

**Weekly  
Issue**  
2022.01.17

# Daishin's View

매크로팀  
투자전략팀  
글로벌전략팀



# Contents

## **Asset View & Strategy**

▶ 3p

[Macro] 향후 미국 가계 소비여력에 대한 전망

[투자전략] 끝이 아닌 시작이라면?

[글로벌전략] 美 증시, 해석을 달리하기 시작하다

[국내채권] 1월 금통위: “기준금리 인상에도 여전히 완화적”

[원자재] 2022년 비철금속 시장 전망

## **Appendix**

▶ 18p

1. 경제/원자재 전망 요약표

2. 주간 주요 증시일정

# Asset View & Strategy

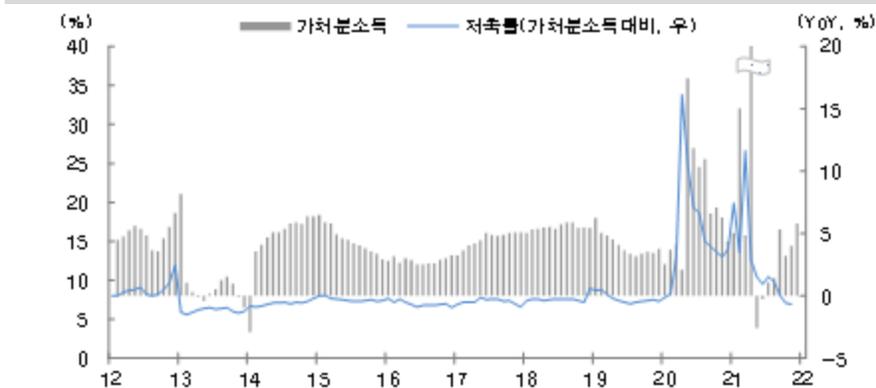
## Macro

## 향후 미국 가계 소비여력에 대한 전망

Economist 이다은 daeun.lee@daishin.com

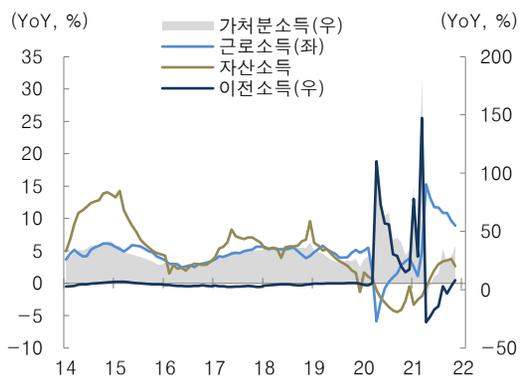
- 12월 미국 소매판매가 5개월만에 감소 전환하였다. 고물가와 코로나19 재확산에 따른 영향이 강했지만, 미국 가계의 소비여력이 점차 줄어들고 있다는 신호일 가능성도 존재한다.
- [저축액] 코로나19 이후 가계소비여력을 측정할 때 대표적인 지표가 가계의 초과저축액이다. 현재 미국 가계 잉여저축액은 약2.7조달러 정도로 추정되고 있다. 최근 저축률이 하락하면서 초과저축액 규모는 줄어들고 있지만 여전히 한달 소매판매액의 4.3배에 달하는 규모로 올해 미국 소비를 충분히 지탱하고 남은 여력이다.
- [이전소득] 다만, 지난해 미국 저축 및 소비의 핵심이었던 재정지원이 감소하고 있다는 점은 우려되고 있다. 바이든 행정부가 추진해오던 사회복지 인프라 법안이 좌초되면서 아동세액공제 등 대부분의 코로나 지원 법안이 지난해 12월로 종료되었다. 이에 따라 12월 미국 재정적자는 크게 축소되었으나 하류층을 중심으로 소비가 둔화될 가능성이 제기되고 있다. 해당 법안이 바이든 정부의 핵심 공약인 만큼 올해 협상이 재개될 것으로 예상되나 통과 여부는 불확실하며, 규모는 1.7조달러에서 축소될 가능성이 높다.
- [근로소득] 더불어 노동자 우위의 고용시장이 지속되면서 가계의 근로소득도 증가하고 있다. 하지만 지난해부터 미국 CPI가 5~7%대의 상승률은 지속하면서 실질적인 소득은 감소하고 있는 상황이다. 미국 소비자물가가 당분간 높은 수준을 유지할 것으로 예상됨에 따라 고물가에 따른 소비심리 위축 압력은 지속될 것으로 예상된다. 그러나 임금소득의 하방경직성을 감안할 때 가계의 영구적인 소비 여력이 증가했다는 점에서 물가 둔화시 미국 소비를 견인하는 원동력이 될 것이라 판단한다.
- [자산소득] 연준의 금리인상에 대한 기대감이 강해지면서 30년 만기 모기지 금리도 1월 7일 3.52%로 코로나19 이후 최고치를 기록하였다. 이로 인해 올해 가계의 부채 상환 부담은 가중될 전망이다. 가계의 부채 상환 부담 증가는 소비를 줄이기도 하지만 주택 수요를 감소시켜 부동산 가격 하락을 통해 자산소득 감소로 이어질 수 있다는 점에서 간접적으로도 직간접적으로 소비감소에 영향을 미칠 것으로 예상된다.
- 누적된 잉여저축액과 가계의 가처분소득을 종합적으로 감안했을 때 미국 가계의 소비여력은 지난해에 비해 줄어들고 있다. 누적된 잉여저축액이 다른 소득 감소 요인들을 상쇄할 만큼 충분한 것은 사실이나, 경제 불확실성이 높은 상황에서 가계의 예비적 저축 성향이 강해지고 저축의 주체가 상류층이라는 점에서 저축이 그대로 소비로 이어질지는 미지수이다. 따라서 당분간은 미국 소비에 대한 불확실성이 지속될 것으로 판단한다.

그림 1. 미국 가처분소득과 저축률



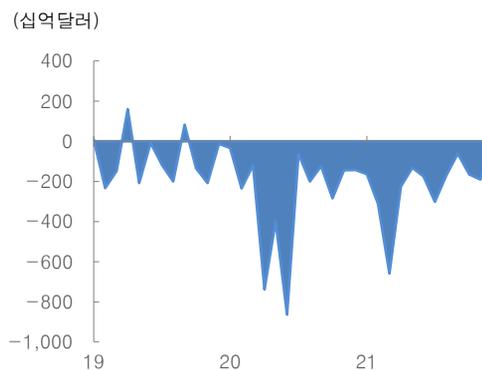
자료: BEA, 대신증권 Research Center

그림 2. 가계 소득(근로, 자산, 이전)



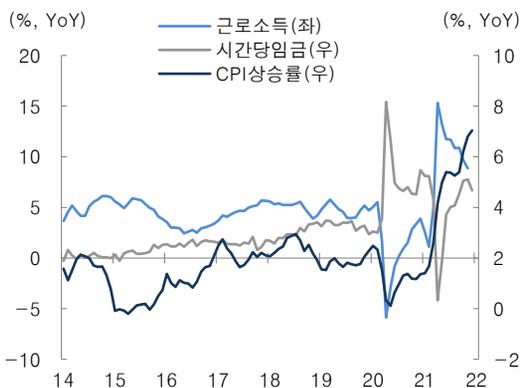
자료: BEA, 대신증권 Research Center

그림 3. 미국 재정적자(Government Deficit)



