요동치는 금융시장, 원인과 전망은?

이슈(1) : 급락한 미국 실질금리, 다음 행보는? / 2

이슈(2) : 스태그플레이션? 지나가리라 / 5

이슈(3) : 위드 코로나 / 12

이슈(4) : 테이퍼링의 목적은? / 17

이슈(5) : KOSPI, 미국과 다른 한국 / 21

이슈(6) : 삼성전자를 추월한 마이크론 기술력 / 23

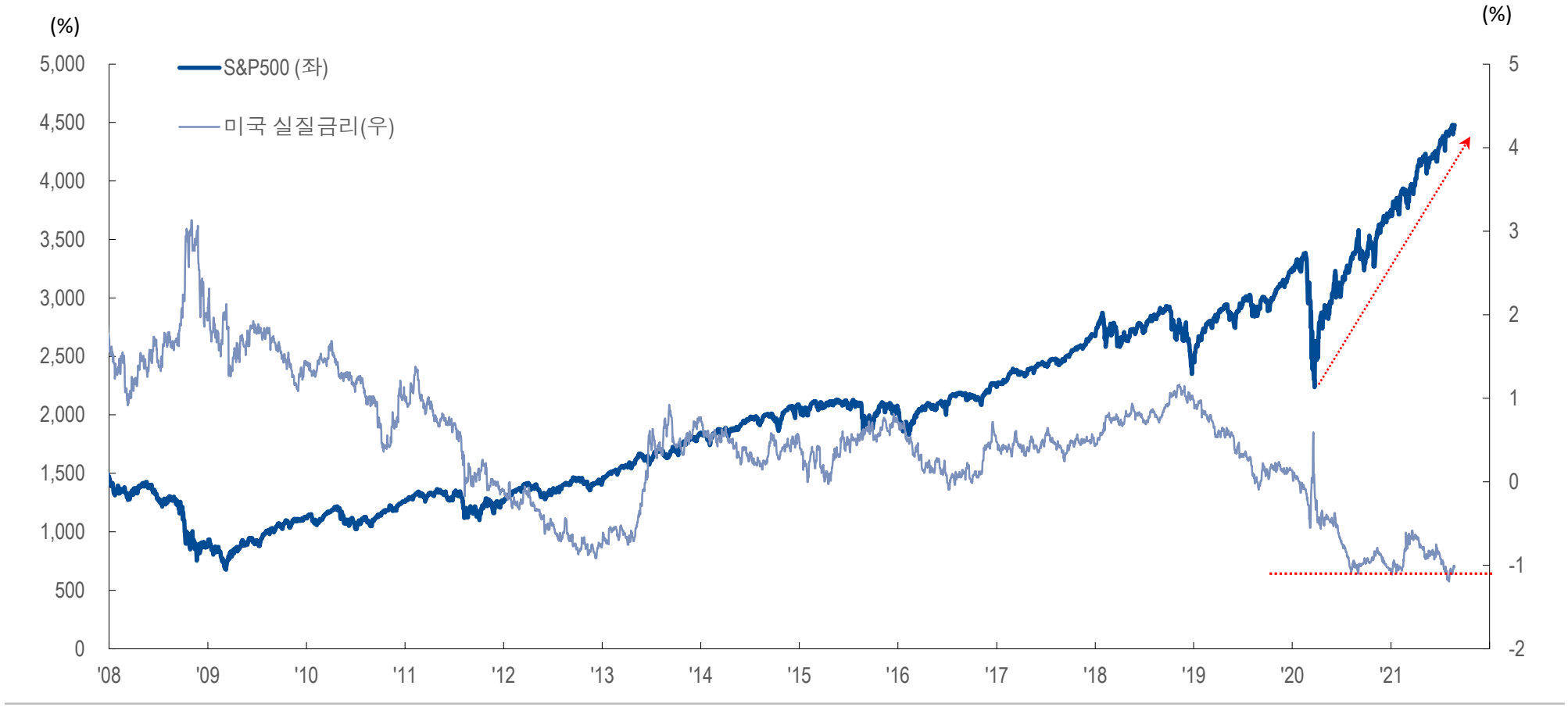
이슈(7) : 시대정신이 된 환경 테마 / 25

이슈(8) : 메타버스를 바라보는 관점 / 27

오태동
(리서치본부장)

이슈(1) 미국 실질금리, 지난해 하단을 터치

미국 10년 실질 금리와 S&P500지수

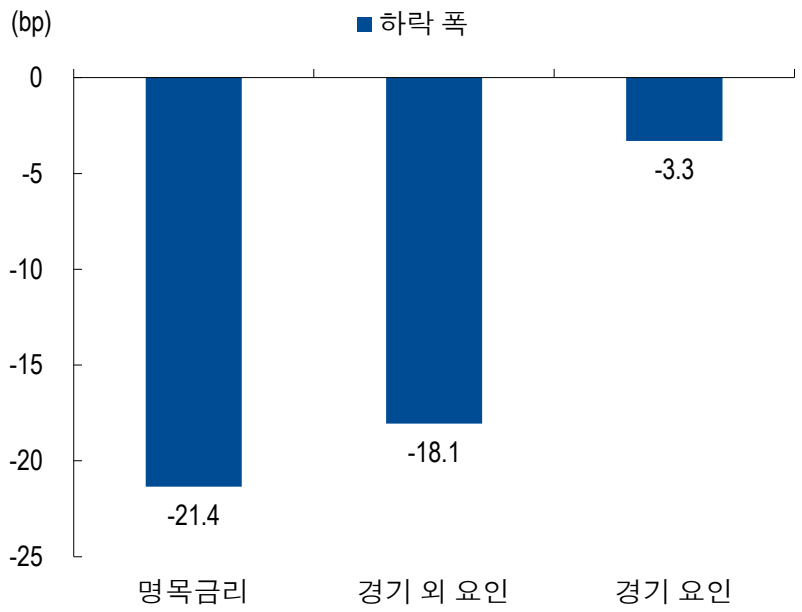


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미국 국채 금리 하락 요인, 경기 < 수급

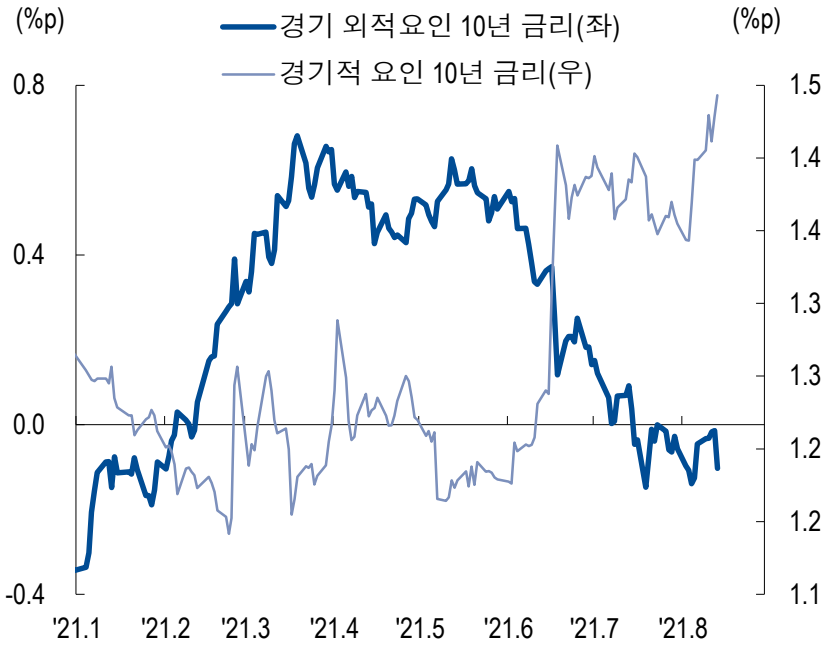
- 6월 FOMC 이전 미국채 숏 포지션이 크게 증가한 것으로 파악. 다만, 최근 들어 숏 포지션은 감소한 모습
- 실제 연준의 ACM Model에 따르면 7월 채권 금리 하락은 경기 외 요인이 컸음
- 수급 요인 완화로 미국채 금리 하락 여력은 제한적

ACM Model로 보면 7월 금리 급락은 경기 외 요인에 기인



자료: NY Fed, NH투자증권 리서치본부

8월 이후 경기적 요인에 의한 10년 금리 다소 큰 폭 상승



자료: NY Fed, NH투자증권 리서치본부

미국 장기 국채금리, 3분기까지 쉬었다가 다시 한번 더 상승

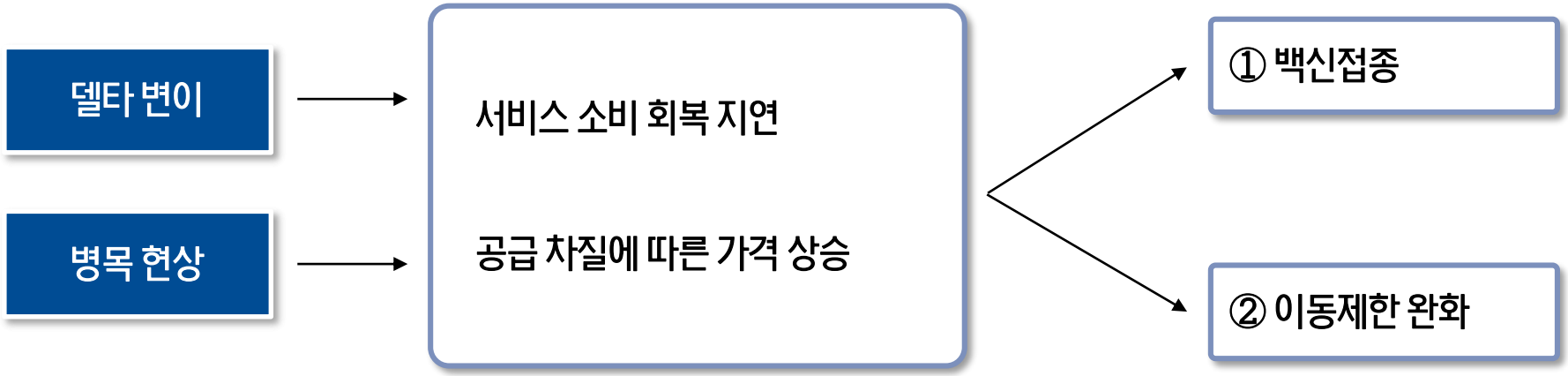
미국 국채 10년 물 금리는 1.75% 기록 후 횡보 조정국면 진행 중. 4분기부터 재차 상승할 전망

