Morning Meeting Notes

2023-03-20

내일의 차이 현대차증권

What's Inside
[투자전략] 뱅크런 아직 아닙니다

New Issue
뉴욕증시, 은행리스크로 하락...나스닥 0.74%↓
뉴욕채권, 은행파산으로 안전자산 선호 심리 확대...美 국채금리 하락
국제유가, 위험자산 투자심리 약화로 하락...WTI 2.36%↓

New Publication
[퀀트/글로벌 ETF] 2023년 3월 퀀트/글로벌 ETF 전략: 아직 한 발 남았다(2023-03-06)
[인터넷/게임] DEEP DIVE SERIES #1 네카오(2023-02-28)
[건설] Re-overseas: 우리의 밤은 외국의 아침(2023-02-27)
[음식료] 먹는건 못 참지!(2023-02-24)
[퀀트/글로벌 ETF] 2023년 2월 퀀트/글로벌 ETF 전략: 여명(黎明)(2023-02-03)
[채권전략] 2023년 금융시장 트리플(Triple) 강세 대비(2023-01-30)
[스몰캡] 반도체의 꽃은 IP다(2023-01-30)

Rating, Target Price Changes

현대코퍼레이션	신규편입		▷	BUY	25,000 원 (2023-03-10)
한올바이오파마	BUY	27,000 원	▷	BUY	29,000 원 (2023-03-07)
LG이노텍	BUY	475,000 원	▷	BUY	440,000 원 (2023-02-28)
동국제강	BUY	16,500 원	▷	BUY	17,700 원 (2023-02-28)
저스템	신규편입		▷	BUY	24,000 원 (2023-02-28)
DB손해보험	BUY	98,000 원	▷	BUY	102,000 원 (2023-02-23)
한화생명	BUY	3,000 원	▷	BUY	3,300 원 (2023-02-23)
삼성화재	BUY	260,000 원	▷	BUY	270,000 원 (2023-02-22)
삼성생명	BUY	80,000 원	▷	BUY	83,000 원 (2023-02-22)
에스엠	BUY	93,000 원	▷	M.PERFORM	120,000 원 (2023-02-21)
코리안리	BUY	10,000 원	▷	BUY	11,000 원 (2023-02-20)
오픈엣지테크놀로지	BUY	23,000 원	▷	BUY	30,000 원 (2023-02-17)
GKL	BUY	19,000 원	▷	BUY	24,500 원 (2023-02-17)

외국인 순매수

순매수	금액(백만)
삼성전자	197,192
에스엠	33,932
현대차	23,346
삼성바이오로직스	23,258
현대차2우B	22,658

국내기관 순매수

순매수	금액(백만)
SK하이닉스	266,590
KODEX 레버리지	37,249
삼성전기	23,968
삼성바이오로직스	22,283
셀트리온	18,250

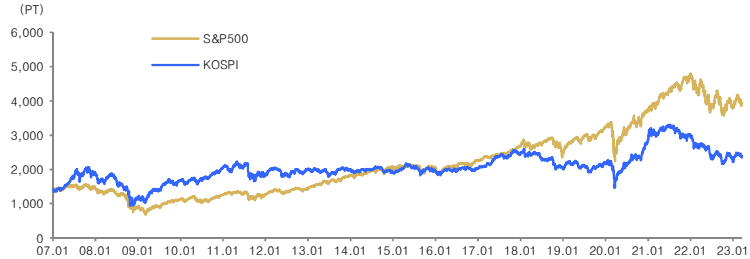
외국인 순매도

순매도	금액(백만)
에코프로	-79,714
LG화학	-60,180
에코프로비엠	-59,177
LG에너지솔루션	-56,318
포스코케미칼	-44,624

국내기관 순매도

순매도	금액(백만)
삼성SDI	-54,166
현대차2우B	-45,612
NAVER	-25,005
한화에어로스페이스	-22,030
에코프로	-19,024

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,395.69	+0.75	-2.42
대형주	2,379.57	+0.76	-2.16
중형주	2,656.53	+0.61	-3.97
소형주	2,202.41	+0.96	-2.70
KOSDAQ	797.39	+1.97	+1.08

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-1,743	801	816
누적순매수(D-20)	18,862	-22,179	-502