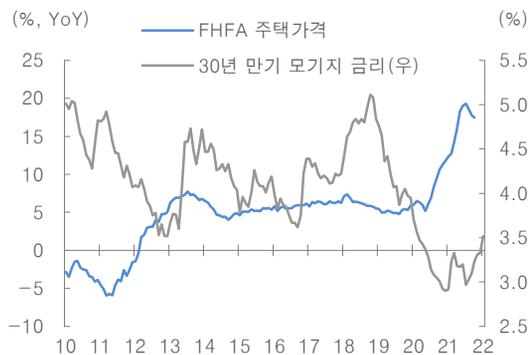
자료: Bureau of the Fiscal Service, 대신증권 Research Center

그림 4. 근로소득·시간당임금·CPI 상승



자료: BEA, BLS, 대신증권 Research Center

그림 5. 미국 주택가격과 모기지 금리



자료: FHFA, Mortgage Bankers Association, 대신증권 Research Center

## 끝이 아닌 시작이라면?

Strategist 이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

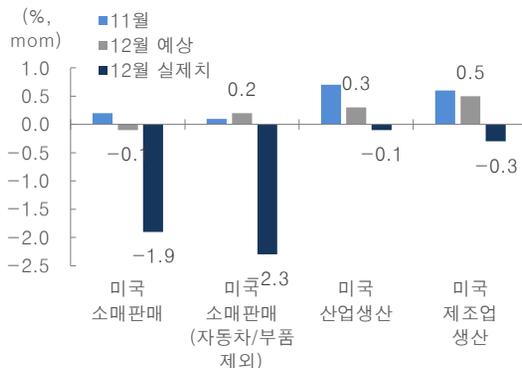
- 연초 이후 글로벌 금융시장은 미국 통화정책 이슈에 일희일비하고 있다. 특히, 12월 FOMC 의사록에서 QT(Quantitative Tightening)가 언급된 이후 QT 시행 시기, 속도에 대한 시장의 해석에 따라 급등락이 반복되었다. 사실 달라진 것은 투자심리뿐이다. 지난주 글로벌 금융시장에 유입되었던 안도감은 QT에 대한 과민반응이 정상화되면서 나타난 것으로 판단한다. 연준의 통화정책 스탠스는 변함이 없고, 미국 연방금리 선물 상승세는 지속되고 있다.
- 글로벌 금융시장이 미국 통화정책, QT 이슈에 몰입되어 있는 동안 더 중요한 것을 놓치고 있다. 바로 글로벌 경기 흐름이다. 필자는 그동안 여러 자료와 코멘트를 통해 1분기 글로벌 금융시장의 변동성을 높이는 근본적인 이유로 경기와 통화정책 간 엇갈린 흐름을 언급해왔다. 경기와 통화정책 사이의 거리가 좁혀져야 시장은 안정을 찾고, 추세반전을 모색할 수 있다는 판단이다. 그러나 현실은 정반대이다. 매파적인 통화정책 스탠스는 여전히 가운데 경기 불확실성은 커지고 있다. 경기와 통화정책 간의 간극이 더 확대될 가능성을 경계해야 한다.
- 연초 이후 미국 경제지표는 부진한 흐름을 이어가고 있다. 미국 ISM 제조업 지수 예상치 하회, 미국 신규 고용자수 쇼크에 이어 지난 주말에는 소매판매, 산업생산, 미시간대 소비자신뢰지수 모두 예상치를 하회했다. 지난달 보다 경기둔화 양상이 뚜렷하다. 투자자들이 펀더멘털을 바라보는 눈높이가 높았다는 의미이자, 펀더멘털에 대한 기대가 실망감으로 전환될 가능성에 대한 경계를 강화해야 한다는 의미이다.
- 필자가 최근 투자자들에게 보수적인 대응, 방어적인 전략을 강조하는 이유는 글로벌 금융시장 변동성 확대가 끝이 아닌 시작일 가능성이 높기 때문이다. 그동안 매파적인 통화정책 스탠스 부담에도 버틸 수 있었던 경기회복에 대한 기대가 더 후퇴할 것으로 예상된다.
- 무엇보다도 1월 이후 폭증세를 기록 중인 코로나19 상황이 경제에 미치는 영향력을 감안해야 한다. 지난 주말 글로벌 코로나19 확진자수는 312만명(7일 평균 274만명)에 달한다. 이전 고점대비 4배 가까이 확진자수 레벨이 높아진 것이다. 오미크론 변이 바이러스가 우세종이 되면서 확진자수 폭증이 진행 중이다.
- 물론, 백신효과, 경미한 증상, 낮은 중증환자 비율 등으로 사망자수는 여전히 낮은 수준인 것이 사실이다. 하지만, 구글 이동성 지수는 낙폭을 키워가고 있다. 과거 코로나19 팬데믹, 재확산 국면대비 레벨 자체는 높지만, 경제활동이 둔화될 수 있음을 시사한다.
- 이번 코로나19 재확산, 폭증이 글로벌 경기모멘텀을 훼손할 가능성은 낮다고 본다. 그러나 경기회복에 대한 기대, 눈높이가 낮아질 수 밖에 없다. 그리고 눈높이 조정이 최근 시작되었다. 경기회복 기대가 선반영된 글로벌 금융시장의 변동성을 더욱 경계해야 하는 이유이다.

**그림 1. QT 논란 속에 미국 연방금리 선물 상승세 지속. 연준의 매파적 스탠스는 여전해**



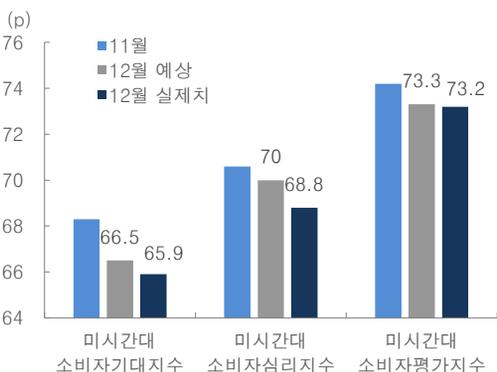
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 2. 미국 12월 산업생산, 소매판매 예상치 하회 전월대비 역성장**



자료: BEA, CEIC, 대신증권 Research Center

**그림 3. 1월 소비자심리지수도 예상치 하회. 코로나 19 확진자 폭증의 여파도 감안할 때**



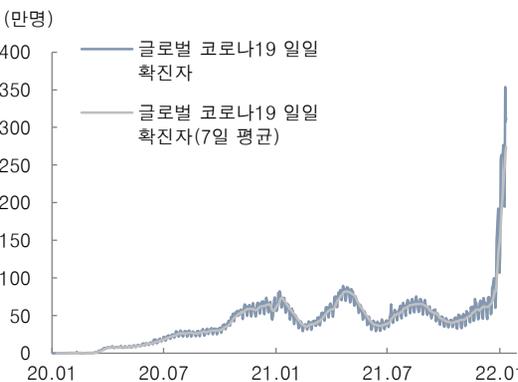
자료: 미시간대학교, CEIC, 대신증권 Research Center

**그림 4. 미국 경제지표에 대한 눈높이 조정국면 기대가 실망감으로 전환될 가능성 경계**



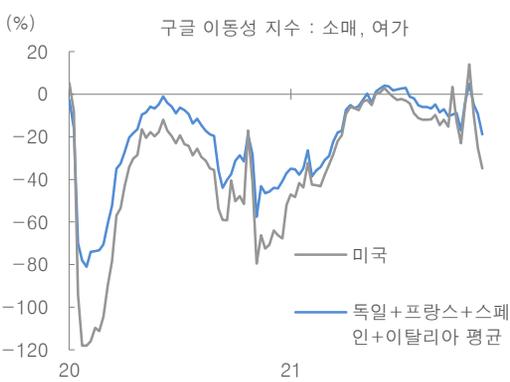
자료: Citi, Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 5. 코로나 19 확진자수 폭증. 글로벌 300만명, 미국 80만명, 유럽 130만명대 기록 중**