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

이슈(2) : 스태그플레이션?, 지나가리라

- 델타 변이 바이러스 확산 및 병목 현상이 지속되며 주요 상품(열연, 석탄, 운임 등) 가격이 상승하고 서비스 소비 회복이 지연
- 가격이 오르고, 서비스 소비 및 제조업 생산은 정체된다는 점에서 일종의 스태그플레이션으로 해석
- 이를 해결하는 방법은 ① 백신 접종률을 높이거나, ② 코로나19에 대한 인식을 전환해 무작정 사람들의 이동을 제한하는 대신 코로나19를 독감처럼 받아들이는 것인데 현재 이렇게 하고 있는 나라는 영국과 싱가포르

8월 이후 심화된 스태그플레이션 노이즈

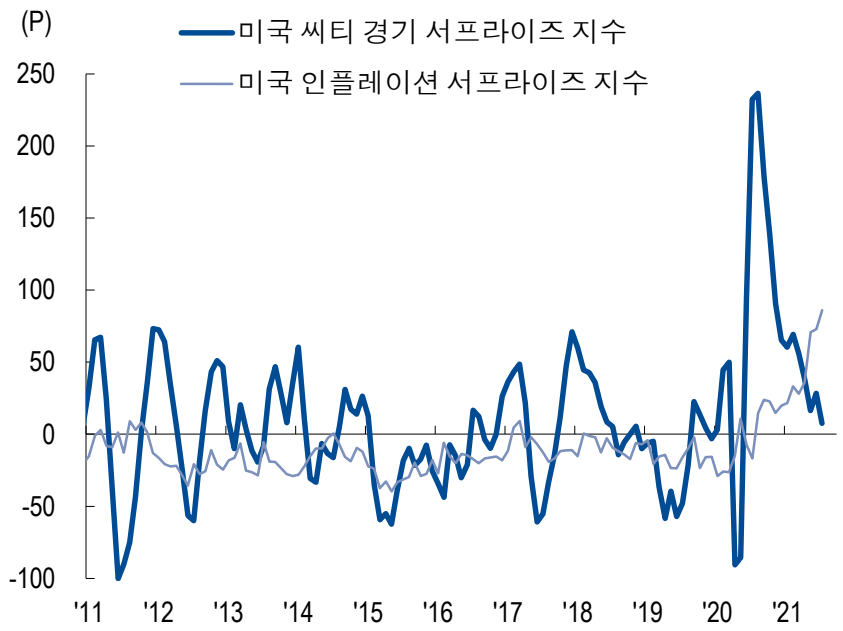


자료: NH투자증권 리서치본부

컨센서스를 상회하는 가격(비용) 지표

- 경기 서프라이즈지수(실제 경제지표-예상치)는 빠르게 하락한 반면, 인플레이션 서프라이즈 지수는 상승세
- **계절적으로 7~8월에는 경기 서프라이즈지수가 0을 하회하는 경향이 있는데 올해는 좀 더 컸음**
- 장기금리는 코로나19 이전 수준을 하회하고 있지만, 유가와 석탄, 열연 등 대부분 원자재 가격은 코로나19 직전 수준을 상회. 이 가운데 몇몇 품목은 상승세를 지속. 병목 현상도 지속. 이자비용은 낮지만 나머지 생산비용은 높아졌다는 의미

인플레이션 서프라이즈 지수 상승



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

항구에 묶인 배

자료: Financial Times, NH투자증권 리서치본부

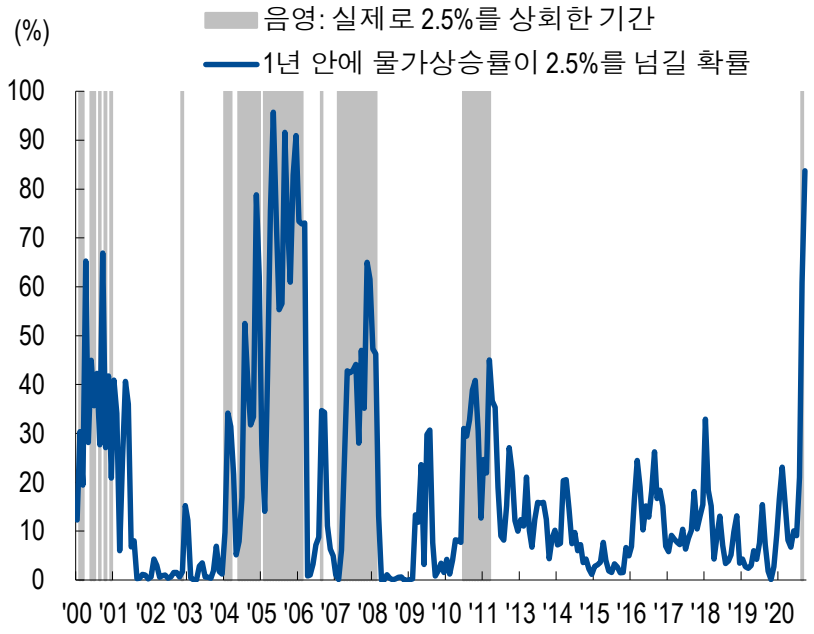
이제는 임대료가 상승하기 시작

- 미국 CPI에서 가중치가 가장 높은 것은 30% 이상을 차지하는 임대료
- 임대료 상승률은 5월부터 높아지기 시작. 미국은 주택 매매 가격에 임대료가 후행하는 속성을 보이는데 작년부터 상승한 매매 가격에 임대료가 뒤따라 올라가기 시작한 것으로 추정
- 세인트루이스 연준은 향후 1년 안에 물가 상승률이 2.5%를 넘길 확률을 발표하는데 이 값이 30%를 넘기면 실제로 2.5%를 상회

미국 주택 임대료는 매매 가격에 18개월 후행

자료: S&P, 미국노동통계국, NH투자증권 리서치본부

1년 안에 물가 상승률이 2.5%를 넘길 확률이 80%

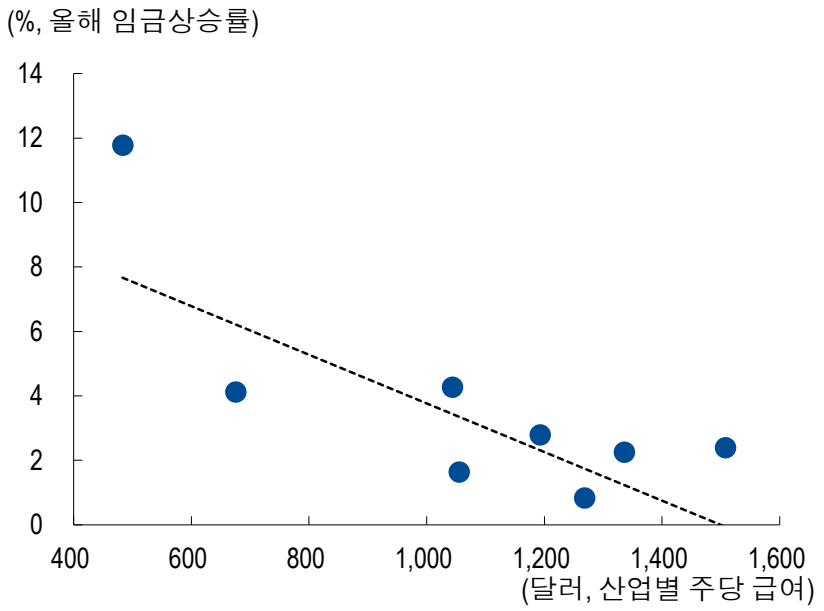


자료: 미국세인트루이스연준, 미국경제분석국, NH투자증권 리서치본부

의미가 바뀐 아마존 효과

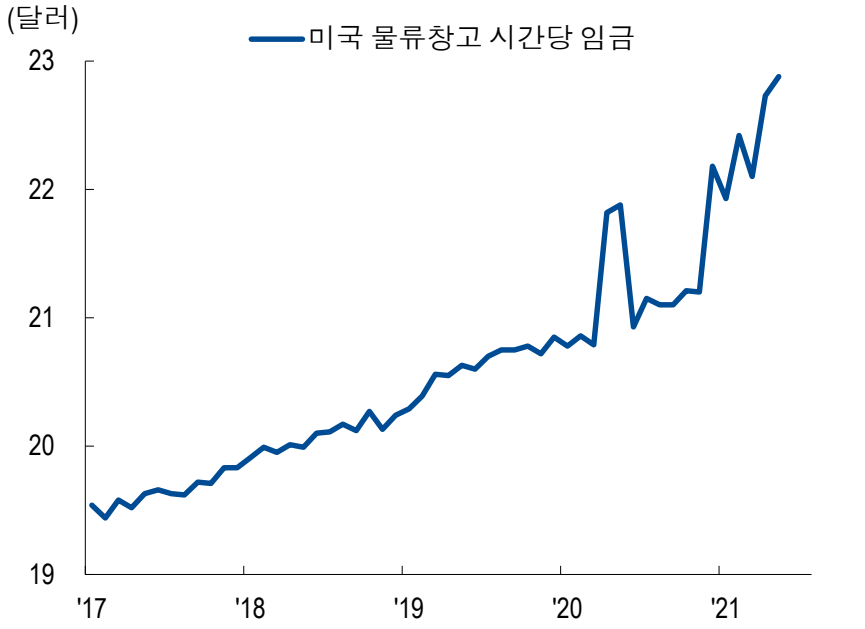
- <아마존 효과>는 낮은 임금에 노동자를 고용한 온라인 업체들이 유통 혁신을 일으켜 물건을 싸게 팔면서 경제 전반적인 인플레이션 압력을 낮춘다는 의미로 쓰여옴
- 코로나19 이후에는 저숙련 노동자들의 임금이 오르면서 경제 전반적인 디플레이션 압력을 낮추는 것으로 의미가 바뀌고 있음
- **저숙련 노동자를 고용하는 기업들의 임금 담합이 가능한 환경이 10년 이상 지속됐는데, 이 담합이 점차 약화**