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	227,773	200,574	171,808

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	74.78	+0.39	-3.96
금융	347.32	+0.80	-4.12
운수장비	1,908.66	+1.10	-1.20
유통	322.71	+0.96	-5.71
음식료	3,601.89	+0.92	-2.18
의약품	13,155.64	+2.64	-1.91
전기전자	24,444.83	+0.92	-0.78
철강금속	4,762.52	-0.41	-7.03
화학	5,371.72	-1.42	-2.18
유틸리티	753.16	+3.11	-3.29
통신	351.92	-0.39	-1.60

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	3,916.64	-1.10	-2.02
NASDAQ	11,630.51	-0.74	+1.20
일본	27,333.79	+1.20	-0.72
중국	3,250.55	+0.73	-1.21
독일	14,768.20	-1.33	-4.58

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.42	+1.50	-26.20
국고채 (10년)	3.41	+1.20	-23.50
은행채AAA (3년)	3.88	-0.90	-28.90
미국국채 (2년)	3.82	-36.16	-80.48
미국국채 (10년)	3.43	-15.33	-39.11

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,302.20	-0.82	+0.21
원/백 엔	987.64	+0.59	+1.99
원/위안	189.13	-0.66	-0.05
달러/유로	1.07	+0.52	-0.27
위안/달러	6.89	-0.17	+0.25
엔/달러	131.85	-1.41	-1.74
Dollar Index	103.87	-0.56	-0.01

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	66.74	-2.36	-12.58
금 (usd/oz)	1,973.50	+2.63	+6.66
BDI	1,560.00	-2.68	+194.34
천연가스(NYMEX)	2.34	-7.00	-0.60

본 조사지표는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Market Report
2023.03.20

시장백서

뱅크런 아직 아닙니다

투자전략/시황 이재선
02-3787-2317
cindy0216@hmsec.com

RA 장치영
02-3787-2372
chiyoung.jang@hmsec.com

시장의 걱정, 금융위기 때와 유사한 재할인창구 이용 급증: 그러나 1) 소형은행에 국한되었을 가능성이 높아 2) 08년도 대비 다른 대형/외국계 은행들의 지준금 규모
한편 낮아지는 실질금리; 외국인이 관심가지기 시작한 성장(SW, 미디어, 헬스케어)업종들

백기사는 나야나

여전히 시장 변동성이 높다. 크레딧스위스가 중앙은행으로부터 70조원 유동성을 지원받았지만, 위기설이 지속되자 UBS가 크레딧스위스를 인수하는 방안이 추진되고 있다. 뱅크런이 발생한 퍼스트리퍼블릭은행은 대형은행들로부터 약 300억달러(39조원) 자금을 일시적으로 공급받을 가능성 높아졌으나, 여전히 높은 주가 변동성이 관찰되었다.

다만 시스템 리스크는 여전히 제한적이라고 생각한다. 과거 금융위기 때와 다른 점이 몇 가지 있다.

1) 금융당국의 신속한 대처가 뒤따르고 있다. 지난주 증가한 연준의 대차대조표는 3,000억달러(약 390조원)이 증가하였는데, 시중에 풀린 자금 중 절반은 FDIC(예금보호공사)가 파산한 실리콘밸리 은행과 시그니처 은행에 약 1,428억달러를 직접 공급해주었다. 이는 소비자 예금 보장을 위해 이뤄진 신용 공급이라고 할 수 있다.

대공황 당시는 예금자 보호기능이 전무하였다. FDIC(예금보호공사)가 없었기 때문이다. 돈을 지불할 능력이 부재하였던 예금자들이 급증하는 가운데, 주가 폭락과 높은 실업률을 목격한 예금자들의 추가 뱅크런이 가속화될 수 밖에 없었다.

또한 금번 대처는 '구제 금융' 성격이 아닌, '예금자 보호' 성격을 띄고 있다. 과거 08년도는 납세 된 세금으로 금융기관들의 구제금융을 도모하였다. 그러나 금번 유동성 공급의 성격은 국민들의 세금으로 지출되는 것이 아닌, 대형 은행과 예금보험공사가 파산한 지역은행들의 예금 보호 비용을 부담 하고 있다.

2) 긴급조성 된 유동성 공급 창구, 이른바 BTFP 프로그램을 활용한 은행들 자금 조달 규모가 아직 미미하다. BTFP 프로그램이란, 보유하고 있는 채권을 담보로 현금을 빌려주는 프로그램이다. 해당 은행이 보유하고 있는 국채와 MBS를 담보로 1년만기대출을 제공해준다.

