중국의 무역불공정 관행에 대한 시정 요구	자유무역을 지지하는 듯 보이나, 실제로는 개도국 지위 유지 해 실제적 이득을 유지	지역적 자유무역 체결 확대를 추구하고 있으나, 지속적인 경기둔화 및 재정압박으로 EU 및 유로 존의 분열 확대
	첨단기술 분야에서 명실상부한 패권국	중국 제조 2025, 신기술 적극 육성해 미국 기술패권 도전	글로벌 기술기업 육성에 상대적으로 소홀
인터넷	실리콘밸리의 민간기업이 주도	국가가 주도해 거대기업 육성	산업 경쟁에서 뒤쳐진 가운데, 정보보호 및 흐름에 대한 정책 및 규제 표준을 적극 도입

자료: BIS(교보증권 리서치센터)

### 3) 헨리 키신저가 내다보는 국제질서의 양상

- 니얼 퍼거슨의 2019년 저작 <광장과 타워>에서 헨리 키신저가 예상한 지정학적 갈등구조 소개
- 헨리 키신저는 오늘날 세계가 국제적 무정부 상태에 근접하는 위태로운 상태에 있다고 주장. 유럽 질서, 이슬람 질서, 중국 질서, 미국 질서라는 네 질서의 비전이 서로 경쟁을 벌이면서 환골탈태의 단계들을 밟고 있으며 그 결과 어떤 비전도 진정한 정통성과 정당성을 갖고 있지 못 하고 있음. 이러한 **무질서의 창발성**은 여러 지역의 블록들의 형성과 다툼이 결국 1차 세계대전에 비견될 모종의 분쟁으로 비화될 위험이 있다고 함
- 헨리 키신저는 패권의 균형이 나타날 것인가 20세기 초와 같은 재앙이 재현될 것인가에 대한 질문에 불길한 암시를 하고 있음. 어떤 한 힘이 네트워크를 통해 지배력을 강화할 경우 충돌이 발생하는 것. 아주 작은 동요가 벌어져도 그 대응으로 결정적 사태를 초래할 잠재성을 품은 권력 네트워크가 출현
- 네 가지 시나리오로 첫째, 미-중 관계의 악화, 둘째, 러시아와 서방 세계의 관계가 무너짐, 셋째, 유럽의 붕괴, 넷째, 미국이 중동의 균형을 이란에게 넘겨 줄 것이라고 보는 아랍과 이스라엘의 시각 때문에 중동전이 재발하는 경우
- 니얼 퍼거슨은 이러한 네 가지 위험이 네트워크로 인해 크게 창발될 수 있고, 현재 기술과 네트워크의 변화된 힘을 간과한 채 하는 미래 전망은 다 믿을 게 못 된다고 평가

# 2022~2024년 전세계 및 주요국 경제 및 금융지표 전망

		2022				2023				2021	2022	2023	2024
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
전세계													
실질GDP	% YoY	2.8	2.0	2.5	2.0	1.4	2.5	2.3	2.5	6.1	2.5	1.5	1.5
소비자물가	% YoY	5.9	7.3	7.7	7.4	6.2	4.7	4.1	3.6	4.7	7.2	5.0	2.5
한국													
실질GDP	% YoY	3.0	2.9	1.5	1.0	1.0	1.2	1.5	2.0	4.3	2.2	1.5	1.2
민간소비	% YoY	4.3	3.9	1.4	0.5	2.0	1.5	2.0	2.5	3.7	2.7	2.2	2.0
설비투자	% YoY	-6.2	-6.6	-6.0	-2.0	1.5	1.0	2.0	2.0	10.5	0.8	2.5	1.0
건설투자	% YoY	-5.5	-3.7	0.5	0.5	-2.0	-1.0	0.0	0.5	1.2	-0.5	0.0	0.5
상품수출	% YoY	7.3	4.6	5.0	3.0	1.0	1.5	2.0	2.0	10.8	5.0	1.7	2.0
상품수입	% YoY	5.3	1.5	5.6	4.0	2.5	2.5	2.5	2.0	10.1	5.7	2.3	2.5
실업률	% YoY	3.8	3.6	3.8	3.8	4.0	4.0	4.0	4.0	3.6	3.8	4.0	4.5
소비자물가	% YoY	3.8	5.4	6.1	5.5	4.5	4.0	3.0	2.2	5.2	5.6	3.5	2.0
무역수지	억 \$	-39.7	-65.8	-245.6	-100.0	-30.0	100.0	80.0	150.0	293.2	-451.1	300.0	450.0
경상수지	억 \$	153.9	93.9	9.9	20.0	50.0	120.0	100.0	170.0	883.0	277.7	440.0	500.0
원/달러 환율	KRW/USD	1,205.8	1,260.7	1,336.8	1,450.0	1,450.0	1,400.0	1,400.0	1,350.0	1,144.9	1,313.3	1,400.0	1,300.0
원/유로 환율	KRW/EUR	1,352.6	1,342.2	1,347.6	1,377.5	1,305.0	1,330.0	1,400.0	1,350.0	1,354.1	1,355.0	1,355.0	1,343.1
원/엔 환율	KRW/JPY	10.4	9.7	9.7	10.4	10.7	10.8	11.2	11.3	10.4	10.0	10.0	10.1
원/위안 환율	KRW/CNY	189.9	190.7	195.5	201.4	195.9	194.4	200.0	201.5	177.5	194.4	194.4	195.9
미국													
실질GDP	% 연율	-1.6	-0.6	1.0	0.8	-1.0	-0.8	1.5	1.5	5.7	1.0	0.5	1.0
실업률	%	3.8	3.6	3.6	3.6	4.0	4.5	4.5	4.5	5.4	3.6	4.5	5.0
소비자물가	% YoY	8.0	8.7	9.0	8.0	6.0	5.5	3.5	3.0	4.7	8.5	4.5	2.5
근원PCE	% YoY	5.2	4.8	4.6	4.5	4.0	3.5	3.0	2.8	3.3	5.0	3.8	2.0
재정수지	% 대비 GDP	-8.7	-4.3	-3.6	-3.6	-4.1	-3.9	-4.3	-4.6	-9.0	-4.1	-4.1	-4.5
경상수지	% 대비 GDP	-3.5	-3.9	-4.1	-4.1	-4.1	-4.0	-4.0	-3.9	-3.5	-4.1	-3.8	-3.7
유로													
실질GDP	% QoQ	0.7	0.8	-0.5	-0.6	-0.5	-0.3	0.0	0.6	5.2	0.7	-0.2	0.5
실업률	%	6.8	6.7	7.0	7.5	7.5	7.5	7.2	7.0	7.7	7.5	7.0	7.5
소비자물가	% YoY	6.1	8.0	8.5	8.5	7.0	4.5	4.0	2.8	2.6	8.2	6.5	1.5
재정수지	% 대비 GDP	-3.3	-6.3							-3.5	-4.4	-3.4	-2.7
경상수지	% 대비 GDP	1.7	0.9	-0.3	0.2	0.4	0.8	1.0	1.3	1.8	1.3	1.6	1.4
달러/유로 환율	USD/EUR	1.12	1.06	1.01	0.95	0.90	0.95	1.00	1.00	1.18	1.04	0.96	1.10
일본													
실질GDP	% 연율	0.2	3.5	0.2	0.2	-0.2	0.2	0.5	0.6	1.8	1.3	0.5	0.8
실업률	%	2.7	2.6	2.8	2.8	3.0	3.0	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.5
소비자물가	% YoY	0.9	2.5	2.8	2.8	3.0	3.0	2.5	2.0	2.8	2.7	2.8	1.0
엔/달러 환율	JPY/USD	116.4	129.8	138.1	140.0	135.0	130.0	125.0	120.0	109.9	131.1	127.5	120.0
중국	%												
실질GDP	% YoY	4.8	0.4	1.5	2.0	2.5	4.5	4.0	4.0	8.1	2.5	4.0	3.0
수출	% YoY	15.5	10.0	9.9	3.8	-0.5	2.0	0.5	1.5	9.2	1.3	1.5	
실업률	%	4.0	4.0	3.8	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.4	4.0	4.0	4.0
소비자물가	% YoY	1.1	2.2	2.8	2.7	2.6	2.1	2.0	2.0	0.9	2.4	2.3	2.0
위안/달러 환율	CNY/USD	6.3	6.6	6.8	7.2	7.4	7.2	7.0	6.7	6.5	6.7	7.1	6.7
WTI	\$/배럴	94.9	108.8	92.3	90.0	100.0	90.0	70.0	70.0	68.1	94.0	82.5	70.0

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

주: 옅은 음영은 2022년, 짙은 음영은 2023년 이후 전망치



이 페이지는 편집상 공백입니다.



Part 3

## 채권시장 전망

# 끝나지 않은 I (inflation)의 위험

- 필자는 연준이 2023년 1분기까지 제약적인 수준 (5.00%)으로 기준금리를 빠르게 인상한 이후 연내 동결 기조를 이어 갈 것이라는 전망을 유지. 현재 연준의 통화정책은 Phase II (경제일부 훼손 + 물가안정) 단계로 기준금리를 5% 이내로 운용하면서 경제가 일부 훼손되더라도 물가안정을 도모하는 과정으로 보여짐
- 통화정책 Phase III (경착륙 + 물가안정) 단계는 worst-case 시나리오로 사실상 볼커 모멘트 (Volcker Moment)가 현실화되는 상황. 결론적으로 통화정책 Phase III 단계를 염두하고 있는 것이 아니라면, 연준의 통화정책 운용 방향은 제약적인 수준까지 빠르게 금리인상에 나선 이후 상당기간 동결기조를 유지하는 것

## 연방기금 목표금리와 미국 테일러 준칙 금리 추이

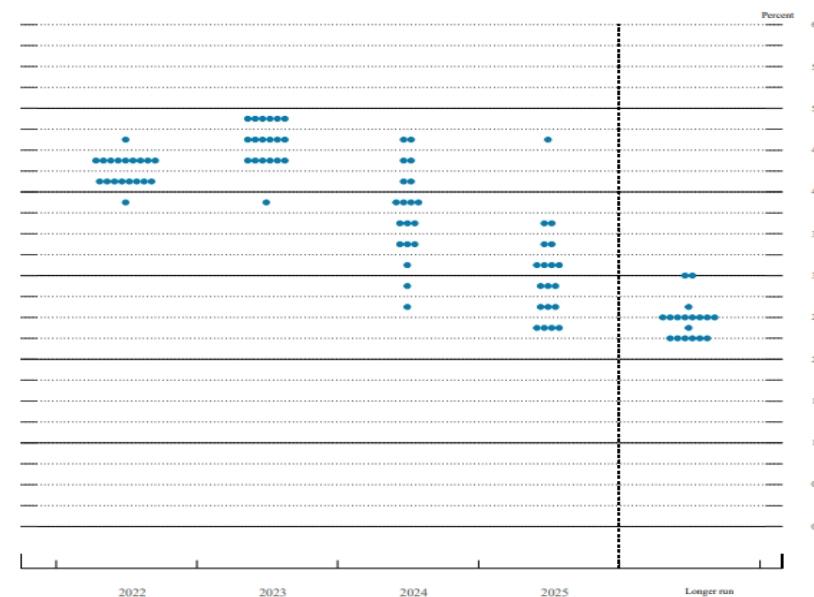


자료: Federal Reserve, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# 끝나지 않은 I (inflation)의 위험

- 9월 FOMC에 공개된 금리 점도표와 경제전망 테이블을 보면 전술한 내용들이 좀 더 명확하게 이해. 통화정책 정상화 초기 일부 실책이 있기는 했지만, 기본적으로 연준은 코로나 극복을 위해 시장에 과잉 공급되었던 유동 성은 물가안정을 위해 회수가 필요하고, 이를 위해 과열된 성장엔진도 일부 멈출 필요가 있다고 판단
- 아래 도표에서 눈 여겨 봐야 할 부분은 연준이 성장률 전망치를 하향 조정하고, 실업률을 큰 폭으로 상향 조정 했음에도 불구하고, 내년에도 추가적인 금리인상을 예고했다는 점. 미국 경제가 일부 침체에 빠지는 상황에서 도 통화긴축을 쉽게 되돌리지 않겠다는 연준의 의지(?)가 드러난 것이라고 판단

2022년 9월 FOMC 점도표



자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

2022년9월 FOMC 경제전망 테이블

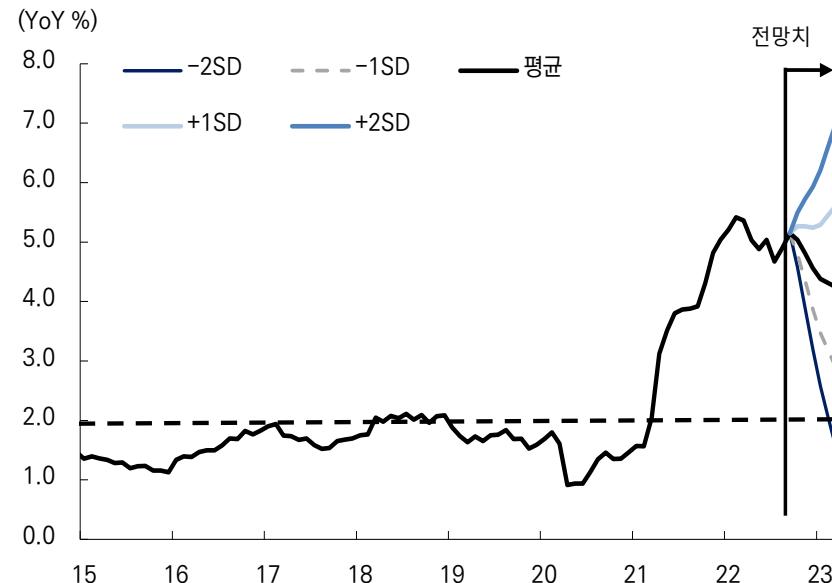
Variable	Median <sup>1</sup>					Central Tendency <sup>2</sup>					Range <sup>3</sup>											
	2022		2023		2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run
	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run		
Change in real GDP	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8	0.1-0.3	0.5-1.5	1.4-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	0.0-0.5	-0.3-1.9	1.0-2.6	1.4-2.4	1.6-2.2	1.0-2.0	0.8-2.5	1.0-2.2	1.6-2.2	1.6-2.2		
June projection	1.7	1.7	1.9	1.8	1.8	1.5-1.9	1.3-2.0	1.5-2.0	1.8-2.0	1.8-2.0	1.0-2.0	0.8-2.5	1.0-2.2	1.6-2.2	1.6-2.2	1.0-2.0	0.8-2.5	1.0-2.2	1.6-2.2	1.6-2.2		
Unemployment rate	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0	3.8-3.9	4.1-4.5	4.0-4.6	4.0-4.5	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-5.0	3.7-4.7	3.7-4.6	3.5-4.5	3.7-4.0	3.2-4.5	3.2-4.3	3.5-4.3	3.5-4.3		
June projection	3.7	3.9	4.1	4.0	4.0	3.6-3.8	3.8-4.1	3.9-4.1	3.5-4.2	3.5-4.2	3.2-4.0	3.2-4.5	3.2-4.3	3.2-4.3	3.5-4.3	3.2-4.0	3.2-4.5	3.2-4.3	3.5-4.3	3.5-4.3		
PCE inflation	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0	5.3-5.7	2.6-3.5	2.1-2.6	2.0-2.2	2.0	5.0-6.2	2.4-4.1	2.0-3.0	2.0-2.5	2.0	5.0-6.2	2.4-4.1	2.0-3.0	2.0-2.5	2.0		
June projection	5.2	2.6	2.2	2.0	2.0	5.0-5.3	2.4-3.0	2.0-2.5	2.0	2.0	4.8-6.2	2.3-4.0	2.0-3.0	2.0-2.5	2.0	4.8-6.2	2.3-4.0	2.0-3.0	2.0-2.5	2.0		
Core PCE inflation <sup>4</sup>	4.5	3.1	2.3	2.1		4.4-4.6	3.0-3.4	2.2-2.5	2.0-2.2		4.3-4.8	2.8-3.5	2.0-2.8	2.0-2.5		4.3-4.8	2.8-3.5	2.0-2.8	2.0-2.5			
June projection	4.3	2.7	2.3			4.2-4.5	2.5-3.2	2.1-2.5			4.1-5.0	2.5-3.5	2.0-2.8			4.1-5.0	2.5-3.5	2.0-2.8				
Memo: Projected appropriate policy path																						
Federal funds rate	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5	4.1-4.4	4.4-4.9	3.4-4.4	2.4-3.4	2.3-2.5	3.9-4.6	3.9-4.9	2.6-4.6	2.4-4.8	2.3-3.0	3.9-4.6	3.9-4.9	2.6-4.6	2.4-4.8	2.3-3.0		
June projection	3.4	3.8	3.4	2.5		3.1-3.6	3.6-4.1	2.9-3.6	2.3-2.5		3.1-3.9	2.9-4.4	2.1-4.1	2.0-3.0		3.1-3.9	2.9-4.4	2.1-4.1	2.0-3.0			

자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

# 끝나지 않은 I (inflation)의 위험

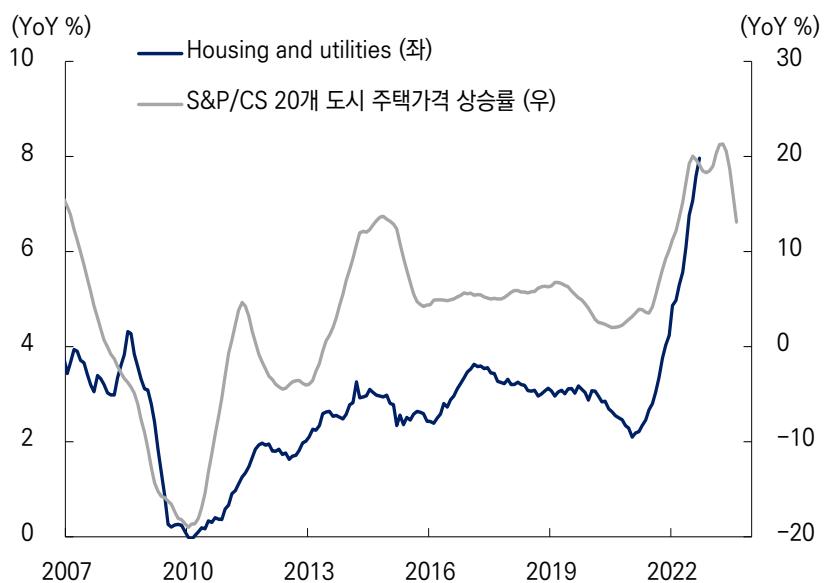
- 높은 물가상승 압력을 제어하기 위한 연준의 강력한 통화긴축 기조가 이어지고 있지만, 아직까지 인플레이션 지표들은 기대만큼 빠른 하락세를 보여주지 못하고 있음. 미국 9월 CPI (+8.2%)와 근원 PCE 물가 (+5.1%)는 높은 오름세 지속
- 세부 항목별 물가 기여도를 살펴보면, 유가 하락 등으로 에너지 가격이 큰 폭으로 하락. 물론 OPEC+의 감산 이슈, 계절적 요인 등 유가 상승의 불안 요소가 남아있지만, 상반기 고점 수준에서 빠르게 하락하면서 이로 인한 물가상승 압력은 약화된 것으로 판단. 그럼에도 불구하고, 주거, 음식료, 서비스 부분의 물가는 여전히 높은 수준을 이어갔는데, 이는 여전히 물가경로에 대한 불확실성이 높다는 점을 보여줌

## 미국 근원 PCE 물가 추이 및 전망



자료: 미국 상무부, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 높은 주거비 물가상승 압력 이어질 전망



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

주: S&P/CS 주택가격 상승률은 주거비물가 대비 12개월 선행된 시점으로 조정

# 다가오는 R (recession)의 공포

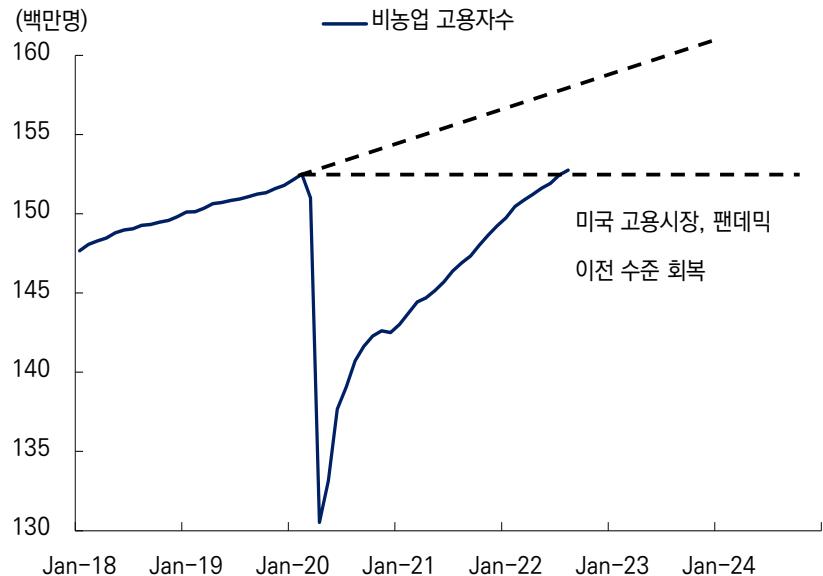
- 인플레이션 제어를 위한 주요국 중앙은행들의 빠른 통화긴축, 우크라이나-러시아 전쟁 장기화 등으로 글로벌 경기침체에 대한 우려는 크게 확대. 미국 경제는 지난 1~2분기 성장률이 마이너스 (-)를 기록한 이후 3분기에 플러스 (+)로 반등했지만, 성장에 대한 눈높이는 계속해서 낮아지고 있음
- 전반적인 경제지표들이 부진한 흐름을 보였지만, 미국 고용지표는 아직 양호한 흐름 지속. 그러나 점진적으로 미국 고용시장도 조정이 불가피할 것으로 예상. 최근 발간된 미 연준의 베이지북에 따르면, 일부 지역에서 노동 수요가 감소했고, 일부 기업들은 경기침체를 우려해 신규 채용을 주저. 또한 일부에서는 신규 채용이나 고용 유지의 어려움이 다소 완화됐다고 언급. 경기침체 우려 확대시 고용시장에 미치는 부정적인 영향도 커질 것

지역별 OECD 경기선행지수 추이



자료: OECD, 교보증권 리서치센터

팬데믹 이전 수준을 회복한 미국 고용시장



자료: 미국 노동부, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# 다가오는 R (recession)의 공포

- 미국 경기침체 우려는 빠르게 확대. 10월 중 미 국채 10년물과 3개월물 금리가 역전. 금융지표뿐만 아니라 주요 경제지표들도 미국 경기침체 우려를 빠르게 반영. 미국 ISM 제조업 지수는 아직 기준선을 상회하고 있지만, 작년 상반기 이후 하락세가 뚜렷하게 진행. 세부 항목별로는 일부 항목들이 기준선을 하회하면서 위축 국면에 진입. 특히, 신규주문과 고용지수 부진은 향후 미국 소비가 둔화될 수 있다는 점과 동시에 기업들이 미래의 수요 감소 대응에 나서고 있다는 점을 시사
- 미국 소비부분에 대해 좀 더 이야기하자면, 아직까지 미국 소매판매 조정이 큰 폭으로 진행된 것은 아니지만, 실질 소매판매 지표가 부진한 흐름을 지속하고 있다는 점에서 향후 소비가 빠르게 꺾일 수 있다는 점을 염두

미국 ISM 제조업지수: 신규 주문, 고용지표 빠르게 하락



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

미국 선행성 지표는 하락세 지속. 실질 소비도 빠르게 조정

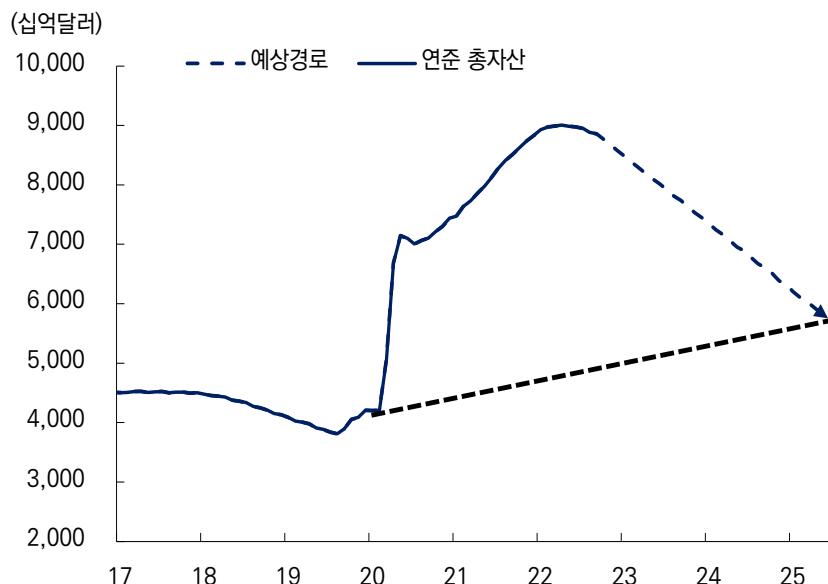


자료: Bloomberg, NAHB, 교보증권 리서치센터

# 간과할 수 없는 L (liquidity), C (credit) 리스크

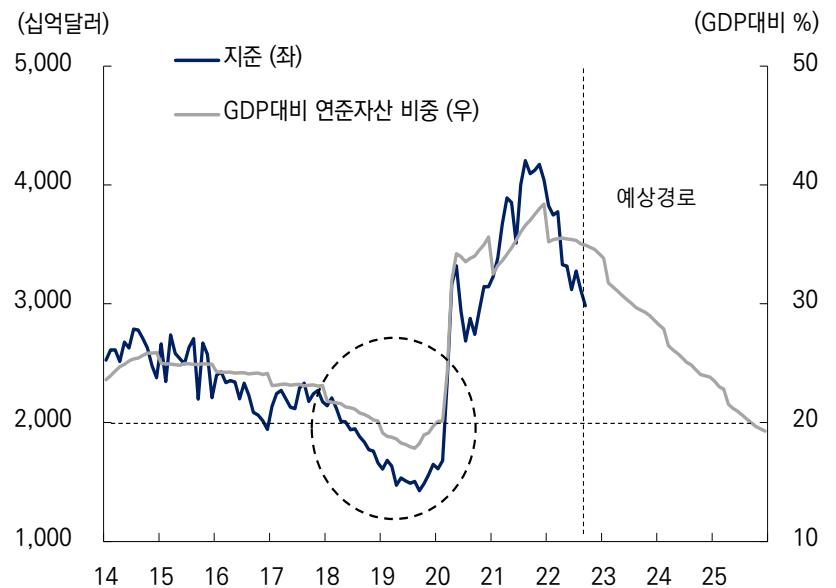
- 연준은 지난 9월부터 양적 긴축 (QT) 규모를 확대. 매월 국채와 MBS를 각각 최대 600억 달러, 350억 달러 상 한으로 만기 도래하는 채권을 정해진 한도에 맞춰 재투자하지 않는 방식으로 진행. 연준이 공식적으로 양적 긴 축 기간과 적정 연준 자산 규모를 언급하지는 않았지만, 3년 정도의 기간으로 명목 GDP의 20% 수준(5.6~5.7 조 달러)까지 축소가 진행될 것으로 예상. 대략 2025년 상반기 중에 양적 긴축 (QT) 마무리 예상
- 과거 양적 긴축 과정에서 필요 이상으로 지준이 줄어들면서 단기 자금시장의 변동성 확대. 금번 금리인상 사이 클에서 과거보다 빠른 속도의 QT가 진행된다는 점에서 비슷한 문제들이 재발할 수 있음

## 연준의 양적 긴축(QT) 예상경로



자료: Federal Reserve, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 급격한 지준 축소는 연준 Floor 시스템에 문제를 야기

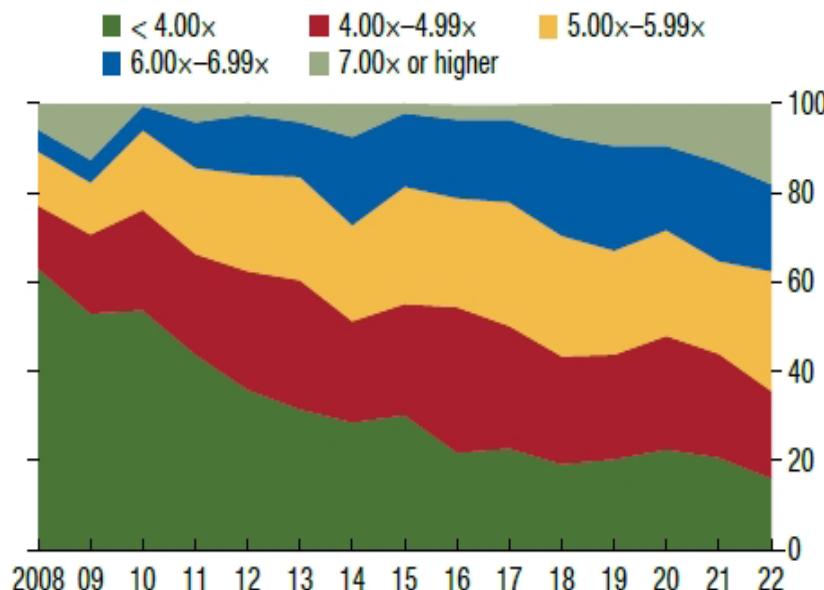


자료: Federal Reserve, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# 간과할 수 없는 L (liquidity), C (credit) 리스크

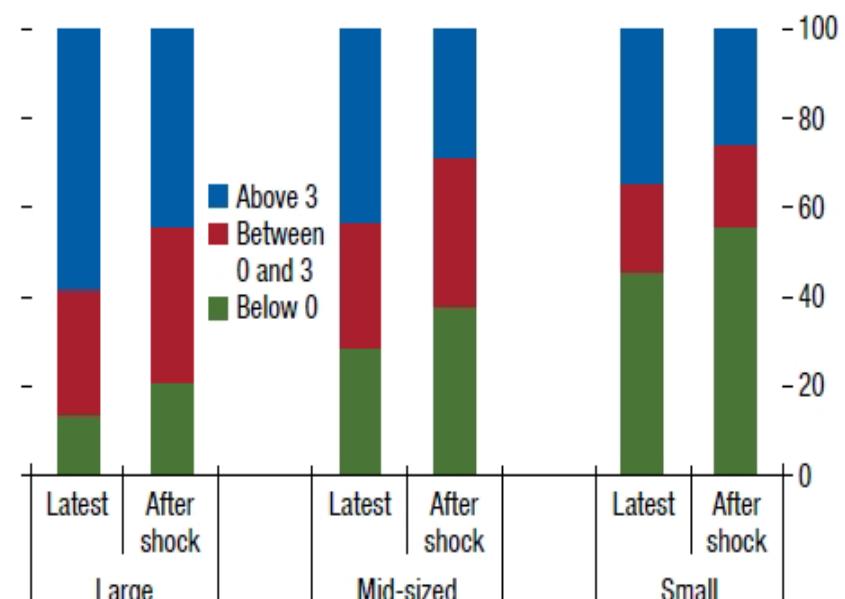
- IMF는 투자자들이 위험부담을 크게 줄이면서 레버리지 금융시장 상황이 크게 악화되었고, 3분기 미국 레버리지 대출 시장 발행은 글로벌 금융위기 이후 저점 수준으로 급락했다고 언급. 팬데믹 이후 高 레버리지 딜이 크게 증가하면서 전반적인 신용 여건은 크게 악화. 성장 하방 압력이 커지고, 높아진 변동성으로 규모가 작거나 유동성이 좋지 못한 기업들은 하이일드 채권이나 레버리지론 시장에서의 자금 조달이 어려워짐
- IMF는 위기 상황이 발생시 기업규모와 상관없이 이자보상비율이 낮은 기업 비중이 확대된다고 언급. 특히, 소기업들의 경우 위기상황 발생시 0 미만으로 이자보상비율이 떨어지는 기업들의 비중이 절반 이상으로 높아지는 데, 이는 약한 고리를 중심으로 기업 파산의 위험이 커질 수 있음을 시사