자료: WHO, CEIC, 대신증권 Research Center

**그림 6. 이동성 지수 하락폭 확대. 21년 1월보다 높은 수준이나 경기회복 기대 후퇴는 불가피**



자료: Google, CEIC, 대신증권 Research Center

- 경기에 대한 눈높이 조정국면에서 투자심리는 더 위축될 수 있고, 리스크에 대한 민감도는 더 높아질 가능성이 높다. 투자심리는 중립적이고, 리스크 지표는 반등국면에 위치해 있다.
- CNN Money에서 제공하는 Fear & Greed Index는 시장의 투자심리를 잘 보여준다. 극단적인 공포, 탐욕구간은 변곡점이 근접해 있다는 시그널로 해석된다. 현재 Fear & Greed Index는 중립수준이다. 아직 심리적 변곡점은 아니라는 의미이자, 추후 심리적 변화가 클 수 있음을 시사한다. 필자는 현재 코로나19 상황과 향후 경제지표 향배를 고려할 때 공포구간으로 진입할 가능성이 높다고 본다. 투자심리 위축도 이제 시작국면에 위치해 있다고 생각한다.
- 리스크지표도 반등국면에 위치해 있다. 단기 Macro Risk Index는 역사적 저점권에서 반등하며 0.5를 회복하고 있다. 중기 Macro Risk Index는 0.5 지지력을 바탕으로 다시 반등을 준비 중이다. 리스크에 대한 시장의 민감도가 커지고 있다는 의미이다. 투자자들의 심리적 동요가 커질 가능성에 대비해야 한다.

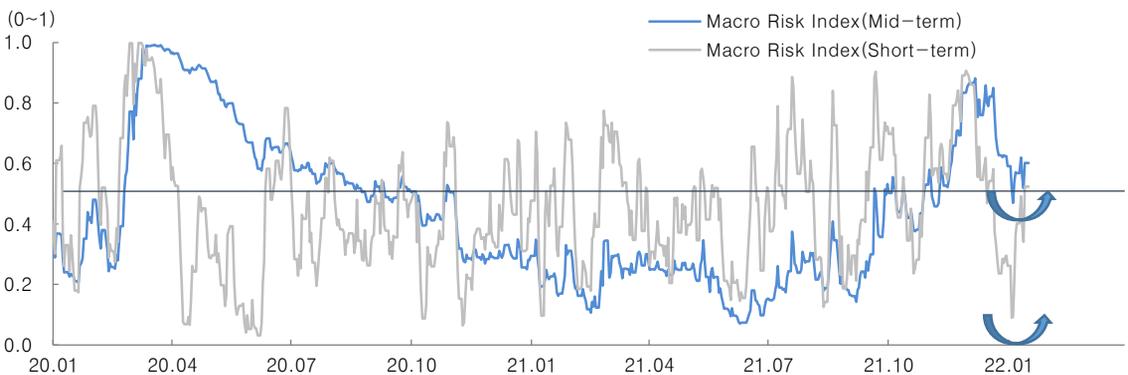
그림 7. 현재 투자심리는 중립권역에 위치. 공포(Fear) 영역으로 진입할 가능성 높아



자료: CNN Money, 대신증권 Research Center

자료: CNN Money, 대신증권 Research Center

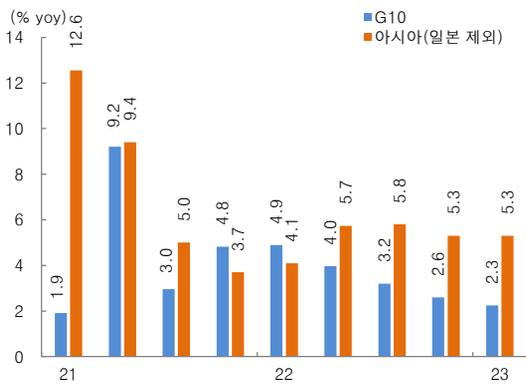
그림 8. Macro Risk Index 는 중단기 모두 반등국면. 리스크에 대한 민감도가 높아질 전망



자료: Citi, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 다소 흔들리기는 했지만, 안정세를 이어가던 글로벌 금융시장이 흔들릴 경우 KOSPI 변동성 확대는 불가피하다. 오히려 더 약한 흐름을 보일 수 있다. 현재 신흥아시아, KOSPI는 선진국 대비 펀더멘털 열위국면에 위치해 있기 때문이다.
- GDP 성장률은 2021년 4분기에 이어 2022년 1분기까지 신흥 아시아가 G10보다 부진하다. 2022년 2분기 이후 신흥 아시아 GDP 성장률이 G10을 앞설 것으로 예상된다. 그 전까지는 신흥 아시아 금융시장이 G10보다 불확실성에 더 크게 흔들릴 가능성이 높다. 이익에 대한 기대 또한 신흥아시아, 한국이 약하다. 한국 12개월 Fwd EPS 상대강도(글로벌, 미국대비)는 하락세를 이어가고 있다.
- 2021년 신흥국, 신흥 아시아 증시, KOSPI는 글로벌, 선진국대비 상대적으로 부진했다. 선진국 증시 상승국면에서 신흥 아시아증시는 상승탄력이 약했고, 조정국면에서는 낙폭확대, 레벨다운을 반복해 왔다. 아직까지 글로벌 금융시장이 재채기를 하면 신흥 아시아, 한국 증시는 독감을 걱정해야 할 시점이다.
- 게다가 KOSPI는 1월, 2월 수급부담을 감안해야 한다. 21년 수급 계절성의 변곡점(연말 배당락)을 통과한 이후 실제로 프로그램 매물과 공매도 강화가 진행 중이다. 대내외 투자환경 변화에 따라 매물압력이 강해질 가능성을 경계한다. 외국인 선물 매도는 프로그램 매물 출회로 이어질 수 있다.
- 이와 함께 LG에너지솔루션 IPO가 KOSPI 대형주 수급의 블랙홀이 될 수 있다. 시장 유동성이 제한적인 상황에서 시가총액 3위를 넘나드는 대규모 IPO라는 점을 감안해야 할 시점이다. 이러한 수급 변동성을 활용하려는 공매도, 선물매도가 강화된다면 KOSPI 변동성은 여타 주요국대비 커질 수 밖에 없다.