저임금 섹터의 임금 상승률이 높음



자료: 미국노동통계국, NH투자증권 리서치본부

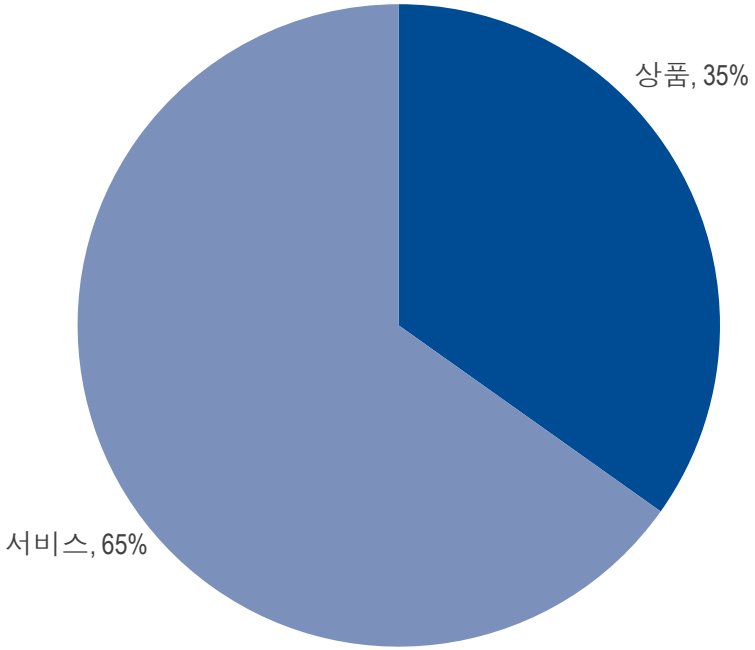
아마존의 임금이 높아짐



자료: 미국노동통계국, NH투자증권 리서치본부

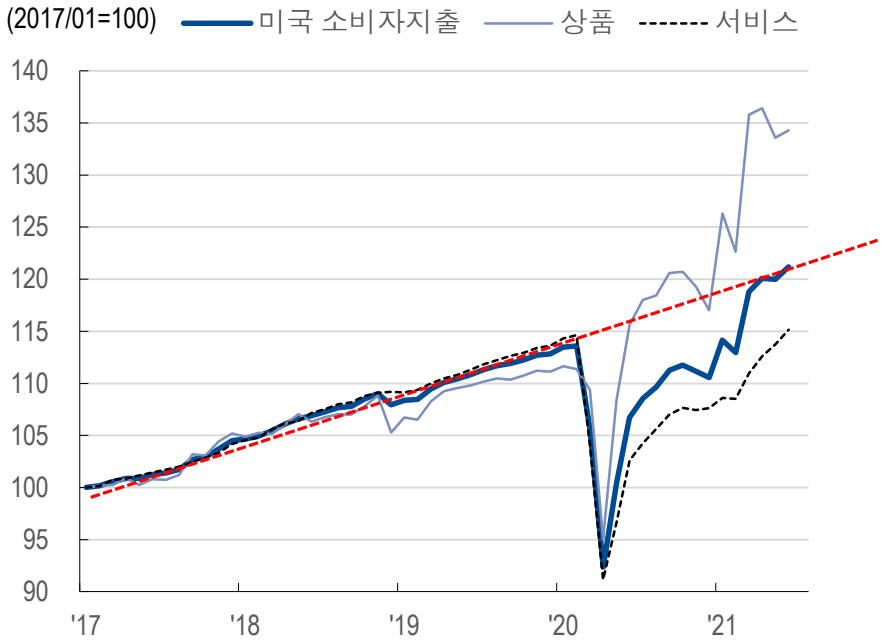
미국은 상품 소비에서 서비스 소비로 이동 중

미국 소비자 지출에서 서비스가 차지하는 지출은 65%



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미국 경기회복의 양극화



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

선진국 외부활동 확대, 상품 수출 중심 신흥국에는 크게 도움되지 않음

- 미국 질병통제예방센터(CDC)는 델타 및 감마 변이를 조심스럽게 접근하고 있지만, 미국 국민은 백신 접종률 확대되며 이미 활발히 외부 활동 중
- 미국 소비 행태의 변화는 상품 수출 중심인 신흥국의 모멘텀에 크게 도움 되지 않음

이미 활발한 선진국 외부 활동

자료: LA TIMES, NH투자증권 리서치본부

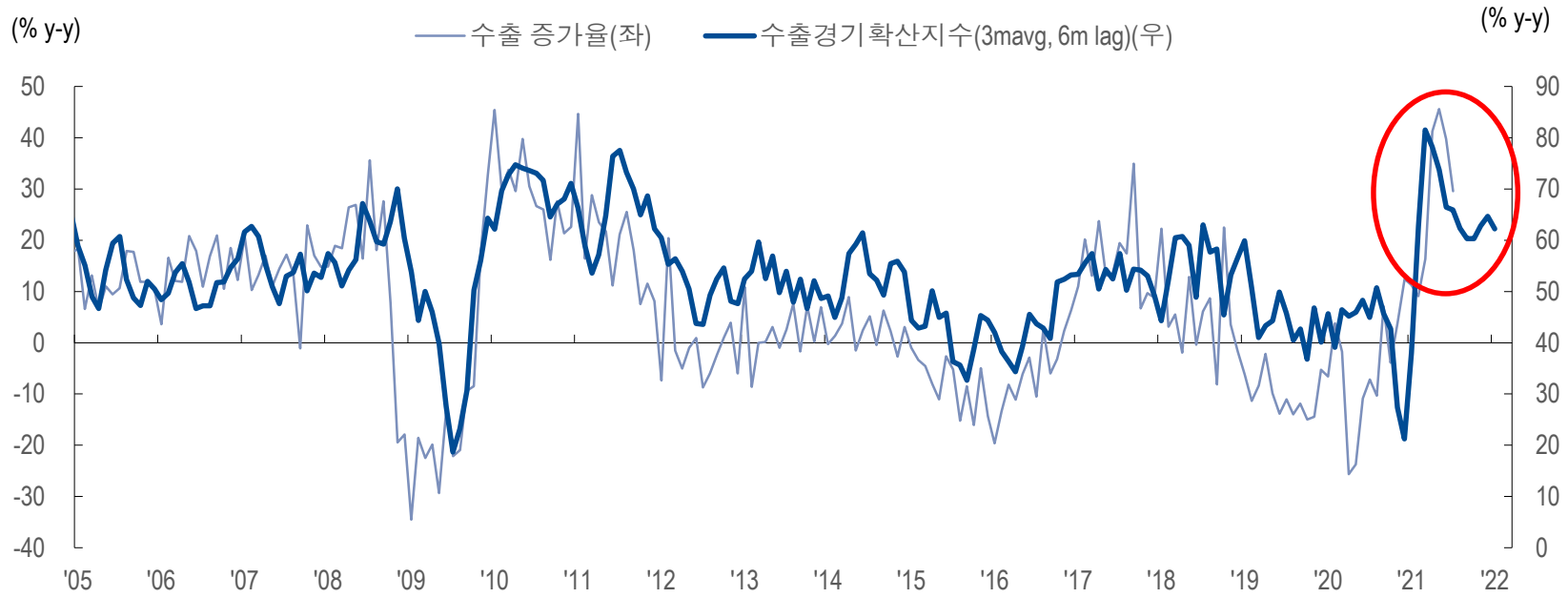
베트남 제조업, 봉쇄조치 및 미국 소비 변화 영향으로 부진

자료: IHS Markit, NH투자증권 리서치본부

한국, 수출 증가율은 완만하게 둔화 전망

- 한국 수출 경기에 6개월 가량 선행하는 것으로 알려진 수출경기확산지수는 2022년 1월까지 둔화
- 수출 경기는 Peak out했지만, 수출 증가율은 완만하게 둔화

국내 수출에 6개월 가량 선행하는 수출경기확산지수는 연말까지 수출 증가율 둔화를 시사



자료: 한국 무역통계진흥원, NH투자증권 리서치본부

이슈(3) : 위드 코로나

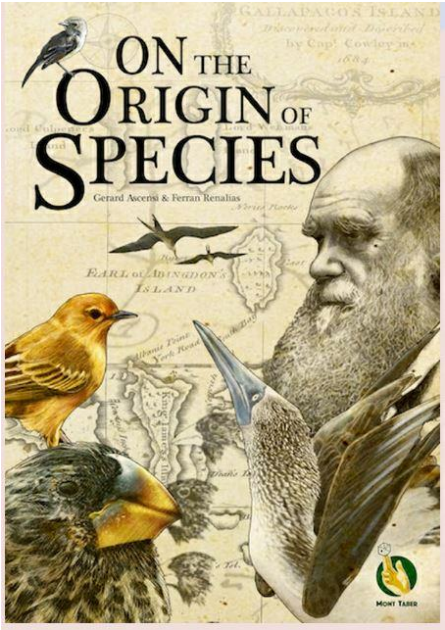
일본 나라공원(奈良公園) 사슴들의 선택

자료: mothership.sg, NH투자증권 리서치본부

바이러스와 인류는 공생하는 방향으로 진행

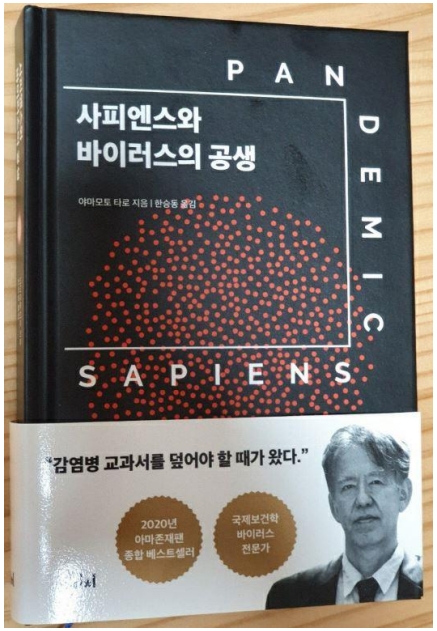
- 앞으로도 델타 변이와 같은 현상은 반복될 수 있음. 코로나의 완전 박멸보다는 인류와의 공생을 모색해야 할 가능성. 영국, 싱가포르 등 백신 선도국들은 이를 염두에 두고 코로나 대응 방침을 중앙정부 주도 규제 대신 개인 자율 방역으로 선회 중
- 바이러스의 진화(자연선택) 과정을 보면 일반적으로 전파력은 높아지지만 치명률은 낮아지는 방향으로 변이한 바이러스가 우세종이 되는 경향. 이 편이 해당 바이러스 종 전체가 생존하는데 유리하기 때문

진화론은 생명체가 생존에 유리한 방향으로 진화한다는 이론



자료: Google, NH투자증권 리서치본부

바이러스 또한 생존에 유리한 방향으로 진화(변이)