팬데믹 이후 신용 여건 악화, 高 레버리지 딜 비중 급증



자료: IMF GFSR 재인용, 교보증권 리서치센터

높은 인플레이션과 이익 감소는 기업 레버리지 지표를 악화



자료: IMF GFSR 재인용, 교보증권 리서치센터

주: 기업자산(달러) – large 5억 이상, medium 5,000만 ~ 5억, small 5,000만 미만

# 국내 금리인상 사이클 2023년 1분기 마무리. 최종 수준은 3.75%

- 당사는 올해 연말까지 한국은행 기준금리가 3.50%까지 인상되고, 최종적으로 2023년 1분기에 3.75% 수준 까지 인상된 이후 연내 동결기조가 유지될 것으로 전망. 편더멘탈 여건이 크게 달라지지 않았지만, 대외 통화정책 변수가 달라진 점을 반영
- 10월 금통위에서 2명의 25bp 금리인상 소수의견 개진과 다수의 금통위원들이 3.50%를 최종 금리 수준으로 생각하고 있다는 발언은 당장 추가적인 50bp 금리인상 기대감을 약화. 그럼에도 불구하고, 인플레이션, 연준의 공격적인 금리인상, 환율 리스크 등 10월 금통위가 빅스텝 금리인상에 나설 수 밖에 없었던 전제 조건들은 11월 금통위 이전에 크게 달라지기 어렵다고 판단

## 한국은행 기준금리 및 잠재성장률 추이



자료: 한국은행, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# 성장경로 훼손에도 최우선 과제는 인플레이션 제어

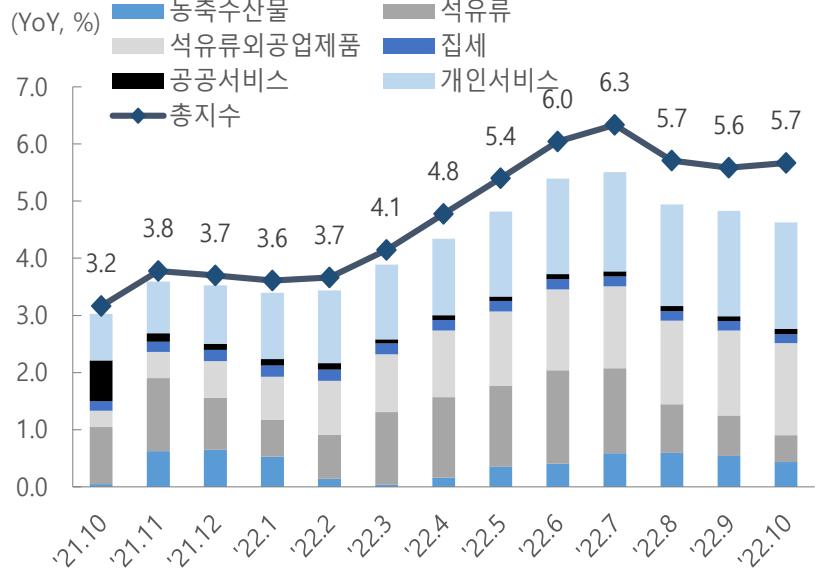
- 국내 성장둔화에 대한 우려가 확대되고 있지만, 반대로 물가는 당분간 높은 수준 이어갈 전망. 10월 소비자물가 상승률은 큰 변화를 보이지 않았지만, 근원물가는 오름세 지속. 유가를 제외하면서 공급 측면에서의 물가상승 압력이 크게 완화되지 못했고, 전기요금, 택시요금 등 공공요금 인상도 물가에 부담을 줄 수 있는 요인
- 한국은행도 당분간 소비자물가가 높은 수준을 이어갈 것으로 예상하면서 올해와 내년도 전망치를 각각 4.5%→5.2%, 2.9%→3.7%로 상향 조정. 특히 근원물가 오름세가 이어지면서 상당기간 5~6%대의 높은 수준을 지속할 것으로 예상했고, 이창용 총재도 물가 정점 시기가 다소 앞당겨 질 수 있지만, 내년 초까지 높은 물가 오름세가 이어질 수 있다고 언급

## 한국 소비자물가 및 기대인플레이션 추이



자료: 한국은행, 통계청, 교보증권 리서치센터

## 품목별 소비자물가 상승률 기여도 추이



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

# 선제적 금리인상 효과 약화. 환율 리스크도 확대

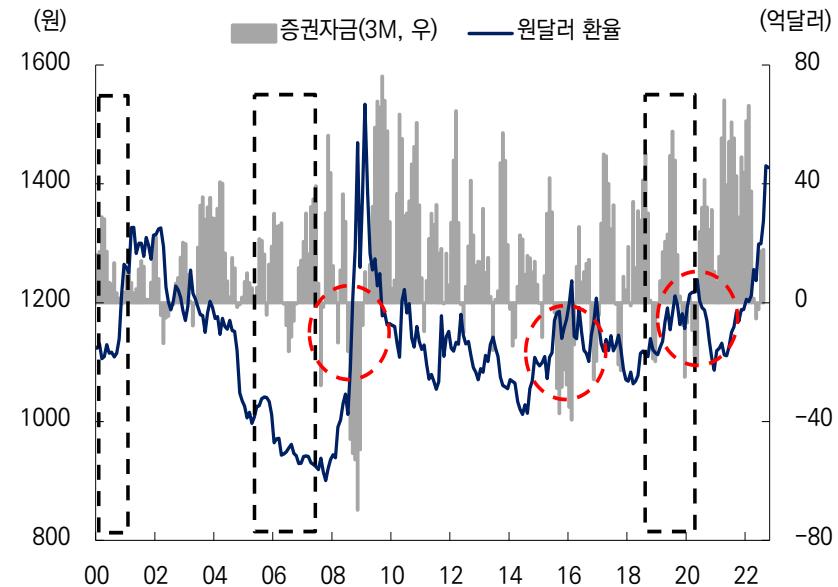
- 약해진 선제적 금리인상 효과와 확대된 환율 리스크도 한국은행이 통화긴축 스탠스에서 쉽게 선회하기 어려운 이유. 한미 기준금리는 역사상 4번째로 역전. 물론 금리역전 자체가 외국인 자금유출의 트리거는 아님. 과거에도 외국인 자금 유출의 트리거는 1) 경기충격, 2) 환율에 대한 기대 변화였음
- 환율 리스크는 1) 외국인 자금유출과 2) 원화 절하에 따른 물가상승 우려. 한미 기준금리 역전에도 원화절상 기대 형성 또는 유지 구간에서 외국인 자금 유출은 제한. 반면에 원화절하 기대가 높아지는 구간에서는 외국인 자금 유출 발생. 두 번째로는 원화 절하에 따른 물가상승 우려인데, 서영경 금통위원도 적극적인 통화정책 대응을 통해 원화 절하에서 파생되는 인플레이션 압력을 좀 더 적극적으로 차단해야 한다고 언급

## 4번째 한미 기준금리 역전, 선제적 금리인상 효과 약화



자료: 한국은행, Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

## 원/달러 환율과 외국인 증권자금 유출입 동향

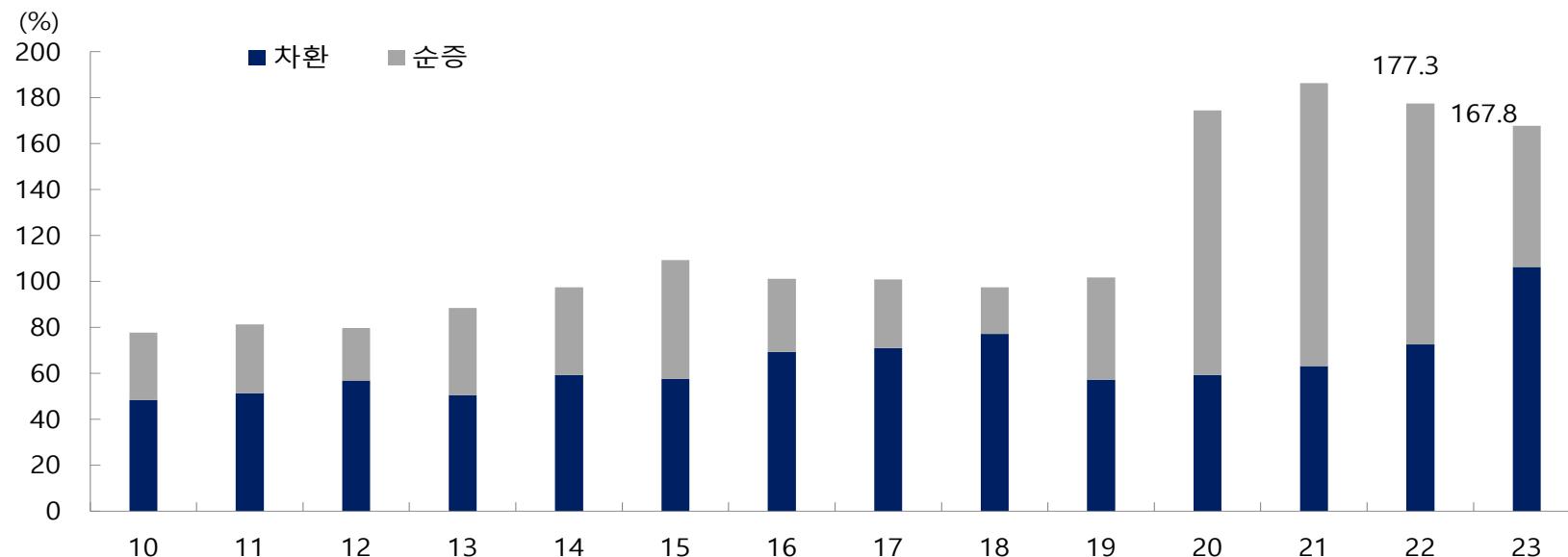


자료: 한국은행, 인포맥스, 교보증권 리서치센터

주: 검은색 점선은 한미 금리역전시기, 빨간색 점선은 외국인 자금이 크게 이탈한 구간

- 2023년 공급측면에서의 수급 부담은 완화될 것으로 예상. 정부는 639.0조원(올해 대비 5.2%↑) 규모의 2023년 예산안을 편성. 전체 예산안 규모는 올해 대비 다소 증가하지만, 재정정책 기조는 확장재정에서 건전재정으로 전환
- 내년도 국고채 발행 물량은 올해 대비 9.5조원 감소한 167.8조원으로 결정. 차환 물량은 106.3조원으로 올해 대비 33.7조원 증가하지만, 순증 규모는 61.5조원으로 올해 대비 43.3조원 감소. 적자국채는 46.0조원으로 올해 대비 45.2조원 감소할 것으로 예상

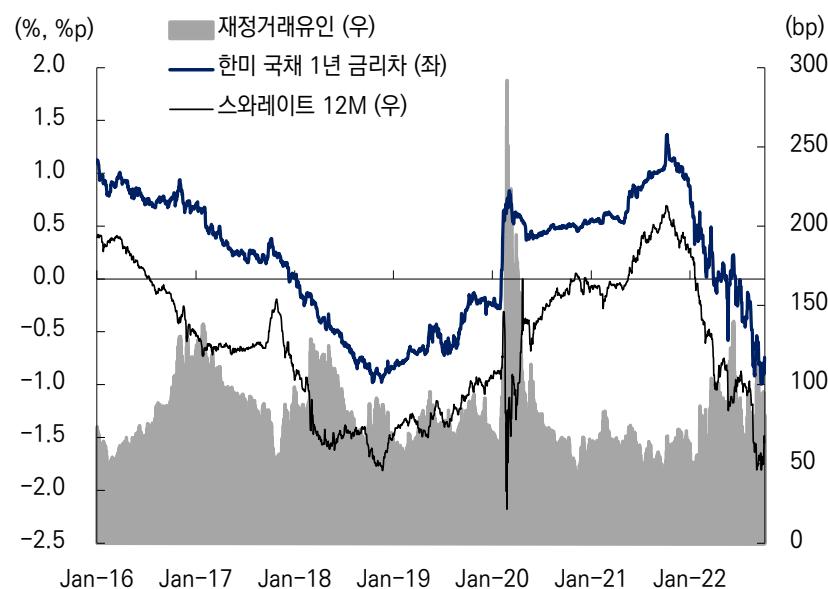
## 연도별 국고채 발행 추이 및 계획



자료: 기획재정부, 교보증권 리서치센터

- 한미 기준금리 역전, 외환시장 변동성 확대 영향으로 외국인 채권자금 유출에 대한 우려가 확대. 최근 원/달러 환율 변동성이 크게 확대된 구간에서 외국인 채권자금이 일부 이탈. 다만, 환율 변동성 요인을 제외하면, 외국인 투자자들이 원화채 시장에서 급격하게 자금을 회수해야 할 상황은 아님
- 시장금리 상승으로 원화채의 가격 메리트도 개선되었고, 스왑레이트를 감안한 재정거래 유인도 외국인 투자자 입장에서는 양호. 한국의 WGBI 편입시 추가적인 외국인 매수자금이 유입될 수 있다는 점도 수급에 긍정적인 요인. WGBI를 추종하는 자금 규모는 2.5조 달러로 추정되는데, 한국의 WGBI 예상 편입 비중이 2.0~2.5% 수준임을 감안할 때 지수 편입시 추종자금을 중심으로 70~90조원 규모의 외국인 자금유입이 기대

## 외국인, 재정거래 유인 점검



자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

## WGBI, 시장 접근성 Level 2 총족 요건

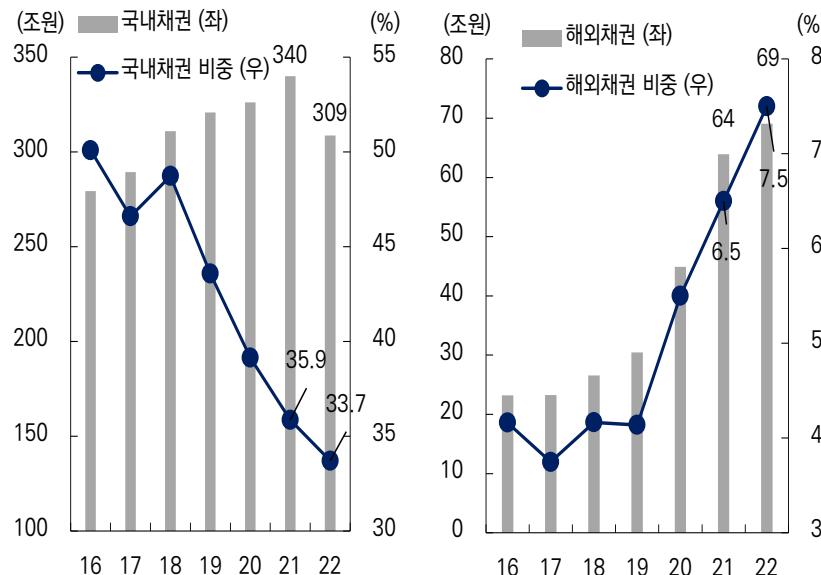
### 기준

- 외국인 투자자에 대한 과도한 규제 금지
- 시장 유동성을 지원할 수 있는 지속 가능한 발행 및 부채 관리 규정
- 적절한 규제 환경
- 투명한 FX 정책과 커뮤니케이션
- 외국인에게 부담되지 않는 조세 제도
- 외국인 투자자들을 위한 명확한 등록 절차
- 충분한 FX 유동성과 투자 적합성
- 투자관련 목적에 대한 지나친 통화 규제 금지
- NDF를 활용한 역내/외 통화해지시 역내 분산 제한
- 발행시장과 유통시장에 충분한 채권 유동성 확보
- 거래비용 경쟁력
- 효율적인 채권 Dealing 및 Trading 환경
- 지수 계산 지원을 위한 채권 컨벤션
- 지수 계산을 위한 적절한 채권 가격의 가용성
- 글로벌 투자자들에게 협조적인 결제환경
- 채권과 자금의 동시결제(DvP: Delivery versus Payment) 가능
- 수탁(custody)시장 경쟁력

자료: Federal Reserve, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

- 반면에 국내 장기투자 기관들의 원화채 매수 여력은 예년보다 줄어들 것으로 예상. 국내 연기금은 국내채권의 투자비중을 계속해서 축소. 8월 말 기준으로 국민연금의 전체 자산 포트폴리오에서 국내채권이 차지하는 비중은 33.7%로 연말 목표비중 (34.5%)을 하회. 중기자산배분안에 따른 국민연금의 2023년 말 국내채권의 목표비중은 32.0%
- 보험사들도 예년보다 원화채 매수 여력이 줄어들 것으로 예상. 보험사들의 경우 회계제도 변화에 대한 대비를 꾸준하게 해온 만큼 이전보다 채권매수에 대한 적극성은 떨어질 수 밖에 없음. 여기에 가파른 금리상승으로 보험사들이 보유하고 있는 채권들의 평가 손실이 확대되고 있고, 보험료 수입 감소 상황도 고려

## 국민연금 국내 및 해외채권 투자 규모 및 비중



자료: 국민연금, 교보증권 리서치센터

주: 2022년 8월 기준

## 보험, 채권 순투자 추이



자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

주: 2022년 10월 기준

# 2023년 채권시장 전망: 위기의 끝은 기회

- 글로벌 인플레이션, 통화정책 불확실성 그리고 여기에 외환조건과 맞물린 복잡한 금융지표 매트릭스는 최적의 투자시점을 찾는데 어려움을 야기. 2023년 채권시장도 높은 변동성 흐름 지속. 그렇다고 해서 모든 상황을 너무 비관적으로 생각할 필요는 없음. 언제나 그랬듯이 위기의 끝은 곧 기회
- 좋던지 싫던지 간에 경기침체는 필연. 일부 시차가 존재하겠지만, 대체로 주요국 중앙은행들의 통화긴축 기조는 2023년 상반기 중에 마무리 예상. 글로벌 통화긴축 기조가 마무리된 이후 통화정책 방향성이 전환되기까지는 시간이 필요하지만, 자산시장에서 안전자산 선호 (risk-off)에 시그널은 더욱 강해질 것. 전통자산의 투자 우선 순위는 채권. 2023년 상반기 중 채권 매수 기회 찾을 수 있을 것

## 금리 전망 테이블 (%)

	2022				2023				2022	2023
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	연간
한국 기준금리	1.25	1.75	2.50	3.50	3.75	3.75	3.75	3.75	3.50	3.75
국고채 3년	2.24	3.14	3.45	4.18	4.20	4.10	4.00	3.85	3.26	4.04
국고채 10년	2.65	3.38	3.49	4.21	4.25	4.20	4.10	4.00	3.44	4.15
미국 기준금리	0.50	1.75	3.25	4.50	5.00	5.00	5.00	5.00	4.50	5.00
미국채 10년	1.95	2.93	3.10	4.08	4.20	4.10	4.00	3.90	3.02	4.05

자료: 교보증권 리서치센터

주: 기준금리는 기말, 국고채, 미국채 금리는 평균



이 페이지는 편집상 공백입니다.



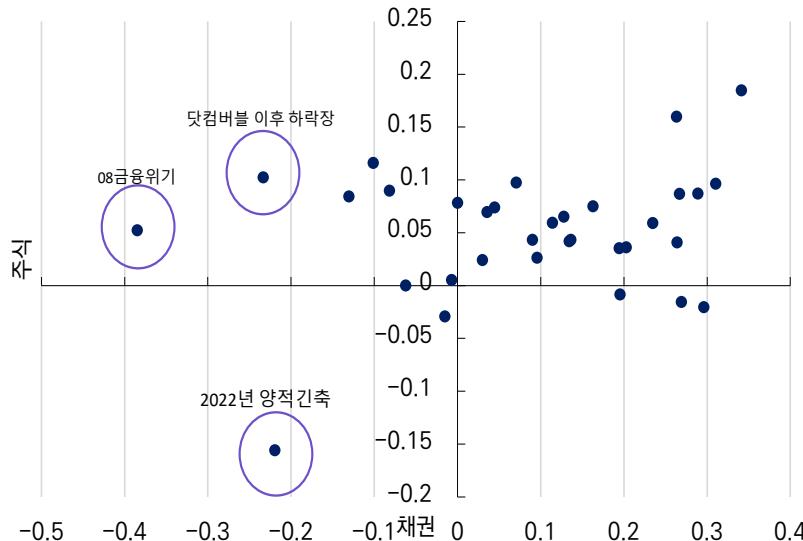
Part 4

## 자산배분 전망과 최적 자산배분안

# 힘들었던 22년 자산 시장

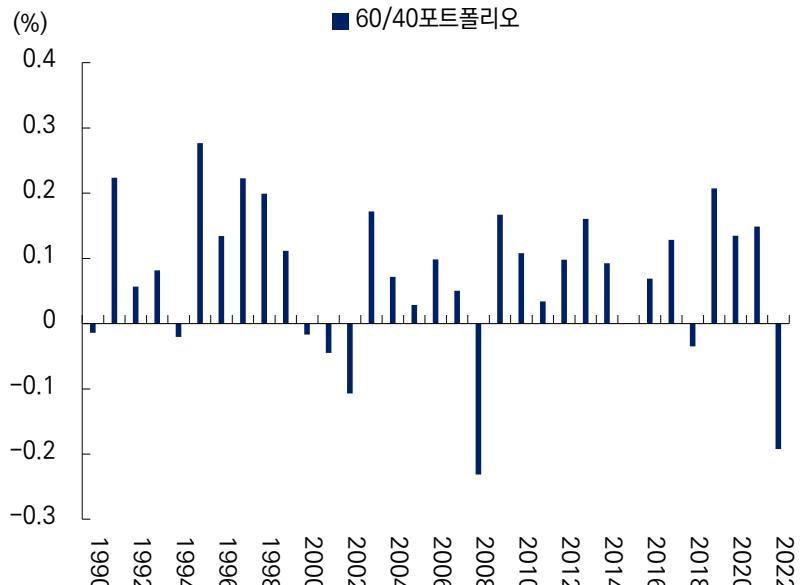
- 리오프닝(Reopening)과 점진적 금리인상을 예상하던 연초와는 달리 러우 전쟁 이후 시장은 급변하기 시작
- 통화정책의 밀도가 높아지고 급격한 금리인상과 경기침체 우려감이 겹치면서 주식과 채권이 동시에 하락
- 전통적 포트폴리오인 60/40 포트폴리오도 08년 금융위기 이후 최대하락폭을 보여주며 약세를 보였음
- 금융위기에는 주식이 크게 하락했지만 채권이 상승하며 서로 보완해준 반면 올해는 두 자산이 모두 하락하면서 분산투자의 효과는 미미했음

## 주식과 채권의 동시하락



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

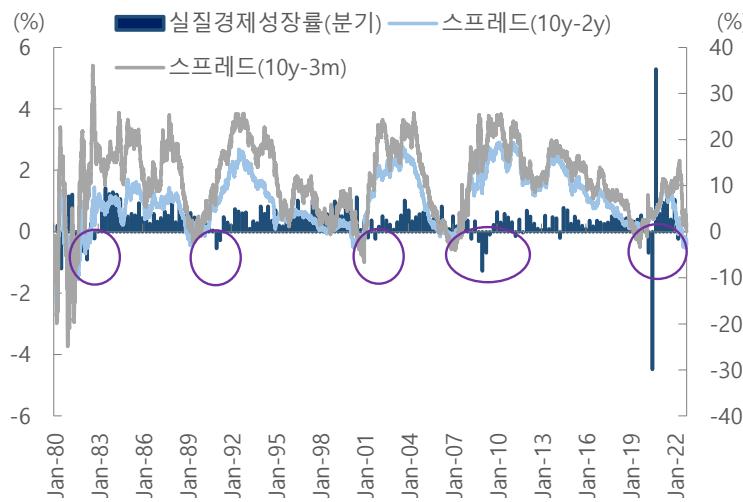
## 60/40 포트폴리오의 부진



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

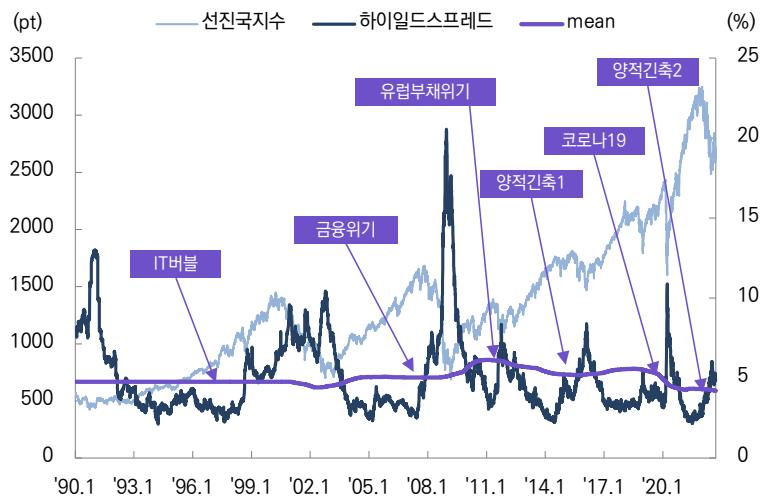
- 긴축기조의 강화로 침체 우려감이 확대되고, 경기침체를 예상하는 선행지표들도 이에 대한 신호를 보내고 있음
- 10년, 2년 장단기스프레드는 역전이 발생했고 연준이 2년물보다 주목해서 관찰하는 3개월 금리도 최근 10년 물과 역전이 발생, 장단기스프레드의 역전이 발생한 이후 시차를 두고 기술적 경기침체에 돌입
- 하이일드 스프레드 역시 기준선(10year trailing mean)을 통과하며 상단에 위치할 경우 시차를 두고 경기침체가 발생했는데 현재도 기준선 상단에 위치하면서 침체의 신호를 보내고 있음

## 장단기 스프레드가 보내는 침체 신호



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

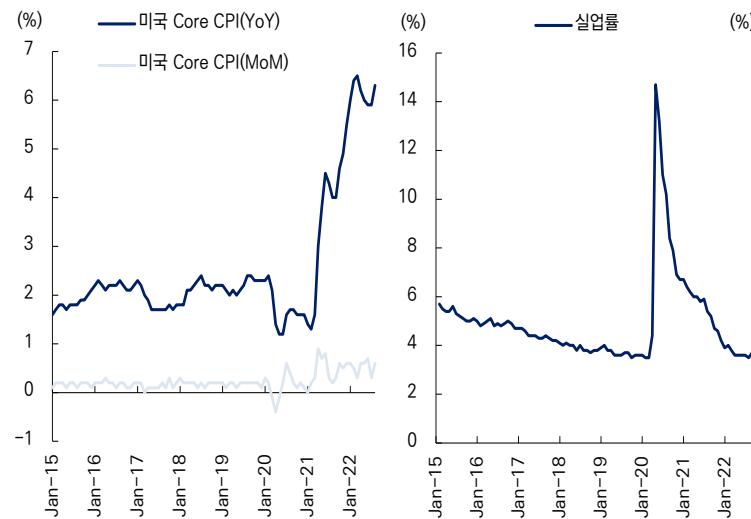
## 하이일드 스프레드가 보내는 침체 신호



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

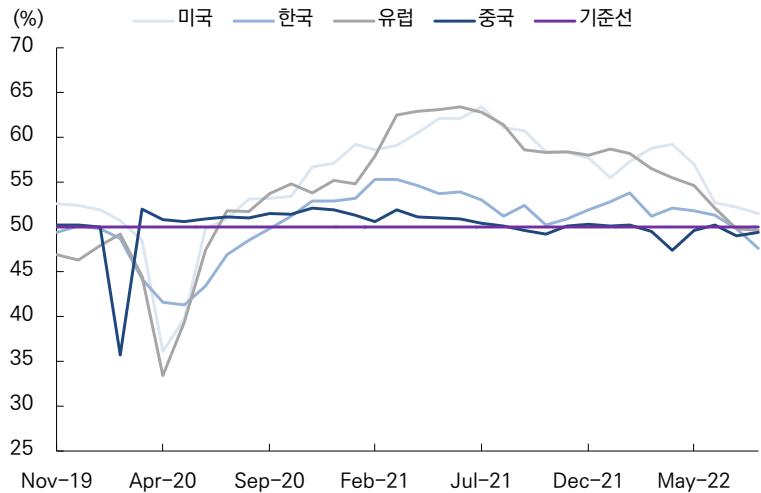
- 선행지표들이 침체 신호를 보내고 있고 제조업 PMI가 약세를 보이는 등 경제지표들도 위축국면에 접어들고 있지만 미국의 고용지표는 여전히 견고하고 인플레이션이 기대만큼 하락하지는 않는 상황
- 이로 인해 아직은 선부르게 피벗에 대해서 언급하기 어렵고 11월 FOMC를 내용을 봐도 연준은 향후 통화정책이 경제활동과 인플레이션에 영향을 주는 시차 등을 고려해서 금리인상속도를 조절할 것을 시사했음
- 아직은 피벗보다는 속도조절에 주목해야 할 시점

## Core CPI는 예상치 상회, 여전히 견고한 고용지표



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 주요국 제조업 PMI는 위축국면에 돌입



자료: Bloomberg, NAHB, 교보증권 리서치센터

# 경기 침체에 대비한 투자 전략(종합)

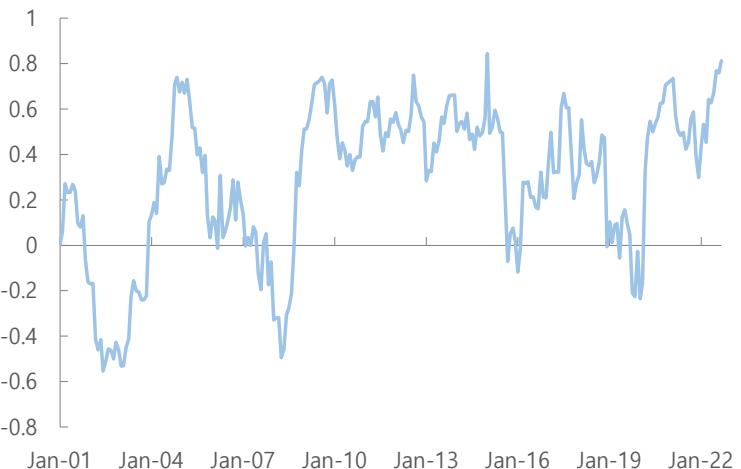
- 주식은 내년 저점 통과에 대한 기대감이 존재하지만 긴축의 여파가 시차를 두고 실물경제나 기업에 이익에 영향을 줄 것이라는 점에서 추세적인 반등은 아닐 것이라 판단, 당사에서는 중장기적으로 침체 우려감이 부각될 것으로 보아 보수적 관점을 유지하고 아직은 선부른 저가 매수 보다는 유동성(달러, 단기채) 확보를 제안
- 금리인상이 종료가 다가오고 있어 매수 타이밍의 점검 필요. 시장금리는 금리인상을 선반영, 글로벌 주식과 채권의 상관관계는 역사적 고점. 금리인상 속도조절에 따른 채권시장 변동성 완화 기대감 고려해 비중 확대 의견
- 인프라는 정책 수혜 등을 고려 비중확대. 부동산은 고금리 압박과 배당 메리트 희석으로 축소. 원자재는 중립

## 주요 자산들의 선호의견

투자의견		비중축소	중립	비중확대
주식	한국			
	미국			
	유로존	■		
	영국	■		
	중국			
	일본		■	
채권	한국채권			
	선진국채			■
	투자적격채권			■
	하이일드채권		■	
	신흥국채권		■	
대체투자	부동산	■		
	인프라			■
	원자재		■	

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 주식과 채권의 12개월 Rolling 상관관계



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

- 포트폴리오의 최적비중을 산출하기 위해서는 각 자산군별 기대수익률, 변동성, 상관계수 등에 관한 합리적인 추정치가 필요하며 이를 위해서 각 자산 군을 대표할 수 있는 벤치마크지수를 선별
- 각 자산군별 기대수익률의 추정은 빌딩블록(Building Block)방식을 활용 아래 도표의 산식과 금리 예측 모델로 산출
- 각 자산군별 변동성과 상관관계는 과거 5년의 데이터를 활용

## 주요 자산군의 벤치마크

자산	벤치마크
해외주식	MSCI ACWI Index
국내주식	MSCI Korea Index
해외채권	Barclays Capital Global Aggregate Index
국내채권	KAP 종합채권지수
해외부동산	FTSE EPRA/NAREIT Global Developed Index
해외인프라	Dow Jones Brookfield Global Infrastructure Index
원자재	S&P GSCI Commodity Index

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 주요 자산군의 기대수익률 산출식

자산군	기대수익률 산출식
해외주식	해외GDP성장률전망+해외인플레이션율전망+배당(3년평균)
국내주식	국내GDP성장률전망+국내인플레이션율전망+배당(3년평균)
해외채권	해외무위험수익률+해외신용프리미엄+기간프리미엄
국내채권	국내무위험수익률+국내신용프리미엄+기간프리미엄
해외리츠	기대수익률( $0.6 * $ 해외주식 $+0.4 * $ 해외채권)+조정치
해외인프라	기대수익률( $0.6 * $ 해외주식 $+0.4 * $ 해외채권)+조정치
원자재	인플레이션전망+프리미엄

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

- 국고채 5년물, 미국채 10년물을 종속변수로 활용, 이는 지표의 대표성과 벤치마크와 흡사한 드레이션, 모형의 설명력을 종합적으로 고려
- 이를 바탕으로 국내외 경제성장률과 인플레이션율을 설명변수로 활용하여 금리 예측모형을 추정
- 채권의 기대수익률 산출식을 활용, 최종적으로 신용스프레드(5년평균)를 가산해서 채권의 기대수익률을 예측식을 추정
- 마찬가지로 경제전망치를 활용해서 채권의 기대수익률을 산출