담보 자산은 현재 시장가가 아닌, 액면가로 돈을 빌릴 수 있도록 허용하였다. 보유한 채권 가격이 하락한 은행들에게는 반길 만한 소식이었다. 그러나 역으로 생각해보면, 해당 대출에 대한 수요가 많다는 의미는 여신 등 전통적인 자금 조달이 어려워졌다는 신호가 될 가능성이 높았다. 그러나 지난주 BTFP

(Bank Term Funding Program)에서 대출된 금액은 BTFP를 통해 대출한 금액은 119억 달러로 집계되었는데, 전체 풀린 자금 중 4% 수준에 그쳤다. 이는 당초 시장이 예상하였던 2,000~ 4,600억 달러를 크게 밑도는 수치였다.

시장이 우려하는 부분은 지난주 재할인창구를 통해 대출이 급증하였다는 점이었다. 재할인창구(Discount Window)는 마찬가지로 은행들의 국채와 MBS를 담보로 최대 90일 만기로 현금을 조달 할 수 있게 해준다.

은행들은 재할인청구를 되도록이면 이용하려고 하지 않는다. 재할인창구가 해당 은행의 자금 조달 우려를 부각시켜 뱅크런 가능성을 높이기 때문이다. 마지막으로 재할인창구 이용액이 급증하였던 구간은 2008년이었다. 뱅크런이 심화되며 당시 대출 금액은 1,100억달러까지 증가했다.

이번의 경우 해당 창구 통해 은행들이 빌려간 자금은 약 1,528억달러 규모로, 이는 08년도 금융위기 때 기록을 넘어서는 역대 최고치 수준이였다.

그러나 실제로 재할인창구를 이용하는 주체는 현재 유동성 리스크에 직면한 일부 소형은행에 국한된 것으로 보인다.

소형은행들의 지급준비금은 작년 4월 이후 대형은행들과 외국계 기관 대비 빠르게 감소 추이를 보였다. 반면 현재 대형은행들과 외국계 은행 지급준비금은 소형 은행 대비 감소가 상대적으로 더디다. 절대적인 규모도 마찬가지다. 대형은행들과 외국계 은행들의 지준금은 소형은행 대비 3배가량 축적되어 있다.

대형은행들의 절대적인 지급준비금 규모도 08년 금융위기 전후로 확연하게 차이가 난다. 08년도 이후 금융당국과 정부는 30개 대형은행 중심으로 보다 강화된 스트레스테스트를 매년 실시하였고, 이로 인해 지급준비금은 증가하게 되었다. 금융위기 직전 구간 지급준비급은 150억달러인 반면, 현재 지급준비금은 약 200배가량 증가하였다.

한편 해당 사태로 연준의 선택지는 좁아졌다. 이번 사태는 위기로는 아직까지 번지지 않고 있으나, 돈의 흐름을 수혈해주는 은행에서 균열이 생겼다는 것은 Fed의 스탠스 전환 가능성을 높여주는 중요한 이벤트다.

연준이 추가 긴축에 대한 의지를 보인다면, 은행들은 대출 태도를 더욱 강화할 것이고, 지역 기업들과 소비자들은 경기침체 가능성에 대해 보다 높은 확률로 바라볼 것이다. 이는 또 다른 뱅크런 사태를 전이시킬 가능성을 높일 수 있다.

따라서 3월 회의에서는 25bp 혹은 동결 시나리오 가능성, 빠르면 5월 중 금리 인상이 마무리 될 가능성이 높다고 생각한다.

금번 FOMC회의를 통해 눈 여겨 볼 부분은 물가 전망치와 파월 의장의 인터뷰다. 연준이 생각하고 있는 올해 디스인플레이션의 절대적인 강도, 또한 인터뷰를 통해 금리 인상과 동시에 진행되고 있는 QT(양적긴축)규모에 대한 축소 의지 여부를 살펴 볼 필요가 있다.

Cash king이 살아남을 가능성

위와 같은 전제 조건이라면, 3월 FOMC 회의 이후 증시는 하단이 좀 더 견고해질 가능성이 높다. 실제로 우려하는 목소리와 달리, 투자자들은 뱅크런 확산 가능성을 그리 크게 보고 있지 않다. 1) 위기 가능성이 높아질 때 안전자산으로 분류되는 달러 강세는 제한적이다.