그림 9. 21년 4분기, 22년 1분기는 이례적으로 신흥아시아 GDP 성장률이 G10 보다 낮아



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

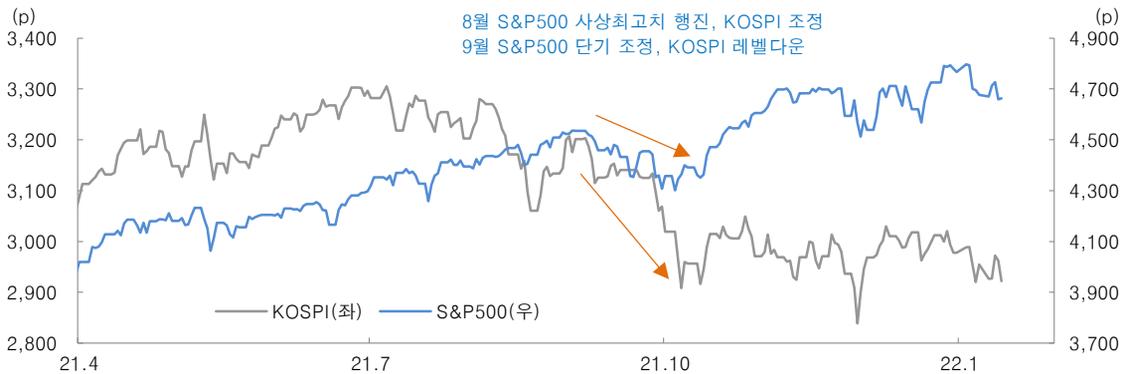
그림 10. 한국 이익에 대한 기대는 글로벌, 미국대비 약한 흐름을 이어가고 있어



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

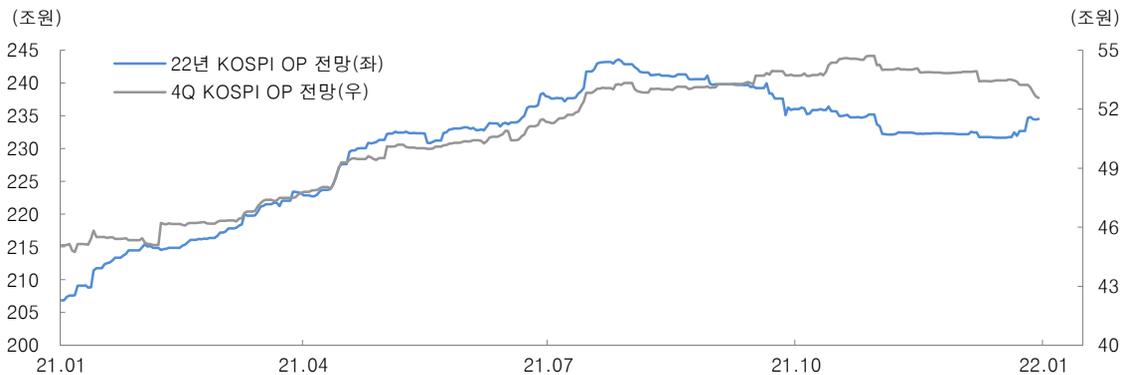
- 글로벌 금융시장 변동성 확대 국면에서도 KOSPI는 선제적 조정을 받아 옴에 따라 견조한 흐름을 기대할 수 있다. 필자도 2022년 언젠가는 KOSPI가 글로벌, 선진국증시대비 상대적 강세를 보일 수 있다고 본다. 그러나 아직은 아니다. 당분간은 KOSPI의 펀더멘털 동력, 수급변수 등이 상대적으로 열위에 위치해 있고, 취약하다는 점에 주목해야 한다.
- 가까운 예로 2021년 8월 ~ 9월 흐름을 기억할 필요가 있다. 21년 8월 미국 증시는 사상최고치 행진을 이어갔다. 반면, KOSPI는 반도체 업황/실적 불안에 3,050선까지 레벨다운되었다. 21년 9월, 미국 증시가 단기 조정국면에 진입하자 KOSPI는 2,900선까지 내려앉았다. 펀더멘털이 취약한 만큼 미국, 선진국 강세는 제대로 못 따라가고, 조정시 낙폭은 큰 상황 반복된 것이다.
- 이번에는 21년 4분기 실적시즌이 맞물려 있다. 21년 4분기 실적시즌은 매년 예상치를 크게 하회했다. 이미 4분기 영업이익 전망은 전월대비 2.4% 하향조정 중이다. 26개 업종 중 15개 업종 실적이 낮아지고 있다. 실적 불확실성이 KOSPI 등락에 또다른 변수가 될 수 있다.

그림 11. 2021년 9월 미국 단기 조정에 선조정을 받은 KOSPI는 2,900 선까지 레벨다운



자료: FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

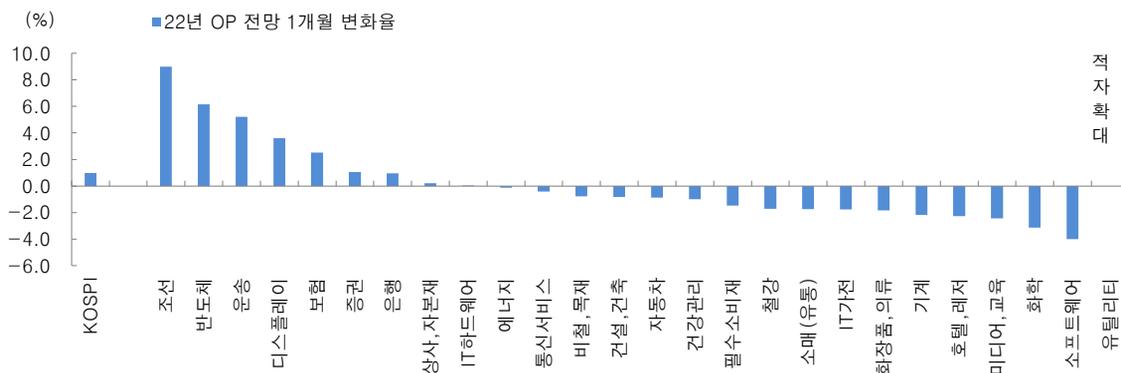
그림 12. 21년 1분기 영업이익의 전망 전월대비 2.4% 하향조정세 뚜렷. 22년 연간 영업이익의 전망 상승은?



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

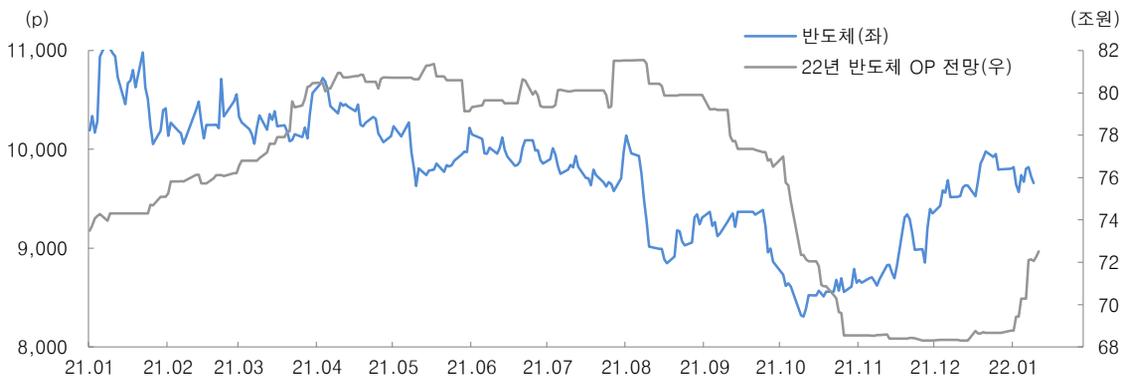
- 반면, 2022년 연간 영업이익 전망은 상향조정 중(전월대비 +0.98%)이다. 전적으로 반도체의 힘에 의존한 것이다(전월대비 +6.1%). 반면, 전체 26개 업종 중 16개 업종에서 22년 실적은 높이가 낮아지고 있다. 시장 전반적인 실적 개선 기대를 갖기는 어렵다고 판단한다.
- 그렇다고 반도체가 KOSPI의 분위기 반전을 주도하기도 쉽지 않다. 반도체 지수의 현재 레벨은 22년 연간 영업이익 전망 70조원 후반 ~ 80조원대를 반영하고 있다. 업황/실적 기대를 일정부분 선반영했을 가능성이 높다. 반도체의 업황/실적 개선이 가시화되고 있다는 점은 중장기 추세에 긍정적인 변화이다. 하지만, 당분간은 실적과 주가 간 괴리를 좁히기가 불가피하다.
- 2022년 하반기 상승추세에 힘을 실어줄 긍정적인 변화들이 하나 둘 가시화되고 있다. 하지만, 아직은 앞서간 기대에 대한 눈높이 조정이 필요한 시점이다. 특히, 글로벌 금융시장의 변동성 확대가 끝이 아닌 시작일 가능성이 높다는 점은 KOSPI에 가장 큰 부담요인이 될 수 있다.