## 금리 예측 모형의 회귀분석 결과

한국	계수	표준편차	T-Value
(Intercept)	1.20	0.18	5.44
경제성장률	0.15	0.06	2.59
인플레이션율	0.51	0.08	6.09
결정계수	0.62	조정결정계수	0.60

미국	계수	표준편차	T-Value
(Intercept)	1.49	0.19	7.65
경제성장률	0.19	0.04	4.67
인플레이션율	0.17	0.12	1.43
결정계수	0.47	조정결정계수	0.43

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 채권의 기대수익률 예측식

$$\begin{aligned}
 r_{\text{국내채권}} &= 1.64 + 0.15GDP_{\text{한국}} + 0.51CPI_{\text{한국}} \\
 r_{\text{해외채권}} &= 2.8 + 0.19GDP_{\text{미국}} + 0.17CPI_{\text{미국}}
 \end{aligned}$$

( GDP, CPI에 23~27년 경제 전망치를 투입하여 수익률을 예측)

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

- 주요 자산군의 상관관계과 변동성의 산출은 과거 5년의 데이터를 활용해서 산출. 필자가 제안하는 포트폴리오의 타겟은 3년~5년의 중기적 시계 하에 자산배분을 목표로 하므로 비교적 안정적인 5년의 역사적 데이터 활용
- 현재 틀어진 일부 자산군들의 상관관계는 내년부터 점차 정상화되는 과정이 있을 것으로 기대하고 있음
- 이를 바탕으로 투입변수인 각 자산군의 기대수익률과 변동성을 산출
- 자산배분을 위해 목표수익률은 국내외 GDP성장을 인플레이션을 혼합하여 설정하고 제약조건을 설정

## 각 자산군의 YTD, 역사적수익, 기대수익, 변동성

자산군	YTD	역사적 수익률(과거 20년)	기대수익률	변동성
해외주식	-25.6%	8.3%	9.8%	15.6%
국내주식	-28.7%	8.5%	7.2%	17.9%
해외채권	-19.8%	2.3%	4.2%	5.2%
국내채권	-7.7%	1.8%	3.5%	2.4%
해외부동산	-29.4%	8.8%	6.6%	19.1%
해외인프라	-14.7%	10.7%	7.6%	16.0%
원자재	21.8%	2%	6.0%	20.5%

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 포트폴리오 목표수익률 및 제약조건

자산배분 운용목표	정의(목표)
목표수익률	예상 GDP성장을 + 인플레이션 + 조정치
Shortfall Risk	15%
원금손실확률	10%
전술적 조정 범위	자산군별 5%내외

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

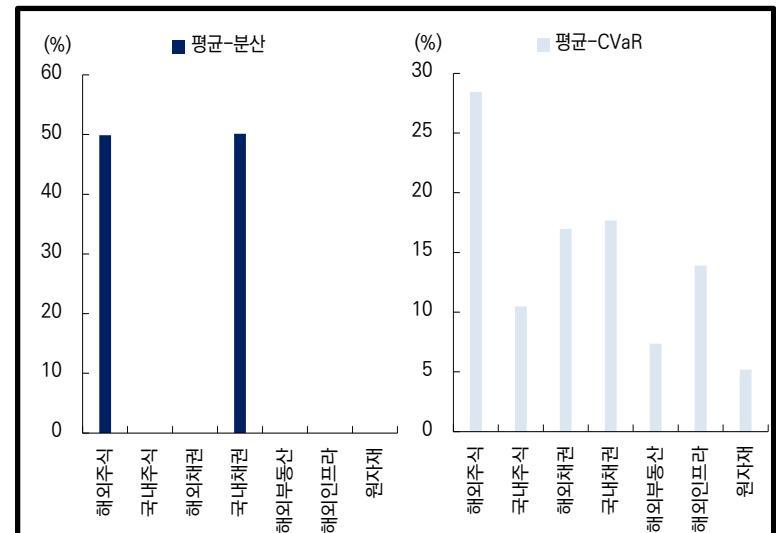
- 평균-분산, 평균-CVaR 두 가지 모델을 활용하여 최적화를 실시
- 평균 분산모형의 최적비중은 위험대비 수익률이 가장 우수한 해외주식과 국내채권에 해가 집중되는 코너해 (Corner Solution) 문제가 발생
- 반면 평균-CVaR 모형은 자산이 편중되지 않고 고르게 분배. 위험지표인 변동성과 VaR, Shortfall Risk도 모두 개선된 것으로 보아 안정적인 비중값이 산출되는 평균-CVaR의 모형의 최적비중을 포트폴리오의 전략적 자산배분에 활용

## 평균-분산, 평균-CVaR모형의 위험지표 비교

	평균분산	평균CVaR
목표수익률	6.6%	6.7%
Volatility	11.9%	7.4%
Shortfall Risk	21.1%	12.7%
VAR(95)	-12.8%	-5.4%

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 평균-분산, 평균-CVaR모형의 최적비중



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

- 자산배분 모델을 통해 산출된 최적비중을 바탕으로 세부전망을 반영해서 전술적인 조정을 추가. 내년 1분기까지는 유동성의 확보를 제안. 주식의 비중을 2%, 부동산을 3%, 원자재의 비중을 1% 축소하였으며 금리인상종료를 앞두고 있는 해외채권을 1%, 유동성비중을 5% 확대
- 세부적으로 살펴보면 주식은 미국과 일본, 중국 그리고 한국은 중립, 유럽은 비중은 축소를 권장 채권은 투자적격 채권을 최선호하고 국채 역시 확대의견을 제안. 하이일드나 신흥국 채권은 저평가 메리트가 있지만 변동성을 고려해 중립의견을 제안. 금리인상에 대한 타격이 큰 부동산은 축소. 경기사이클에 민감한 원자재는 중립의견, 민감도가 낮고 여전한 정책기대감이 있는 인프라는 확대의견을 제안

## 자산별 선호의견

채권 > 주식=대체투자

주식: 미국=일본=한국>중국>유럽

채권: 투자적격>국내채권=미국국채>  
하이일드=신흥국

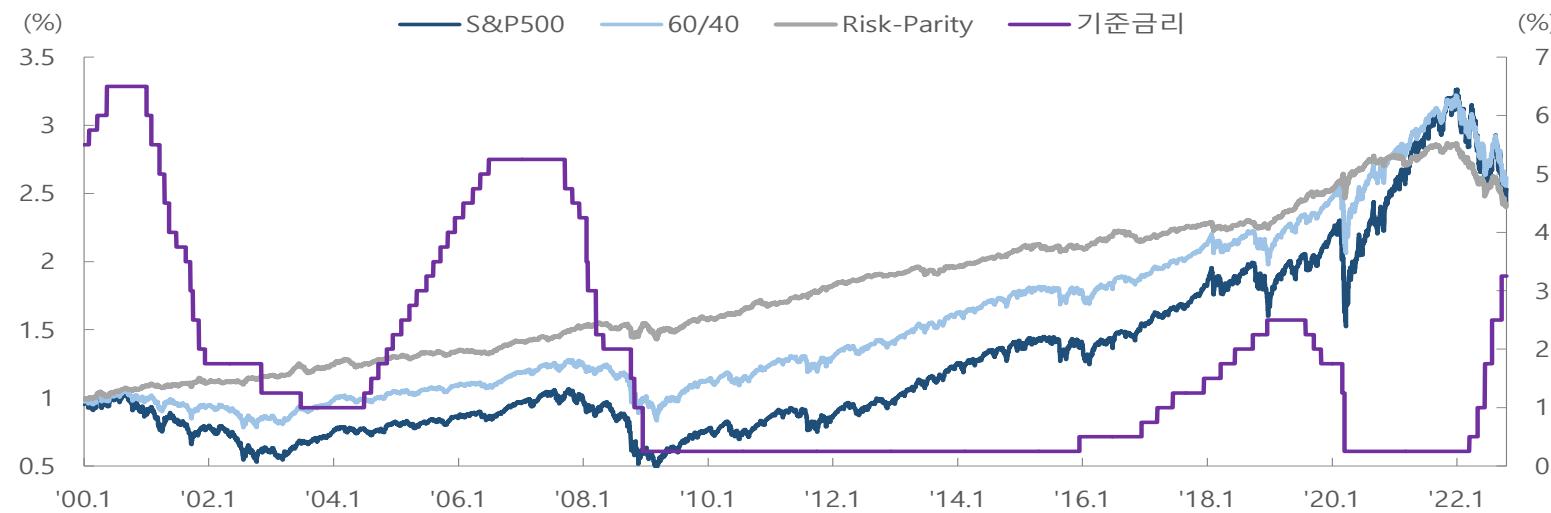
대체투자: 인프라>원자재>부동산

## 최종적인 포트폴리오 제안

	전략적 자산배분	전술적 조정	최종비중
해외주식	28.45%	-1.00%	27.45%
국내주식	10.49%	-1.00%	9.49%
해외채권	16.96%	1.00%	17.96%
국내채권	17.66%	0.00%	17.66%
해외부동산	7.35%	-3.00%	4.35%
해외인프라	13.91%	0.00%	13.91%
원자재	5.18%	-1.00%	4.18%
유동성(달러)	0.00%	5.00%	5.00%

- 리스크 패리티 전략은 저금리 기조가 유지되던 10년 중반까지는 성과가 매우 우수. 하지만 최근 금리인상과 경기침체가 맞물리면서 핵심의 되는 채권의 부진으로 60/40전략과 함께 성과가 좋지 못했음
- 리스크 패리티 전략은 채권의 비중이 높기 때문에 금리인상기에 약한 경향이 있지만 내년 금리인상이 마무리가 예상되고 속도조절에 대한 이야기도 나오고 있어 금리 변동성이 완화될 것으로 예상. 과거 점진적 인상시기에 는 채권의 하락폭이 크진 않았음. 또 24년 1분기 피벗 가능성을 보고 있어 장기적으로 수익률도 기대 가능
- 특히 당사에서는 중장기적으로 한번의 경기침체가 올 것을 예상. 실물경제의 불안정함이 부각된다면 과거 위기 속에 강세를 보였던 리스크 패리티 전략의 메리트가 커질 듯

## S&P500, 60/40, Risk-Parity전략의 벡테스팅



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터



이 페이지는 편집상 공백입니다.



Part 5

## 부동산PF 전망

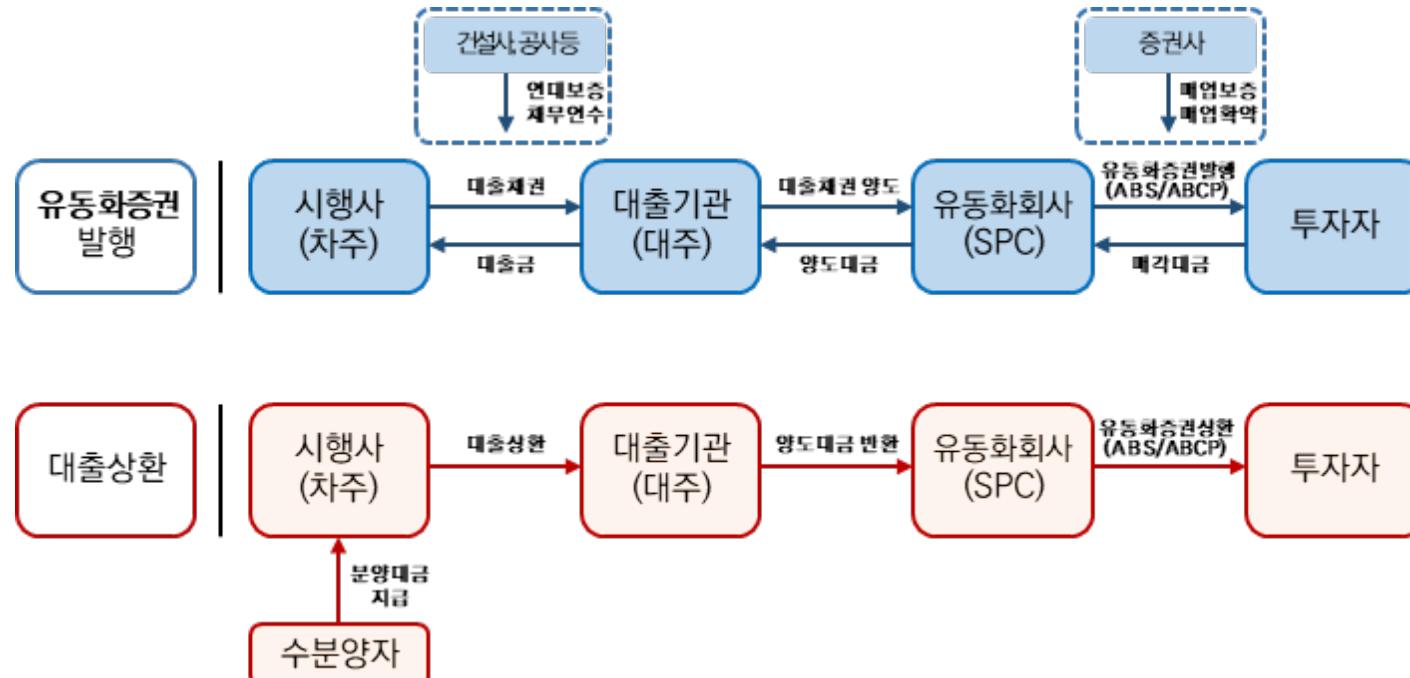
# 이해한다면, 두렵지만은 않은 증권사 부동산PF

- 레고랜드 사태 – 강원도가 2022년 9월 28일 레고랜드 테마파크 조성을 위해 발행한 2,050억원 규모의 프로젝트파이낸싱(PF) 자산유동화기업어음(ABCP)에 대한 지급보증 철회 의사를 밝히면서 이후 채권시장이 빠르게 경색된 사건
- 정부는 비상 거시경제금융회의('22. 10. 23.)를 열어 '50조 원+ $\alpha$ ' 규모의 시장안정 조치를 발표했고, 강원도도 편성안을 상정하고 23년 1월까지 상환을 마무리하겠다고 사태를 수습

날짜	내용	
2010년		춘천시 의함호 중도에 레고랜드 유치 추진
2011년	4, 9월	최문순 강원지사 취임, 강원도, 레고랜드 유치 확정
2012년	8월	강원도 및 6개기관 출자해 레고랜드 테마파크 건설을 위한 특수목적법인(SPC) 엘엘(LL)개발 설립
2013년	10월	강원도 · 영국 멀린그룹 레고랜드 코리아 조성 위한 본 협약
2018년	5월	강원도 · 영국 멀린그룹 · 엘엘개발, 상생 협력 합의서 체결
2020년	11월	강원중도개발, 건설 자금 조달 위한 특수목적법인(SPC) 아이원제일차 설립 및 BNK투자증권 통해 2,050억원 규모 자산유동화기업어음(ABCP) 발행. 강원도 지급(채무)보증
2022년	5,6월	레고랜드 개장, 김진태 강원지사 취임
	9월 28일	김진태지사, 강원중도개발에 대해 법원에 회생신청 발표
	9월 29일	아이원제일차ABCP만기, 채무 미상환
	10월4일~	ABCP 최종 부도 처리. 회사채 시장 투자심리 위축, 기업들 연이어 회사채 발행에 실패하며 자금 조달에 어려움을 겪음
	10월 21일	김 강원지사, 채무보증지급금 2,050억원 예산안 편성 추진 및 내년 1월 29일까지 보증 채무 이행 발표. 단, GLC 회생 신청은 11월을 목표로 계속 진행
	10월 23일	정부, 50조원 이상의 유동성 공급 프로그램 가동 발표
	10월 24일	김 강원지사, 레고랜드발 자금시장 혼란 유감 입장 발표

# 이해한다면, 두렵지만은 않은 증권사 부동산PF

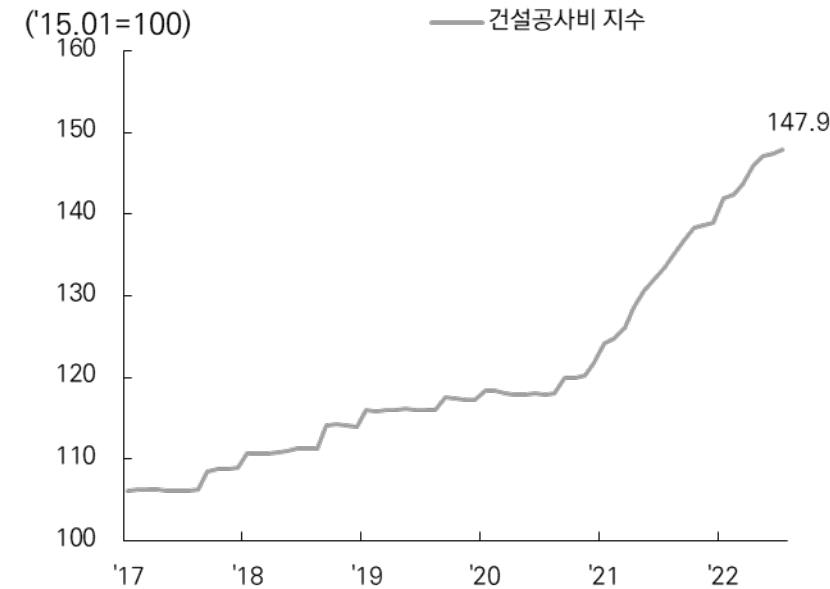
- 부동산PF('Project Financing')란,
- 향후 현금흐름의 발생이 예상되는 특정 사업(Project)에 대하여 건설 등에 필요한 자금을 조달하고, 사업에서 발생하는 현금흐름으로 투입된 자금을 회수하는 금융기법
- 즉, 프로젝트 '사업성'을 보고 대출을 해주는 것



# 1. 부동산 경기 둔화에 따른 부동산PF에 대한 경계는 필요

- 부동산금융 리스크가 상승하고 있는 이유
  - 금리 상승 → 부동산 투자 수요 감소
  - 원자재 및 공사비 증가로 인한 부동산 비용 상승
  - 최근 부동산 경기 하락 기조를 보이는 부동산관련 지표들
  - 그 동안 꾸준했던 분양을 통한 공급이 과거대비 크게 증가했기 때문

주택담보대출 금리 및 건설공사비지수 추이



자료: 한국은행, 한국건설기술연구원, 교보증권 리서치센터

# 1. 부동산 경기 둔화에 따른 부동산PF에 대한 경계는 필요

## 수도권 지식산업센터 공급 추이



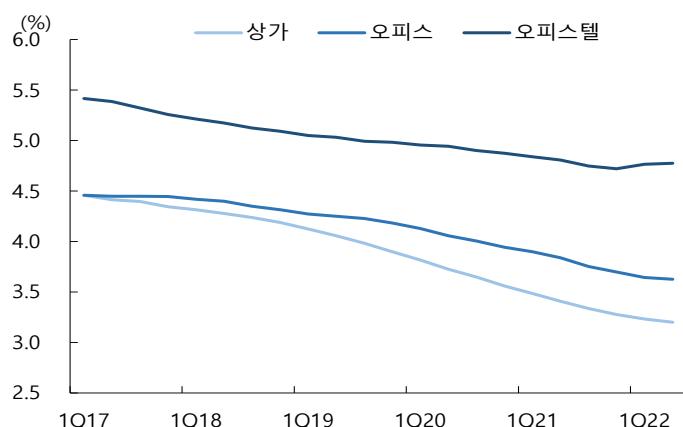
자료: REPS, 교보증권 리서치센터

## 수도권 상가 공급 추이



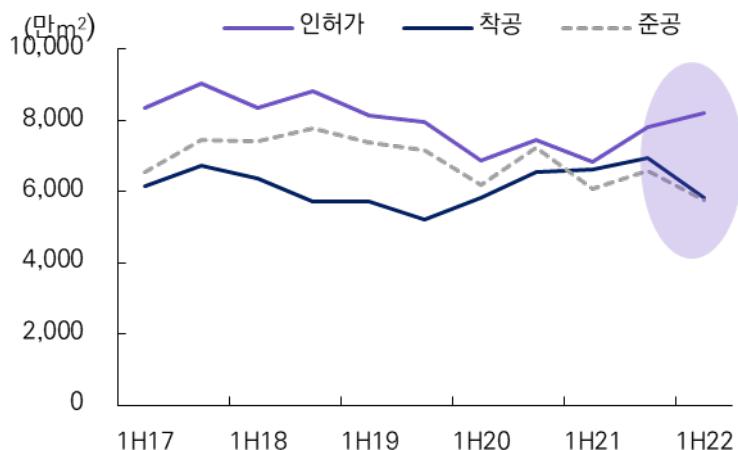
자료: REPS, 교보증권 리서치센터

## 상업용부동산 소득수익률 추이



자료: 한국부동산원 및 KB부동산, 교보증권 리서치센터

## 전국 건축 인허가/착공/준공 면적 추이

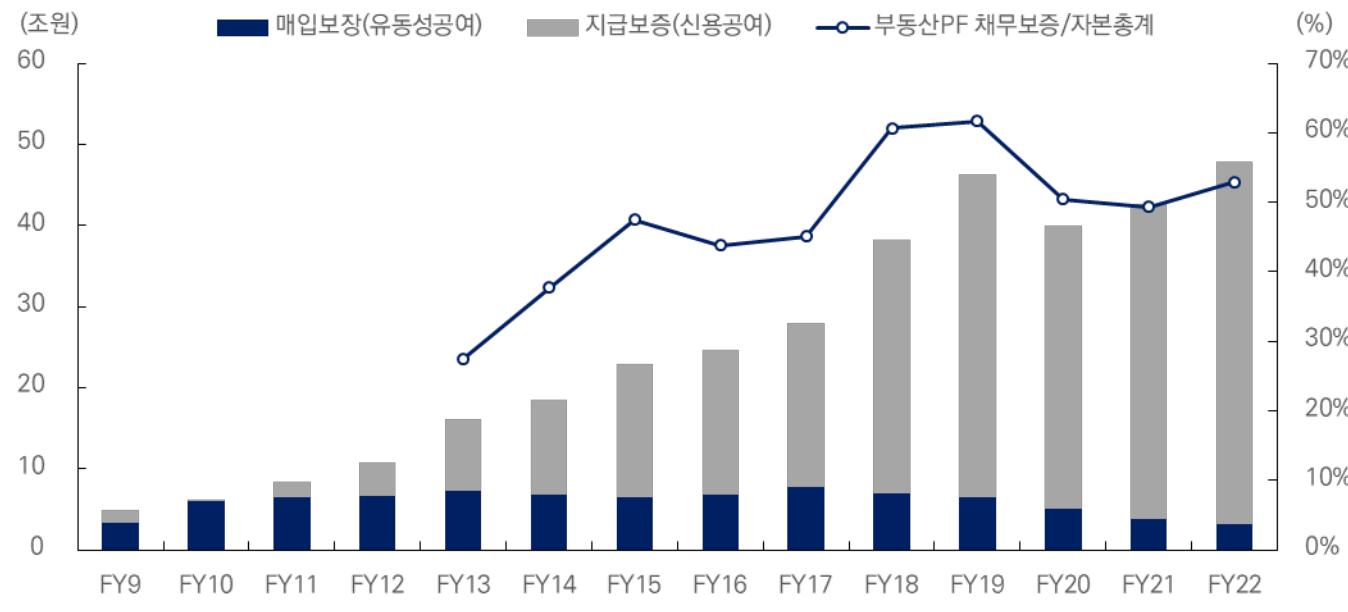


자료: 국토교통부, 교보증권 리서치센터

## 2. 증권사 부동산PF: 경계는 하되, 과도한 우려는 불필요하다

- 물론 최근 증권사의 늘어난 채무보증 규모 고려 시, 최악의 경우 증권사의 부동산PF관련 리스크가 없다고 할 수는 없다. 하지만 2014년 이후 증권사 부동산PF 구조를 이해한다면 두려워할 필요는 없음
- 2022년 6월말 기준 국내 증권사 전체 채무보증은 47.9조원으로 YoY 12.4% 증가, 2012년대비 4배
- 2022년 6월 증권사 부동산PF 대출잔액은 3.3조원으로 YoY 31.2% 감소

### 국내 증권사 유형별 채무보증 추이



자료: 금감원 금융통계, 교보증권 리서치센터

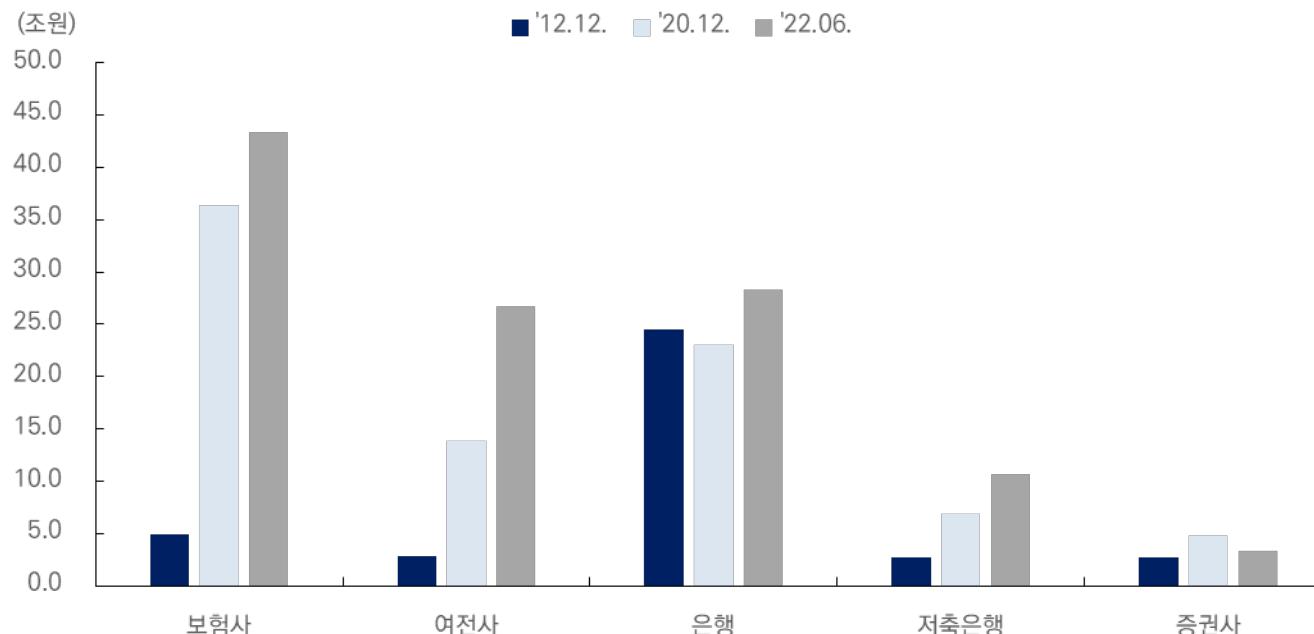
1Q

## 2. 증권사 부동산PF: 경계는 하되, 과도한 우려는 불필요하다

- 우리가 이렇게 증권사 부동산PF 대출에 민감한 이유는 무엇일까?

아마도 과거 미국의 서브프라임(2008년), 우리나라의 IMF(1997년) 및 저축은행사태(2011년) 등 부동산가격이 급격하게 하락했을 때, 금융시장과 경기 불안정성이 높아 질 수 있다는 걸 경험했기 때문

업권별 부동산PF 대출잔액 추이

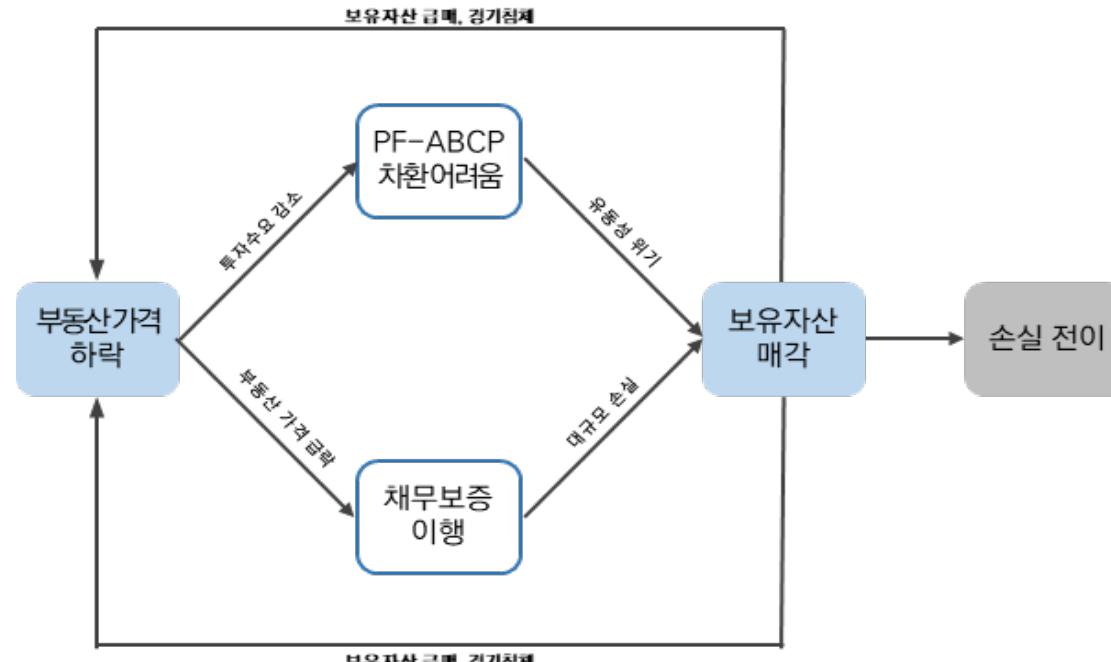


자료: 금감원 금융통계, 교보증권 리서치센터

## 2. 증권사 부동산PF: 경계는 하되, 과도한 우려는 불필요하다

- 이론적으로 부동산가격 하락 → 부동산관련대출의 수익성 하락 → 부동산 담보가치의 하락  
→ 부동산을 담보로 대출을 받은 차입자들의 재무상황 악화로 인한 신용위험 증대  
→ 금융기관(은행, 증권사, 저축은행 등)의 자기자본 축소로 인한 대출여력 감소 등  
→ 금융기관 수익성에 직접적으로 부정적인 영향을 줄 수 있음 → 전반적인 경제활동수준 저하

### 부동산 PF 채무보증으로 인한 시스템리스크 확대 경로



자료: 금감원 금융통계, 교보증권 리서치센터

## 2. 증권사 부동산PF: 경계는 하되, 과도한 우려는 불필요하다

- 증권사 채무보증(우발채무)이 실제로 현실화될 가능성이 높지 않고, 채무보증이 이행된다 하더라도 담보 매각을 통한 회수 가능성이 높은 경우 증권사 채무보증이 대규모 손실로 이어질 가능성은 낮다고 판단

- 1) 과거 저축은행사태 때 문제되었던 부동산PF와는 좀 다른 구조
- 2) 2014년 이후 증권사가 영위한 '미담화약'의 경우 엄격한 선행조건과 담보 확보가 있어 채권보전 용이한 편
- 3) 증권사, 최근 몇 년간 양호한 실적을 시현하면서 자본력을 키운 만큼 어느 정도 대응이 가능하다고 판단