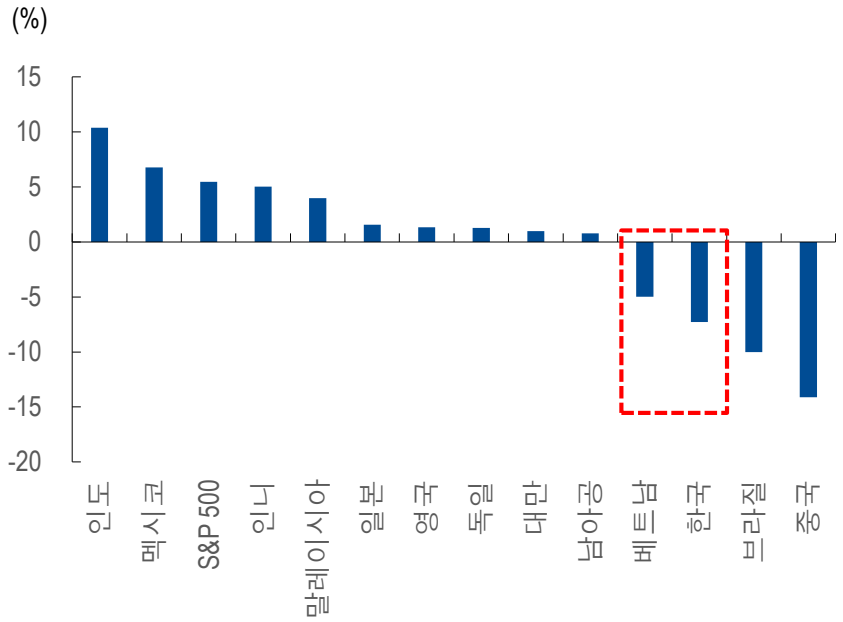


자료: Google, NH투자증권 리서치본부

백신과 이동제한 정책에 따른 디커플링

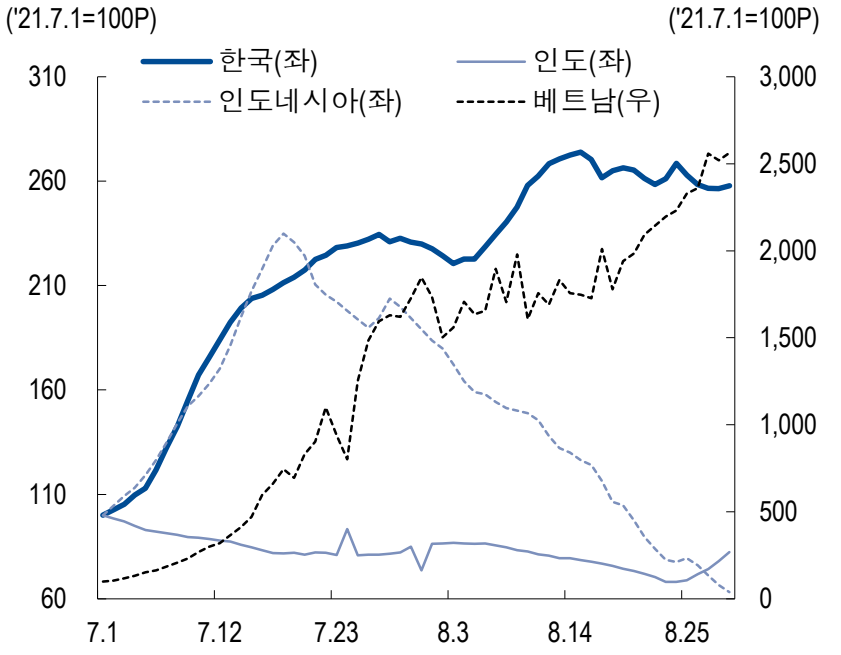
- 델타 변이 바이러스가 가파르게 확산되기 시작한 7월 이후 주요 국가 주식시장의 성과는 델타 변이 영향에 따라 엇갈림. 확진자 수 증가에도 백신 접종 속도가 빠른 미국과 유럽의 주식시장은 양호한 성과를 기록
- 신흥국 중에서는 집단 면역에 도달한 것으로 예상되는 인도와 확진자 수 증가 추세가 둔화되고 있는 인도네시아 주식시장이 상승. 반면, 델타 변이 확산과 락다운 정책이 강화된 베트남과 한국 주식시장이 가장 부진했음

7월 이후 주요 국가 주식시장 성과



주1: 8월 31일 기준
주2: 주요국 MSCI 지수 추종 미국 상장 ETF의 성과
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

7월초 대비 코로나19 확진자 수 추이

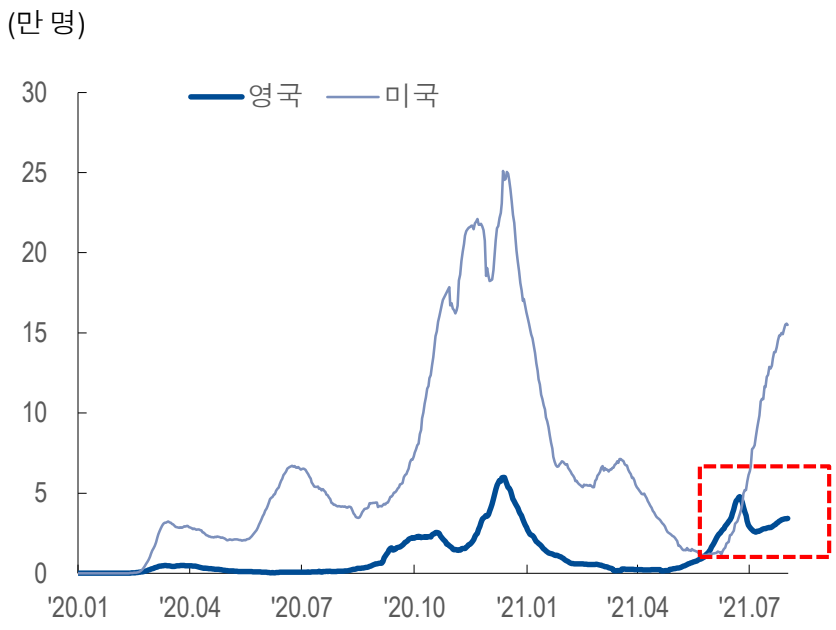


주: 7월 1일 대비 일간 사망자 수의 7일 이동평균 추이
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

영국은 위드(With) 코로나 전환 시작

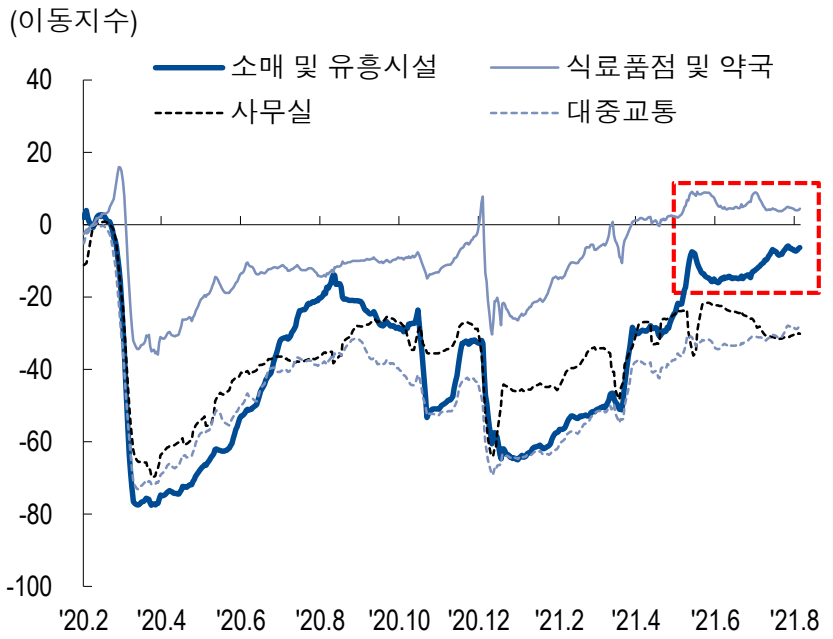
- 미국에 앞서 델타 변이가 확인된 영국의 경우 7월말부터 신규 확진자 수가 감소 추세로 전환. 최근 다시 확진자 수가 일부 증가했으나 이전 7월말 대비로는 낮은 수준을 유지
- 영국은 7월부터 이동 제한조치를 해제하며 위드 코로나로 전환을 시작. 이에 이동지수는 사무실과 대중교통을 제외하면 코로나19 이전 수준에 근접

델타 변이가 먼저 확산된 영국에서 확산세 둔화



주: 일간 신규 확진자 수의 7일 이동평균
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

영국은 델타 변이 확산에도 이동지수 코로나19 이전 수준 회복

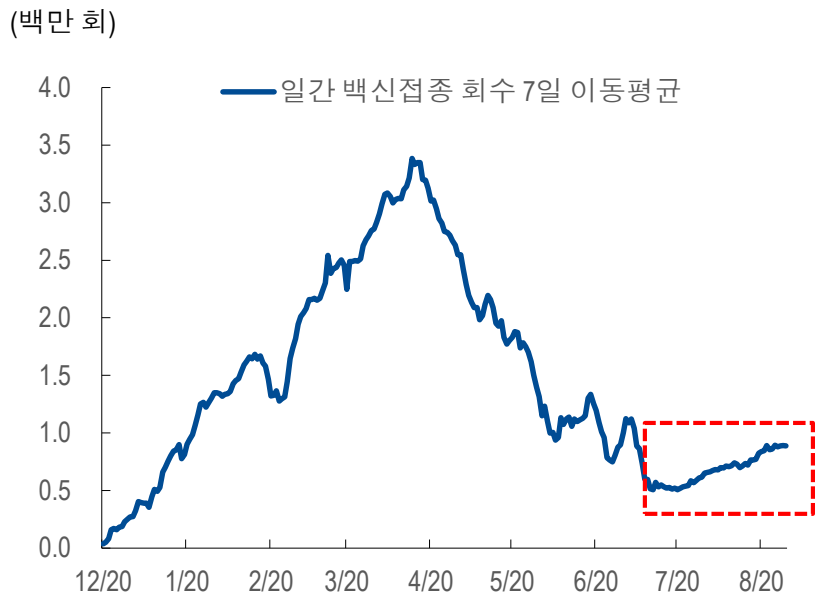


주: 구글 이동지수의 7일 이동평균
자료: Google, NH투자증권 리서치본부

미국도 영국의 사례를 따라갈 것

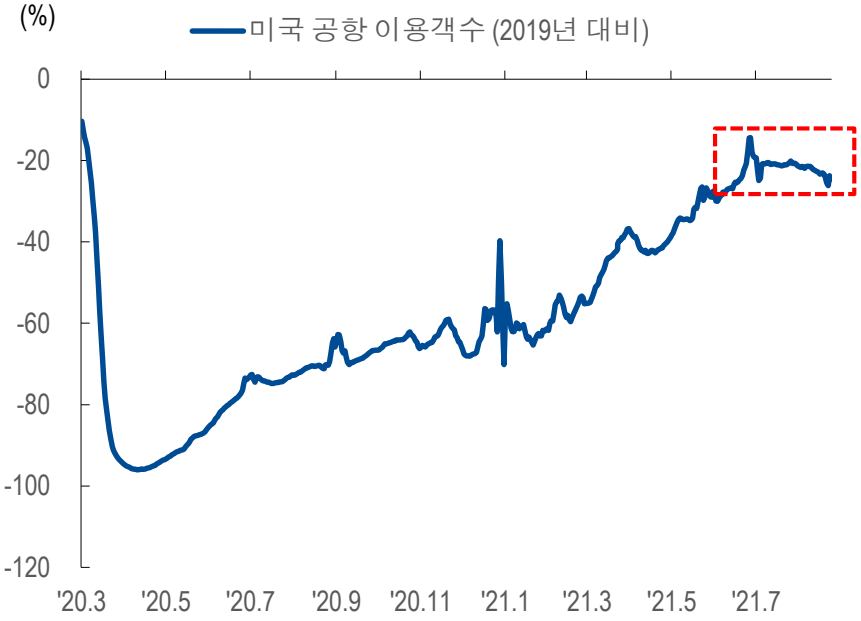
- 미국은 델타 변이 확산에 따라 경제활동 재개 추세가 다소 주춤. 최근 주요 기업들의 백신 의무화 정책 등에 따라 백신 접종 속도가 다시 빨라지고 있음. 영국의 사례를 보면 미국도 연내 위드 코로나로 전환을 시도할 수 있을 것으로 전망