2) 10-2년물 스프레드는 -100bp 까지 확대되었지만, 경기 침체를 미연에 방지하기 위한 연준 정책 피벗 가능성에 -50bp로 낙폭을 축소하였다. 과거 경착륙 가능성이 낮다면, 증시는 Bull Flattening에서 Steepening 국면으로(단기금리가 장기금리 대비 하락폭이 가파를 시) 전환 시 금융장세에 대한 기대감으로 바닥을 다지는 양상을 보였다.

과거 금리 충격이 여파가 지나간 자리는 살아남는 기업과 그렇지 않은 기업을 판가름하기 명확해진다. 시장은 장기적인 관점에서 M&A 등을 통해 향후 규모의 경제 지위를 누릴 가능성이 높은 우량주들을 매수 기회로 보고 있는 듯하다.

10년물 TIPS 금리가 3월초 이후 하락세를 시현 중인 가운데, 나스닥 전체 지수 중 나스닥100 기업들의 차지하는 시가총액 규모는 2월부터 증가하고 있다. (76%) 나스닥100 지수의 시총 증가를 견인하고 있는 가장 큰 주체는 약 25%를 차지하는 애플과 마이크로소프트다. 해당 기업들은 높은 현금성자산과 잉여현금흐름을 보유하고 있는 대표기업들이다.

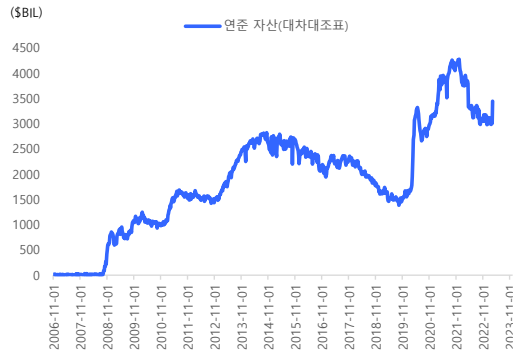
나스닥100과 유사한 흐름을 가져가는 국내 업종은 IT를 꼽을 수 있겠다. IT 업종은 상대적으로 차입금 의존도가 역사적으로 낮은 업종 중 하나다.

다만 지난주 반등장에서도 외국인들의 관심이 그리 크지 않았는데, 아직 절대적으로 높은 재고 감소와 추세적 이익 상승이 선결과제 일 것으로 판단한다. 두 가지 조건이 부합하게 된다면, 향후 추가 상승 여력이 더 높을 것으로 판단한다.

반면 실질금리 하락 시 베타가 더 큰 대형 성장주(소프트웨어, 미디어, 헬스케어)에 대한 외국인들의 관심이 높아지고 있다. 해당 섹터 내 대형기업들은 불황 이후 새로운 혁신산업을 주도할 수 있는 성장성도 담보되지만, 부채비율이 낮고 현금 보유도 상대적으로 높다. 2차전지가 잠시 쉬어가는 국면이라면, 외국인들이 대안으로 찾을 가능성이 높은 업종이라고 판단한다.