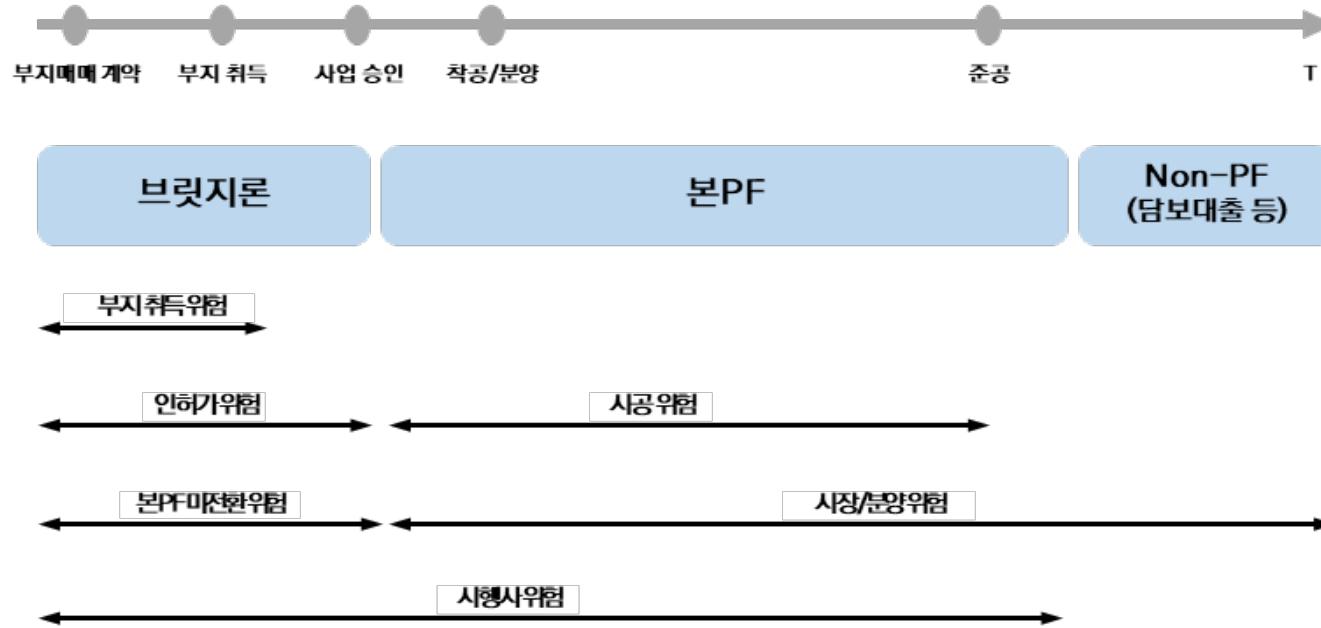
### 위험 요인별 채무보증 유형 분류

	유동성공여	신용공여	
의미	매입약정	미담화약	
	▶ 차환 발행시 유동화 증권이 매각되지 않을 경우 매입의무	(미분양담보대출화약)	기타채무보증
위험부담	▶ 유동성위험(시장)만 부담 (→유동성공여) * 신용위험 회피조항	▶ 미분양으로 자금부 족시 금융투자회사가 담보대출	(실무적 '매입화약')
위험관리	▶ 신용등급 높아야 미매각 감소 → 위험감소	▶ 유동성위험과 신용위험 모두 부담 (→신용공여)	▶ 기초자산이 티풀트 시에도 금융투자회사 가 매입의무
위험수준	▶ 낮음	▶ 중간	

### 3. 과거 저축은행 부동산PF와는 좀 다른 증권사 부동산PF

- 2011년 당시 저축은행사태의 주요 원인 중 하나가 부동산PF대출의 대규모 손실 발생이었던 점은 무시할 수 없는 사실
- 과거 저축은행의 부동산PF는 대부분 착공 전 '브릿지론' 위주로 구성되어 분실 및 손실률이 매우 높았던 반면, 최근 증권사가 취급하는 부동산PF는 인허가완료 및 착공 후에 대출이 들어가는 경우가 대부분

#### 저축은행 부동산PF는 주로 토지매입 전에 이루어지는 브릿지론 형태



자료: 금감원 금융통계, 교보증권 리서치센터

### 3. 과거 저축은행 부동산PF와는 좀 다른 증권사 부동산PF

- 증권사 부동산PF는 과거 저축은행과 달리 유리한 선행조건 및 담보를 확보 가능
- 2008년 금융위기 이후 부동산PF 대출은 구조가 많이 바뀜
  - 기존: 시공사가 책임준공 및 신용보증(채무인수/연대보증) → 금융위기로 1/2 건설사 워크아웃/회생/파생
  - 금융위기 이후: 분양위험 통제하는 금융조달방식인 '미담화약(미분양담보대출)' 형태의 부동산PF가 탄생
  - 2014년 이후: 'Project Stand alone'으로 시공사 신용등급외, 해당 부동산 프로젝트 자체 신용도 분석 중요

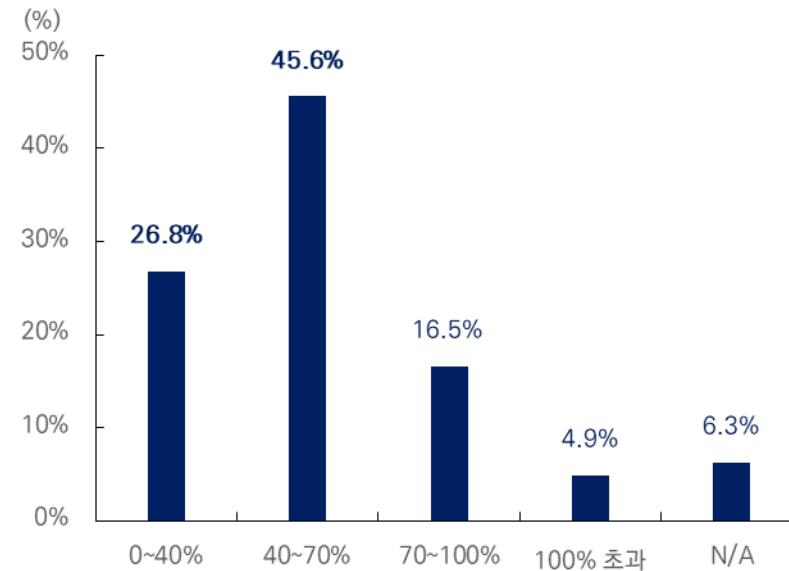
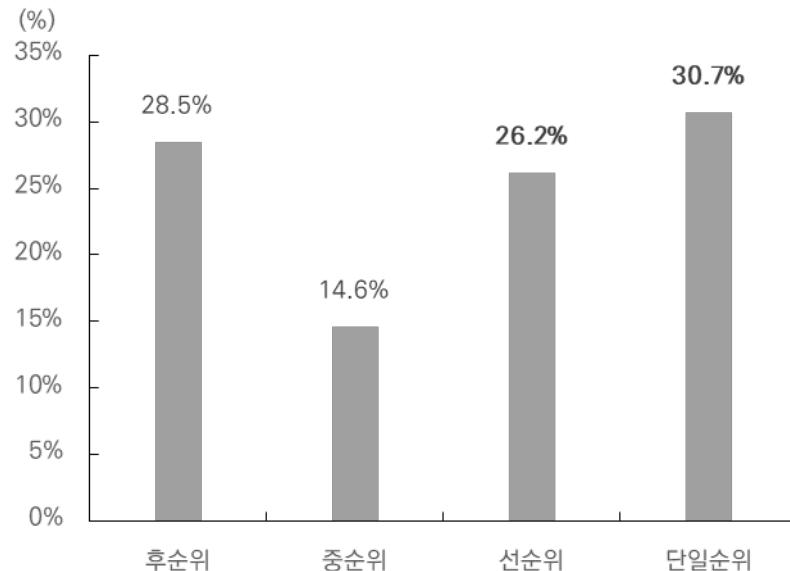
#### 부동산PF 대출 형태 변화와 원리금상환가능성 Key Factor\*

구분	투기등급 신용사	~2009년	투자등급 시공사 2010년~2013년	2014년 이후
준공관련위험	시공사 책임준공	시공사 책임준공	시공사 책임준공 & 미이행시 채무인수	시공사 책임준공 & 미이행시 채무인수
분양관련위험	-	시공사 책임분양 (필요시)	미담기관의 미분양담보대출확약	-
시공사 신용보강	시공사 채무인수 또는 연대보증	시공사 채무인수 또는 연대보증	-	-
특징	시공사 신용도 열위 제3자보증 필요	시공사 단일 위험부담	위험부담주체 이원화	시공사에 의한 제한적 위험 통제
원리금상환 가능성*	대주보 or 주금공보증	시공사 신용도	Min [시공사 신용도, 미담기관 신용도]	Min [시공사 신용도, Project Stand-alone]

### 3. 과거 저축은행 부동산PF와는 좀 다른 증권사 부동산PF

- 물론 증권사의 모든 우발채무('미담확약')의 리스크가 높지 않다는 것은 아님
- 다만 1) 투자금 회수 가능성을 높이기 위해 LTV(Loan to Value) 비율이 낮은 사업 위주로 선정했는데 실제로 채무보증이 이행되더라도 담보가 있어 매각을 통한 회수 가능성이 높은 편이며,
- 2) 증권사 '미담확약'의 경우 선행조건/실행조건이 까다로워 실제로 채무보증이 이행되기도 쉽지 않다고 판단

증권사 부동산PF 변제순위 및 LTV 구성

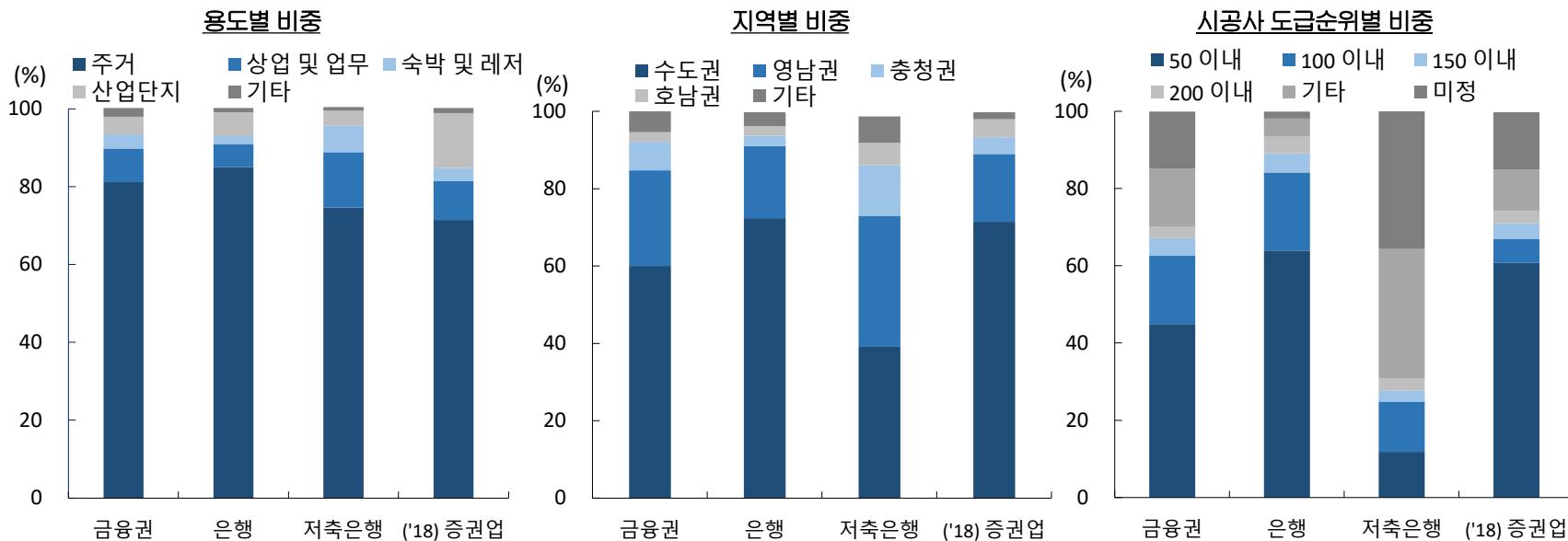


자료: 업계자료 참조, 교보증권 리서치센터

### 3. 과거 저축은행 부동산PF와는 좀 다른 증권사 부동산PF

- 1) 국내 증권사가 취급하는 부동산PF의 경우 2010년 대규모 부실사태를 빚은 저축은행의 부동산PF 출대비 위험수준이 낮은 수준이며, 부동산 경기가 연착륙할 경우 이에 증권사들이 리스크관리 및 대응시간이 확보된다면 충분히 대응할 수 있다고 판단
- 2) 국내 증권사의 경우 지난 몇 년간 꾸준한 이익 실현과 자본확충 영향으로 순자본비율이 상승하면서 위기대응능력이 과거대비 좋아졌음.
- 3) 마지막으로 증권사 시스템리스크의 잠재위험도 우려할 수준은 아니라고 판단.

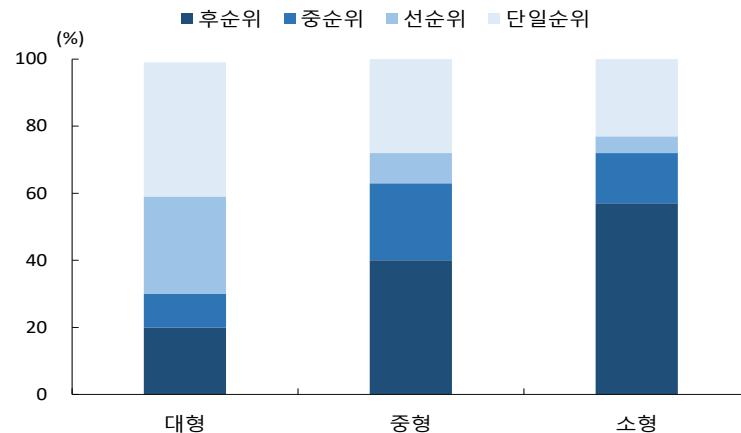
#### 2010년 저축은행 부동산PF대비 2018년 기준 증권업 리스크는 낮은 수준



자료: 자본시장연구원, 교보증권 리서치센터

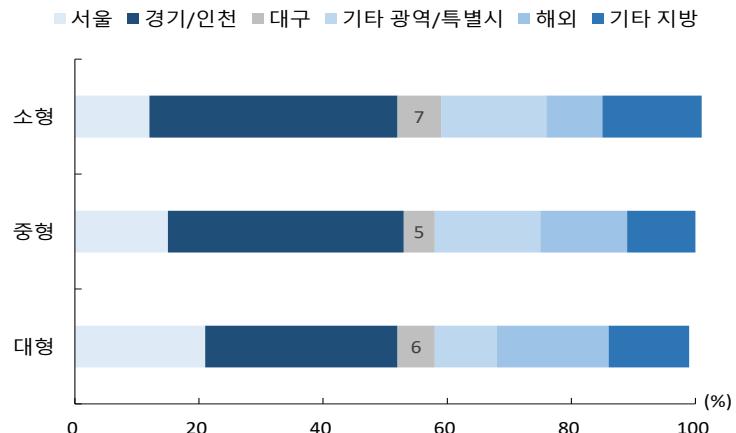
# 4. 증권업 위기대응능력\_① 부동산PF에 대한 우려는 과도한 편

## 국내 증권사 변제순위 구성



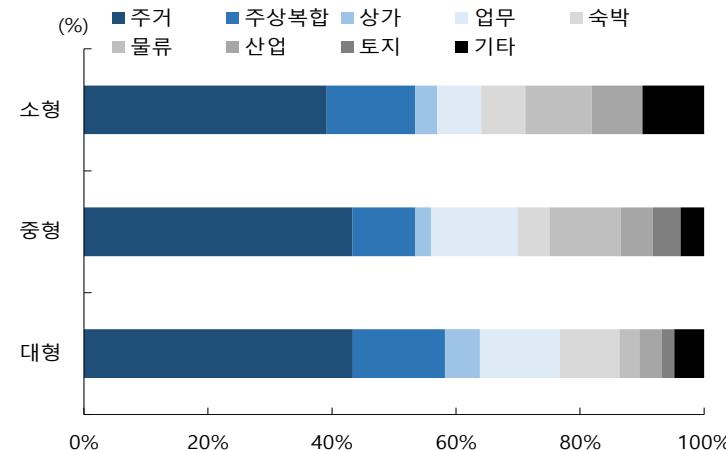
자료: 한국신용평가사, 교보증권 리서치센터

## 국내 증권사 지역별 구성



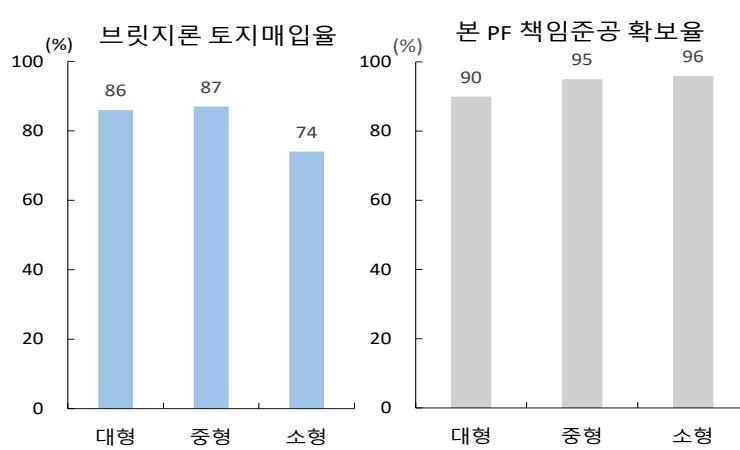
자료: 한국신용평가사, 교보증권 리서치센터

## 국내 증권사 기초자산별 구성



자료: 한국신용평가사, 교보증권 리서치센터

## 브릿지론 토지매입율 및 본 PF 책임준공 확보율

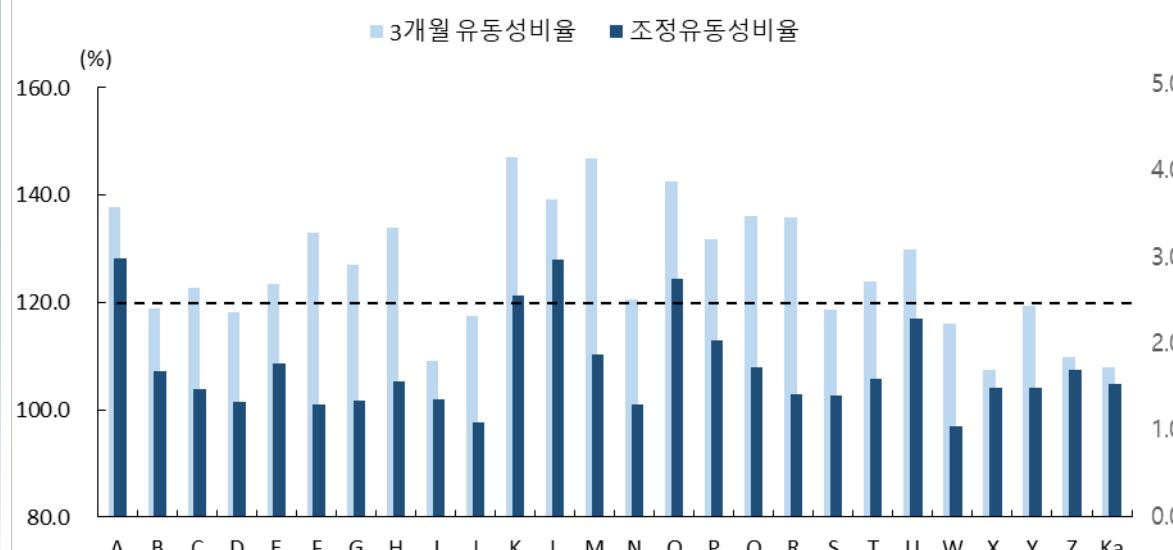


자료: 한국신용평가사, 교보증권 리서치센터

## 4. 증권업 위기대응능력\_① 부동산PF에 대한 우려는 과도한 편

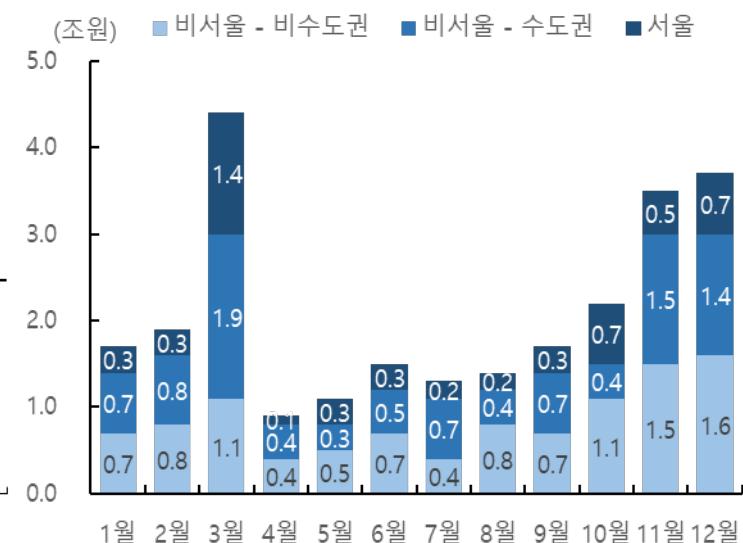
- 교보증권 Coverage내 증권사의 경우 부동산PF에 대한 리스크는 제한적일 것
  - 국내 증권사 부동산PF 2010년 저축은행사태 때 부동산PF출 대비 위험수준 낮은 편
  - 변제순위/지역별/기초자산별 구성 살펴보면, 대형 증권사 부동산PF관련 리스크 제한적
  - 부동산 경기가 극단적인 상황이 되어 증권사가 부동산관련 우발채무를 인수하더라도 증권사의 유동성비율 및 월별 취급잔액을 고려할 경우 관련 위험은 관리 가능한 수준으로 판단되기 때문

국내 증권사 3개월 유동성비율과 조정유동성비율 현황



자료: 금감원통계, 업계자료 재인용, 교보증권 리서치센터

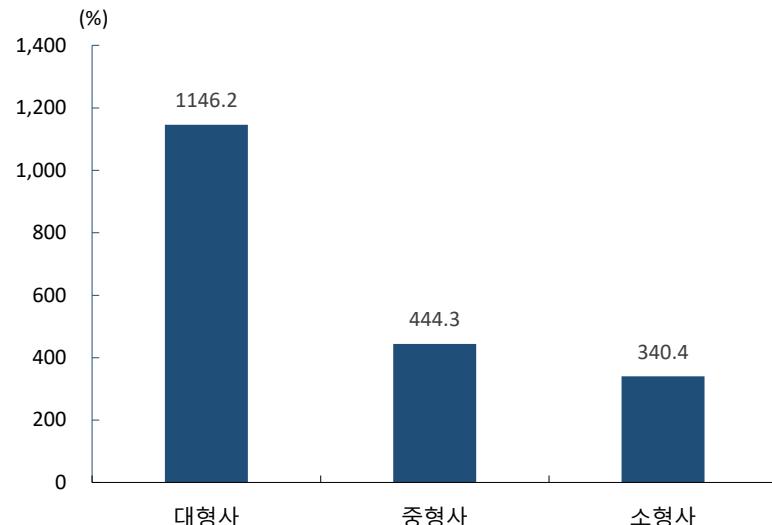
\* 조정유동성비율: 3개월 유동성자산 / (3개월 유동성부채+우발부채)



## 4. 증권업 위기대응능력\_② 양호한 자본력과 순자본비율

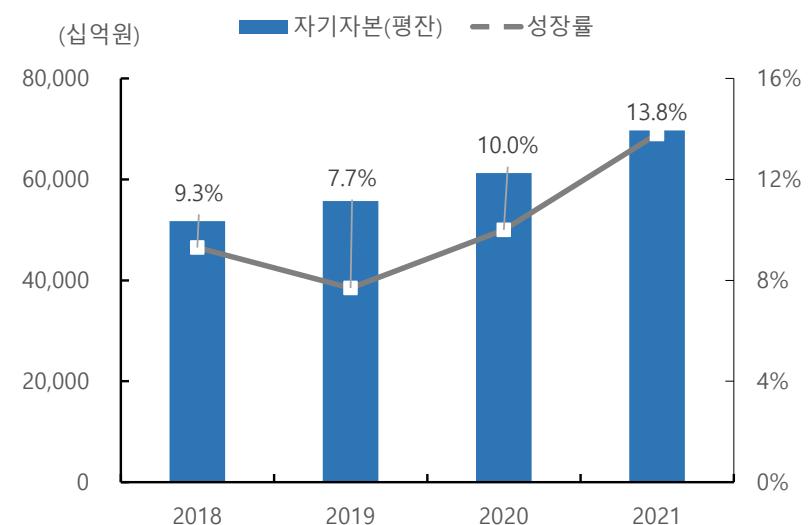
- 국내 증권사의 위기대응능력을 살펴볼 수 있는 자본적성은 양호한 수준
- 2021년 12월말 기준 증권회사의 순자본비율은 743.8%로 전년 동기 대비 45.4%p 상승했고 전년 말에 비해 45.4%p 상승
- 2021년 12월말 평잔 기준 국내 증권사 자기자본은 69.7조원으로 전2020년대비 13.7% 증가했고, 자기자본이익률도 12.1%로 전년대비 3.1%p 상승

자기자본 규모별 순자본비율



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

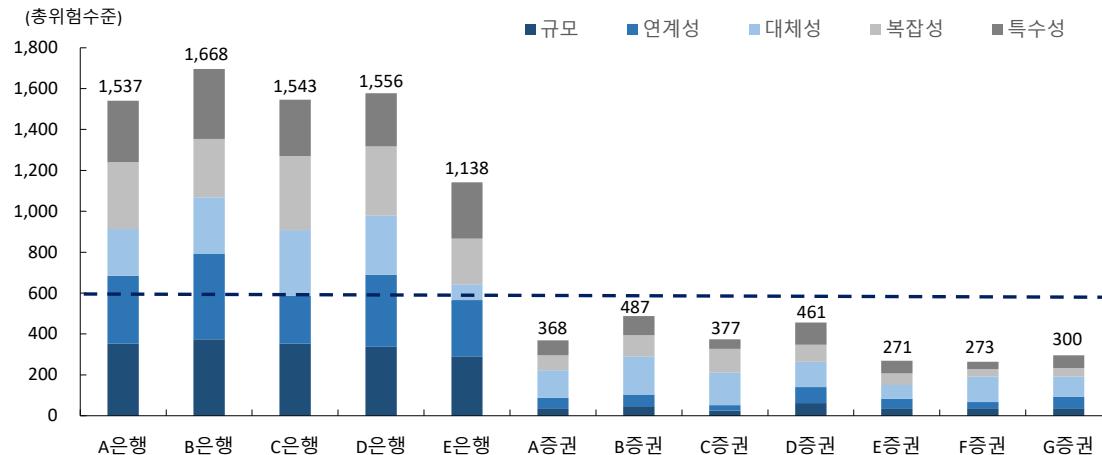
국내 증권사 자기자본(평잔) 추이



자료: 한국신용평가사, 교보증권 리서치센터

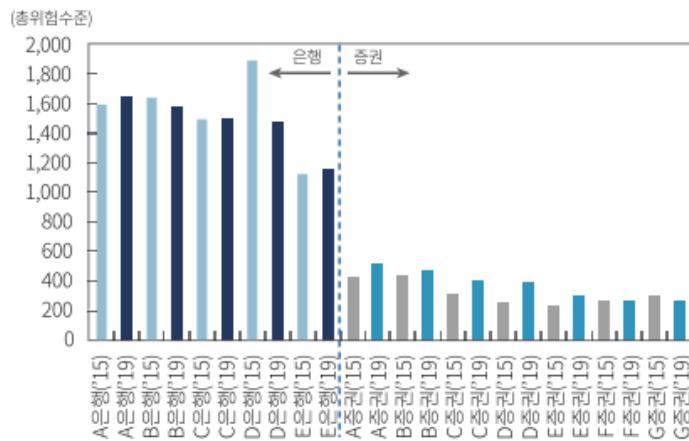
# 4. 증권업 위기대응능력\_③ 시스템리스크도 우려할 수준 아님

## 주요 금융회사의 시스템리스크 수준 분석 (2019년)



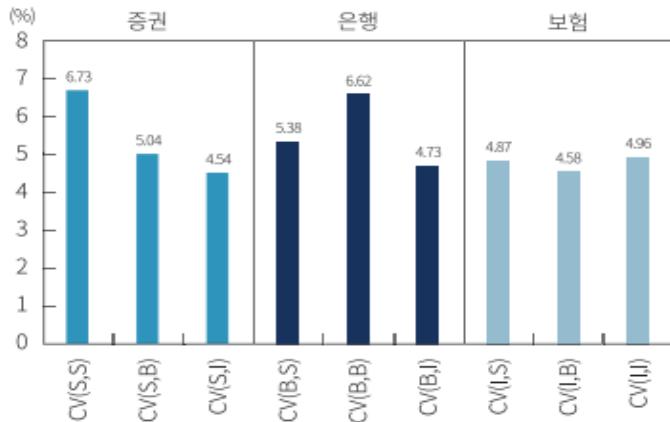
자료: 한국신용평가사, 교보증권 리서치센터

## 은행, 증권사의 시스템리스크 잠재위험(2015 vs 2019)



자료: 한국은행, 금융감독원, 금융투자협회, 교보증권 리서치센터

## 증권 · 은행 · 보험의 CoVAR 추정



자료: 코스콤, 교보증권 리서치센터



이 페이지는 편집상 공백입니다.