그림 13. 2022년 연간 실적전망 상향조정을 이끌고 있는 반도체. 26개 업종 중 16개 업종 실적전망 하향조정



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 14. 반도체 업종 저점대비 20% 상승 이후 단기 등락 Vs. 반도체 22년 연간 OP 전망 저점대비 6.2% 상승  
반도체 업황, 실적 개선세는 뚜렷하지만, 단기적으로 반도체 주가는 기대감을 선반영했다고 판단



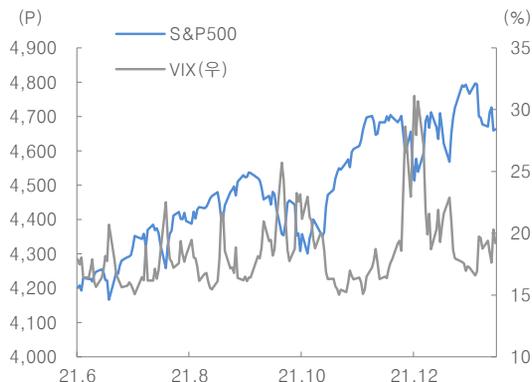
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 美 증시, 해석을 달리하기 시작하다

Global Strategist 문남중 namjoong.moon@daishin.com

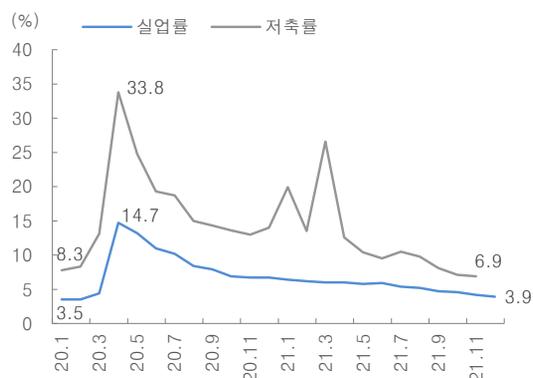
- 새해를 맞이해, 전진이라는 포효성을 질러야할 미국 증시가 불안과 걱정을 낳고 있다. 1월 S&500 수익률은 -2.2%(나스닥 -4.8%, 다우 -1.2%, 14일 기준)로 연초부터 하락세며, VIX 지수도 투자자의 불안심리를 반영해 변동성이 커졌다. 조그마한 우려에도 전강후약의 일중 흐름이 빈번히 나타나, 호재보다 악재에 노출된 취약해진 투심을 반증했다.
- 1월 증시가 힘을 쓰지 못하는 바탕에는 12월 FOMC 의사록을 통해 양적긴축이 거론된데 기인한다. 아직 테이퍼링은 진행중이며, 기준금리 인상은 시행시점을 두고 갑을논박중인 상황이다. 기준금리 인상 후 시행될 양적긴축은 이제 논의되기 시작한 상황인데, 벌써부터 설레발을 치는 것은 선후관계가 잘못되었다. 연준의 통화정책 수순은 향후 물가와 고용 등 미국 경제상황에 맞춰 유연성있는 정책 실행을 할 것이다. 현재는 고물가 부담이 기준금리 인상 시점을 결정하는 동인이지만, 갑자기 고용이 무너질 경우 종속변수인 기준금리 인상과 양적긴축 시점은 늦춰질 수 있는 것이다. 아직 일어나지도 않은 일에 대해 걱정을 멈출 필요가 있다.
- 상반기 증시만 놓고 보면 연준의 양적긴축에만 쏠린 걱정으로 미국 증시는 부진했다. 하지만 1월 발표되고 있는 지난해 12월 경제지표 결과에 반응하고 있는 증시에 변화가 찾아왔다는 점에서, 하반기 증시는 점차 안정을 되찾을 것이다. 첫번째는 12월 소비자물가는 전년동월대비 7.0%로 전월치(6.8%) 상회와 예상치(7.1%)에 근접해 고물가의 경직성이 연속성을 가질 수 있는 상황이다. 하지만 증시는 전월대비 하락(0.5%, 11월 0.8%)에만 주목해, 물가를 긍정적으로 해석하기 시작했다. 즉 증시가 인플레이의 속박에서 벗어나기 시작했다는 점이다.
- 두번째는 12월 소매판매는 전월대비 -1.9% 감소해, 전월치(0.2%)와 예상치(-0.1%)를 크게 하회했다. 12월 산업생산도 전월대비 -0.1% 감소해 전월치(0.7%)와 예상치(0.2%)를 하회했고 1월 미시간대 소비자신뢰지수 예비치(68.8P)는 전월치(70.6P)를 하회했다. 오미크론 확산과 인플레이션 우려에 소비심리가 악화된 경제지표 부진이었지만, 14일 미국 증시(S&P500 0.1%, 나스닥 0.6%, 다만 DOW -0.6%)는 전강후강의 상승세로 마감했다. 최근 12~15세 학생들에 대한 화이자부스터샷 접종 시작 등 향후 오미크론 확산세가 진정될 것이라는 낙관적론이 암묵적으로 반영되고 있는 것이다.
- 2021년 4/4분기 실적시즌의 포문을 연 JP모건, 시티그룹 실적 저조로 초반 분위기는 무거웠다. 이번 실적시즌의 관전 포인트는 비용상승을 가격전가를 통해 실적을 방어했던 에너지, 소재, 산업재의 깜짝실적이 어닝시즌 분위기를 바꾸는지 여부이다. 4/4분기 S&P500 EPS 증가율(YoY)은 22.4%로 이익모멘텀이 큰 섹터는 에너지, 소재, 산업재이다. 그 가능성이 큰 만큼, 어닝시즌이 증반을 맞이할수록 증시는 긍정적 해석으로 받아들일 것이다. 하반기 미국 증시에 1월 효과가 찾아오는 변수로서 휴먼 인프라 투자 법안 통과와 함께 역할을 해줄 것이다.