Key Chart

〈그림 1〉 연준 대차대조표, 일주일 사이 3,000억달러(약 390조원) 증가

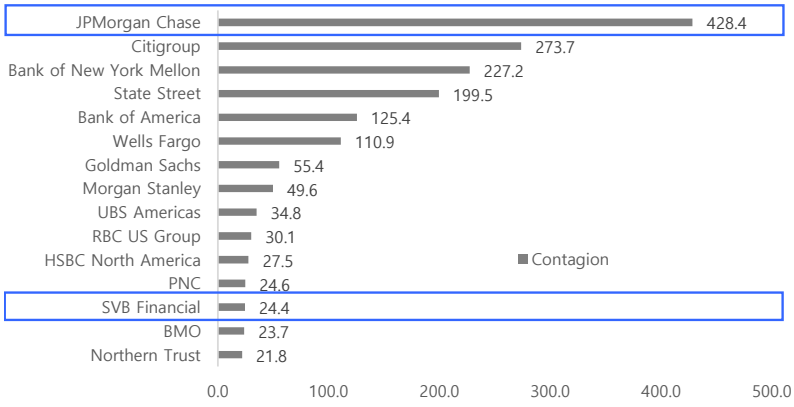


자료: bloomberg, 현대차증권

〈그림 2〉 그 중 절반은 연준 재할인창구를 통해 상업은행들이 현금을 단기적으로 조달, 08년도 이후 최대치

자료: bloomberg, 현대차증권

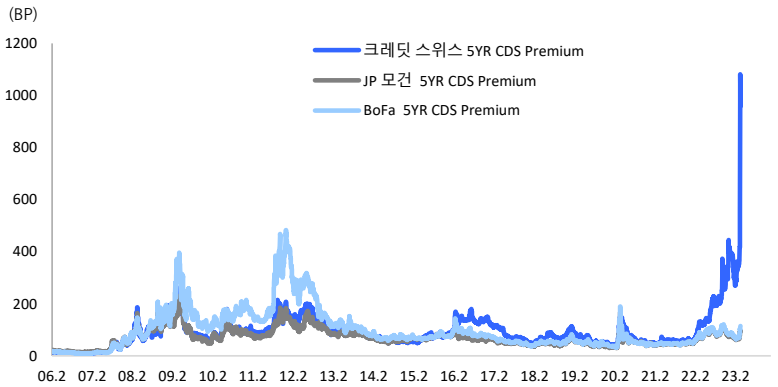
〈그림 3〉 이에 뱅크런 확산 가능성을 우려: 그러나 신용 리스크 전염성이 확산될 때는 JP Morgan 등 금융 상호 연관성이 높은 대형 은행 중심 신용리스크가 터질 때



주: OFR Contagion Index = Connectivity X Net Worth X (Outside Leverage -1), 22년 3분기 기준

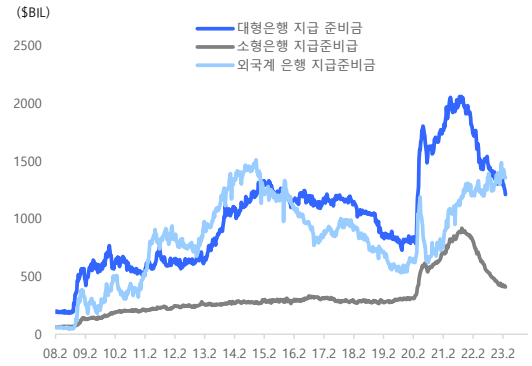
자료: OFR, 현대차증권

〈그림 4〉 크레딧 스위스 대비 여타 대형은행들의 CDS 프리미엄은 아직 급등 시그널 부재



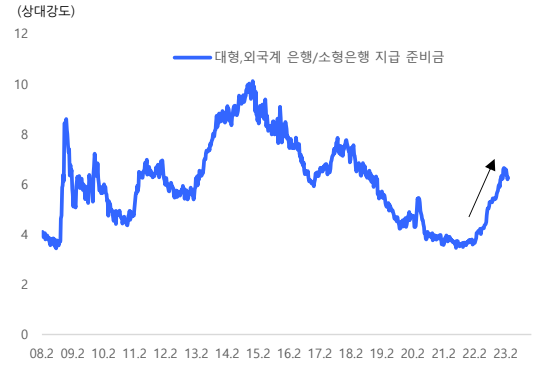
자료: bloomberg, 현대차증권

<그림 5> 시스템 리스크 확산을 낮게 보는 이유: 도드-프랭크법 개정 이후 08년도 대비 높아진 지급 준비금



자료: bloomberg, 현대차증권

<그림6> 대형은행들과 외국계 은행 지급 준비금은 소형은행 대비 감소가 빠르게 일어나지 않고 있음을 확인



자료: bloomberg, 현대차증권

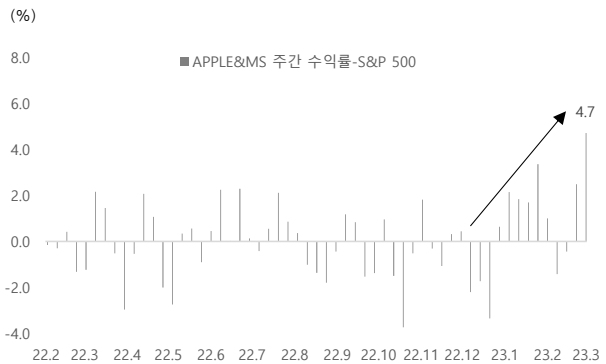
<그림 7> 재할인창구를 이용하는 주체는 일부 소형은행에 국한 된 것으로 판단: 외국계 및 대형은행들의 자금 차입 규모는 08년도 대비 낮아