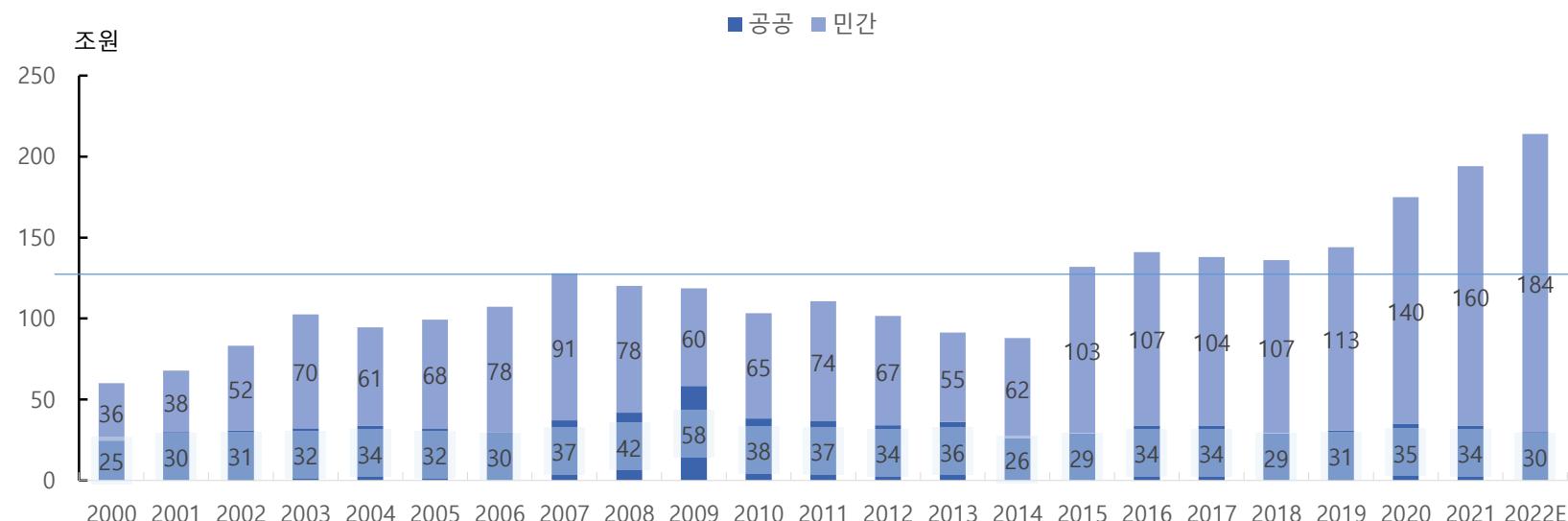


Part 6

## 건설 및 부동산 전망

- 21년 국내 수주는 197조원으로 역대 최대 수주 달성에 이어
- 22년 국내건설 신규수주는 217조원(YoY +10.1%)으로 증가 추정. 역대 최대치 경신 전망
- 3기신도시와 GTX 등 국토 계획 감안시 내년에도 현재 수준 수주규모 유지 예상

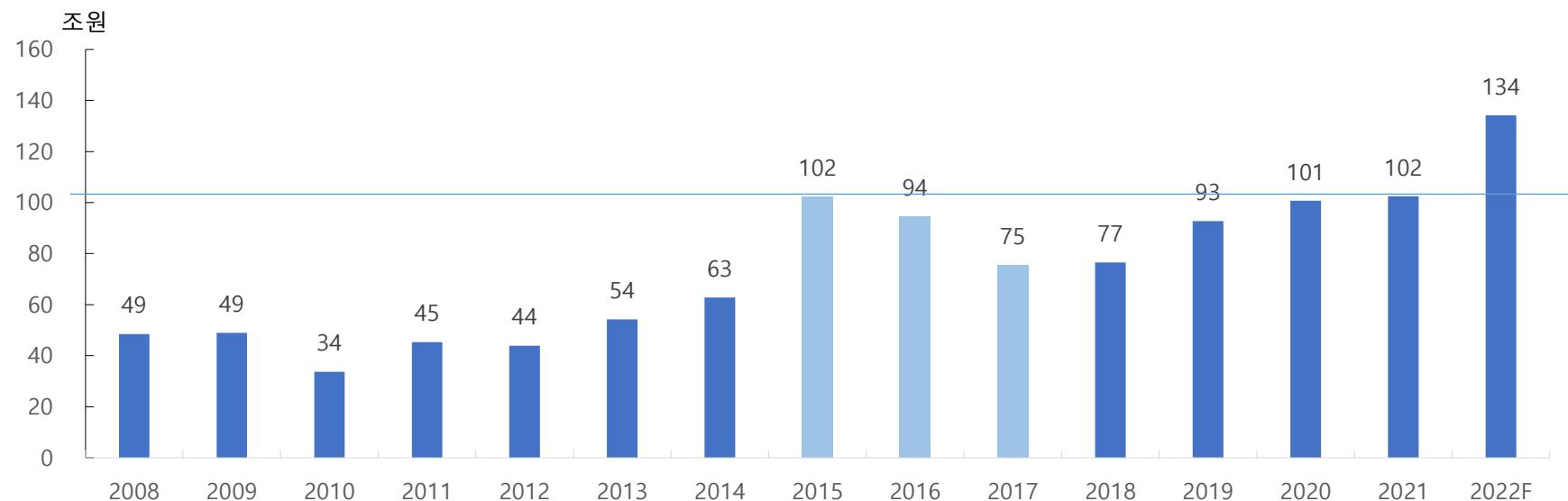
## 국내 건설 신규수주 추이



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

- 분양가와 분양 물량을 고려한 분양 규모는 22년 134조원으로 역대 최대치를 기록 전망
- 올해 분양 시장 결과 확인해야 겠지만, 2-4-4 매출화를 감안하면 주택관련 업체 매출실적 공히 24년까지 보장으로 기본 환경은 나쁘지 않은 상황

## 국내 주택 분양규모 추이



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

- 원자재 가격 상승과 금리 인상에 따른 조달 비용 증가로 더 높은 사업성 필요한 상황
- 최근 원자재 가격 안정화 보이고 있지만, 자금시장 경색으로 사업비 증가 추세
- 최종 수요자의 대출 제한, 이자 비용 증가에 따른 미분양 우려 등으로 사업비 상승을 분양가로 전가하기 어려워지고 있음

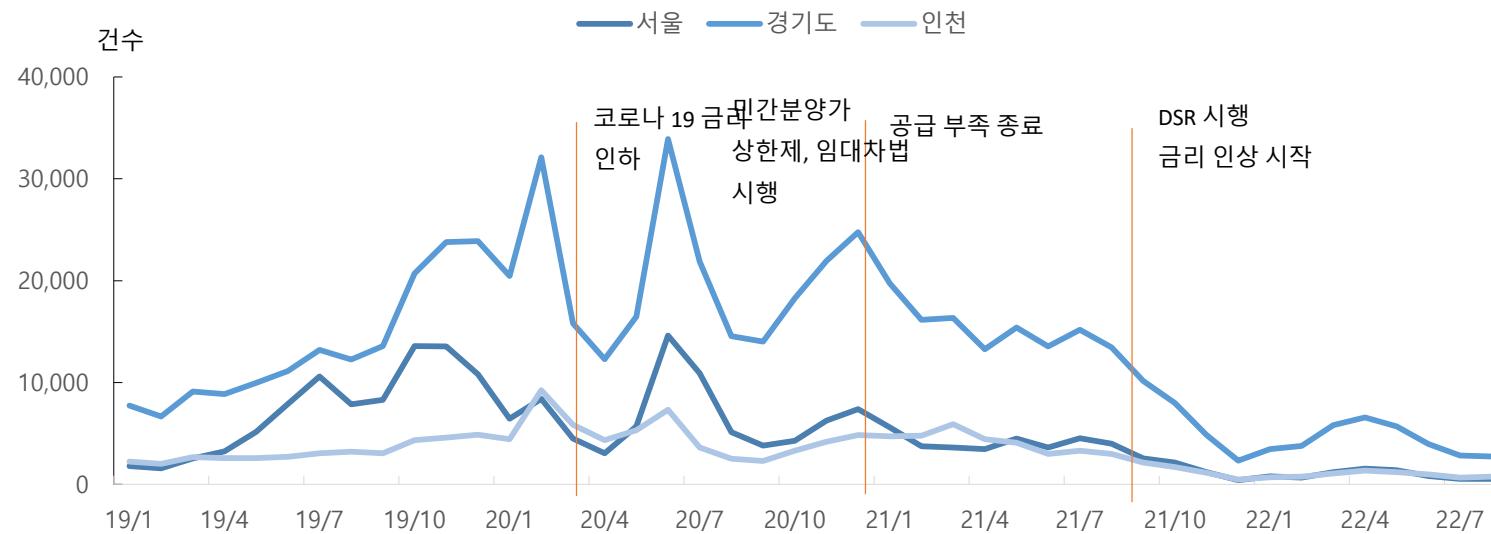
## 기준금리 및 주담대 금리 추이



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

- 전년 8월 금리 인상 및 DSR 시행 이후 가파른 매수 수요 감소로 수도권 주택 거래량 2006년 측정 이후 최저 수준으로 감소
- 물가상승, 금리인상은 동일 명목 가격에 대한 총투입 비용을 증가시켜 가격 인상과 같은 효과. 공급 부족이나 가수요 발생 등 수급요인이 없다면, 미분양 발생을 유발

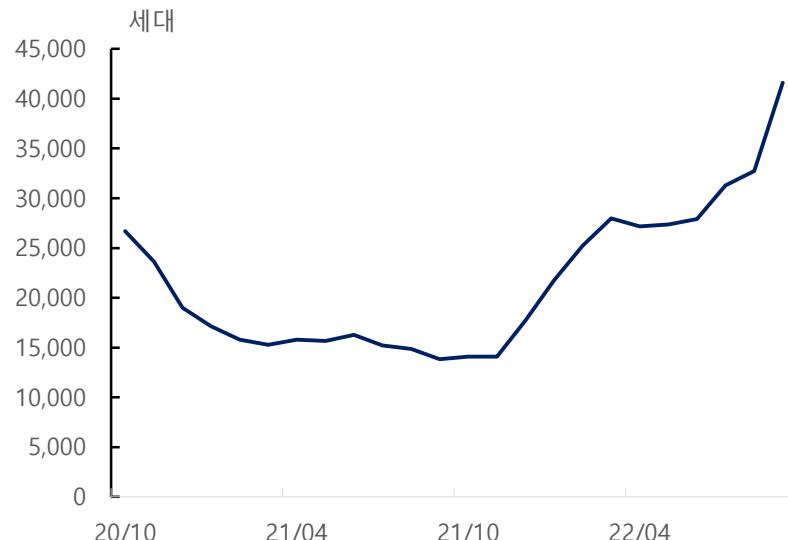
## 수도권 주택 거래량 추이



자료: REPS, 교보증권 리서치센터

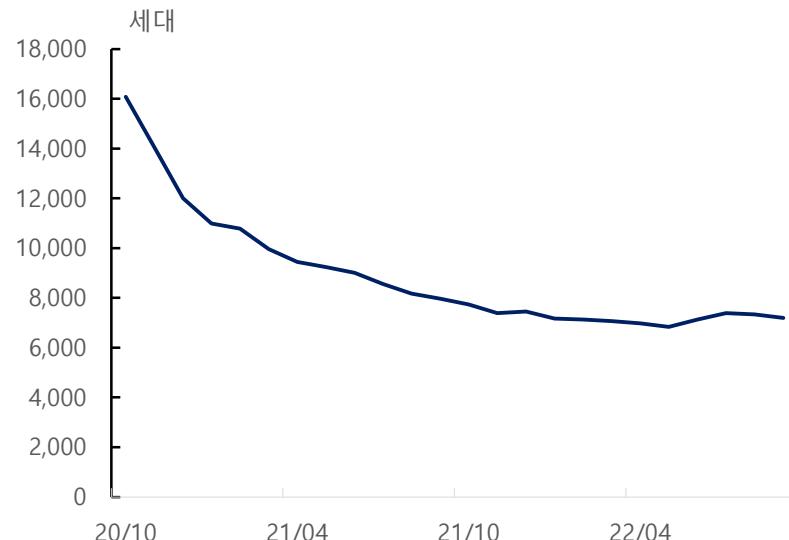
- 9월 현재 아파트 초기 미분양 물량은 41,600여건으로 저점 대비 200% 가량 증가 중. 서울/수도권 역시 가파른 미분양 증가 추세. 실질적으로 실적에 영향을 미칠 초기 미분양 수준은 80,000세대(금융위기시 최대 16만 세대)로 아직은 여유가 있는 수준
- 악성미분양으로 불리는 준공후 미분양은 전세가격 역전이 일어날 내년 입주물량부터 증가할 전망

아파트 미분양추이



자료: 건설협회, 교보증권 리서치센터

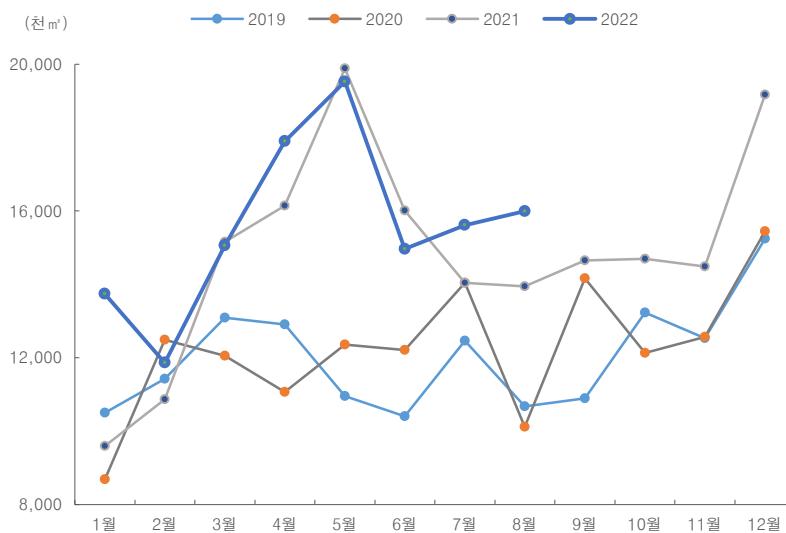
아파트 준공후 미분양 추이



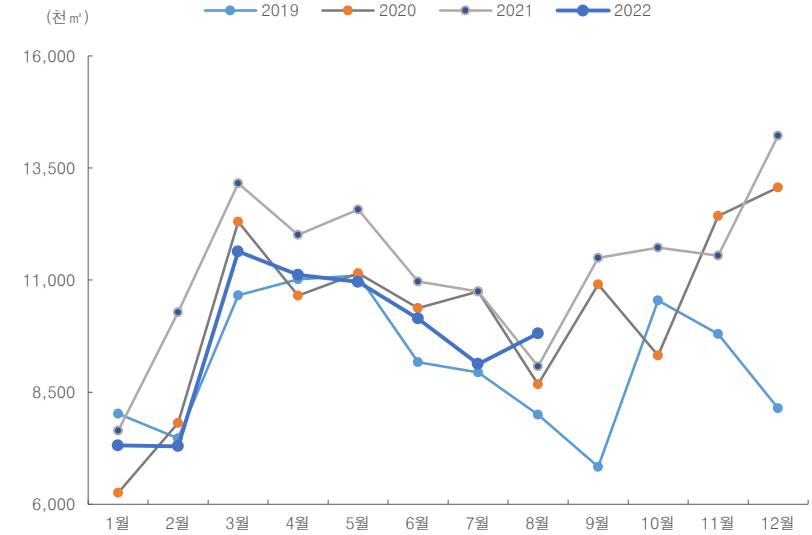
자료: 건설협회, 교보증권 리서치센터

- 역대 최고수준 신규수주와 인허가 면적 불구, 실질적인 사업성 악화로 착공지연이나 인허가전 사업 포기 사례 증가되고 착공면적은 예년 대비 감소한 모습.
- 특히 원자재 비용 민감도 높은 물류센터•스포츠 센터 등의 건축관련 사업에 대한 승인이 대형사 위주로 까다로워지고 있음. 최근 대기 중 민간 주택 개발사업은 분양 속도 증가

건축 인허가면적 추이



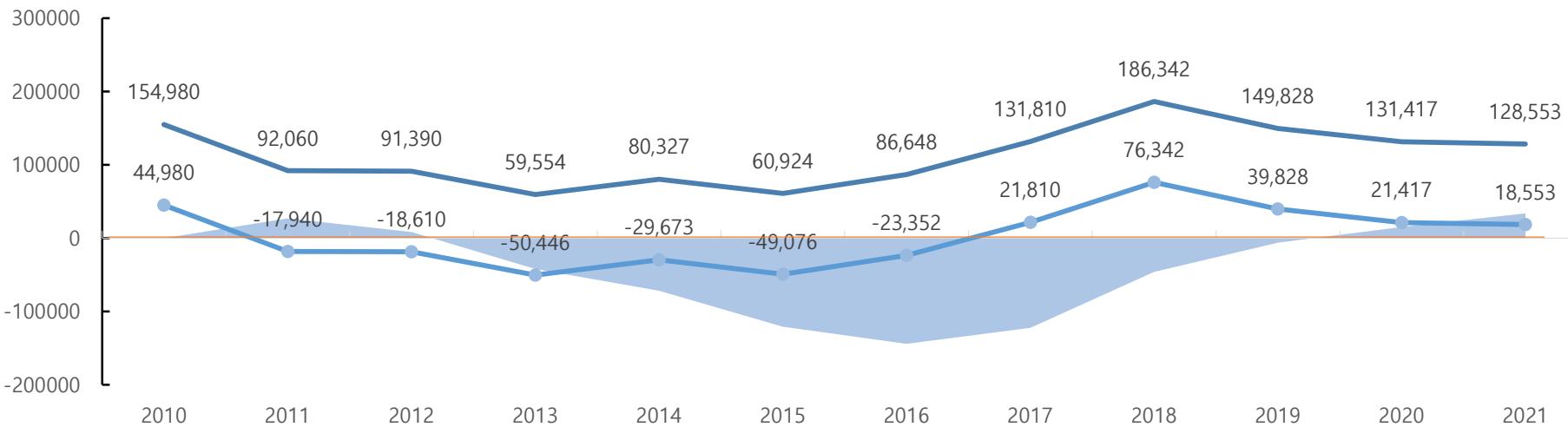
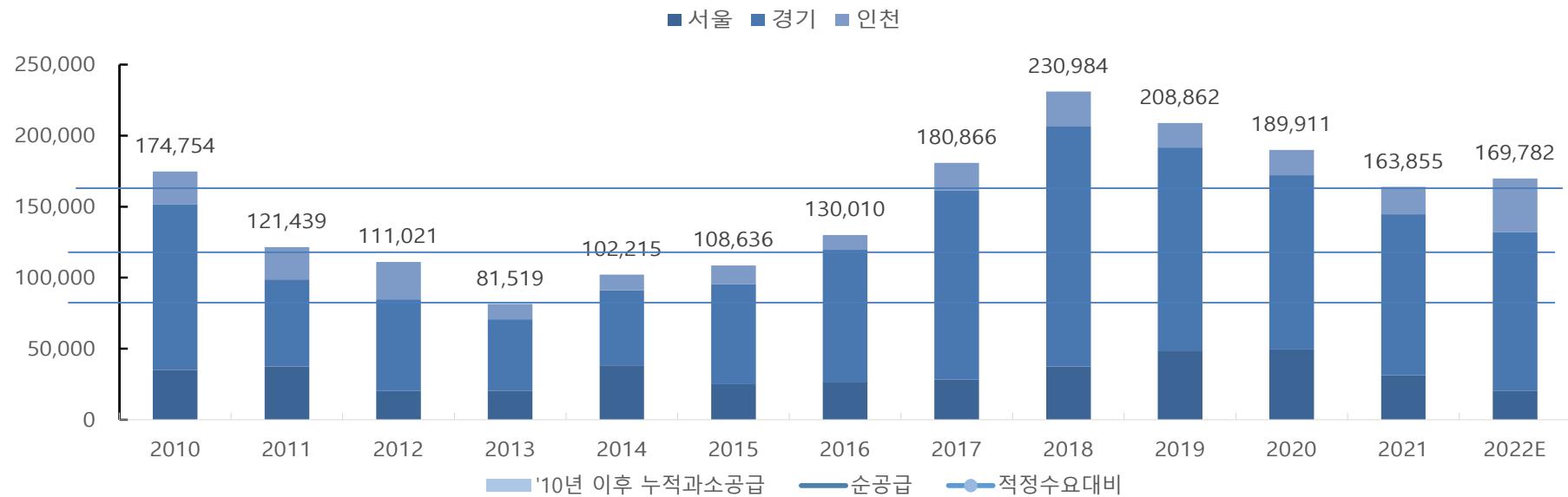
건축 착공면적 추이



자료: 건설협회, 교보증권 리서치센터

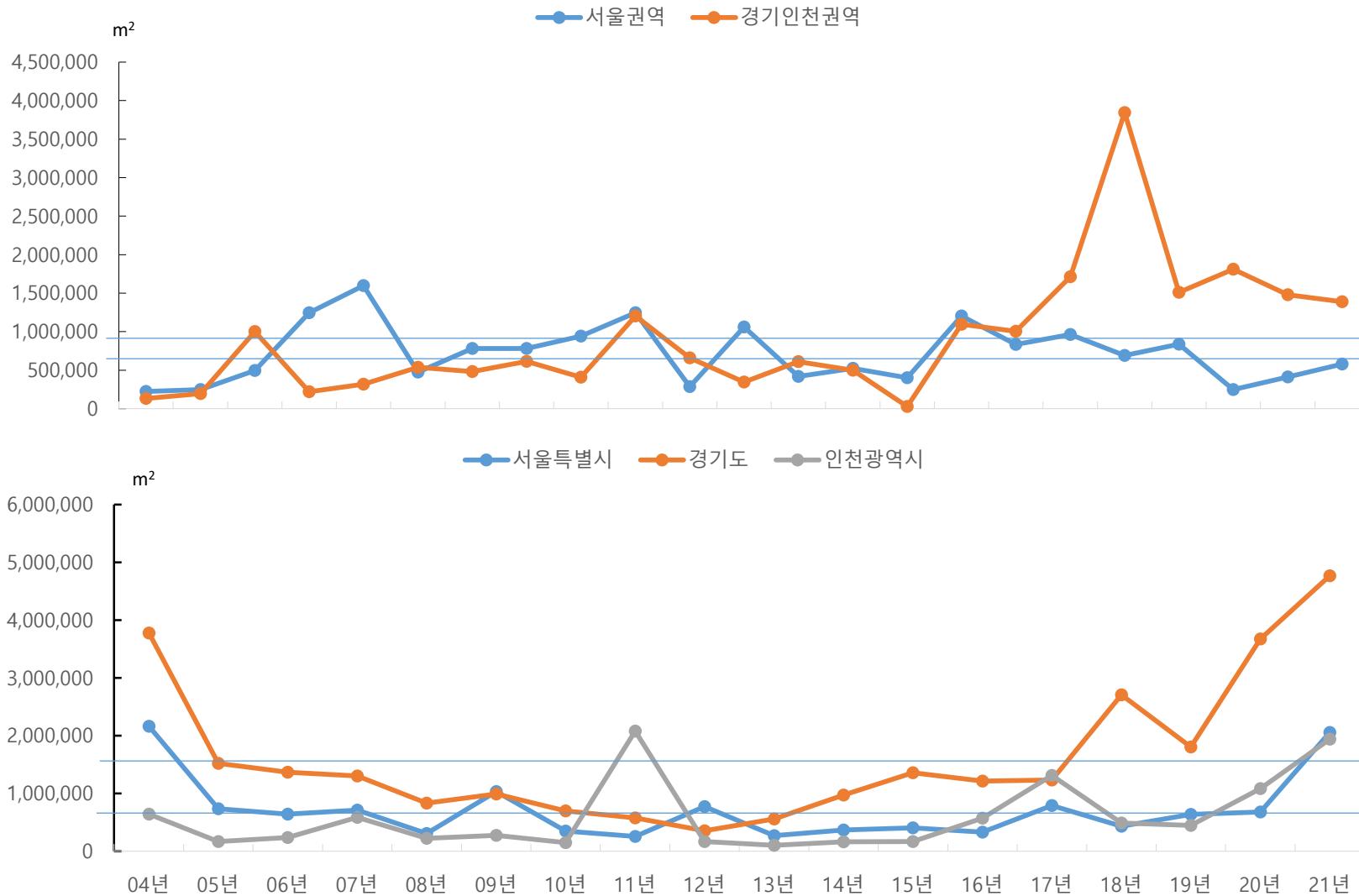
자료: 건설협회, 교보증권 리서치센터

# 주택 입주물량 Vs 재건축 면적 감안 순공급 추이



자료: 교보증권 리서치센터

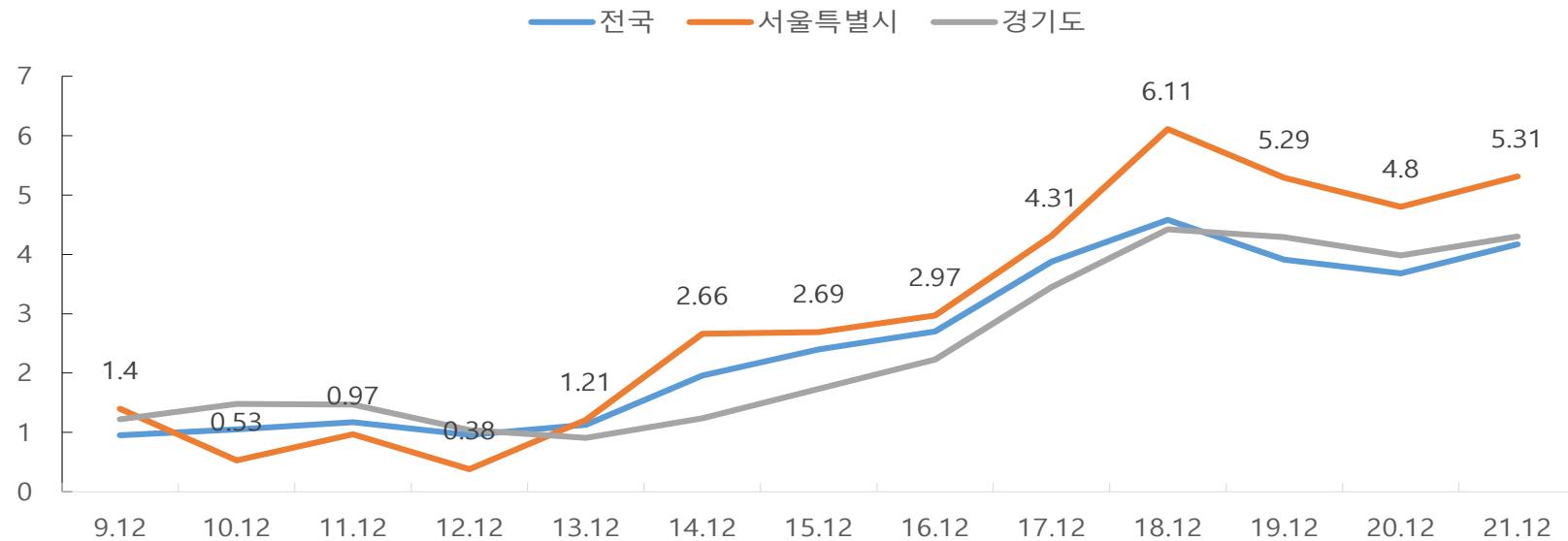
# 지식산업센터 공급 면적 Vs 상가 공급 면적 추이



자료: 교보증권 리서치센터

- 원자재가 상승, 금리 인상 등 사업성 악화의 다양한 요인이 있지만, 최근 사업성 악화의 주된 원인은 공급가격의 상당 부분을 차지하는 토지비 상승이 주 영향
- 토지비 상승은 주택·상가·오피스 등 개발 사업 공급이 평균 수준을 크게 상회했기 때문, 전반적인 토지가격 안정시까지 시세 대비 저렴하게 확보된 토지나 핵심지 위주의 개발사업만 진행 가능

## 전국 토지가격 변동 추이(YoY)



자료: 해외건설협회, 교보증권 리서치센터

- 코로나 19에 따른 기존 석유, 화학 플랜트 등 발주 지연 불구, LNG 신시장(연간 경합시장 100조원 규모) 및 병원, 주택 등 건축 수주 증가로 금년 해외수주는 300억\$ 수준 전망
- 최근 유가 상승 불구, 전통시장 여전히 어려운 상황이나. 경쟁력 있는 신시장 발주 증가 및 환율효과로 원화기준 수주는 10% 이상 증가 예상

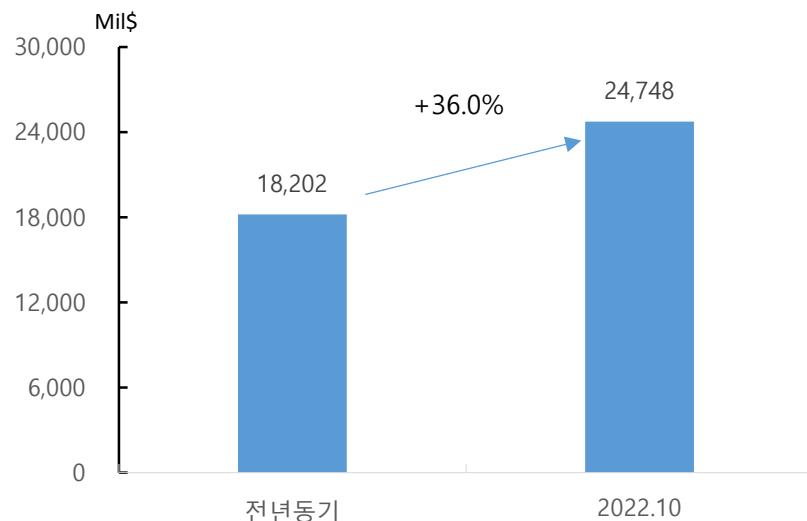
## 해외 수주 추이 주택 분양규모 추이



자료: 해외건설협회, 교보증권 리서치센터

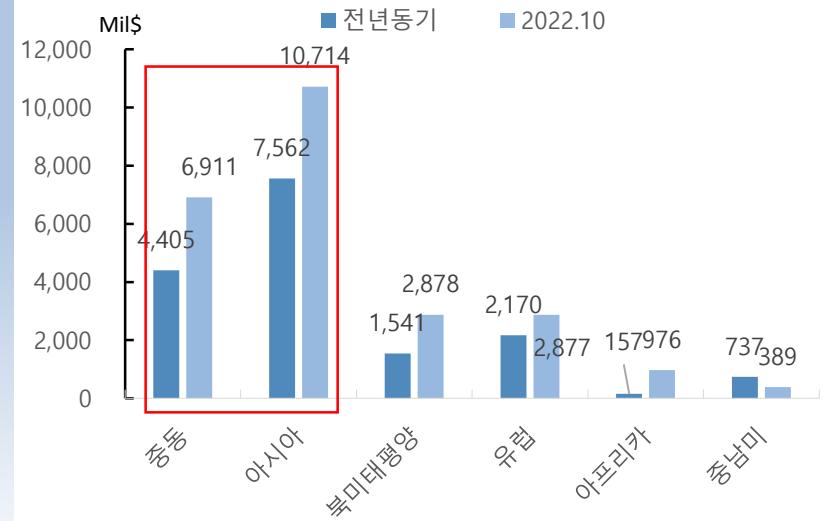
- 22년 해외 신규수주는 10월 현재 247억\$로 전년동기비 36.0% 개선
- 유가 회복 및 신시장 발주 증가에 힘입어 중남미 제외 전지역 수주 증가세
- 전년 연말 러시아 대규모 수주에 따라 수치적 기저효과 있겠지만, 내년에는 양호한 수주현황 지속

해외 수주 전년 동기비



자료: 해외건설협회, 교보증권 리서치센터

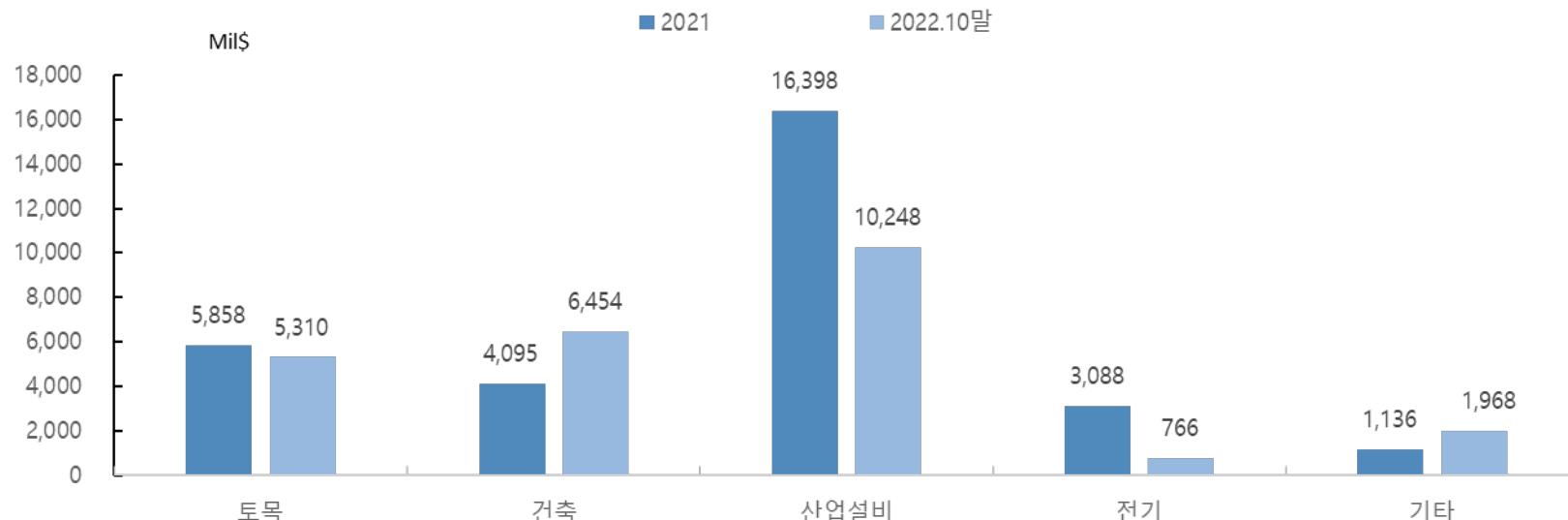
지역별 해외 건설 수주



자료: 해외건설협회, 교보증권 리서치센터

- 전년말 대비 국제 유가 관련 수주가 크게 늘진 않았지만 아시아 지역 건축을 중심으로 해외수주 개선 진행 중
- 유가 관련 신규수주는 23년부터 증가할 것으로 보이고. LNG, 신도시, 원전 등 신시장 발주를 감안하면 해외시장 수주는 향후 연간 150억불 ~ 최대 300억불 수주 증가가 기대. 점차 2000년대 후반 신규 수주 수준으로 회복될 전망
- 대형사들은 해외 수주 드라이브가 진행될 것으로 전망

## 해외 수주 공종별 전년동기비



자료: 해외건설협회, 교보증권 리서치센터

- 네옴시티, 사우디에서 서울 규모의 신도시 건설 계획.
- 현재 기초공사 진행 중으로 구체적인 세부계획 나온바 없지만, 삼성물산·현대건설 등이 이미 수주한바가 있고, 내년 이후 단계적 발주로 실질적 수주 증가가 기대
- 경합 수주로 연간 3~5조원 수준 수주 가능 전망, 연간 해외수주 10~15% 수준 증가 효과
- 베트남 THT 사업 투자 사례 처럼 다양한 지역 해외 복합개발 사업 투자 기회 기대

## 네옴시티



자료: 해외건설협회, 교보증권 리서치센터

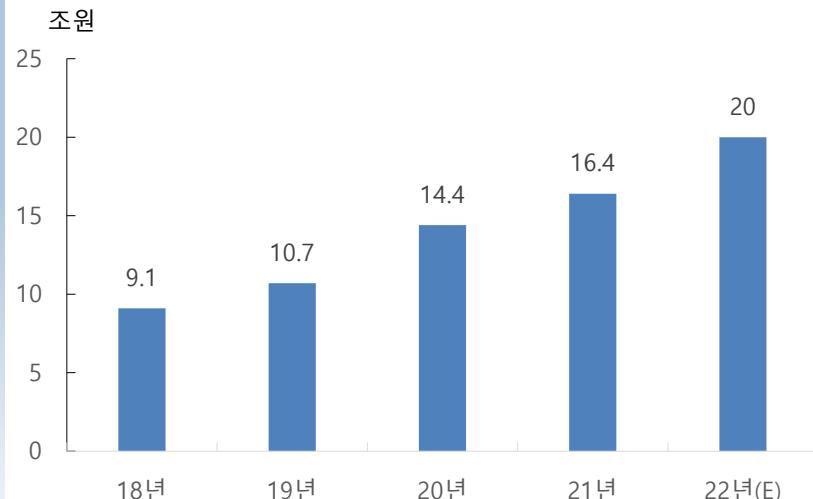
## 사우디아라비아 네옴시티 개요

자료: 해외건설협회

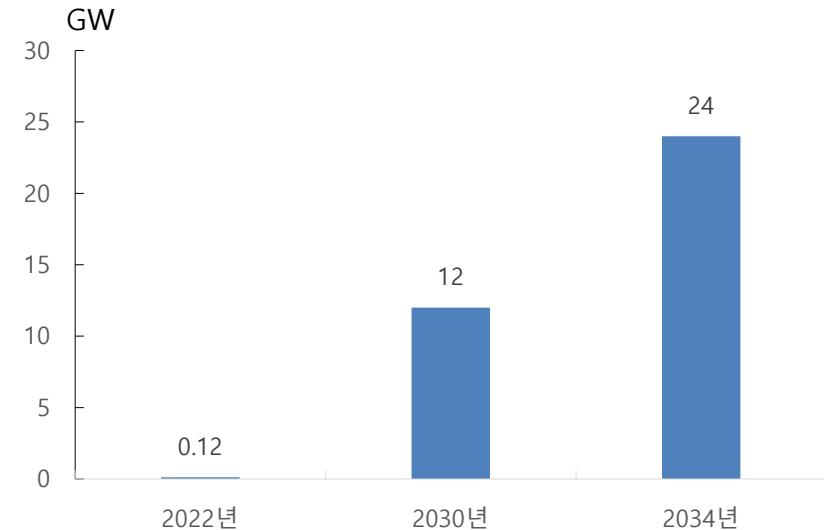
위치	사우디 북서부 흥해 인근
면적	2만6500㎢(서울 44배)
일정	2025년 1차 완공, 2030년 2차 완공
총투자액	5000억 달러(약 673조8500억 원)
인구계획	900만 명
3대 프로젝트	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 더 라인(The line): 길이 170km, 너비 200m의 친환경 직선 도시</li> <li>▶ 옥사곤(Oxagon): 지름 7km 팔각형 형태의 바다 위 산업단지</li> <li>▶ 트로제나(Trogena): 산맥과 호수가 있는 친환경 관광단지</li> </ul>

- 3기 신도시 및 수도권 공급 계획이 공공 중심에서 민관합동 중심으로 변화.
- 주택 상가 오피스 등 민간사업 다소 축소되겠으나, 공공주택 민관합동 사업이나 재정비 사업 자금수요는 증가 예상.
- 기타 부문은 GTX, 공항 등 인프라와 해상풍력 등 신재생 사업이 확대.
- 해상풍력 사업에서만 34년까지 총 사업비 기준 약 100~120조원 투입. 정부 운영비 보증으로 지분 투자시 안정적 수익창출 기회.