그림 1. S&P500 과 VIX. 상반월 증시 변동성 확대



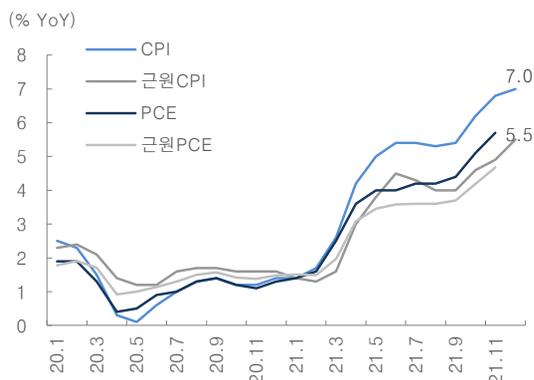
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 美 저축율과 실업률 추이. 낙관론의 기반



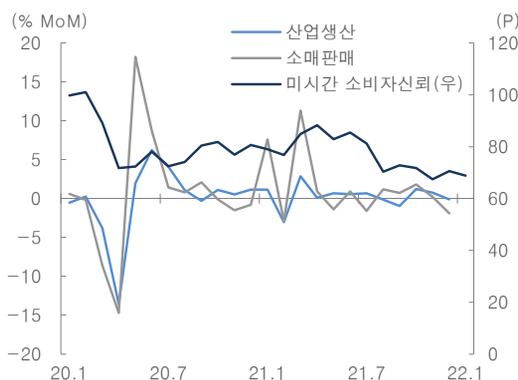
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. 美 12 월 CPI/근원 CPI. 고물가 부담 지속



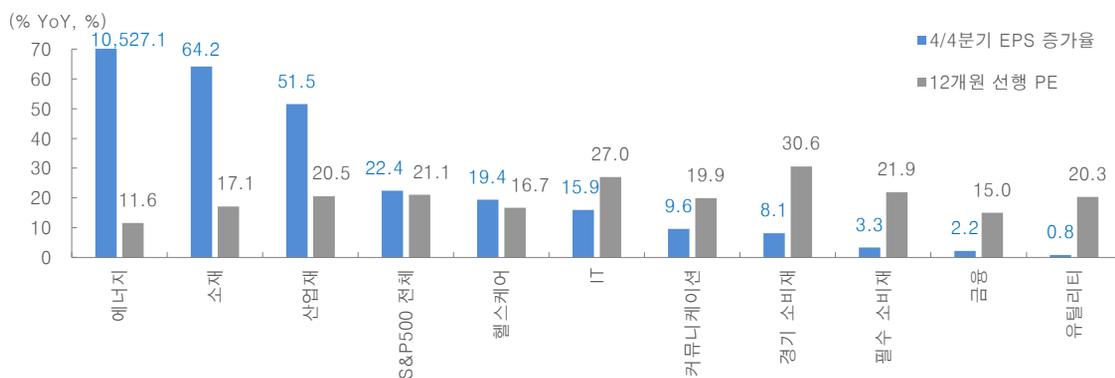
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. 美 산업생산, 소매판매, 미시간 소비자신뢰



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 5. 미국 실적시즌(2021년 4/4분기)돌입. 에너지, 산업재, 소재가 어닝시즌 분위기 주도할 전망



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

## 1월 금통위: “기준금리 인상에도 여전히 완화적”

Economist &amp; Fixed Income Strategist 공동rak.dongrak.kong@daishin.com

- 1월 한국은행 금융통화위원회가 당사의 예상대로 기준금리를 기존 1.00%에서 1.25%로 0.25% 포인트 인상했다. 이번 인상으로 한국 기준금리는 코로나19 충격으로 금리가 인하되기 직전 수준으로 복귀했고, 지난 8월 이후 3번째로 이뤄진 금리 인상이었다.
- 이번 결정을 놓고 앞서 채권시장에서는 의견이 서로 분분했다. 하지만 금리 인상 자체에 대한 시각 차이라기 보다는 인상 시점을 놓고 적절한 타이밍이 언제이냐에 대한 논란이었던 만큼 채권시장에 미치는 파급력은 제한적이라는 견해다. 또한 사실상 이주열 총재의 임기 중에 이뤄진 마지막 인상이란 시각으로 인해 기준금리 결정 자체가 주는 영향 역시 크지 않았다.
- 하지만 통화당국은 최근 부각되고 있는 글로벌 중앙은행 특히, 연준(Fed)의 통화정책 일정에 대한 새로운 변화와 종전까지 일시적이라고 평가했던 인플레이션에 대해 달라진 시각을 밝혔다. 또한 이번 기준금리 인상 사이클을 개시한 직접적인 원인으로 지목된 금융불균형 역시 여전하다는 입장을 피력했다.
- 오미크론 변이와 같은 코로나19를 둘러싼 경제 전반의 부정적인 영향에 대해서도 통화당국은 기조적인 회복세는 지속되고 있다는 낙관적인 경기 인식을 강조했다. 아울러 감염병에 대해 경제 주체들의 적응력이 높아지고 있으며, 현재 한국 경제의 구성 항목 가운데 가장 부진하다고 평가되고 있는 소비의 경우 서비스 소비 부진을 상품 소비가 대체하고 있다고 평가했다.
- 물가에 대해서는 한달여 만에 전망치를 올렸다. 최근 물가 상승 압력이 광범위하게 확산되면서 소비자물가 상승률이 상당 기간 3%대를 이어갈 것으로 진단하고, 연간으로도 2%대 중반을 상회할 것이라고 밝혔다. 지난 수정 경제전망에서 2022년 소비자물가 상승률이 2%를 기록할 것으로 예상한 것과 비교할 때 큰 폭의 전망치 상향이다.
- 경제 펀더멘털 요인 특히 물가에 대한 통화당국 차원의 인식이 크게 달라진 것과 동시에 이번 금통위에서는 직접적인 기준금리 수준에 대한 언급도 집중적으로 이뤄졌다. 이번 인상으로 기준금리가 코로나 이전인 1.25%로 돌아갔지만 실물 경제 상황에 비해 여전히 완화적이라고 진단한 것과 동시에 현 수준에서 1차례 더 인상된 1.50%까지 기준금리를 높아진다고 하더라도 긴축으로 볼 수 없다고 밝혔다.
- 당사는 통화당국이 물가 전망 상향 등과 같은 변화 요인을 반영해 최근 중립금리 수준에 대한 전망 역시 상향했을 가능성이 높고, 그 결과 금리 레벨에 대한 언급이 종전보다 강력하게 이뤄졌다고 평가한다. 이에 당초 예상됐던 기준금리에 대한 전망도 조정했다. 올해 1분기 인상 이후 한국 기준금리는 신임 총재 임명 등의 일정이 진행될 예정인 2분기까지 현 수준에서 그대로 유지되었으나, 3분기에 한차례 더 인상을 예상한다(2022년 연말 한국 기준금리 1.50% 전망).