자료: bloomberg, 현대차증권

<그림 8> 한편 살아남은 대형기술주: 나스닥100 기업들의 시가총액이 차지하는 비중 76%까지 상승

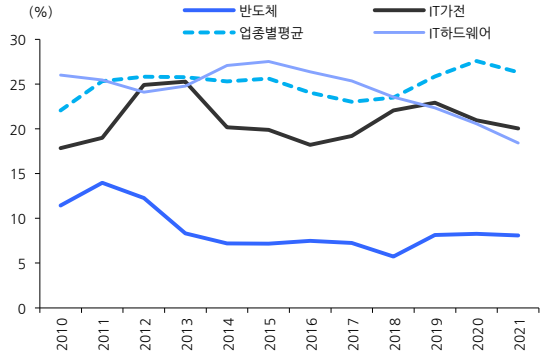
자료: bloomberg, 현대차증권

<그림 9> 나스닥100 시총의 25%가량을 차지하는 애플과 MS 주간 수익률은 연초 이후 S&P를 아웃퍼폼



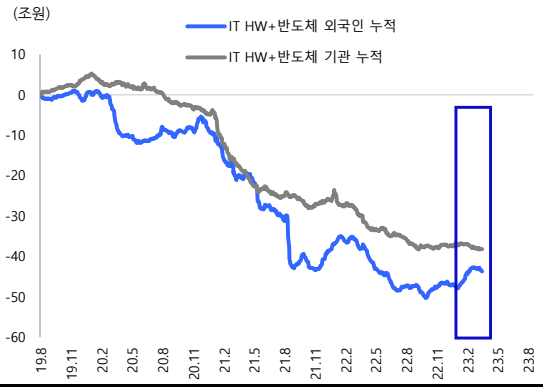
자료: bloomberg, 현대차증권

〈그림 10〉 우리나라도 Cash king 이 살아남을 가능성: 차입금 의존도가 낮은 IT 업종



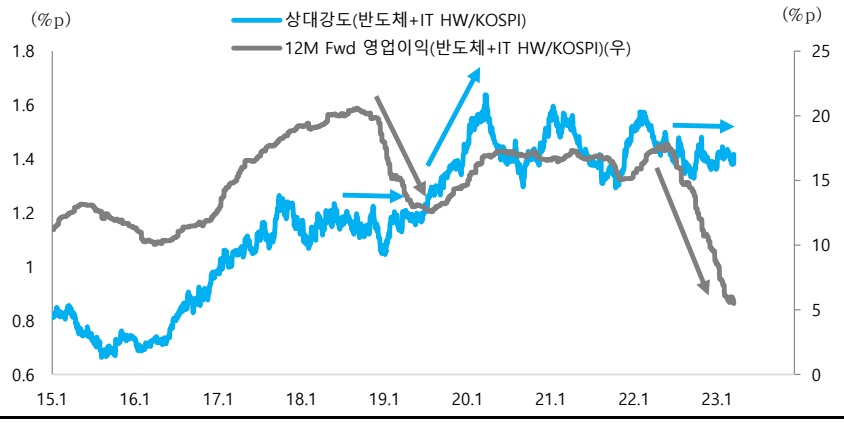
자료: bloomberg, 현대차증권

〈그림 11〉 다만 지난주 반등장에서도 외국인들의 관심이 상대적으로 크지 않은 것을 확인



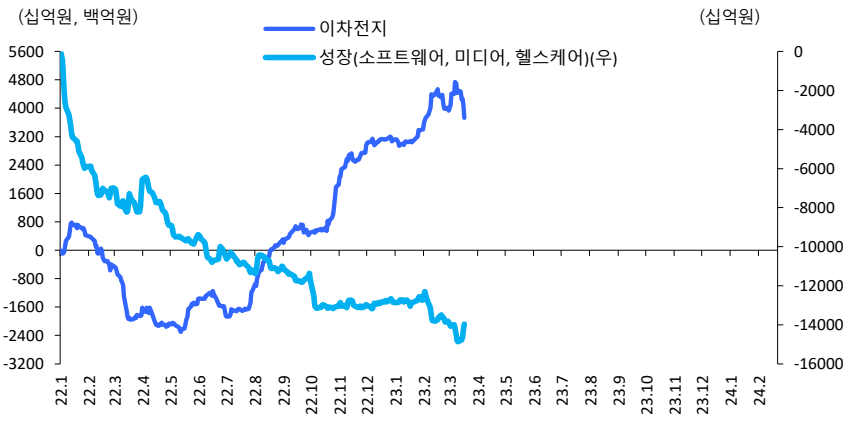
자료: bloomberg, 현대차증권

〈그림 12〉 모멘텀 발생 시 주가 추가 상승 여력 더 높을 것으로 판단 : 빠른 재고 소진과 이익 바닥 다지기 여부를 관찰 할 필요



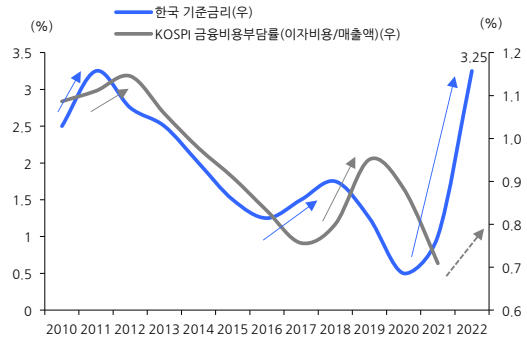
자료: bloomberg, 현대차증권

〈그림 13〉 외국인들의 2차전지에 대한 관심 줄어드는 가운데, 반작용으로 수급 개선이 이뤄지는 다른 성장 테마들



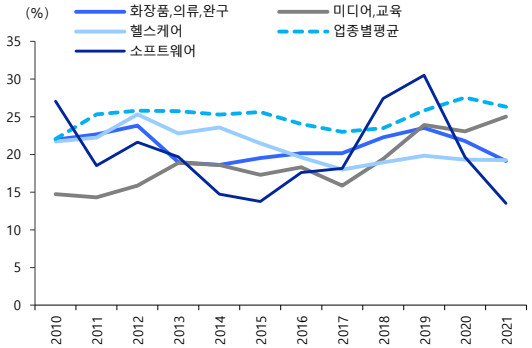
자료: bloomberg, 현대차증권

<그림 14> 기준 금리 인상 이후 그 다음해의 국내 기업 금융비용부담율(이자비용/매출액)은 시차를 두고 상승