미국의 백신 접종 속도가 다시 빨라지고 있어



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

델타 확산으로 미국 공항 이용객 수 회복 지연



주: 미국 공항 이용객수 7일 이동평균의 2019년 대비 증감율
자료: TSA, NH투자증권 리서치본부

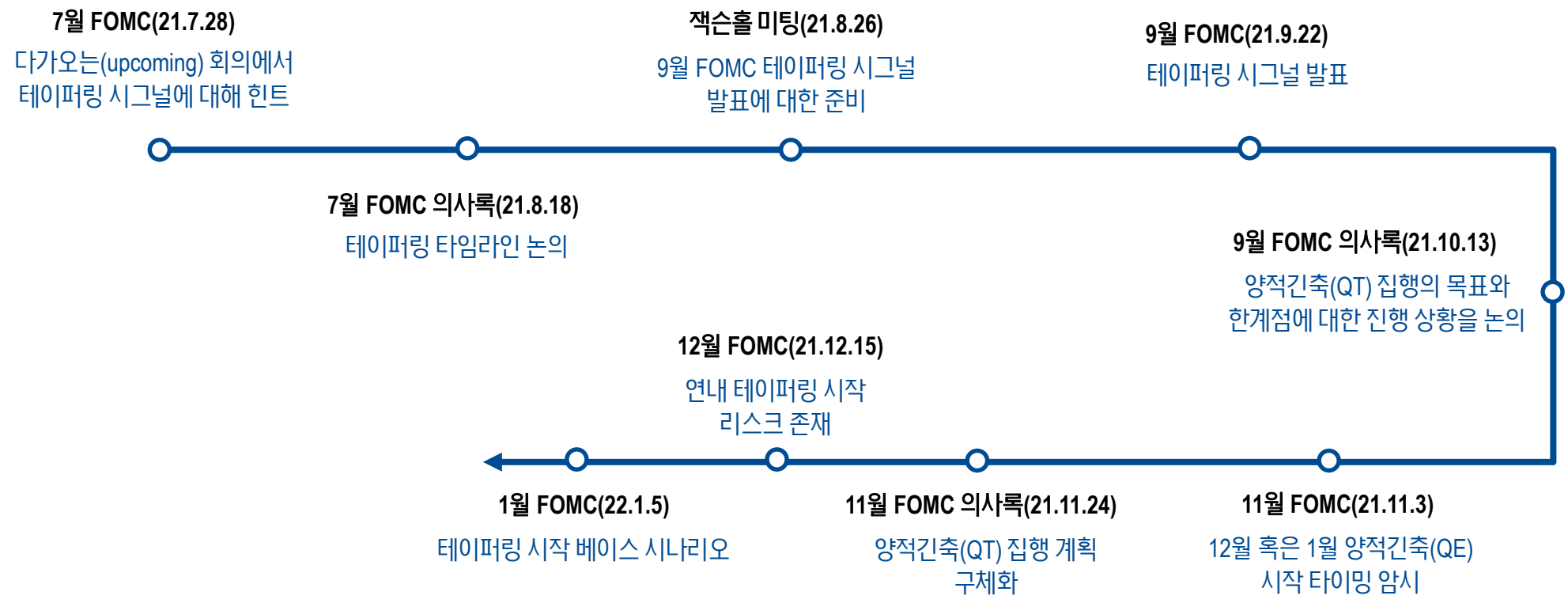
이슈(4): 테이퍼링의 목적은? 긴축보다는 자산 시장 정상화 시도

테이퍼링과 기준금리 정책 비교: 테이퍼링은 실물 시장보다는 자산 시장을 타기팅하는 전략

자료: NH투자증권 리서치본부

미국 연준, 테이퍼링을 늦추지 않을 것

예상 테이퍼링 타임라인

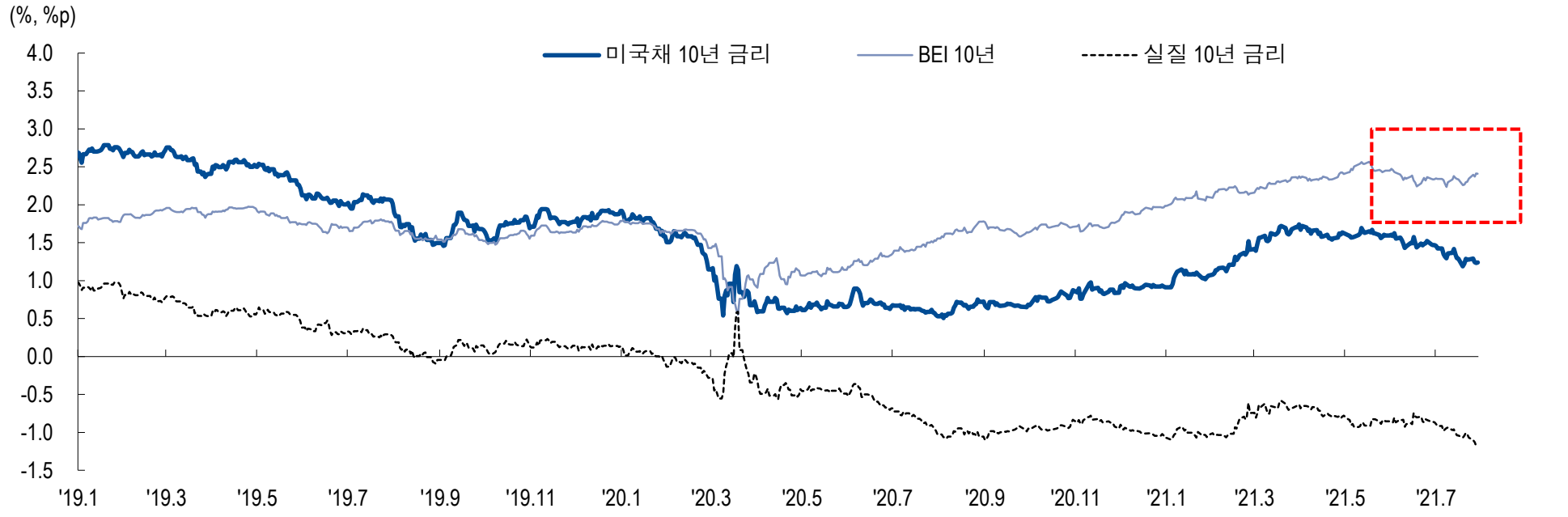


자료: BofA, NH투자증권 리서치본부

미국 장기금리는 인플레이션 기대치로 수렴 예상

- 가파르게 하락한 미국채 명목금리와 달리 기대인플레이션(BEI)는 2.3~2.4% 수준에서 안정적으로 유지

미국 10년 기대인플레이션은 2.3~2.4% 선을 유지하고 있어

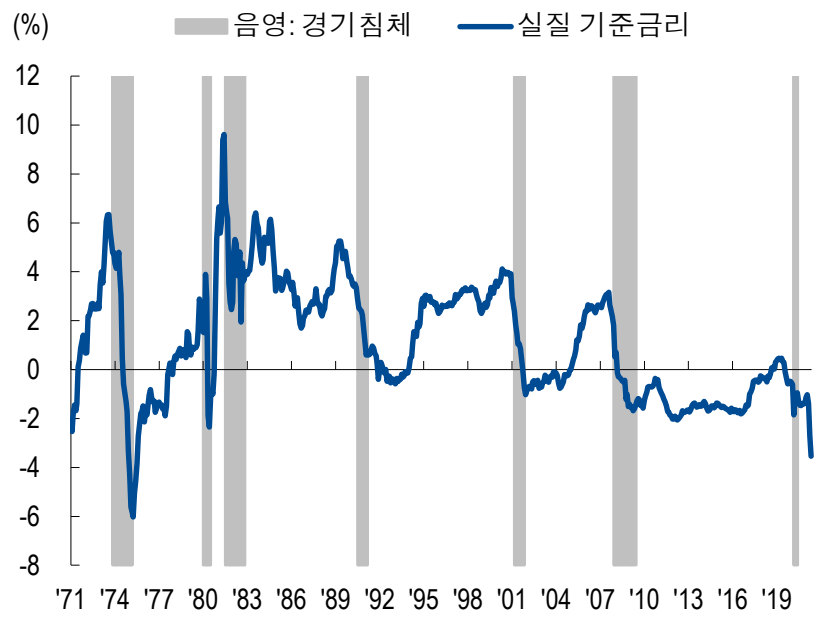


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

약세장 진입은 금리인상 이벤트를 반영할 때

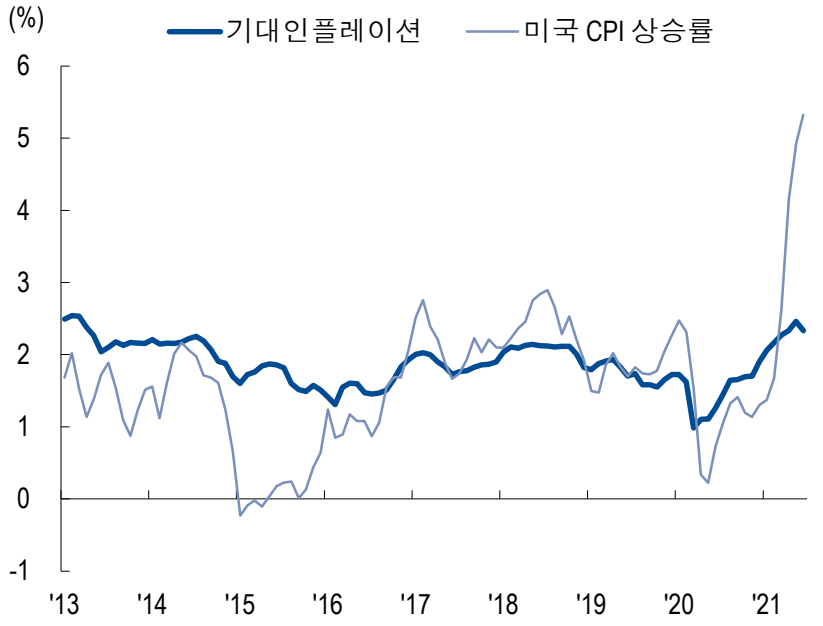
- 7월 15일 하원 보고에서 파월 의장은 인플레이션에 성급하게 대응하는 것은 실수라고 발언
- 물가 상승률이 높아지는 초기 단계에서 즉시 금리를 올리거나(2011년 유럽), 양적완화를 중단한(2006년 일본) 사례를 염두에 둔 것으로 보임. 당시 이들 지역은 통화정책을 전환한 이후 기대인플레이션 하락
- 이를 감안하면 연준의 기준금리 인상 시점은 2023년 말 이후로 보는 것이 합리적이며 이 과정에서 기대인플레이션은 2%를 유지하는 형태일 것으로 전망