LH발주 증가 추이

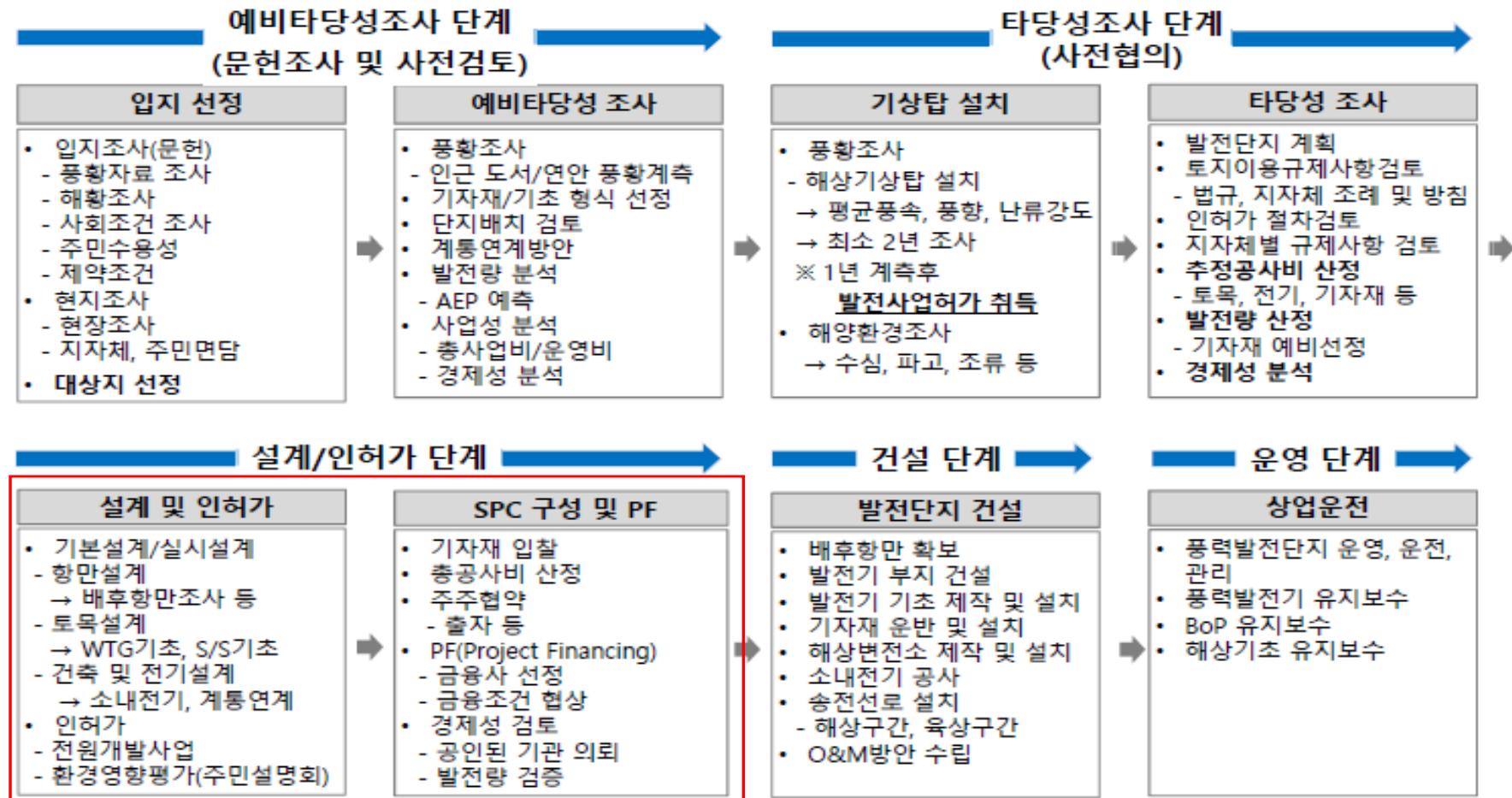


2030 해상풍력 발전방안과 2030 이행계획



자료: 업계자료, 교보증권 리서치센터

## 해상풍력 사업 단계



자료: 언계자료 교보증권 리서치센터



Part 7

## 2차전지 전망

# V E C tor

vector 미국·영국 ['vektə(r)]  영국식 

1. [명사] [수학] 벡터(크기와 방향으로 정해지는 양) (→scalar)
2. [명사] [생물] (질병의) 매개체
3. [명사] [전문 용어] (비행기의) **진로**

technical the course or direction of an airplane

→ 돌이킬 수 없는 ‘방향’을 가지고 있는 2차전지 산업의 성장은 의심할 여지가 없음

No turn back 이제는 돌이킬 수 없는 ‘방향’을 가지고 있는 2차전지 산업의 성장은 의심할 여지가 없음

- 패권 경쟁과 부족주의(tribal-ism)가 결합되어 각 국의 Net-zero 목표를 달성하기 위한 정책 추진은 지속
- 초 연결, 초 지능을 특징으로 하는 4차 산업혁명 변화의 물결 속에서 미래 자동차는 전기차
- 자동차 업체들은 전동화를 위해 향후 8년간 전기차 관련 투자금액은 약 1,700조원에 이를 것

V

# Company Vision

E

# Economic Effect

C

# Growth Catalyst

2차전지에 꽂힌 대기업 : 새롭게 판이 만들어지며 신규 진입자에게 더 많은 기회를 제공하기 때문

- 전기차 핵심부품인 2차전지 시장은 2025년 약 180조원의 글로벌 시장이 형성될 것으로 예상
- 국내 기업들은 이미 1990년 초부터 기술력을 확보, 제조업 강점을 살려 선제적으로 점유율을 높여가며 향후 패권 확보에 유리할 것

### 2차전지 시장 전망

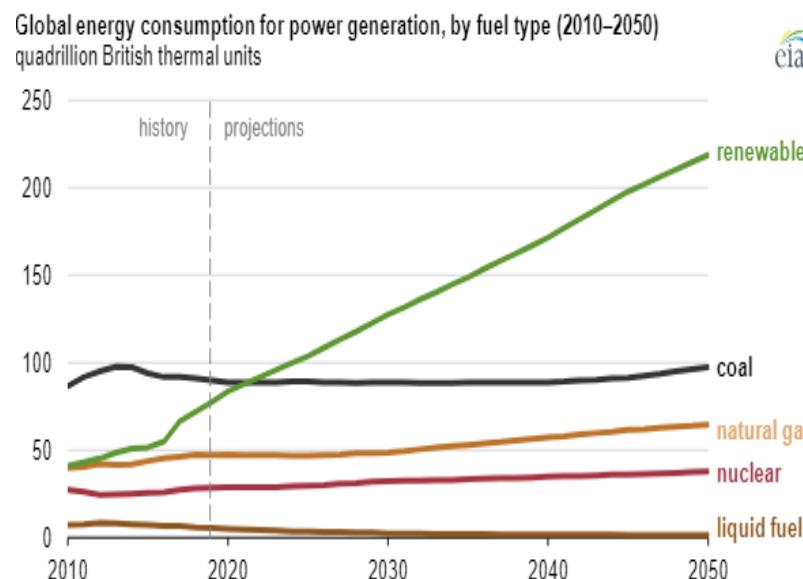


자료: 교보증권 리서치센터

## 2차전지에 꽂힌 대기업\_배경 : 공급과 소비측면에서 일어나는 에너지 전환

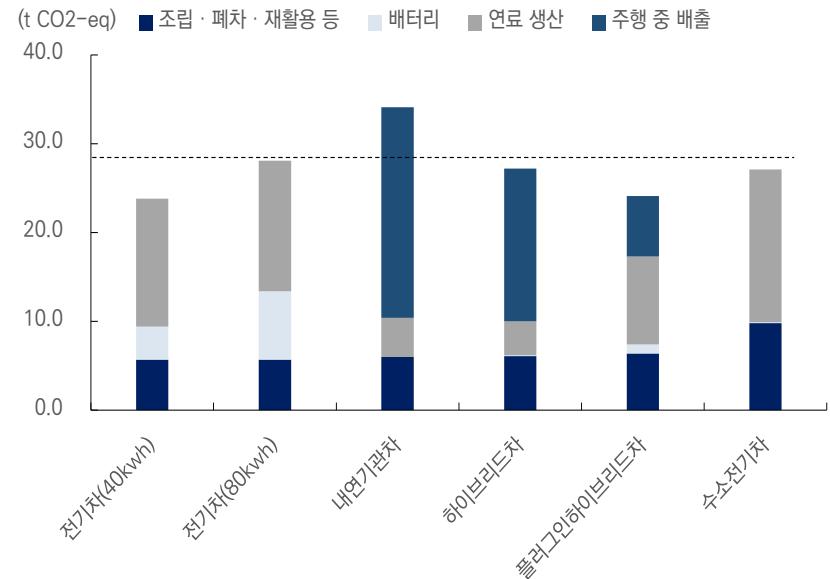
- 지난 10여년간 전기 생산 단가의 가파른 하락으로 공급과 소비 전반의 에너지 대 변환
- 온실가스 감축, Net-zero를 이루기 위해서는 에너지의 생산과 최종 에너지의 소비형태의 변화가 필요
- 이미 생산 측면에서의 에너지 구조의 전환은 일어나고 있으며 미국 전력생산의 10% 수준인 재생에너지 비중은 2050년 42% 증가
- 에너지 소비시장의 변화와 함께 주행 중 온실가스 배출량이 적은 특성은 전기차의 변화를 가속화

## 생산측면에서 에너지 변화



자료: 교보증권 리서치센터

## 전기차와 내연기관차의 온실가스 배출 영향

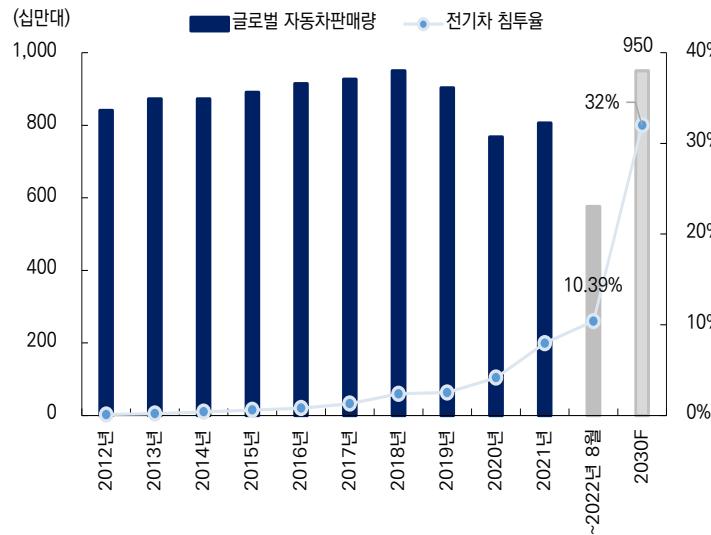


자료: 교보증권 리서치센터

## 산업 성장과 기업들의 가파른 실적 성장을 통한 주가 상승

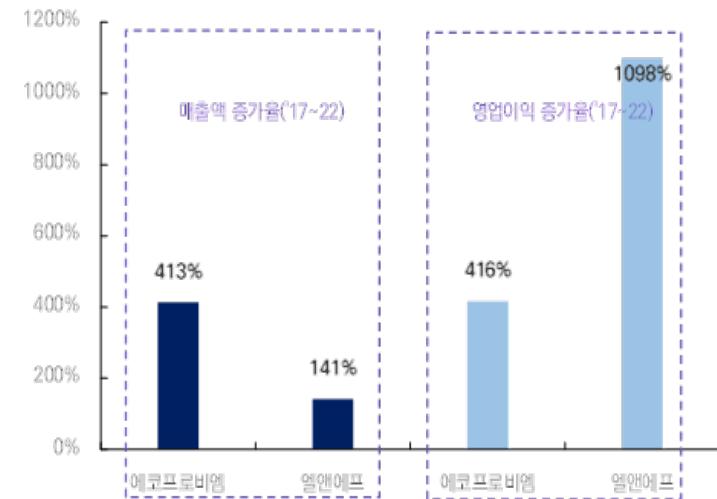
- 전기차 침투율은 2017년 1.3%에서 2022년 8월 기준 10.4%로 급성장
- 2차전지 업체들 중 가장 괄목할 만한 성장을 한 양극재 업체
- 2017~2021년 5년간 평균 매출성장 +277%, 영업이익 +757% 성장
- 동 시기 주가는 평균 약 1300% 상승

### 전기차 침투율 추이



자료: 교보증권 리서치센터

### 2017년 이후 2차전지 업체들의 실적 성장률



자료: 교보증권 리서치센터

## 국내 대기업들의 뜨거운 도전

- 국내 대기업은 공격적 투자로 미래 먹거리를 마련하고 있으며 기업의 숙명은 챔피언이 아니라 도전자가 되는 것을 밝힘
- 국내 대기업 삼성, LG, SK는 과거부터 2차전지 기술 확보를 위해 공을 들여왔음
- DNA와 사업전략에 따라 공격적인 사업확장 혹은 수익성 안정성 위주 등 입지를 다지고 있으며 실질적인 수익성 확보를 이루어 가고 있음

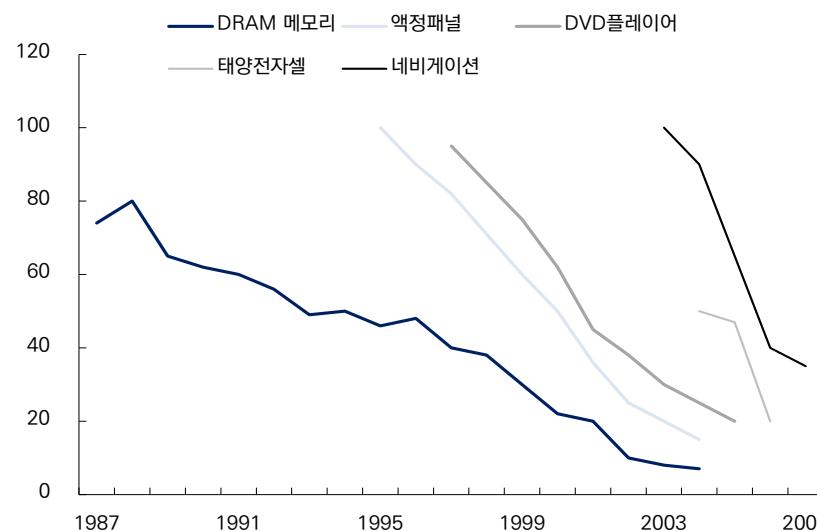
## 대기업의 2차전지 진출 현황

그룹	2차전지 진출 현황
삼성	<p>▶ 전략: 초격차 (안정적인 사업전략, 수익성 위주의 사업 확장 전략)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2000년 리튬이온 2차전지 사업 진출</li> <li>2011년 리튬이온 ESS 사업 진출</li> </ul>
SK	<p>▶ 전략: 선택과 집중 (경쟁사가 이미 선점한 원통형 배터리 생산으로의 전환보다는 우수한 기술력을 보유하고 있는 파우치형 배터리 생산에 집중)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>SK온: 2005년 전기차용 대용량 리튬이온 배터리 상용화 착수</li> <li>SK넥슬리스: 1996년 동박사업 진출</li> <li>SKIET: 2004년 국내 최초로 LiB 분리막 생산기술 독자 개발</li> </ul>
LG	<p>▶ 전략: 다양성과 신뢰 기반의 공격적인 시장선점 (다양한 고객사 확보 및 제품군의 다변화 / 1992년 최초로 2차전지 사업 개척 이후 고객사와의 높은 신뢰를 기반으로 여러 JV 설립, Capa 확대해왔음)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>LG에너지솔루션: 2020년에 LG화학으로부터 분사</li> <li>LG화학: 1947년 럭키화학 창립, 2001년 현재의 LG화학 사명으로 개칭</li> <li>1992년 리튬이온 배터리 연구 시작 / 1999년 리튬이온 배터리 양산 / 2009년 세계 최초 양산형 전기차(GM Volt) 배터리 공급</li> </ul>

국내 기업들의 2차전지 성과는 하루아침에 일어난 일이 아니다.

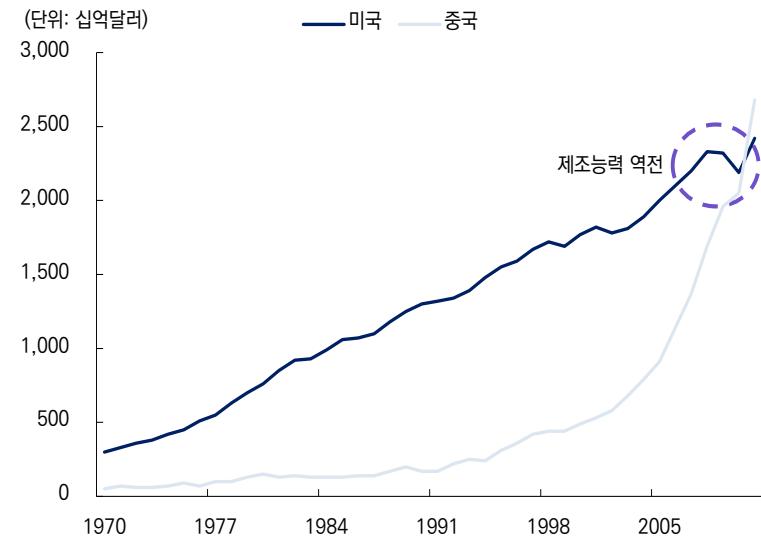
- 일본의 기술을 유입하여 가전과 휴대폰 사업을 통해 노하우를 축적하고 안정적인 수입원을 확보하며 전기차의 개화를 맞이
- 국내 산업의 성장은 일본제조업의 몰락과도 관련이 깊으며 최근 핸드셋 및 가전에서 무서운 두각을 나타내는 중국 제조업체는 위협적

### 일본 제조업 경쟁력 약화



자료: 교보증권 리서치센터

### 중국과 미국의 제조업 규모

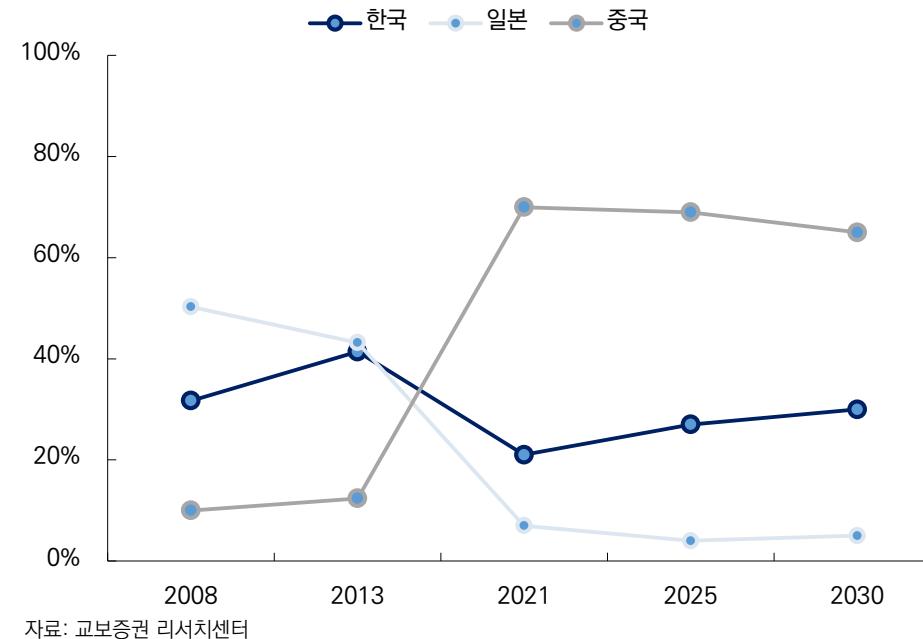


자료: 교보증권 리서치센터

### 한국 업체들은 강점을 더욱 살리고 단점을 보완해야 할 것

- 대기업 위주의 성장을 해온 한국의 배터리 산업의 안정성이 낮으며, 밀도를 높이는 기술위주의 개발로 화재사고에 취약
- 중국 배터리 산업은 광산에서 부품까지 산업 전반에 걸친 수직계열화로 전반적 산업의 높은 안정성
- 한국 업체들은 제조 경험이 풍부하고 대량생산 능력이 탁월하다는 평가를 받고 있음

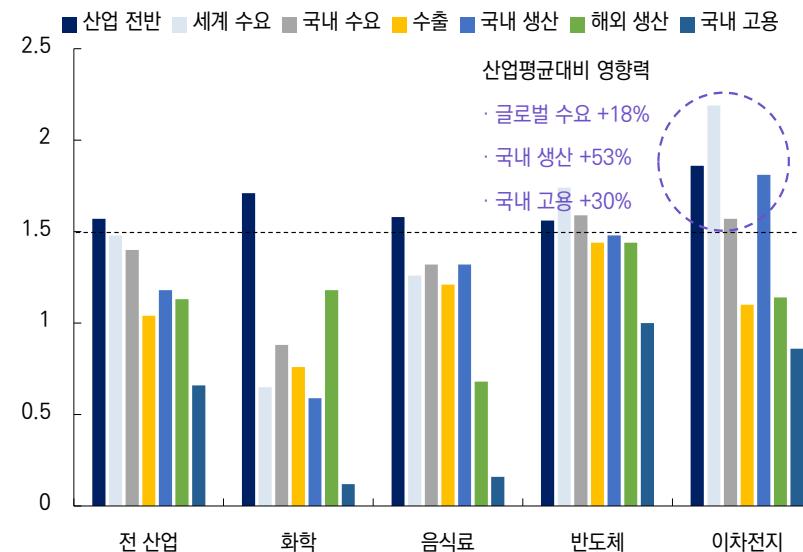
### 한·중·일 배터리 점유율 변화추이 및 전망



## 내가 왕이 될 상인가?

- 2차전지는 한국 산업의 주력인 메모리 반도체를 잇는 차세대 성장 동력인 '제2의 반도체'가 될 것
- 배터리 산업에서 삼성전자처럼 글로벌 시장을 주도하는 업체가 하나라도 나와준다면, 한국 제조업에 미칠 낙수효과도 강할 것
- 향후 2차전지는 글로벌 수요와 국내 생산과 고용에 있어서 산업 평균보다 각각 +18%, 53%, 30% 높은 영향력을 줄 것으로 예측

### 2차전지 산업 주요 변수에 미치는 영향

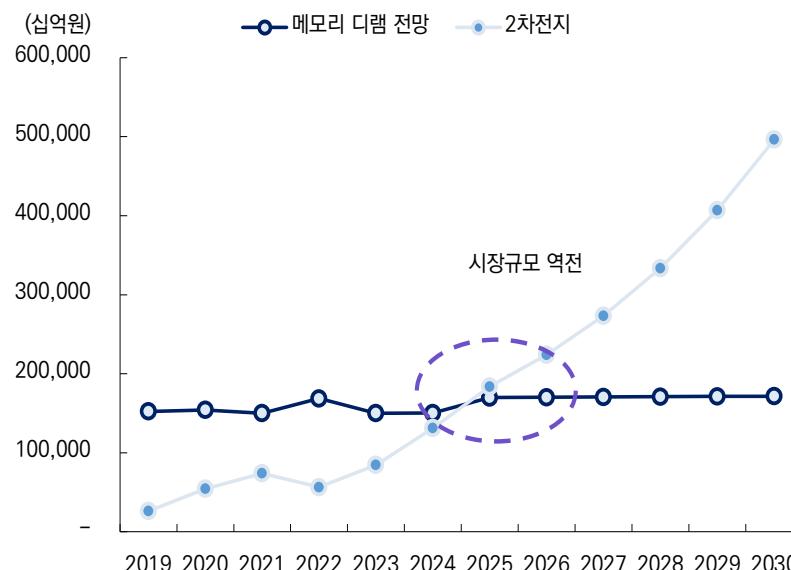


자료: 교보증권 리서치센터

## 2차전지, 반도체 규모를 뛰어 넘을 것

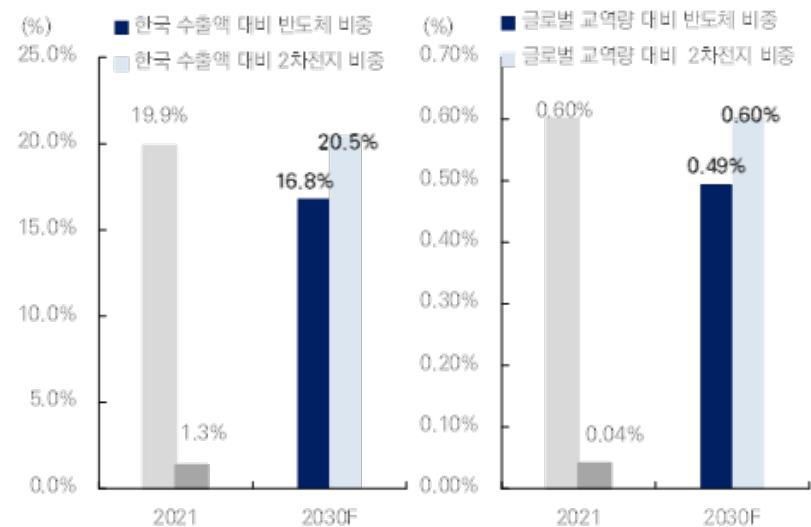
- 2차전지 시장규모는 2025년 연 180조원을 전망하며 이는 메모리 반도체 150조원 이상
- 2021년 기준 한국 수출액 규모는 738조원으로 수출비중의 19.9%가 반도체, 2차전지는 1.3%
- 2030년에는 국내 수출에서 차지하는 비중이 반도체와 비슷한 수준인 20.5%까지 상승할 것 전망
- 교역량 비중 메모리 반도체 0.6%수준, 2030년 기준으로 2차전지는 현재 반도체와 같은 수준으로 상승할 것 전망

### 2차전지 시장 VS 반도체 시장 전망



자료: 교보증권 리서치센터

### 한국 수출액, 글로벌 교역량 대비 2차전지 전망

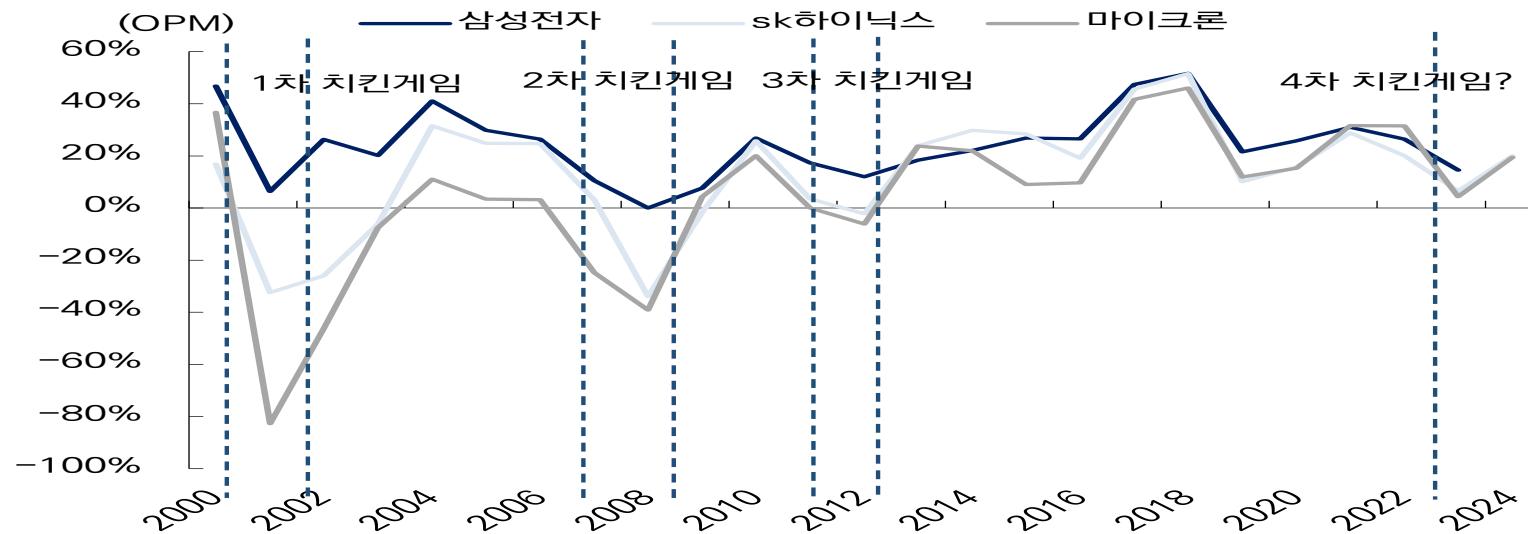


자료: 교보증권 리서치센터

2차전지 회의적인 시각 : 시장의 높은 잠재력에 비해 수익성이 불확실하다는 점

- 성숙기 산업의 국면에서 독과점의 지위를 누린다면 수익성 확보가 가능
- 2000년대 치킨게임 이후 기업들은 1990년대 산업의 성장기보다 안정적이고 높은 이익을 내고 있음
- 연간 150조원에 달할 정도로 거대한 규모인 반도체 시장에 기술적, 자본적 진입장벽으로 신규진입자의 진출이 용이하지 않음. 중국정부에서 반도체 자급을 위해 예산을 쏟고 있으나 아직도 기술적 격차는 좁혀지지 않고 있음