그림 1. 한국 기준금리와 국고 3년, 10년 금리



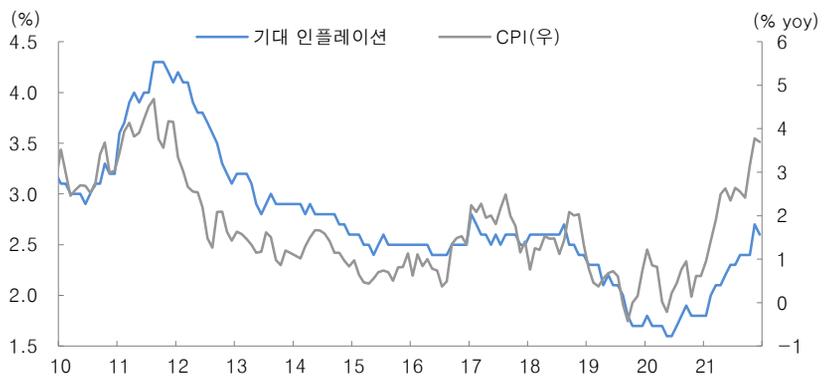
자료: 한국은행, 금융투자협회, 대신증권 Research Center

그림 2. 한국 기준금리와 경기동행지수 순환변동치



자료: 한국은행, 통계청, 대신증권 Research Center

그림 3. 한국 월간 소비자물가상승률과 기대 인플레이션



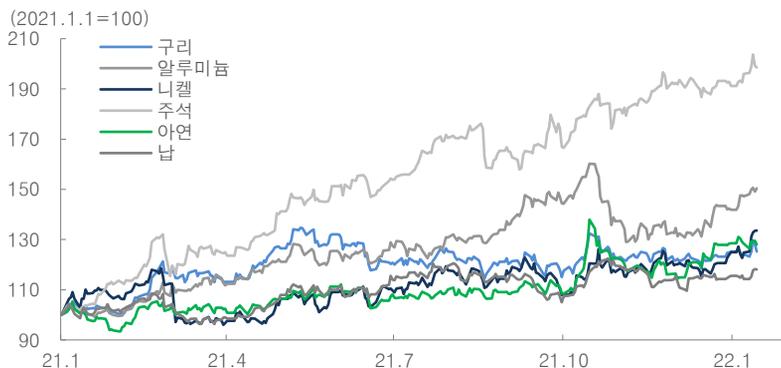
자료: 한국은행, 통계청, 대신증권 Research Center

## 2022년 비철금속 시장 전망

Commodity Strategist 김소현 sohyun.kim@daishin.com

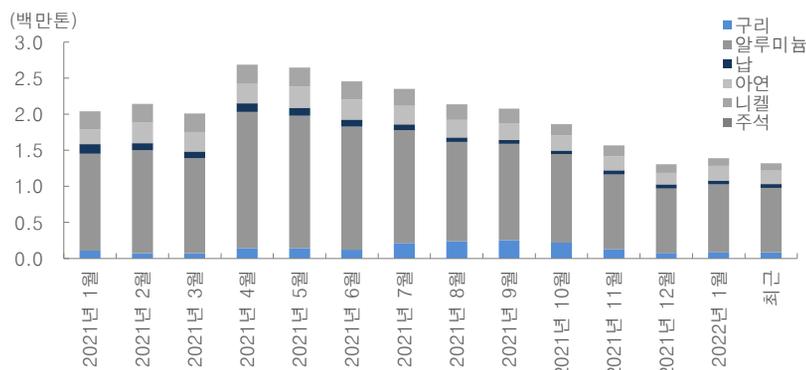
- 2021년 비철금속 시장은 에너지 시장 다음으로 수익률이 높았다. LME비철금속지수는 2021년 10월 역사상 최고치를 기록했다. 경제활동 재개에 따른 비철금속 수요 증대, 코로나19로 인한 물류난과 전력난에 따른 제련부문의 생산 차질이 비철금속 가격 상승 요인으로 작용했다. 그 결과, LME비철금속 재고 감소세도 지속되었다. 2021년 4월초에 LME비철금속 재고는 268만톤이었는데, 연말에 138.6만톤까지 감소했다.
- 2022년 이후 LME 비철금속지수 수익률은 1.06%를 기록했다(현지시간 1월 14일 기준). CRB원자재지수와 S&P GSCI 에너지 지수의 수익률이 각각 5.33%, 8.77% 인 점을 감안한다면 낮은 수준이다. 비철금속 내 가격 차별화가 나타났기 때문이다. 니켈과 알루미늄 가격은 각각 6.92%, 6.02% 상승했지만 아연과 구리 가격은 각각 -0.37%, -0.01% 하락했다.
- 일부 비철금속만이 상승한 이유로는 중국 경기 둔화 우려가 높아진 가운데 개별 수급 이슈가 발생했기 때문인 것으로 판단한다. 중국의 제로 코로나 정책으로 고강도 봉쇄조치가 실행됨에 따라 지역 소비 및 생산이 줄어들 것으로 예상된다. 또한, 헝가리 디폴트 사태 이후 중국의 부동산 침체 압력이 커진 상황이다. 중국 정부의 경기대응으로 2022년에도 경기 회복세가 이어질 것으로 예상되나 성장률은 4%대로 둔화될 것으로 전망되기 때문에 향후 중국의 비철금속 수요 동력은 약화될 것으로 보인다.
- 하지만 상반기 비철금속 시장이 긍정적인 점은 아직까지도 코로나19로 인한 공급차질과 에너지 가격 상승으로 일부 제련부문의 생산 차질이 지속되고 있다는 점이다. 중국은 세계 3대항인 닝보항을 부분폐쇄했으며, 다롄항에서도 오미크론 확진자가 확인되어 전세계 물류 차질 우려가 높아지고 있다. 또한, 12월 이후 에너지 가격이 다시 상승함에 따라 에너지 집약적인 비철금속 제련생산도 영향을 받고 있다. 최근 유럽 내 4곳의 알루미늄 제련소가 전력 비용 증가로 인해 연간 생산 능력 중 50만 톤이상을 감산할 수 있다고 밝혔는데, 이는 LME 알루미늄 재고량의 56% 수준이다. 중국의 경우에도 친환경 정책으로 인해 알루미늄 신규 프로젝트들이 연기되고 있다.
- 반면, 니켈의 경우 전기차 생산이 증대됨에 따라 2011년 8월 이후 최고치를 기록했다. 12월 영국 신규 자동차 판매량 내 25%가 전기차였으며, 2021년 중국 전기차 판매량은 전년대비 169% 증대했다. 또한, 최근 니켈 광산 개발 소식은 시장에서 니켈의 스테인리스강과 전기차향 수요 전망이 밝다는 점을 방증한다. BHP는 탄자니아에서 니켈 광산 프로젝트 투자를 결정했으며, Tesla는 캐나다 Talson Metals와 니켈 공급 장기계약을 체결했다. IEA에 따르면, 파리기후협약을 이행하기 위해서 2040년 니켈 수요가 현재 수준보다 19배 증가할 것으로 예상된다.

그림 1. 2022년 비철금속 시장 내 가격 차별화가 나타나기 시작



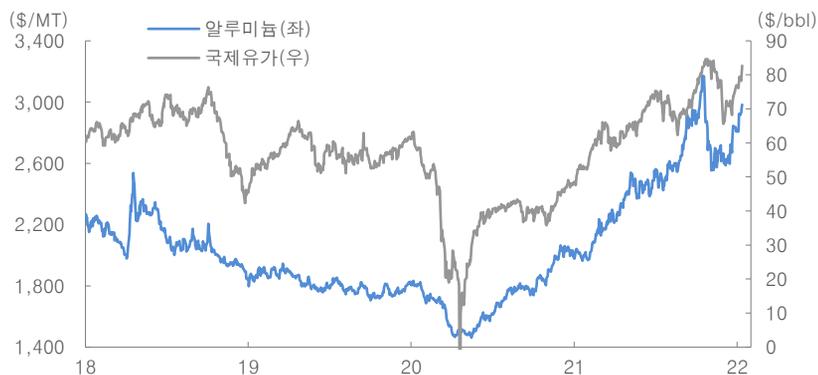
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 2021년 4월 이후 비철금속 재고 감소가 뚜렷