실질 기준금리가 높아진 후에 경기침체



자료: 미국연방준비제도, 미국노동통계국, NH투자증권 리서치본부

기대인플레이션, 2% 이상을 유지



자료: Fred, NH투자증권 리서치본부

이슈(5) : KOSPI, 미국과 다른 한국

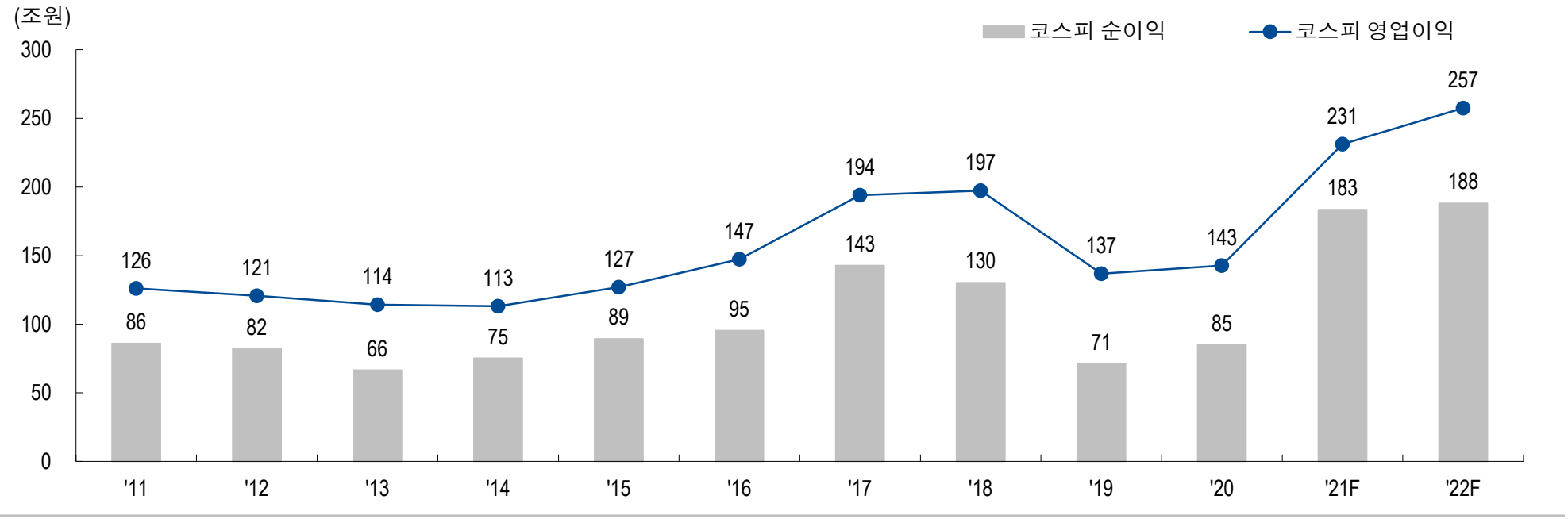
KOSPI 시나리오

자료: FnGuide, KRX, NH투자증권 리서치본부

한국 기업의 내년 이익 증가율은 크지 않음

- 올해 KOSPI는 분기별로 50조원 이상, 연간으로 200조원 이상의 영업이익을 달성할 전망. 지난해 대비 높아진 기업이익에 대한 기대는 시장에 반영되었다고 판단.
- 현재 전망치상 내년 매출액, 영업이익, 순이익은 올해 대비 각각 7.3%, 11%, 4.0% 증가

KOSPI, 연간 영업이익과 순이익

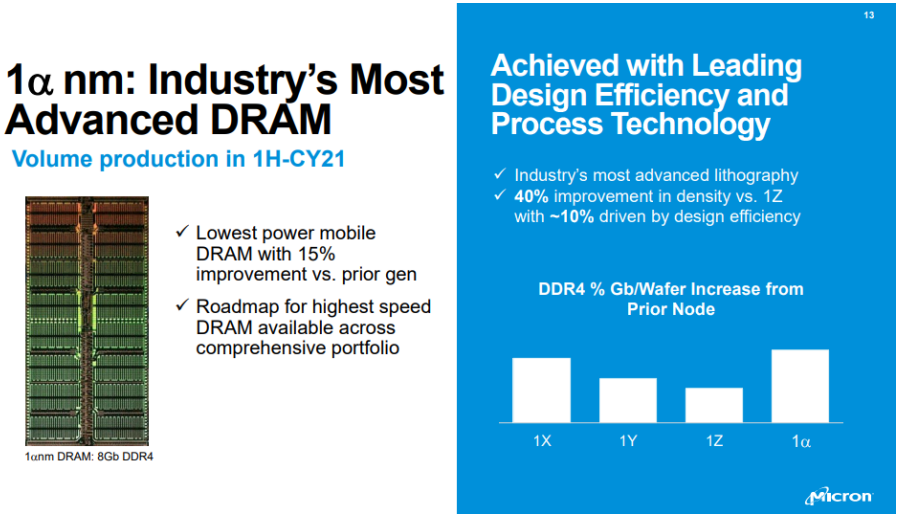


자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

이슈(6) : 삼성전자를 추월한 마이크론 기술력

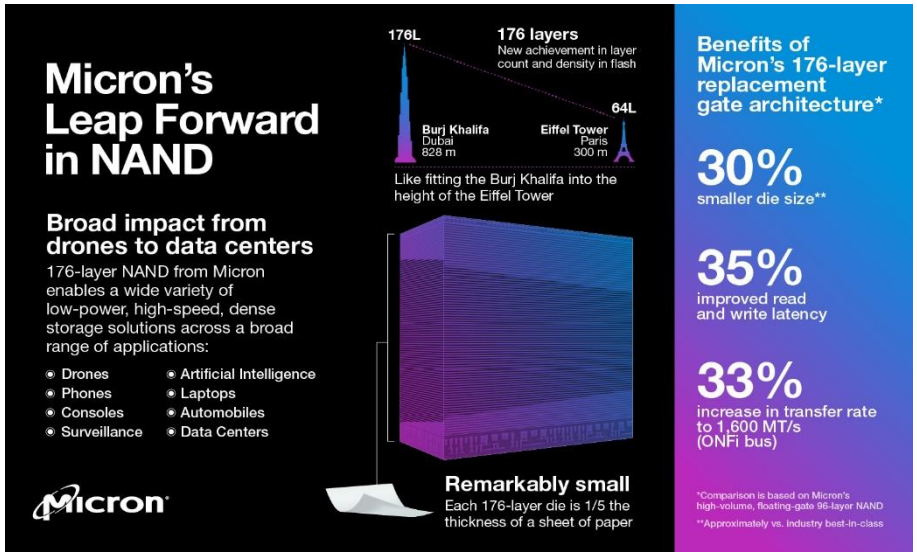
- 마이크론이 2021년 1월 1αnm DRAM을 세계 최초로 개발했다고 발표. 2020년 11월 발표한 176단 3D NAND 개발도 세계 최초
- 연구소 수준의 성과를 발표한 것이 아닌 실제 양산에 들어간 시점을 발표한 것. 발표한 제품의 디테일도 수준이 높음
- DRAM, NAND 모두 2~3위에 머물러있던 과거와 확연히 다른 모습. 최고의 기술력을 유지하던 국내 메모리 반도체 업체의 최근 개발력 저하와 상반된 모습