### 반도체 기업들 영업이익률

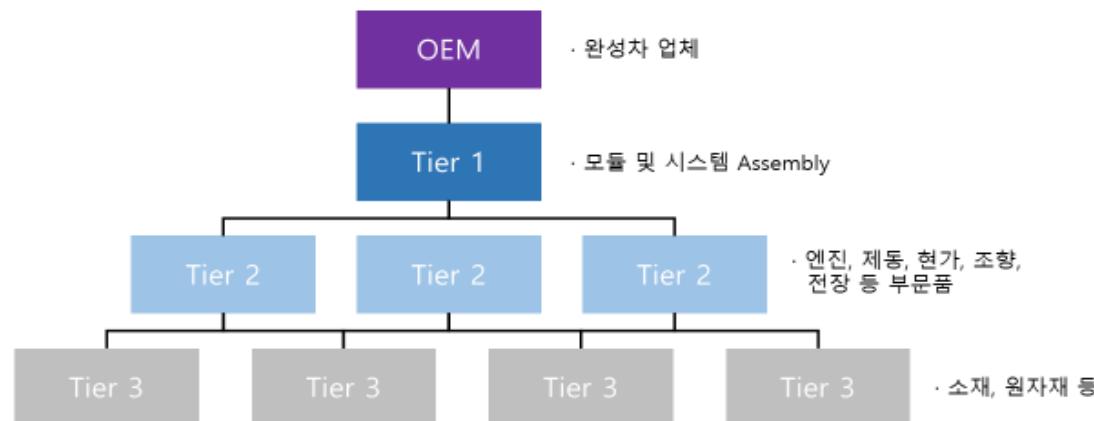


자료: 교보증권 리서치센터

## 완성차 중심의 폐쇄적인 자동차 산업, 2차전지와의 힘겨루기 대결

- 자동차 산업은 중소기업 위주의 부품사들이 대기업 위주인 완성차 제조업체에 사업구조 및 재무적 측면에서 종속되어 있으며, 완성차 제조사를 정점으로 수직 계열화된 사업구조 형성
- 과점사업자가 되기 위한 전략 중 하나는 시장선점전략으로 보다 먼저 산업에 진출하고 후발주자가 진출에 장벽이 있어야
- 그러나 자동차 업체는 후발업체에게도 동등한 진출 기회를 제공, 특정 배터리 업체에게 주도권을 넘어가는 위협을 강하게 느끼고 있음

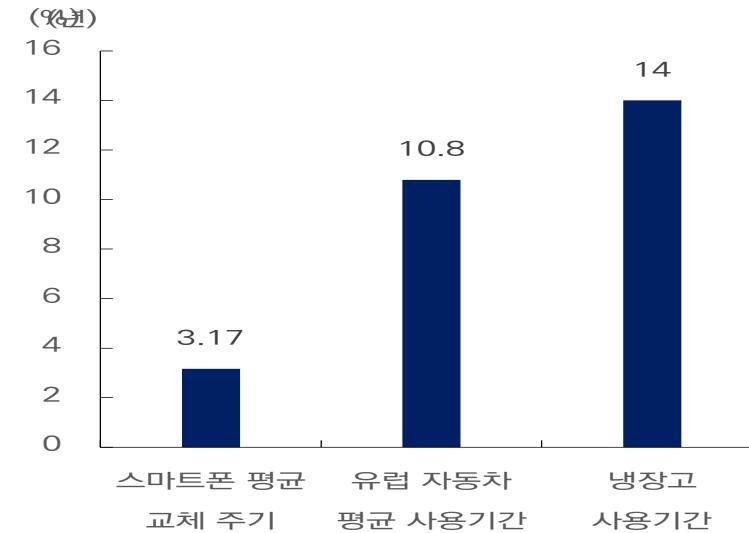
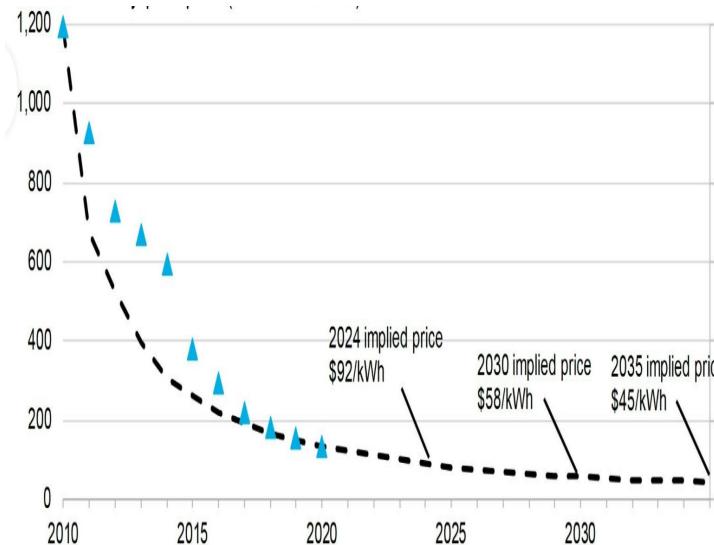
## 자동차 산업 구조 특징



## 중장기적 배터리 제품의 범용화로 제조업 영향력 더욱 강화 될 것

- 2차전지의 가격이 100\$이하로 낮아져야 전기차의 보급이 용이하다는 점
- 자동차가 인간의 생명과 직결되어 신뢰성이 중요시되는 점, 이를 위해서 핸드셋보다 긴 교체주기 사이클에 맞추어 생산해야 함
- 제품의 규격화가 이루어 진다면 향후 제조 공장별, 라인별로 규모의 경제가 이루어지면서 원가 절감

### 배터리 가격 전망, 어플리케이션별 교체 주기

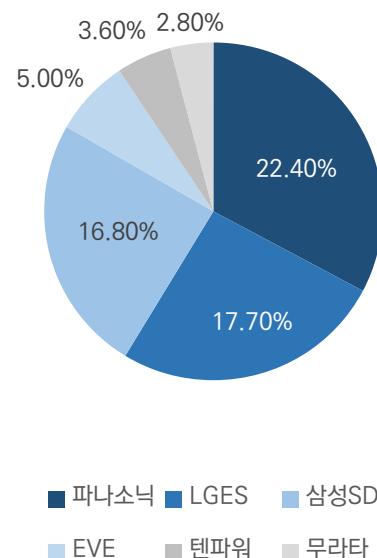


자료: 교보증권 리서치센터

## 2차전지의 범용화는 이미 원통형 전지에서 확인

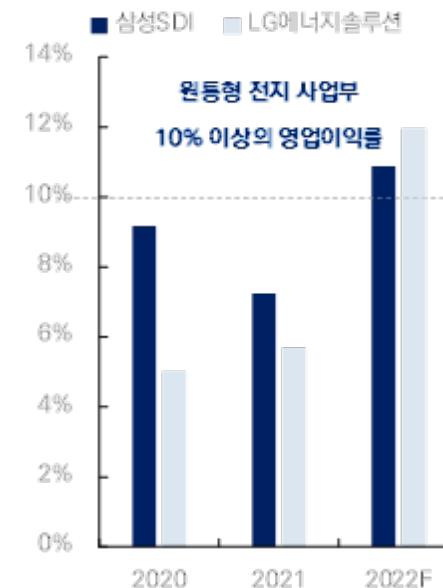
- 원통형 전지는 가장 오래된 모델이며 약 30년 전인 1991년부터 상용화
- 표준화된 규격을 갖추고 있어서 대량생산이 용이하여 생산단가가 가장 낮고 출력도 높음
- 현재 파나소닉, LG에너지솔루션, 삼성SDI가 전체시장의 50% 이상 점유
- 2022년 3분기 원통형 전지 사업부에서 10%가 훌쩍 넘는 마진을 창출하여 전사기준 높은 영업이익률의 1등 공신

원통형 전지 점유율



자료: 교보증권 리서치센터

원통형 전지 영업이익률 추정

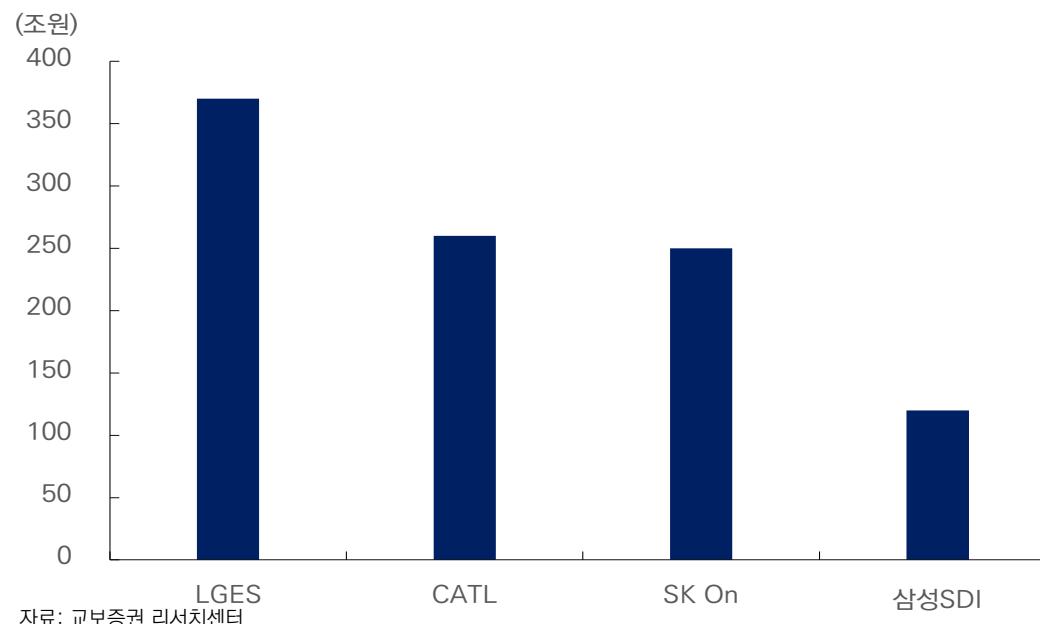


자료: 교보증권 리서치센터

### 높은 수주잔고는 기초체력의 근간

- 높은 수주잔고는 산업의 초기 시장 점유율 및 수익성 확보를 통해 기업의 체력을 강하게 해줌
- 선순환적 투자와 자본력의 원동이 되어 향후 치킨게임의 승자가 되기 위한 자양분이 될 수 있음
- 높은 생산능력, 제품 경쟁력, 지역별 다변화를 통한 현지 거점을 통한 고객사와의 깊은 유대관계는 수주잔고를 통해 고객사의 선호도와 안정적인 수의원을 확정하는 기반이 될 수 있음

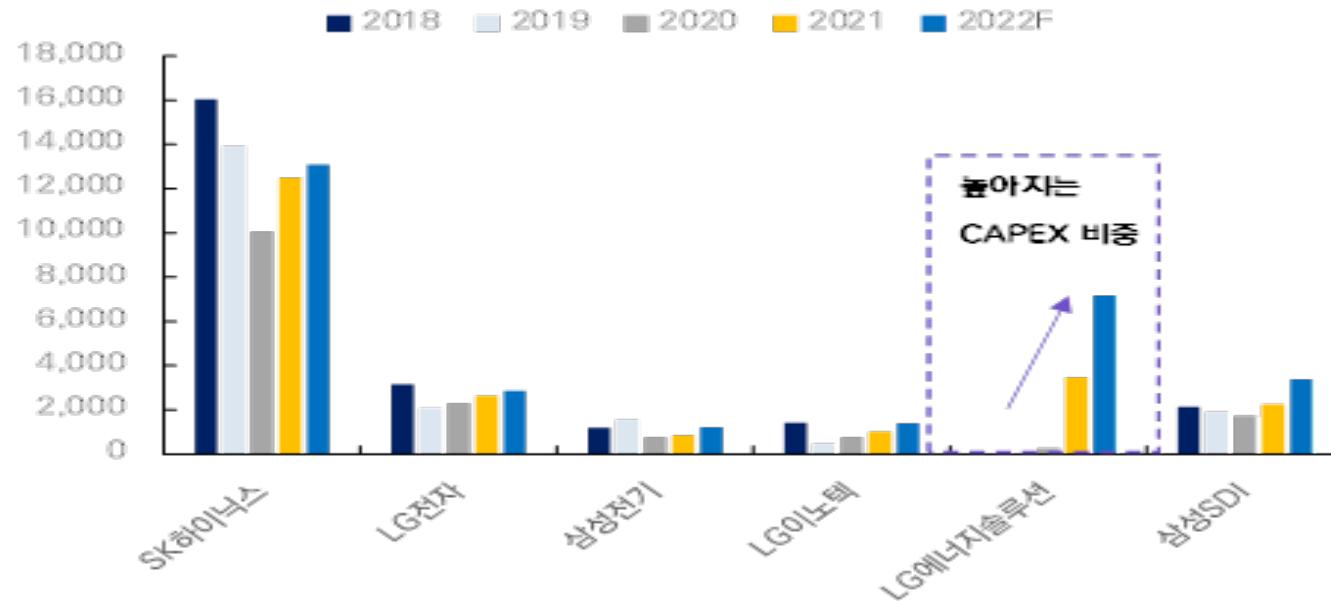
### 배터리 업체별 수주잔고(2022F)



## 2차전지 산업, 반도체 못지 않은 CAPEX비용 증가

- 국내 IT대기업의 CAPEX추이를 보면 단연 반도체가 가장 높은 수준인 상황
- 전기전자 핸드셋의 연간 CAPEX비용이 평균 약 1~2조원 규모임을 감안했을 때 LG에너지솔루션이 2022년 계획하고 있는 7조원 수준의 투자규모는 결코 작지 않은 수준
- 향후 해외 진출 및 증설에 따라 지속적인 투자가 필요하다고 감안한다면 높은 투자비용은 분명 진입장벽의 요소로 작용할 것으로 판단

## 국내 IT 대기업 CAPEX 추이

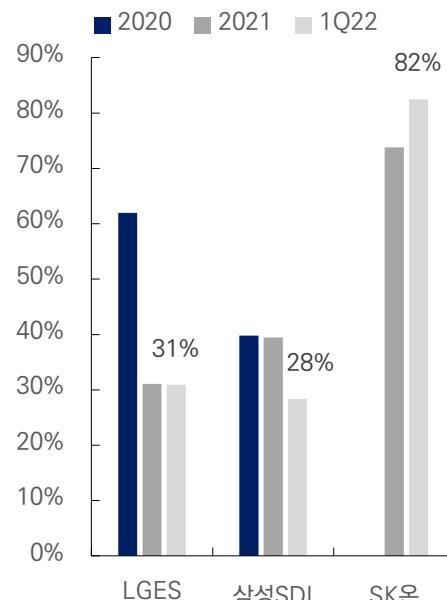


자료: 교보증권 리서치센터

## 2차전지는 원자료의 비중이 높은 산업으로 이를 관리하는 것이 중요

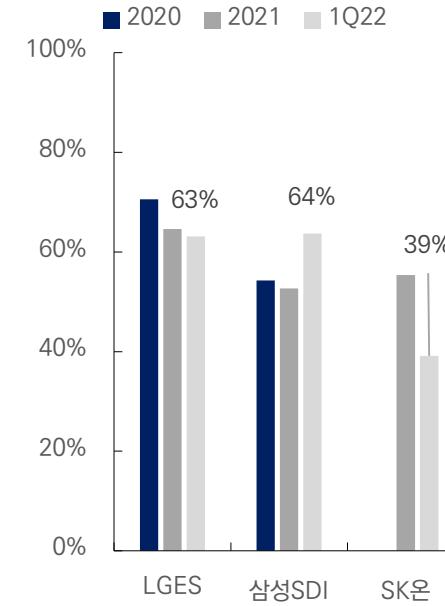
- BOM COST의 구성 중 변동비에 해당하는 메탈 가격비중이 77%, 기타 고정비의 비중은 24%
- 높은 원자료의 영향력을 최소화하기 위해 다변화된 해외 생산법인에서 제품 생산을 하고 있으며 핵심소재를 다양한 지역에서 직접 조달하는 계약을 진행 중
- 안정적인 원자료 조달 및 조달비용에 따른 변동성 완화를 위해 광산 및 소재업체들과 멀티 벤더체제 구축을 통한 매입처 다변화, 장기공급계약 체결, 핵심 원자료 업체와의 지분투자 등 전략적 제휴를 통해 반도체 산업 못지 않은 진입장벽을 높이고 있다는 판단

### 배터리 매출액 대비 고정비



자료: 교보증권 리서치센터

### 배터리 매출액 대비 원자료 비중

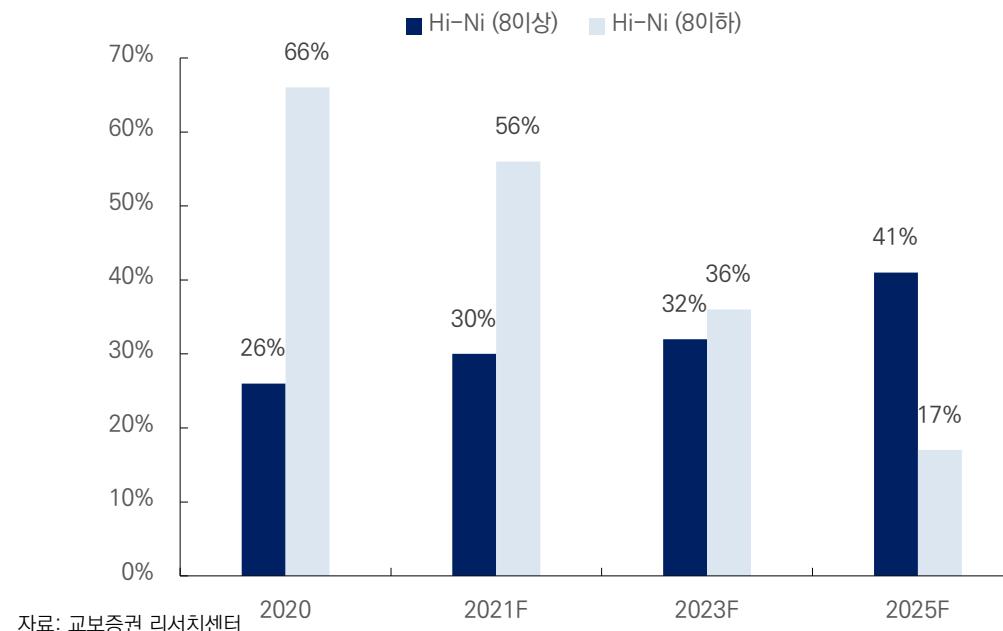


자료: 교보증권 리서치센터

## 중장기 기술적인 선점을 통해 글로벌 시장을 선도

- 국내 배터리 업체들은 시장 트렌드를 선도하면서 기술 경쟁력을 강화하기 위한 노력을 지속
- 국내 3사의 매출액 대비 연구개발비 비율은 매출액 대비 5%수준이며 과거대비 증가하는 추세
- 국내 업체들은 하이니켈 NCA, NCM 양극재 또는 NCMA 단입자(Single Crystal) 양극재 적용, 고효율 실리콘 음극재 적용, 엔트리 시장에 대응하기 위한 Cobalt-free, ESS용 LFP배터리 등 성능 개선을 위한 다양한 연구개발을 진행

## 전기차용 배터리 Chemistry Mix 전망



## 중장기적으로는 전고체 기술 확보

- 중장기적으로는 차세대 전지(전고체 전지, 리튬·황, 리튬·공기 전지, 리튬·마그네슘 전지) 원천기술을 확보하고 상용화 하기 위한 노력
- 리튬황전지의 장점은 리튬이온전지 대비 에너지 밀도가 높고 가격이 저렴한 것이나 짧은 수명이라는 단점으로 상용화에 어려움이 있었음.
- 그러나 지속적인 투자를 통한 수명이라는 한계를 극복하면서 안정성을 확인 중
- 전고체전지는 기존 리튬이온전지의 공정을 활용해 생산이 가능한 고분자계 전고체전지 개발에 집중하고 있음

## 전고체 전지 종류

	액체전해질		겔 고분자 전해질	고체 전해질	
	유기전해질	이온성액체		고분자 전해질	무기 전해질
구성	리튬염+ 유기용매	리튬염+ 이온성 액체	고분자+리튬염+ 유기용매	고분자+리튬염	산화물계, 황화물계
이온전도도	높음 (~10~2 S/cm)	비교적 높음 (~10~3 S/cm)	비교적 높음 (~10~3 S/cm)	낮음 (~10~5 S/cm)	비교적 높음 (~10~2 S/cm)
저온특성	양호	양호	양호	열악	양호
고온안전성	열악	우수	양호	우수	우수
대표 예	LiPF6 in EC/DEC	LiTFSI in Pyr14-TFSI	PVdF-HFP + LiPF6 + EC/DEC	PEO + LiBF4	Li <sub>1+x</sub> Al <sub>x</sub> Ge <sub>2-x</sub> (PO <sub>4</sub> ) <sub>3</sub> Li <sub>2</sub> S-P <sub>2</sub> S <sub>5</sub>
개발현황	상용화	연구개발중	부분상용화	일부상용화	연구개발중

자료: 교보증권 리서치센터

## 가장 큰 리스크는 화재위험, 기업의 생존에 위협

- 전기차의 침투율 상승에 따라 한 제품에 이상이 생겼을 때 리콜해야 하는 자동차의 수도 더 늘어날 것이며 이는 반도체에서는 나타나지 않는 리스크
- 과거 Moli Energy의 화재로 인한 파산과 Sony의 리콜 사례를 통해 화재사건은 회사의 존폐에 위협을 가할 수 있을 정도로 최악의 리스크로 판단
- 수 차례의 국내 배터리 업체의 리콜과 화재사건으로 인한 학습으로 국내 업체들은 제품 안전성 강화를 위한 제조기술 개발과 공정 개선을 최우선 과제로 노력하고 있는 것으로 파악

### 과거 배터리 화재사건

연도	기업	사례
1988	Moli Energy	리튬메탈 이차전지 'Molicel' 폭발 사고 발생, 전량 리콜 1990년 회사 파산
2004~ 2005	LG화학	Apple형 컴퓨터용 배터리 과열 사고 발생, 약 14만여개 리콜 회사 이미지 심각한 타격
2005~ 2006	Sanyo	미쓰비시향 'D06' 리튬이온 배터리 연속 화재 발생, 130만개 리콜
2006	소니	도시바 · 텔 · 레노버향 노트북용 배터리 과열, 960만개 리콜 배터리 기업 1위 자리 넘겨줌
2016	삼성SDI	삼성전자 '갤럭시 노트7'향 배터리 폭발 사고 발생 공급 중단 및 해당 모델 2개월만에 단종됨

자료: 교보증권 리서치센터

## IRA법안, 준비된 한국기업에 호재

- 중국의 천문학적인 보조금과 정부의 전기차 굽기를 위한 자국 산업 우선 정책으로 한국 배터리의 성장 저해
- IRA 법안을 통해 보조금을 통한 개인들의 소비 능력확대로 미국 전기차 판매량의 증가와 전기차 침투율 상승이 동반 될 것

## 미국 전기차 성장 전망

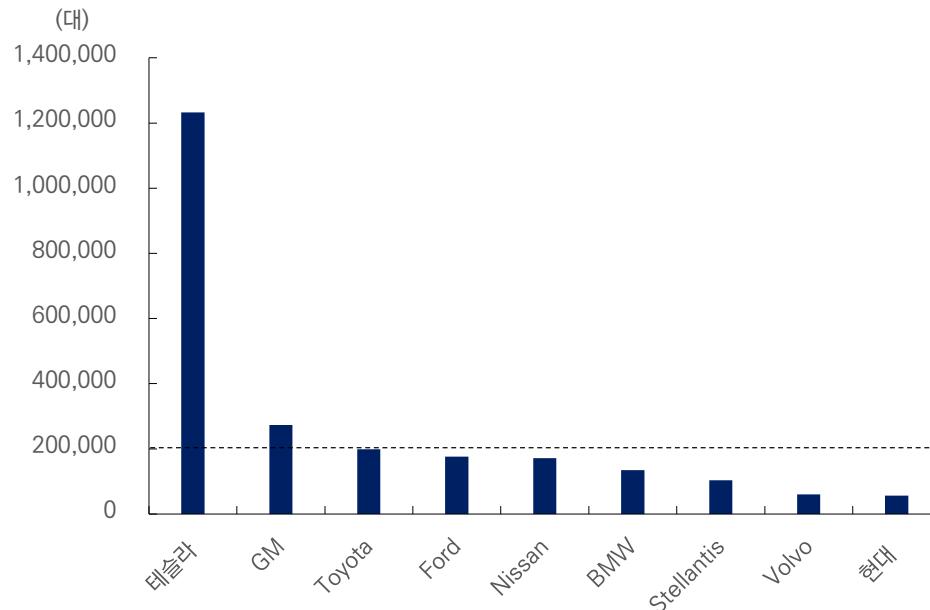
구분	신차	중고차	
세액 공제 금액 한도	대당 \$7,500	\$4,000, 혹은 판매가의 30%	
*보조금 반감기(20만대 누적한도)조항삭제, 누적한도 초과와 임박했던 차량 신규 보조금 가능 *중고 전기차 보조금 신설			
EV판매 가격	SUV, 트럭, 벤 기타	\$80,000 이하 \$55,000이하	최대 \$25,000
납세자 소득 기준 (납세 년도 및 이전 과세 년도)	미혼 세대주 합산 소득 혹은 상속분 그외	\$225,000 \$330,000 \$150,000	\$112,500 \$150,000 \$75,000
*차량 가격 상한은 완화& 소득 기준은 강화 -세단 5.5만달러, SUV,픽업 8만달러, 소득 1인당 15만 달러 이하			

자료: 교보증권 리서치센터

## IRA법안, 준비된 한국기업에 호재

- 보조금 반감기 조항이 삭제되면서 그동안 20만대 누적한도를 이미 달성한 업체인 Tesla, GM, Ford의 보조금 수령이 가능
- 중국산 배터리 및 원자재에 대해 규제를 하고 있으며 북미에서 제조 혹은 조립된 소재에 대하여 보조금을 지급한다고 밝힘.
- 이에 따라 미국 내 배터리 직접투자 유도로 역내 생산을 유도하고 있어 북미 진출을 발표한 한국 배터리 관련 업체들의 수혜가 전망됨

## 미국 전기차 누적판매 현황



자료: 교보증권 리서치센터

## 인플레이션 법안, 국내 기업들은 무엇이 준비되어 있는가?

- IRA법안에서는 주요 광물과 전지 소재에 대한 요건이 충족되어야 보조금 혜택을 받을 수 있는데, 우려 법인에서 채굴, 가공 혹은 재활용된 주요 광물이나 전지소재를 포함하는 차량은 보조금 대상에서 제외한다고 규정되어 있음
- 아직 IRA법안에 있어 모호한 부분이 많아 연내 이전까지 시행령을 기다리고 있는 상황.
- 향후 10년간 영향력이 증대될 IRA법안에 대한 전략 대응이 있을 예정이며 관련 기업들은 매출 확대기회를 찾기 위한 노력이 지속될 것

### IRA 법안

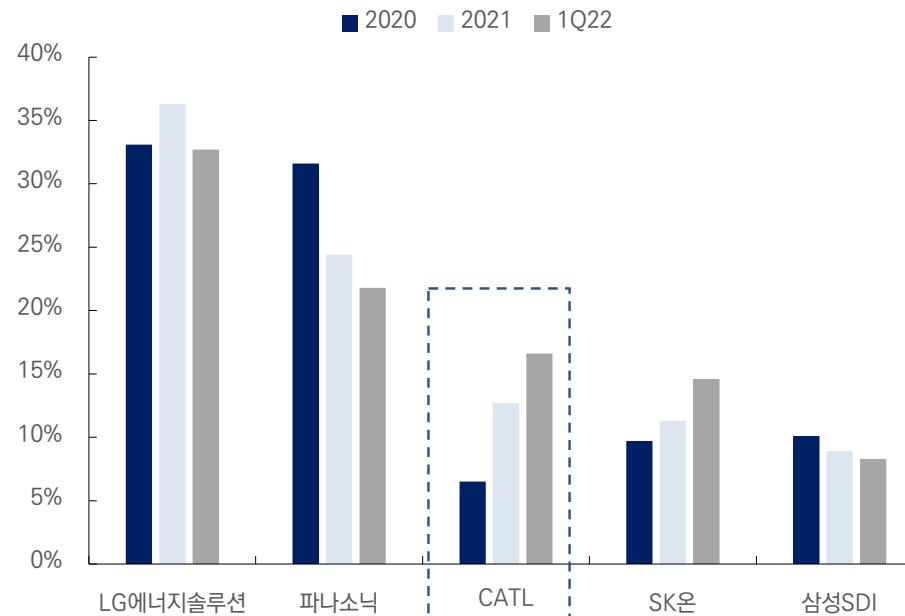
IRA 법안		주요광물	전지소재
구분		\$3,750 Critical Mineral Requirements	\$3,750 Battery Components Criteria
요구조건	핵심소재가 북미 혹은 FTA체결 국가에서 추출, 가공 북미에서 재활용 된 주요 광물	북미에서 제조 혹은 조립된 소재 부가가치 일정 비중은 북미 귀속	
제한조건	2025~2032년 -23년 40%, 매년 10% 씩 상향되어 29년 100% 우려 법인에서 채굴, 가공 혹은 재활용된 주요 광물을 포함하는 차량	2024~2032년 -23년 50%, 24~25년 60%, 매년 10%씩 상향되어 29년 100% 우려 법인에서 제조 혹은 조립된 소재를 포함하는 차량	
공통조건	해당되는 비율은 자격이 주어지는 제조사에 의해 승인 받아야 하며, 장관이 규정하는 형식과 태도를 따라야 함		
* 중국산 배터리 및 원자재에 대한 규제, 미국 내 배터리 직접투자 유도로 역내 생산을 목적			

자료: 교보증권 리서치센터

## 이미 중국을 제외하면 글로벌 1위

- 국내 배터리 업체들은 중국 업체들 특히 CATL과 경쟁구도를 이어가고 있으며 지속적으로 유럽시장 점유율 축소화 LFP배터리 경쟁에 대한 불확실성에 대해 우려가 지속되고 있음. 그러나 중국업체들은 여전히 높은 중국 보조금과 내수시장에 의존하고 있으며, 국내기업은 다변화 된 생산기지, 미국 진출의 이점을 가지고 있음
- CATL은 창립초기 공장건설에 약 1.5억 달러를 지원받았으며 '중국제조 2025'를 통해 특혜를 받음. CATL의 내수비중은 약 75%로 추정 되며 중국을 제외한 점유율은 글로벌 3위

## 중국을 제외한 전기차 판매량



자료: 교보증권 리서치센터

주: 기준금리는 기말, 국고채, 미국채 금리는 평균



이 페이지는 편집상 공백입니다.