자료: bloomberg, 현대차증권

<그림 15> 성장 테마, 시클리컬과 BM 대비 낮은 차입금 의존도 보유



자료: bloomberg, 현대차증권

Issue Check: CRMA 초안 공개

투자전략/시황 RA 장치영 02-3787-2372

> EU는 역내 친환경 산업 육성을 위한 '그린딜 산업계획'을 공개. 세부 계획 중 시장은 EU 핵심원자재법(CRMA; Critical Raw Materials Act)과 탄소중립산업법(NZIA; Net-Zero Industry Act)의 초안을 주목

> **법안 정리:** CRMA는 향후 전략적으로 중요한 산업인 친환경, 디지털산업, 항공우주 등에 사용되는 핵심 원자재의 특정 국가에 대한 의존도를 완화함으로써 안정적인 공급망을 확보하는 것을 목적. NZIA는 2030년까지 역내 친환경 기술 제조 역량을 연간 수요의 40% 수준까지 확대하는 것을 목표로 함

> CRMA 초안에서 주목해야 할 부분은 2030년까지 전략적원자재의 역내 채굴(10%), 제련·정제(40%), 재활용(15%) 역량을 강화하고 특정 국가에 대한 수입의존도를 낮추기 위한 목표를 설정한 것

> **법안의 한계:** 그러나 배터리 관련 핵심 광물 대다수는 남미와 오세아니아에 편중되어 있어 역내 채굴 비중을 최소 10% 이상 달성하겠다는 목표는 현실적으로 달성하기에 한계가 있다는 판단

> 따라서 CRMA 세부 이행 방안은 핵심 광물 추출 및 재활용으로 초첨이 맞춰질 가능성에 무게. CRMA 별도 조항으로 특정 영구자석 재활용 비율 및 재활용 가능 역량에 관한 세부 정보를 공개해야한다는 요건을 포함시켜 법안이 구체화됨에 따라 향후 재활용 의무화가 포함될 것으로 점쳐지고 있음