마이크론이 세계 최초로 개발한 1αnm DRAM



자료: 마이크론, NH투자증권 리서치본부

마이크론 176단 3D NAND. 88층 더블 스태킹 기술 적용

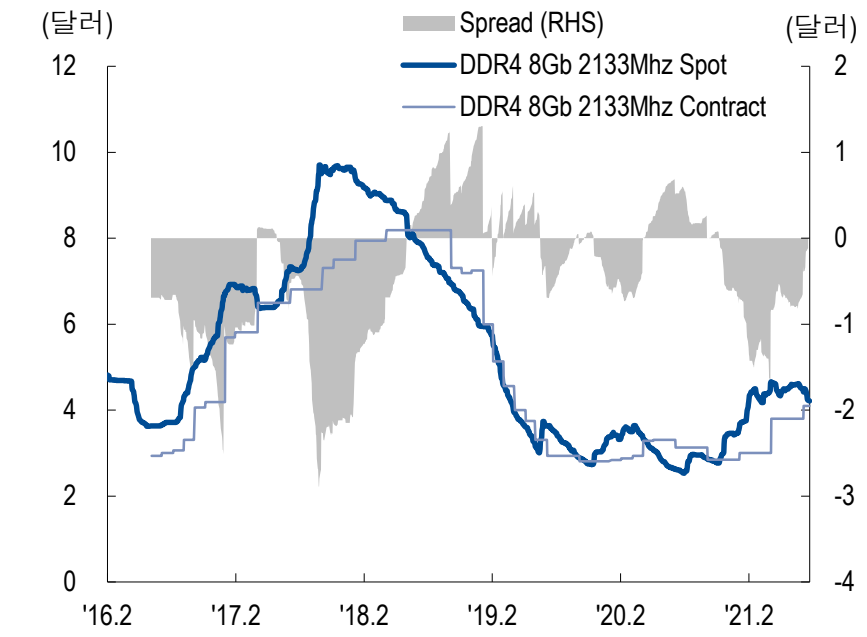


자료: 마이크론, NH투자증권 리서치본부

DRAM 가격 상승세 둔화 전망이 삼성전자 실적에 미칠 영향을 예의주시

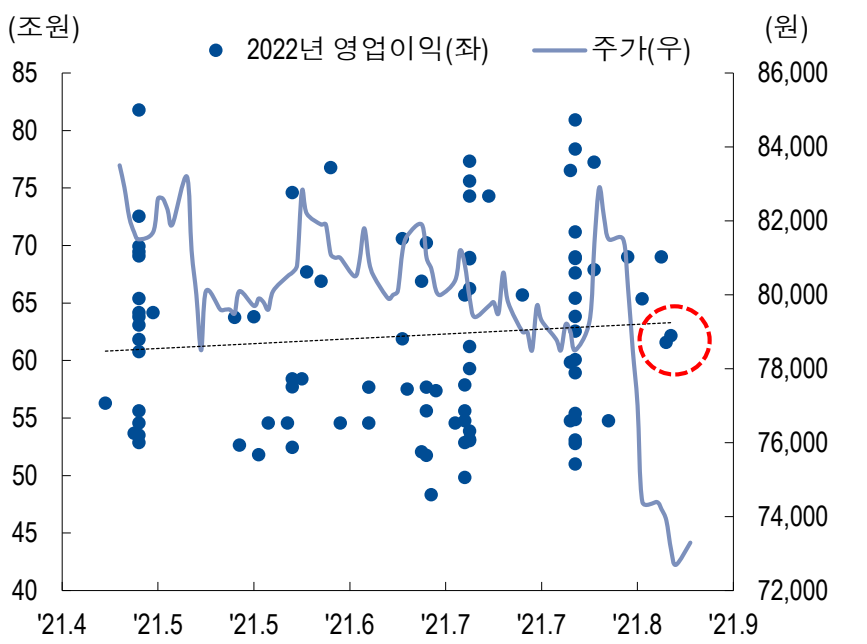
- 삼성전자는 현재 DRAM이 실적 개선을 주도 중
- 그러나 당사는 DRAM 가격 흐름을 3Q21 고점 형성 후, 4Q21 상승세 둔화 시작으로 예상하고 있음
- DRAM 가격 사이클 논란은 여전히 존재. 이에 내년 삼성전자의 영업이익은 최대 80.9조원, 최소 50.9조원으로 다소 폭넓게 전망됨. 삼성전자 내년 실적 전망치의 방향성이 내년 KOSPI 이익 체력 유지 여부를 결정하는 주요인이 될 것

DRAM 가격 동향



자료: DRAMeXchange, NH투자증권 리서치본부

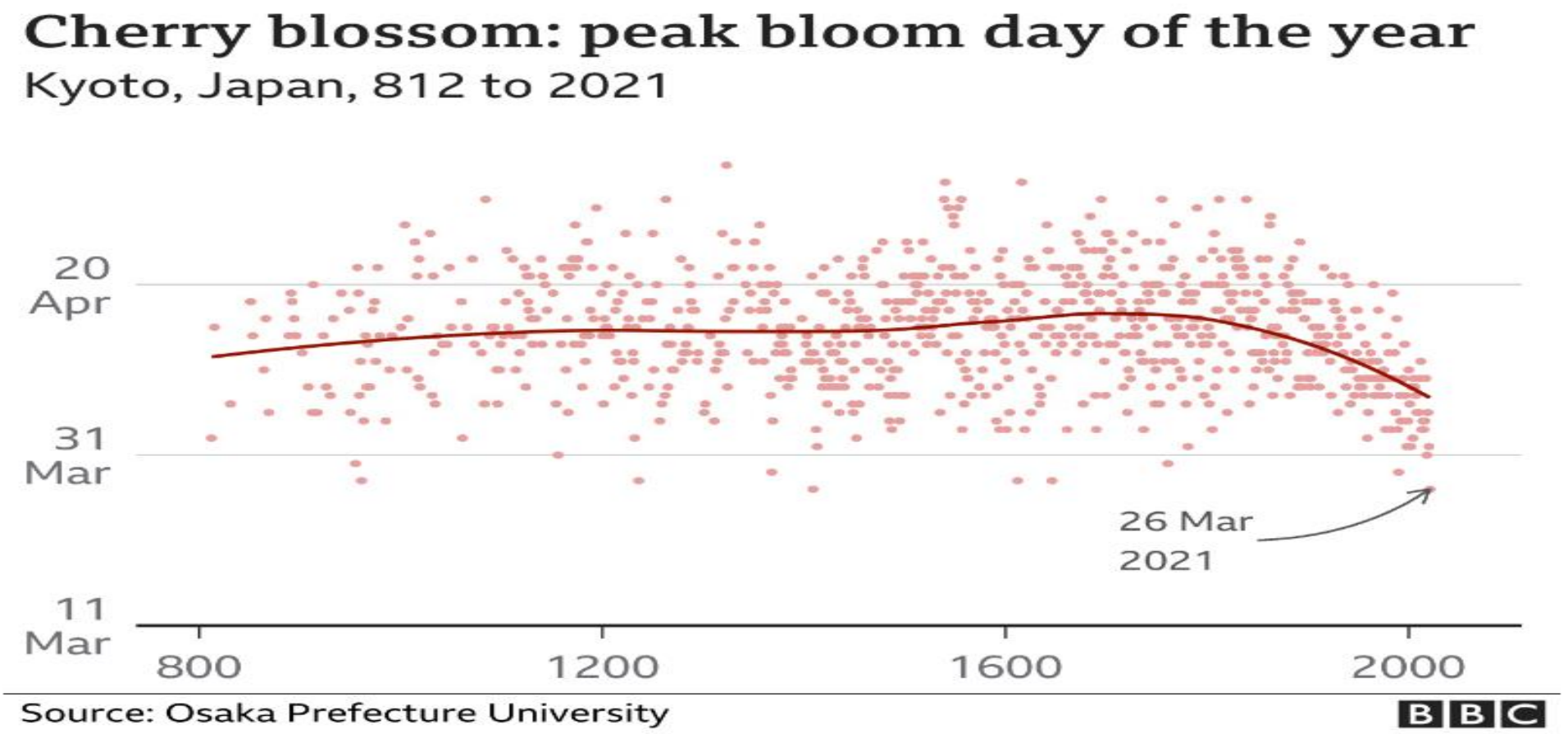
애널리스트별 삼성전자의 2022년 영업이익 전망



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

이슈(7) : 시대정신이 된 환경 테마

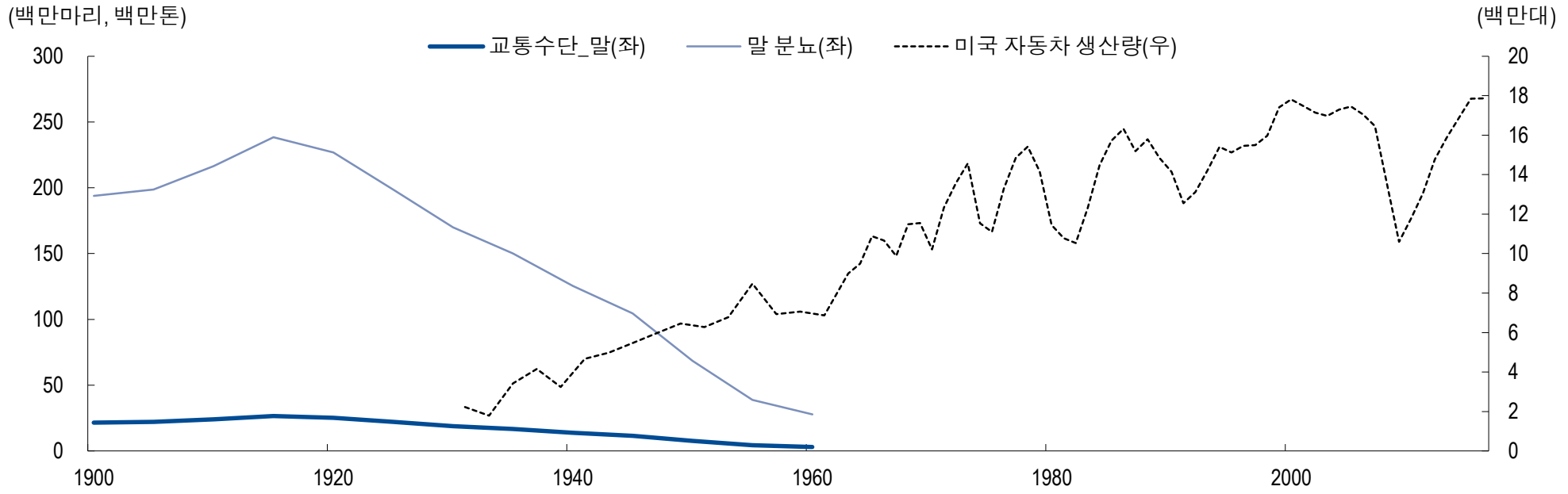
올해는 1,300년 역사상 교토의 벗꽃이 가장 빨리 핀 해



자료: BBC, NH투자증권 리서치본부

반복된 역사의 경험

마차와 미국 자동차 생산량 추이



자료: Ward's Communications, Ensminger, NH투자증권 리서치본부

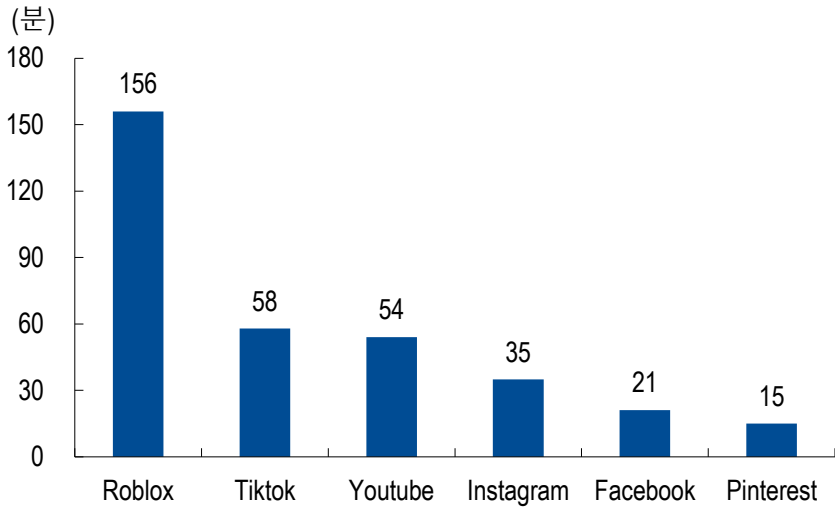
이슈(8) : 메타버스를 바라보는 관점

- '아바타(Avatar)' 하면 기성세대는 제임스 카메론 감독의 2009년 영화 아바타를 떠올리지만, 10대들은 네이버Z가 서비스하는 '제페토'의 아바타를 떠올림
- 2020년 미국의 10대들은 하루 중 로블록스에 평균 156분 접속했는데 2위인 틱톡 58분, 3위 유튜브 54분에 비해 훨씬 길었음
- 세계 최대 스트리밍 사업자 넷플릭스 CEO, 우리의 경쟁자는 디즈니 플러스가 아니라 포트나이트(메타버스 플랫폼으로 진화를 예고한 게임). 스트리밍 사업자의 경쟁자가 게임회사?
- **메타버스로 인해 산업간 경계가 무너지고 경쟁판도가 바뀌는게 OTT, SNS, 인터넷 플랫폼 산업에만 적용되는 이야기가 아님**

당신이 생각하는 아바타(Avatar)는?