Part 8

## 제약 업종 전망

## 현대차를 제외한 4개 그룹 모두 바이오/헬스케어 사업 포트폴리오 보유

- CDMO: 삼성바이오로직스, SK바이오사이언스, 롯데바이오로직스, SK팜테코
- 신약 개발: 삼성바이오에피스, LG화학, SK바이오팜

### CDMO

- 안정적인 수주 계약을 체결할 수 있다면 수익성과 성장성을 모두 확보할 수 있음
- Biologics CDMO: 삼성바이오로직스, 롯데바이오로직스, SK바이오사이언스
- CGT CDMO: 삼성바이오로직스, SK바이오사이언스, SK팜테코
- Small-Molecule CMO: SK팜테코

### 신약 개발 사업

- 20년 넘는 긴 기간 동안 대규모 투자가 선행되어야 했으며 자본 시장의 논리보다는 대기업의 안정적인 지원이 뒷받침돼야 함
- LG화학: 1981년부터 유전공학 연구 시작, 국내 최초의 FDA 승인(2003) 신약인 '팩티브' 개발
- SK바이오팜: 1993년부터 신약연구 개발, 2018년 최초로 FDA 받음, 현재 2개의 FDA 승인 약물 보유
- 삼성바이오로직스: 그동안 바이오시밀러 사업 집중해왔음, 최근 에피스 지분 추가 확보 이후 신약 개발 파이프라인을 확충할 것으로 판단

## 1) 한국 대기업 집단, 활발하게 제약바이오 산업 진출 중

- 22년초 롯데그룹이 본격적인 바이오산업 진출 선언, 한국 5대 그룹 중 현대차를 제외한 삼성, SK, LG, 롯데 등 4개 그룹이 모두 바이오/헬스케어 사업 포트폴리오 보유하게 됨 (CJ도 CJ제일제당을 통해 CGT CDMO 기업 인수)
- 각 그룹의 신사업 진출에 대한 이해관계는 다를 수 있으나 바이오 산업은 높은 성장성을 인정받는 분야라는 점이 신성장에 목말라 있는 각 기업의 이해관계에 맞았으리라 추정

### 국내 대기업의 바이오 산업 진출 내용과 사업 규모

대기업 집단 분류	계열사	사업 내용	시가총액(10.04 기준)/기업가치(외부평가 기준)/사업규모
삼성	삼성바이오로직스	항체 CDMO	시가총액 57.7조
	삼성바이오에피스	바이오시밀러 개발	22년 3월 기업가치 평가 46억\$(50%-1주=23억\$ 기준)
SK	SK바이오사이언스	백신 신약 개발 및 백신 CMO	시가총액 6.6조
	SK바이오팜	CNS/항암제 신약 개발	시가총액 4.5조
	SK팜테코	저분자 화합물 및 CGT CMO	비상장
	SK플라즈마	혈액재제	21년 7월 기업가치 평가 3,700억
LG	LG화학	당뇨병, 성장호르몬, 백신, 바이오시밀러	17년 1월 소규모 합병 당시 1.1조

자료: 교보증권 리서치센터

### 전체 시가총액 내 건강관리 업종의 비중 추이



자료: 교보증권 리서치센터

## 2) 그들이 가는 길, CDMO와 신약 개발

- CDMO는 삼성바이오로직스, SK바이오사이언스, 롯데바이오로직스, SK팜테코 등이 해당 사업을 영위. 바이오 CDMO 사업은 2010년대 이후 삼성바이오로직스가 항체의약품 중심의 CMO 사업에 성공, SK바이오사이언스 등이 백신 C(D)MO 사업에 본격 성공. 롯데바이오로직스는 2022년 항체의약품 CDMO 사업 진출 선언, SK팜테코는 Small Molecule/CGT 중심의 사업 운영
- 신약 개발은 삼성바이오에피스, LG화학, SK바이오팜 등이 해당 사업 영위. LG화학이 1981년 국내 최초로 유전공학연구 및 신약 개발 시작, 22년만에 국내 최초 FDA 승인을 받은 항생제 신약 팩티브 출시, SK바이오팜의 FDA 첫번째 승인 신약은 2018년에 나왔음. 삼성바이오에피스는 바이오시밀러사업을 주력, 급성췌장염 치료제 신약 후보물질 SB26 개발 중

### 국내 대기업의 CDMO 분야별 사업 영역

#### CDMO 사업 영역

##### Biologics



SAMSUNG BIOLISTICS



LOTTE BIOLISTICS



SK bioscience

##### Cell & Gene



SAMSUNG BIOLISTICS



SK bioscience



SK pharmteco



CJ 제일제당

##### Small Molecule

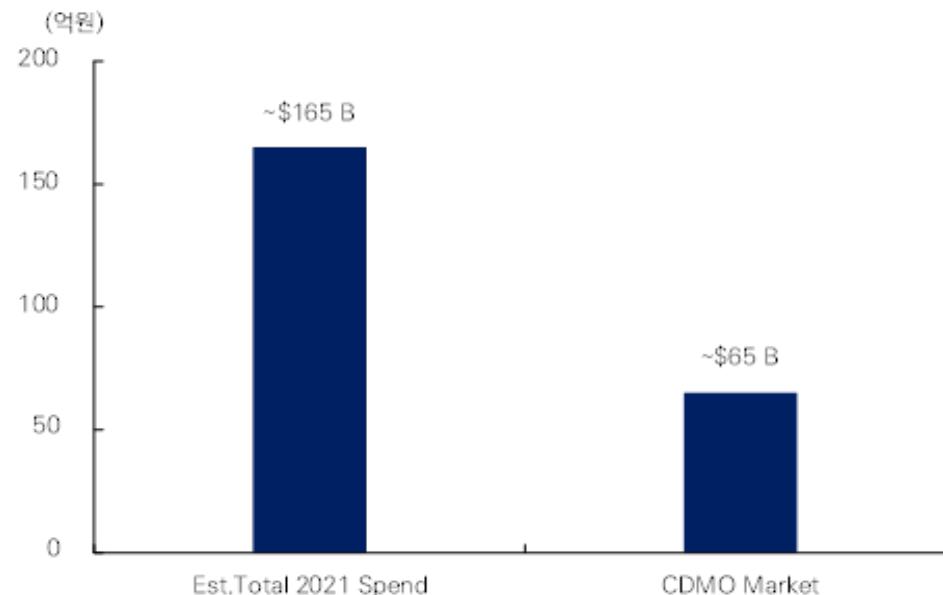


SK pharmteco

## 1) 성장성과 수익성이 증명된 산업, CDMO

- 글로벌 CMO인 Catalent에 따르면 글로벌 CDMO 시장(Bio, Small Molecule, CGT 포함)은 연간 9% 이상의 고성장을 자랑하는 분야. 현재 글로벌 의약품 생산(CMC 개발 포함) 시장 규모는 1,650억\$, 이 중 650억\$ 정도가 외부에서 거래 및 지난 5년간 새롭게 승인된 약물 중 최대 50%가 외부 생산된 것으로 추정.
- 글로벌 의약품은 R&D나 마케팅에 집중하되 생산은 외주화하는 경향이 심화됨. 단기에 블록버스터 약물(매출 연간 10억\$ 이상)이 될 수 있을 것이라 기대된 바이오젠의 Aduhelm: 21년 전체 매출 300만\$에 그쳤음. 세포치료제나 RNA 치료제 같이 새롭게 성장하는 모달리티의 경우, 자사의 의약품만으로 생산설비의 가동률을 높이는 것이 쉽지 않으며 제약사들이 자체 보유 중인 CGT 설비가 매물로 나오고 있음

### 글로벌 CDMO 산업은 꾸준히 성장 중



자료: 교보증권 리서치센터

## 2) 삼성바이오로직스, SK바이오사이언스, SK팜테코, 롯데바이오로직스 등이 CDMO 사업 영위

- 글로벌 CMO인 Lonza의 경우 CMO 사업부의 매출을 1) Biologics 2) Cell & Gene Therapy(CGT) 3) Small-Molecule 사업부로 구분, 국내 기업은 해당 부문 중 1개 혹은 2개의 사업 영위
- 삼성바이오로직스: Biologics 중 항체 의약품 전문적으로 생산 / SK바이오사이언스: Biologics 중 백신을 전문적으로 위탁 생산 / SK팜테코: Small-Molecule 제품을 주로 생산, 이포스케스/CBM 등 연결 자회사를 통해 CGT CMO 사업으로 확장하고자 함 / 롯데바이오로직스: BMS 항체의약품 공장 인수, 항체의약품 중심의 바이오의약품 CMO 사업을 시작 및 확대해나갈 예정

### 글로벌 CDMO 산업은 꾸준히 성장 중

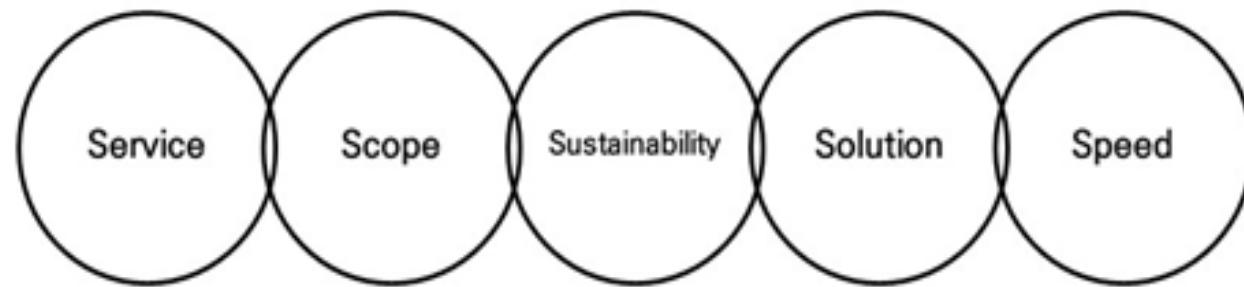
	Biologics	Small Molecules	Cell & Gene
Sales CAGR 2021–2024	Mid–Teens	High Single–Digit	Mid–Teens
Core EBITDA Margin 2024	35%+	30%+	15%+

자료: 교보증권 리서치센터

## 1) Biologics CMO 사업의 핵심 역량

- Lonza 경영진은 CDMO 계약을 수주하기 위한 핵심적인 역량으로 1) 서비스의 품질 2) 빠른 개발 진행 등 일정 관리를 꼽음. Lonza는 프리미엄 가격 전략을 고수하고 있는 만큼 가격은 다소 후순위에 두는 것으로 판단
- Wuxi는 1) 빠른 개발 능력 2) 유연한 생산 역량 3) 안정적인 원부자재 확보 능력 4) 상업화 전략 지원 등을 바탕으로 고객을 추가 유치할 수 있었다고 밝힘
- 두 기업의 공통적인 핵심 역량: 1) 서비스 품질 2) 시간 단축 3) 트랙 레코드

### Lonza가 꼽는 자사의 핵심 경쟁력



자료: 교보증권 리서치센터

## 2) Biologics CMO 사업의 높은 수익성의 배경

- Biologics CMO 사업은 저분자 화합물 CMO 사업 대비 초기 투자 규모 / 글로벌 규제 기관으로부터의 인증 과정 / 고객 유치 과정이 더욱 까다로움. Biologics CMO는 생물체에서 유래한 세포/조직/호르몬 등을 활용해서 의약품을 생산하기에 생산 관리의 난이도가 훨씬 높음. 동시에 바이오 의약품은 생산 사이트 변경이 극히 까다로워 고객사와의 강력한 Lock-In 효과도 기대 가능
- 이러한 특징이 Biologics CMO 기업의 높은 수익성 및 높은 밸류에이션을 인정받는 배경이 됨. 프리미엄 전략을 제시하는 Lonza의 경우 EBITDA Margin으로 35% 이상을 장기 적정 이익률로 제시, 타 경쟁 CMO들도 정상 이익률을 OPM 30% 이상 제시. 원가 절감보다는 서비스의 품질 및 안정성을 확보하고 증명해가며 높은 수익성 확보

### Lonza가 꼽는 자사의 Biologics 사업 부문 수익성

	Biologics	Small Molecules	Cell & Gene	Capsules & Health Ingredients
Sales CAGR 2021-2024 (CER)	Mid-teens	High single-digit	Mid-teens	Low to mid single-digit
CORE EBITDA margin 2024	35%+	30%+	15%+	~35%

자료: 교보증권 리서치센터

## 3) 국내 Biologics CMO, 삼성바이오로직스, 롯데바이오로직스

- 삼성바이오로직스: 1) 4공장 가동 앞두고 있으며 2) 높은 수익성 유지 중. 이에 따라 장기 성장성의 가시성이 높아 글로벌 CMO 중 가장 높은 시가총액 유지 중
- 롯데바이오로직스: BMS의 Syracuse 공장(3.5만 L)를 1.6억\$에 인수. 인수 과정에서 BMS와 풀 가동 기준 1년 이상의 수주 계약을 체결한 것을 고려할 때 인수 직후부터 대규모 매출 및 영업이익을 기록할 수 있을 것으로 판단됨. 관건은 BMS와 체결한 수주 물량이 소진된 24년 이후 추가 수주를 이뤄내는 것.
- SK바이오사이언스: 백신 CMO 사업 영위

### 국내 대기업의 CDMO 분야별 사업 영역

#### CDMO 사업 영역

##### Biologics



##### Cell & Gene



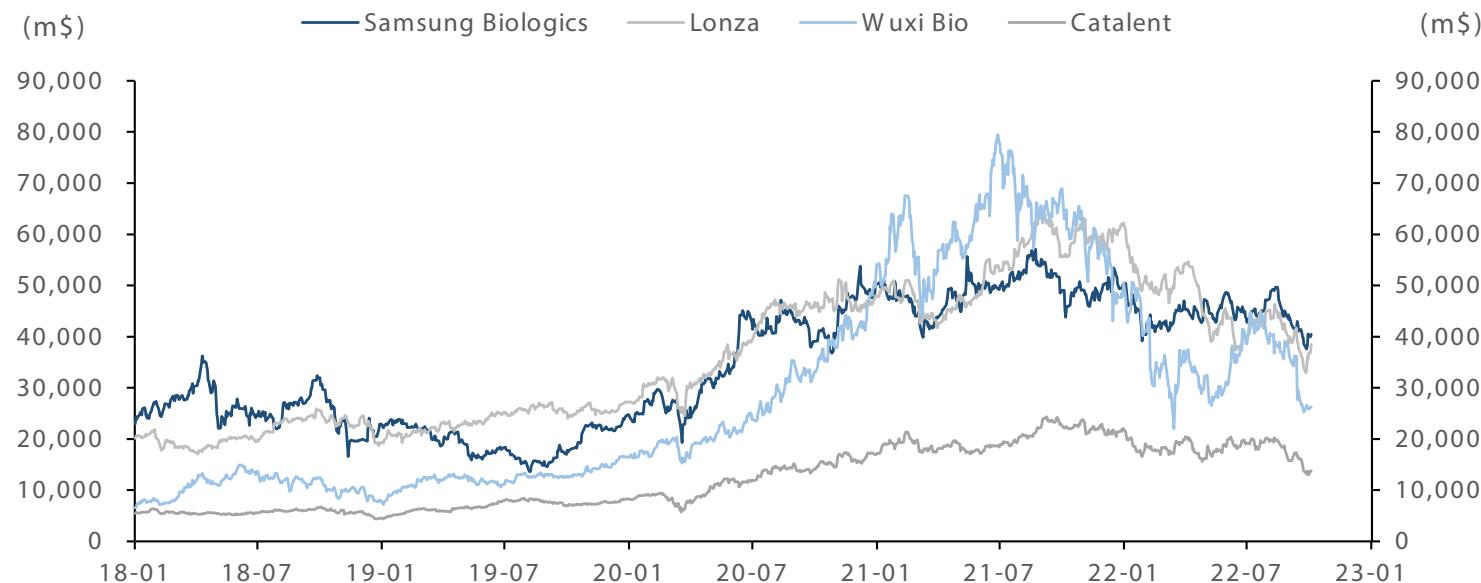
##### Small Molecule



## 4) 미국의 중국 바이오 산업에 대한 견제 의지와 삼성바이오로직스

- 삼성바이오로직스 성과는 크게 1) 미국 정부의 Wuxi Biologics에 대한 견제 정도 2) 이중항체/ADC 와 같은 신규 Modality 의약품 수주 현황 3) 5공장 이후의 증설과 경쟁사 증설에 따른 수급 변화 4) 4공장 등 신규 공장 수주 현황에 따라 결정될 가능성이 높아
- 미국 정부의 Wuxi Biologics에 대한 견제 의지는 분명. 미국 정부가 Wuxi Biologics를 UVL에 등록한 후 아직까지 유지 중. Wuxi의 기업가치 역시 이러한 우려를 반영해 호실적에도 불구하고 약세가 이어지고 있어

### 글로벌 CMO 중 삼성바이오로직스의 시가총액이 가장 높아

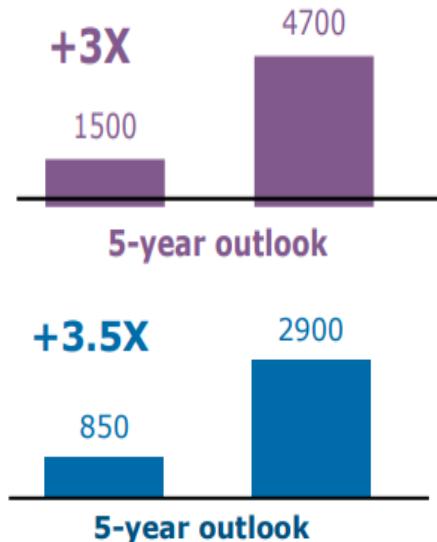


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 1-2. Cell & Gene Therapy CMO - 글로벌 기업 현황

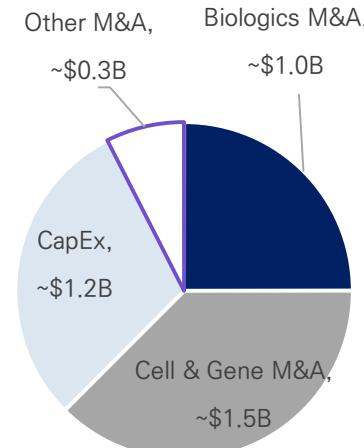
- Cell & Gene Therapy는 20년-21년 모험 자본들의 폭발적인 투자를 유치한 의약품 분야. RNA 치료제나 Car-T 치료제가 높은 효능을 증명하고 관련 기업들의 가치도 급등하면서 VC들의 기록적인 투자가 이어진 것
- 임상 파이프라인 급증에 맞추어 CMO 기업들도 CGT에 투자를 본격적으로 진행한 바 있어. 대부분의 글로벌 CMO가 CGT 분야에 투자를 확대했으나 그 중에서도 특히 Catalent가 적극적으로 CGT 분야에 투자를 결정
- CGT 관련 투자 동향에서 달라진 분위기 감지. 22년 초부터 CGT Modality를 개발하는 Bio-Tech 들의 주가 하락이 가파르게 진행되었으며 실제 일부 임상 파이프라인들이 지연되거나 정비에 들어간 것으로 알려져

세포치료제(위)/유전자치료제(아래) 임상 수 전망



자료: Lonza, 교보증권 리서치센터

Catalent의 CGT에 대한 대규모 투자



자료: Catalent, 교보증권 리서치센터

## 1-2. Cell & Gene Therapy CMO - 국내 기업 현황

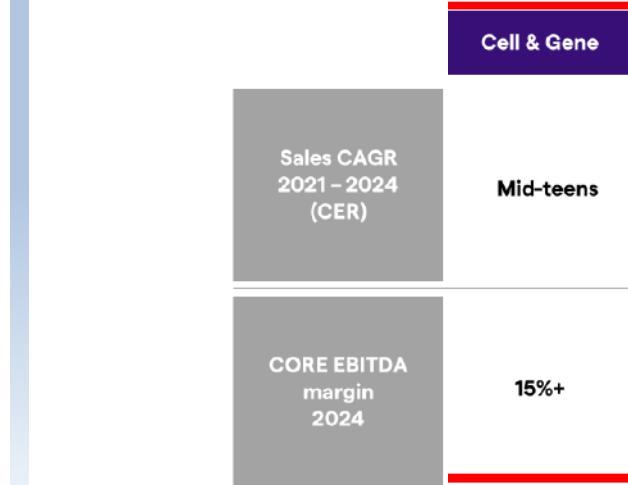
- 삼성바이오로직스/SK팜테코/SK바이오사이언스 등이 CGT CMO 분야에 진출하거나 진출을 선언
- 삼성바이오로직스의 경우 21년 11월 미국 Green Light 사와의 COVID19 mRNA 백신 원료의약품(Drug Substance, DS) 위탁생산 파트너십을 맺고 22년 8월 첫 시험생산에 성공. SK팜테코 역시 프랑스의 Yposkesi 인수와 미국 CBM 투자를 통해 CGT CDMO 분야에 적극 진출
- 국내외 CDMO 기업들의 진출에도 불구하고 최근에는 온도 변화가 느껴져. 우선 삼성바이오로직스가 CGT CDMO 분야 진출에 속도조절에 나섰다는 보도가 나왔으며 글로벌 CGT CDMO 매물 많은 상황

### SK팜테코의 Small-Molecule/CGT 확장 과정



자료: SK팜테코, 교보증권 리서치센터

### Lonza가 기대하는 CGT CMO의 장기 성장률과 마진

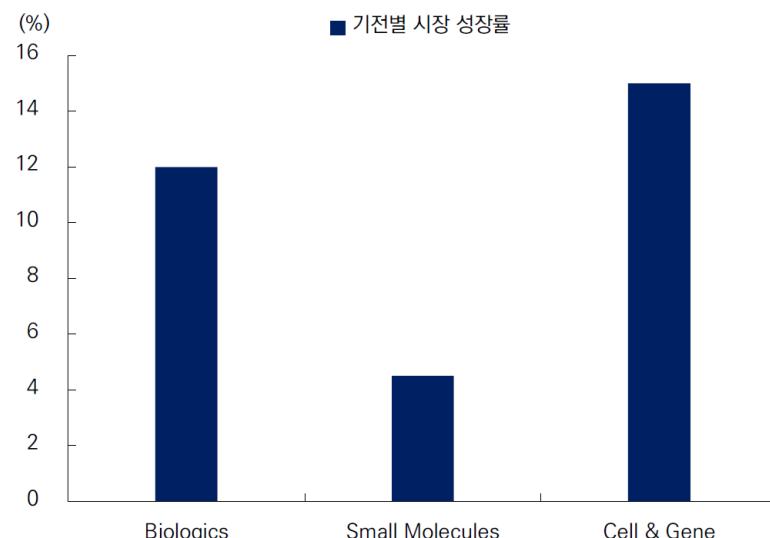


자료: Lonza, 교보증권 리서치센터

# 1-3. Small-Molecule CMO - 글로벌 기업 현황

- Small-Molecule은 의약품 시장의 70% 차지. 성장률은 상대적으로 낮아. Lonza는 바이오 의약품의 경우 연간 11-13% 성장할 것으로 예상했으나 저분자 의약품의 경우 연간 4~5% 수준을 전망
- CMO도 높은 성장이 예상되는 Biologics CMO의 투자 우선순위를 높이게 돼. Lonza도 Capex의 70% 이상을 Biologics에 투자 중. Small-Molecule CMO Capex는 이보다 훨씬 낮은 10% 미만
- 낮은 성장성을 극복하고 수익성을 방어하기 위해서는 Technological Hook이 중요. Lonza의 경우 ADC의 Payload 전용 생산 라인에 투자하며 ADC 시장 성장에 대비. Catalent는 Zydis라는 경구용 전달 기술 보유

Lonza의 기전별 시장 성장률



자료: Lonza, 교보증권 리서치센터

Catalent가 바라보는 유형별 시장 성장률과 수익성

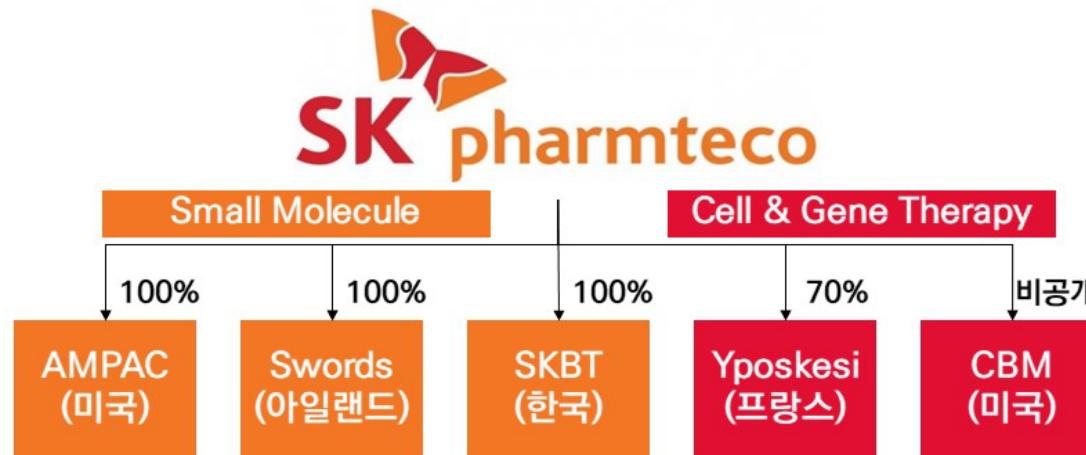
Segments	Biologics	Softgel & Oral Technologies	Oral & Specialty Delivery
% of Portfolio LTM Rev	50%	25%	16%
Expected LT Growth Rate	10-15%	6-8%	5-7%
LTM EBITDA Margin	32%	23%	25%

자료: Catalent, 교보증권 리서치센터

# 1-3. Small-Molecule CMO - 국내 기업 현황

- SK팜테코는 한국의 SK바이오텍, 미국의 AMPAC, 유럽의 SK바이오텍 아일랜드 등 3개의 Small Molecule CMO 기업을 100% 자회사로 보유 중
- 아슬람 말릭 SK팜테코 사장에 따르면 SK팜테코는 2021년 매출 7.4억\$를 기록했다고 밝혔으며 그리고 2025년까지 매출 20억\$를 달성하겠다는 목표도 공개. 2025년 매출 목표 중 절반을 Small Molecule에서 기록할 수 있을 것으로 목표 중. 기대 EBITDA Margin은 25% 수준
- 목표 달성 여부는 안정적인 계약을 바탕으로 Technological Hook을 얼마나 보호할 수 있는 지에 따라 결정

## SK팜테코의 사업 구조



## 2. 신약 개발, 지난하고 힘든 길, 그 뒤 달콤한 과실

### 1) 지난하고 고단한 역사

- 국내 코스닥 시장에 다수 상장되어 있는 Bio-Tech의 궁극적인 목표는 혁신 기술을 기반으로 한 신약 출시이나 국내 Bio-Tech이 개발하고 FDA로부터 승인받은 약물은 아직 없어
- FDA로부터 승인 혁신 신약으로 평가받을 수 있는 치료제는 6개(팩티브, 시벡스트로, 앱스틸라, 수노시/엑스코프리, 롤론티스)에 불과
- 국내 혁신 신약 개발은 크게 1) 대기업 집단이 의지를 가지고 장기간 투자를 이어가거나 2) 제약사의 R&D 과정을 통해 개발되거나 3) VC 등 모험 자본의 투자를 바탕으로 기술을 개발하는 등의 3가지 과정에 따라 진행되나 1), 2)이 대부분

#### 국내 대기업의 지난한 신약개발의 역사



1981년 연구개발 시작  
1994년 첫 합성

↓ +9년

2003년 FDA 승인



**SUNOSI**  
(solriamfetol) 75, 150 mg tablets

1994년 첫 합성

↓ +24년

2018년 FDA 승인



**XCOPEPRI**  
(cenobamate tablets) 12.5 • 25 • 50 • 100 • 150 • 200 mg

2001년 연구개발 시작

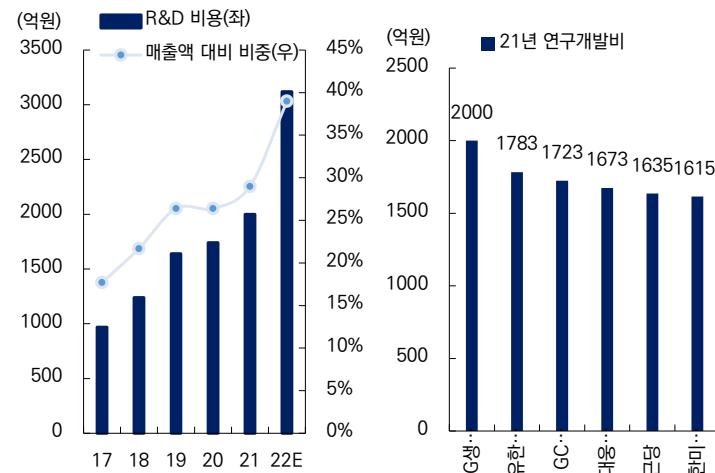
↓ +18년

2019년 FDA 승인

## 2-1. LG의 신약 개발사

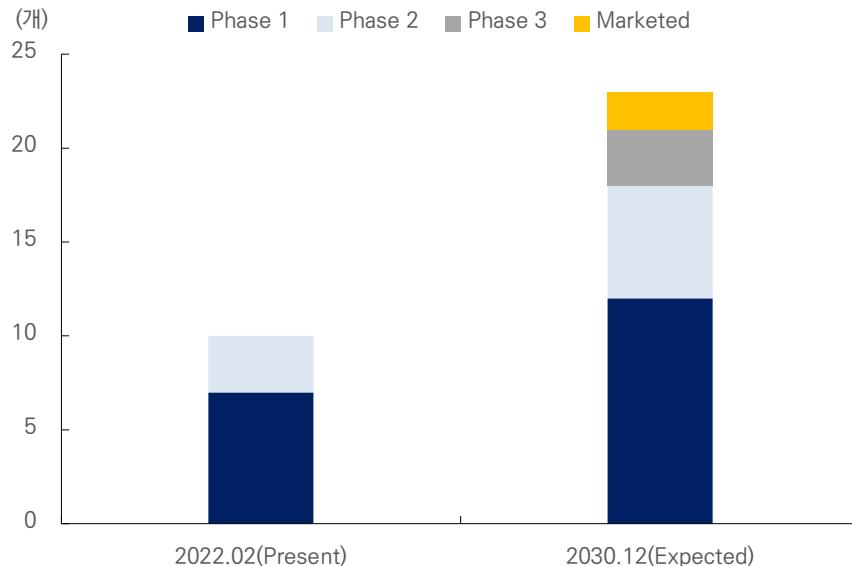
- LG 의 신약 개발사는 1981년부터 시작. 2003년 국내 신약 중 최초로 FDA 승인을 받은 팩티브를 개발. 이후 성장호르몬이나 당뇨 신약 제미글로, 바이오시밀러 등을 개발하는데 다시 한번 성공
- 분할 상장 후 재합병되기 전까지 미국/유럽 등 글로벌 시장에서 가능성 있는 신약 후보 물질은 나오지 못해.
- R&D 투자를 다시 확대하고 임상 파이프라인도 확충. R&D 투자 규모가 21년 2,000억, 22년 3,120억에 이르는데 이는 국내 상위권 제약사의 연간 R&D 투자규모인 1,500-2,000억을 크게 상회하는 규모
- 주요 R&D 파이프라인은 크게 1) 통풍치료제 2) 희귀 비만치료제 3) NASH 치료제 등을 개발 중

### R&D 비용 추이 및 국내 대형제약사와의 비교



자료: LG생명과학, 교보증권 리서치센터

### LG화학 생명과학본부의 R&D 파이프라인

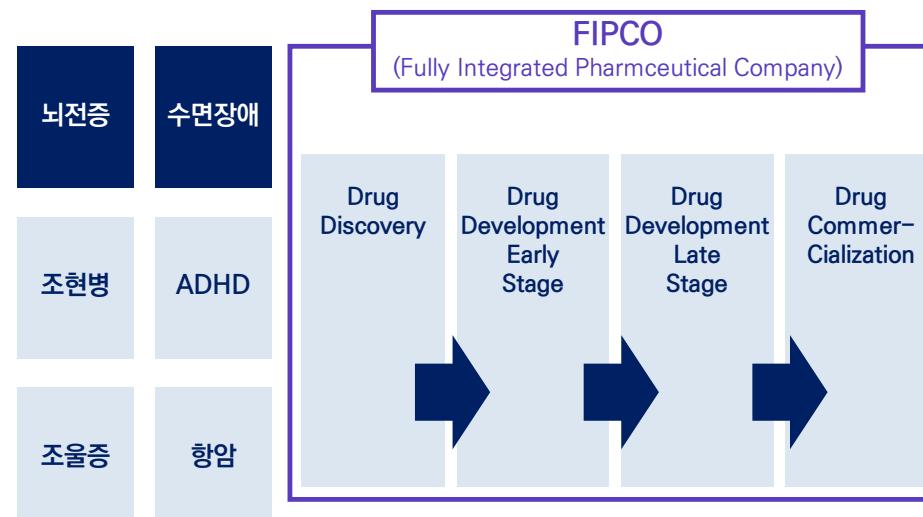


자료: LG생명과학, 교보증권 리서치센터

## 2-2. SK의 신약 개발사

- SK(주)는 1993년 P-프로젝트팀이 구성되며 처음 신약 개발 사업을 시작. 생각보다 조기에 성과가 확인. P-프로젝트 결과 현재 시판되고 있는 Solriamfetol 그리고 현재 다시 3상을 진행 중인 Carisbamate 등을 발굴하는데 성공. 2005년에는 현재 SK바이오팜의 핵심 자산인 Cenobamate의 FDA 1상이 시작
- 이 같은 SK의 신약 개발 도전은 여러 차례 위기에 직면. J&J로 기술이전되었던 Carisbamate는 NDA를 목전에 두고 권리가 반환되었으며 급성중첩발작 치료제 Plumiaz 역시 NDA를 신청한 후 재임상 과정에서 반환.
- 어려움에도 불구하고 18년 5월 Jazz Pharmaceuticals는 SK바이오팜이 원 개발한 Solriamfetol으로 NDA에 성공하였으며 2019년에는 SK바이오팜이 처음부터 끝까지 자체 개발한 Cenobamate도 FDA NDA를 받는데 성공

### SK바이오팜의 주요 연구분야와 FIPCO로서의 특징



## 2-3. 삼성의 신약 개발사

- 삼성바이오에피스는 바이오시밀러 전문 제약사. Etanercept, Infliximab, Adalimumab, Trastuzumab, Bevacizumab, Ranibizumab 등 6개의 시판 가능한 바이오시밀러 제품을 보유하고 있으며 Eculizumab, Aflibercept, Denosumab 등의 시밀러 제품을 승인 전 임상 단계에서 개발 중
- 신약 파이프라인으로는 급성췌장염 치료제 SB26 등을 개발 중. 다만 아직 삼성바이오에피스의 신약 개발 전략이 공개된 적은 없는 상황

### 삼성바이오에피스가 시판중인 바이오시밀러 제품



자료: 교보증권 리서치센터

### 삼성바이오에피스가 개발 중인 급성췌장염 치료제 신약 후보



자료: 교보증권 리서치센터

# 감사합니다

## Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. 이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당시가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바랍니다.

어떤 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 저작재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. / 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. / 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다. / 추천종목은 당사와 계열회사 관계가 없으며, 전일기준 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행과 관련하여 최근 6개월간 당사가 주간사로 참여하지 않았습니다.

## ▶ 투자기간 및 투자등급(향후 6개월 기준, 2021. 6.30.)

매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10% 이상

Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우

보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

## ▶ 업종 투자 의견

비중확대(Overweight): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대

중립(Neutral): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

비중축소(Underweight): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.