자료: LME, 대신증권 Research Center

그림 3. 2021년 12월 이후 에너지 가격 상승은 알루미늄 가격 상승으로 이어져



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

# Appendix

## Appendix.1 경제/원자재전망 요약표

### 국내 경제전망 요약표

(단위: %, 전년동기비, 억달러)

구분	2021				2022				2020	2021	2022	2023
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
GDP	1.9	6.0	4.0	3.9	3.2	3.9	3.5	1.7	-0.9	4.0	3.1	2.5
민간소비	1.2	3.7	3.2	9.2	3.0	5.9	5.4	1.9	-5.0	4.3	4.0	4.3
설비투자	12.4	12.8	4.3	1.0	2.4	0.1	5.8	3.4	7.1	7.5	2.8	2.2
건설투자	-1.8	-1.2	-0.7	1.6	7.8	1.0	2.8	0.6	-0.4	-0.5	2.7	2.3
수출(통관기준)	12.5	42.1	26.5	24.6	4.5	1.8	-1.5	1.0	-5.5	25.8	1.3	-0.1
수입(통관기준)	12.4	37.6	37.5	39.5	8.5	0.6	-1.7	0.3	-7.1	31.5	1.7	2.6
무역수지	99	76	77	43	60	90	80	60	434	294	290	130
경상수지	228	215	258	180	170	180	165	245	752	880	760	600
소비자물가	1.4	2.5	2.5	3.6	2.9	2.4	2.1	1.6	0.7	2.3	2.1	1.6
원/달러 환율 (평균)	1,115	1,121	1,158	1,183	1,185	1,175	1,155	1,140	1,180	1,144	1,165	1,150
기준금리	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.25	1.50	1.50	0.50	1.00	1.50	1.75
국고 3년 (평균)	1.04	1.19	1.45	1.87	1.95	1.90	2.00	2.00	0.99	1.39	1.95	2.00
국고 5년 (평균)	1.41	1.64	1.71	2.10	2.15	2.10	2.20	2.25	1.23	1.72	2.15	2.20
국고 10년 (평균)	1.88	2.09	1.98	2.31	2.40	2.35	2.50	2.55	1.50	2.07	2.45	2.50

자료: 대신증권 Research Center  
 주: 실적치 음영표시

### 해외 경제전망 요약표

(단위: %, %연율, %전년동기비)

구분	2021				2022				2020	2021	2022	2023	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q					
미국	GDP(연율)*	6.3	6.7	2.1	5.2	4.6	3.8	4.0	3.4	-3.5	5.6	3.9	2.5
	CPI	1.9	4.9	5.4	6.7	6.3	4.8	3.9	2.8	1.2	4.7	4.5	2.3
	기준금리	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	1.00	0.25	0.25	1.00	1.75
	TB 2년 (평균)	0.13	0.17	0.23	0.53	0.85	0.95	1.00	1.20	0.39	0.27	1.00	1.65
	TB 10년 (평균)	1.34	1.58	1.32	1.53	1.80	1.90	2.00	1.95	0.89	1.45	1.90	2.20
중국	GDP	18.3	7.9	4.9	3.2	4.2	4.7	5.6	5.6	2.3	8.0	5.2	5.3
	CPI	0.0	1.1	0.8	1.8	2.0	2.0	2.4	2.4	2.5	0.9	2.2	2.2
	위안/달러	6.5	6.5	6.5	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.9	6.5	6.4	6.2
일본	GDP(연율)*	-2.9	2.0	-3.6	6.1	4.4	3.5	2.4	1.6	-4.8	1.7	2.9	1.4
	CPI	-0.5	-0.8	-0.2	0.5	0.3	1.0	0.9	0.8	0.0	-0.2	0.7	0.7
	엔/달러	110	111	111	115	115	115	116	116	107	110	116	115
유로존	GDP	-1.1	14.4	3.9	4.8	5.8	4.4	3.0	3.1	-6.3	5.1	4.2	2.5
	CPI	1.0	1.8	2.9	4.7	3.5	3.0	2.2	1.3	0.3	2.6	2.7	1.5
	달러/유로	1.21	1.20	1.18	1.14	1.12	1.12	1.13	1.14	1.22	1.14	1.14	1.15

자료: 대신증권 Research Center  
 주1: 연율 성장률(Annualized growth rate)은 분기 성장률을 연간으로 환산한 것  
 주2: 실적치 음영표시  
 주3: 기준금리는 기말 값  
 주4: 1월 14일자 Bloomberg 전망치 참조

원자재전망 요약표

구분	2021				2022				2020	2021	2022	2023
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
국제유가	58.1	66.2	70.5	75.2	75.0	70.0	68.0	66.0	39.2	75.2	69.5	65.0
금	1,797	1,814	1,790	1,829	1,800	1,790	1,720	1,700	1,772	1,829	1,750	1,650
은	26.2	26.7	24.3	23.3	26.0	25.0	23.5	23.0	20.6	23.3	24.0	22.0
플래티넘(백금)	1,162	1,183	1,025	969	1,200	1,150	1,100	1,000	887	969	1,110	1,080
팔라듐	2,408	2,789	2,452	1,905	2,400	2,350	2,300	2,250	2,201	1,905	2,325	2,400
구리	8,492	9,688	9,397	9,721	9,400	9,300	9,200	9,100	6,195	9,721	9,250	9,000
알루미늄	2,106	2,409	2,652	2,808	2,800	2,700	2,600	2,500	1,731	2,808	2,650	2,450
니켈	17,606	17,385	19,166	20,757	19,200	19,000	18,600	18,200	13,862	20,757	18,700	18,000
옥수수	540	660	560	593	540	530	500	520	364	593	520	480
소맥	647	680	698	771	750	740	650	620	550	771	690	580
대두	1,392	1,497	1,359	1,329	1,240	1,230	1,200	1,210	954	1,329	1,220	1,200

자료: 대신증권 Research Center  
 주1: WTI는 \$/bbl 기준  
 주2: 구리, 알루미늄, 니켈은 \$/ton 기준  
 주3: 금, 은, 플래티넘, 팔라듐은 \$/Oz 기준  
 주4: 옥수수, 소맥과 대두는 ¢/bsh 기준  
 주5: 실적치 음영표시  
 주6: 전망치 및 실적치는 각 기간 평균가격

## Appendix.2 주간 주요 증시일정

일자	국가/지역	일정	단위	전기치	예상치
2022-01-17	중국	4분기 GDP 성장률	%, yoy	4.9	3.6
	중국	12월 고정자산투자	%, yoy	5.2	4.8
	중국	12월 소매판매	%, yoy	3.9	3.7
	중국	12월 산업생산	%, yoy	3.8	3.6
2022-01-18	일본	1월 BOJ 금정위	-	-	-
	독일	1월 ZEW 경제전망	Index	29.9	32.7
	미국	1월 뉴욕 제조업지수	Index	31.9	25
2022-01-19	미국	1월 NAHB 주택시장지수	Index	84	84
	독일	12월 소비자물가	%, yoy	5.3	5.3
2022-01-20	한국	12월 생산자물가	%, yoy	9.6	-
	일본	12월 수출	%, yoy	20.5	16
	일본	12월 수입	%, yoy	43.8	42.8
	미국	주간 신규 실업수당청구건수	천건	230	220
	미국	1월 필라델피아 연은 제조업지수	Index	15.4	20
2022-01-21	일본	12월 소비자물가	%, yoy	0.6	-

주: 날짜는 한국 기준이며 예상치는 Bloomberg 기준  
 자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

### Compliance Notice

---

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: Research Center)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

---