자료: 구글, 제페토, NH투자증권 리서치본부

미국 10대들은 하루에 156분 로블록스에 접속

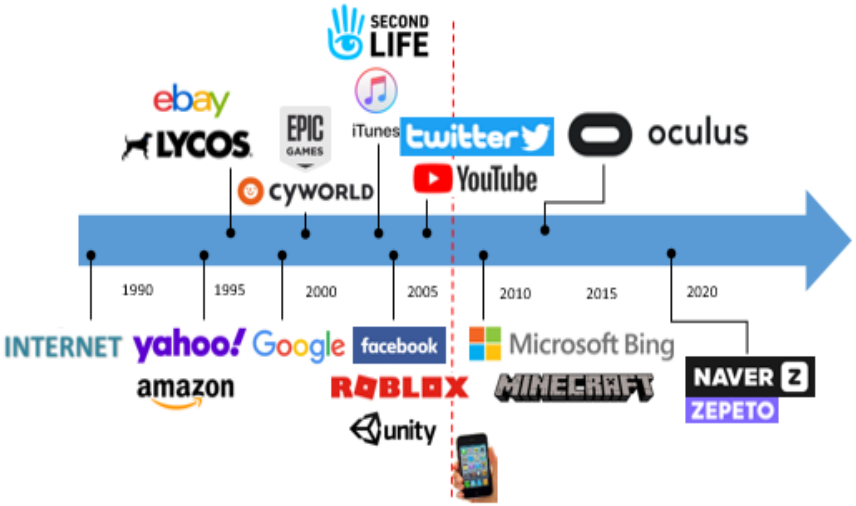


자료: SENSORTOWER, NH투자증권 리서치본부

메타버스 내 텐배거 기업이 존재

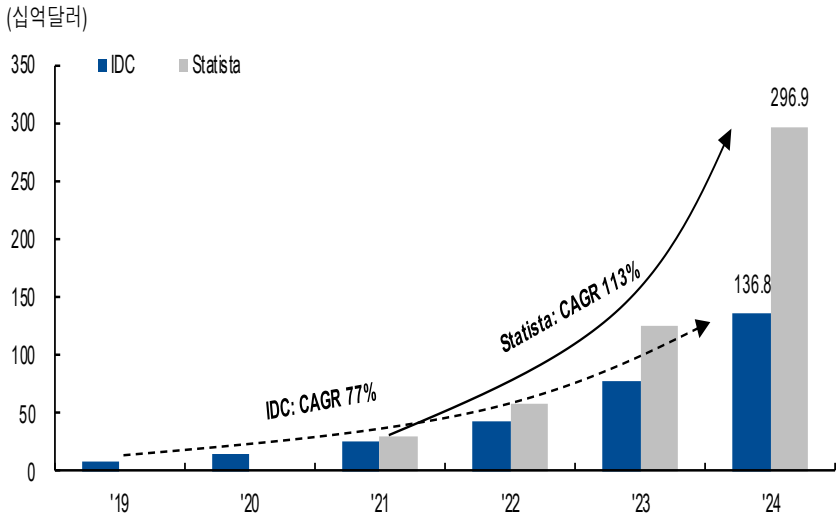
- 인터넷의 새로운 버전. 현실과 단절되지 않고 연속성을 갖는 가상의 공간.
- 현실을 보완하고 편리하게 해주며, 현실 세계에서 이루지 못하는 것들을 시도 할 수 있음. 현실 세계와의 사회적, 경제적, 정치적 연관성을 가질 수 있음
- XR(증강현실, 가상현실, 혼합현실을 아우르는 개념) 시장 규모는 연평균 77% 성장해 규모는 2021년 300억달러에서 2024년 3,000억달러 전망

인터넷 시대를 주도한 기업, 메타버스에서 기대되는 기업?



자료: NH투자증권 리서치본부

AR/VR/MR 시장규모 2024년까지 6~10배 커질 전망

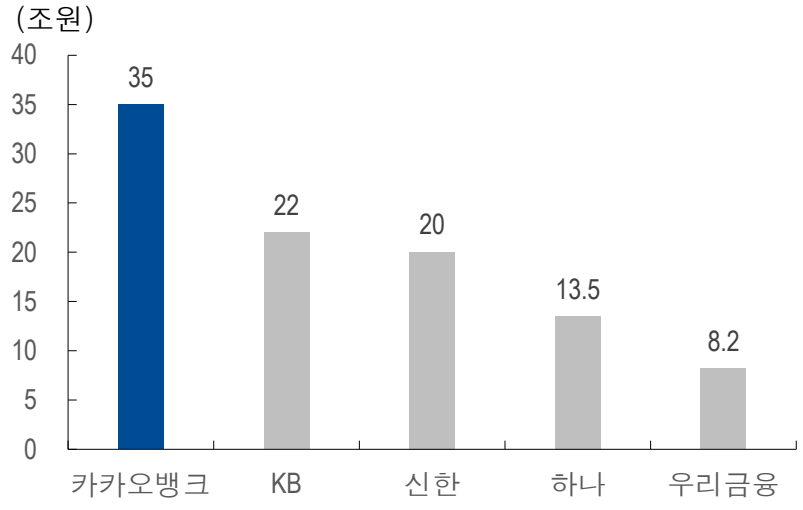


자료: IDC(20.6), Statista.com, NH투자증권 리서치본부

Why 메타버스에 관심을 가져야 하는가?

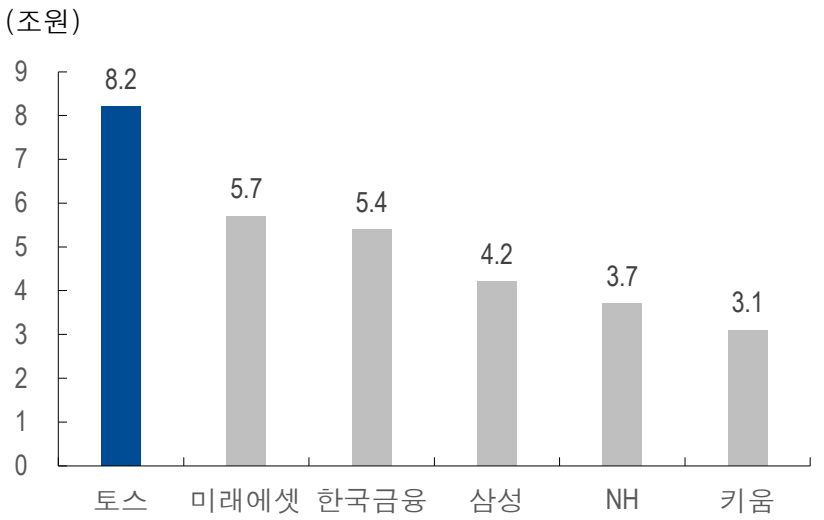
- 인터넷의 다음 버전인 메타버스는 또 다른 기회가 될 것
- 차세대 금융서비스 소비자인 밀레니얼 세대가 익숙한 디지털 공간에서 지배력을 갖는 사업자가 증권업을 주도할 것으로 예상

카카오뱅크와 주요 시중은행 시가총액 비교



주: 2021년 8월 11일 종가 기준
자료: NH투자증권 리서치본부

토스 가치와 시중 주요 증권사 시가총액 비교



주: 토스는 2021년 6월 투자유치 기준 가치. 증권사는 2021년 8월 11일 종가 기준
자료: NH투자증권 리서치본부

메타버스(Metaverse)

- **메타버스란 가공, 추상을 의미하는 ‘Meta(초월 · 가상)’ 와 현실 세계를 의미하는 'Universe(세계 · 우주)'의 합성어로 3차원 가상세계를 의미**. ASF는 메타버스를 "가상적으로 강화된 물리적 현실과 물리적으로 지속되는 가상 공간의 융합” 으로 정의
- 메타버스라는 용어는 닐 스티븐슨(Neal Stephenson)이 1992년 출간한 SF 소설 '스노우 크래쉬(Snow Crash)'에 처음 등장
- 가상세계를 이해하는데 도움이 되는 영화 이어원. 가상세계의 키워드는 아바타, 대표적인 사례는 로블록스
  1)2020년 4월 래퍼 트래비스 스콧이 3인칭 슈팅 게임인 포트나이트(Epic Games, 2003년 출시)의 가상 공간에서 개최한 공연,
  2)2020년 9월 방탄소년단이 포트나이트에서 다이너마이트의 안무 버전을 세계 최초로 공개,
  3)2020년 9월 블랙핑크가 증강현실 아바타 서비스인 제페토(네이버Z, 2018년 출시)에서 연 가상의 팬사인회(4,600만명 이상 방문)

가상 현실 영화 레디플레이어원

자료: 구글, NH투자증권 리서치본부

블랙핑크 가상 팬사인회

자료: 구글, NH투자증권 리서치본부

ASF가 제시한 메타버스의 4가지 개념

가상 세계 (Virtual Worlds)	- 현실 세상에는 존재하지 않는 가상의 세계 - 로블록스 , 포트나이트 , 제페토
거울 세계 (Mirror Worlds)	- 실제 세계의 모습 , 정보 , 구조 등을 가져가서 복사하듯 만든 세계 - 구글어쓰 , 네이버지도 , 거리뷰 , 업랜드
증강 현실 (Augmented Realty)	- 일상의 물리적 환경에 가상의 사물 및 인터페이스 등을 겹쳐 놓은 것 - 포켓몬고 애플글래스
라이프로깅 (Lifelogging)	- 인간의 대화 , 생각 , 신체 , 움직임 , 경험 등의 정보를 기록하고 활용 - 싸이월드 , 카카오톡 , 애플워치 , 나이키트레이닝클럽

투자 관점의 메타버스 – 밸류체인 분석

인프라	- 5G, 클라우드, 블록체인에 해당. 최선호주 마이크로소프트 - 지연시간이 짧고 빠른 네트워크, 데이터센터 요구, 클라우드 업체 수혜
하드웨어	- VR헤드셋, AR글래스, GPU 수혜: 최선호주 엔비디아, 애플 - AR/VR디바이스 대중화는 애플이 주도, 그래픽 처리 GPU 필수적
소프트웨어/콘텐츠	- 다채로운 콘텐츠 필요, AR/VR콘텐츠 제작에 필수 SW 유니티 최선호 - 유니티, 언리얼엔진(Epic Games, 비상장)이 시장 과점
플랫폼	- 플랫폼은 네트워크 효과와 트래픽 싸움: 로블록스 페이스북 수혜 - 로블록스 대장주, 초대형 메타버스 플랫폼 진화 가능성 높은 페이스북

End of DOC