> **시장에 주는 시사점은?** CRMA 및 향후 폐배터리 산업 성장 기대감에 관련 기업들의 수익률은 큰 폭으로 상승하며 밸류에이션 부담이 높아진 상황. CRMA 초안 내 역외기업에 대한 차별적인 내용을 포함하지 않은 점은 안도요인이나 시장이 기대한 정도의 보조금 등의 지원책 또한 포함되지 않았으므로 단기적으로는 관련 기업들에 대한 차익 실현 심리가 확대될 가능성. 해당 법안이 입법까지는 1~2년의 기간이 소요될 것으로 예상되므로, 지속적으로 관련 내용을 모니터링할 필요가 있다는 판단

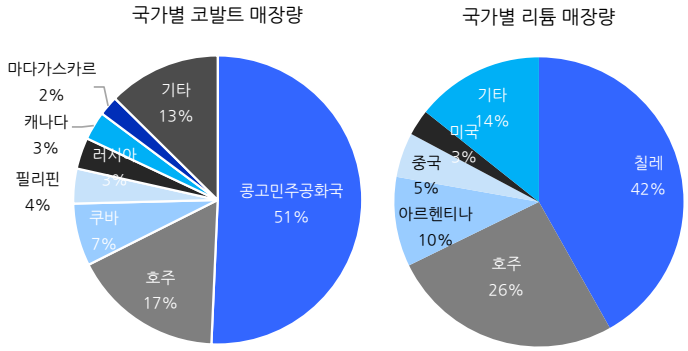
Key Chart

<표 1> CRMA 핵심 내용

구분	내용
목적	핵심원자재 가치사슬 내 역량 강화 - 2030년까지 전략적원자재의 연간 소비량의 10%를 역내에서 채굴, 40%를 가공, 15%를 재활용하며 특정국에 대한 수입 의존도를 65% 미만으로 제한 - 제3국도 참여할 수 있는 '전략적 프로젝트'를 설정. One-Stop-Shop을 통해 행정절차를 간소화하며 프로젝트 수행을 위한 자금조달 지원
핵심원자재 선정	경제적 중요성과 공급망 위험도에 따라 핵심원자재 33종과 전략적 중요도가 높고 수요-공급 불균형이 예상되는 전략적원자재(Strategic Raw Materials) 16종을 규정
공급망 리스크 관리	핵심원자재의 공급망에 대한 모니터링과 공급망 별 스트레스 테스트 진행 - 500명 이상, 연간 매출 1억5천만 유로 이상인 역내 대기업에 대한 공급망 감사 주기적으로 실시

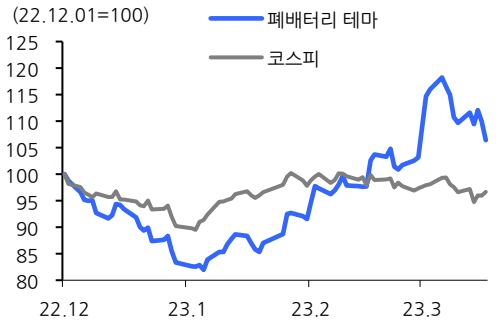
자료: 언론종합, 현대차증권

〈그림 1〉 유럽 내 배터리 관련 핵심 광물 매장량은 절대적으로 낮은 수준



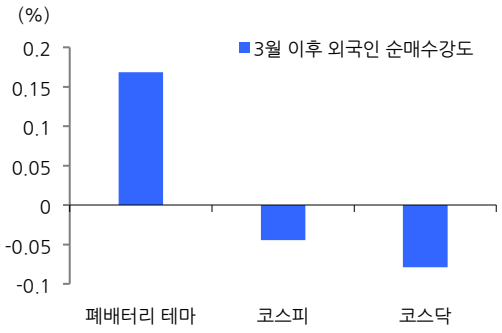
자료: USGS, 현대차증권

〈그림 2〉 폐배터리 관련주는 CRMA 법안 기대감에 코스피 조정 국면 내에서도 강세 시현



주: 폐배터리 관련주는 성일하이텍, 삼성SDI, SK이노베이션, POSCO홀딩스, 세빗캠
자료: Quantiwise, 현대차증권

〈그림 3〉 3월 중 외국인의 관심도 상대적으로 폐배터리 테마에 집중



자료: Quantiwise, 현대차증권

▶ Compliance Note

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.