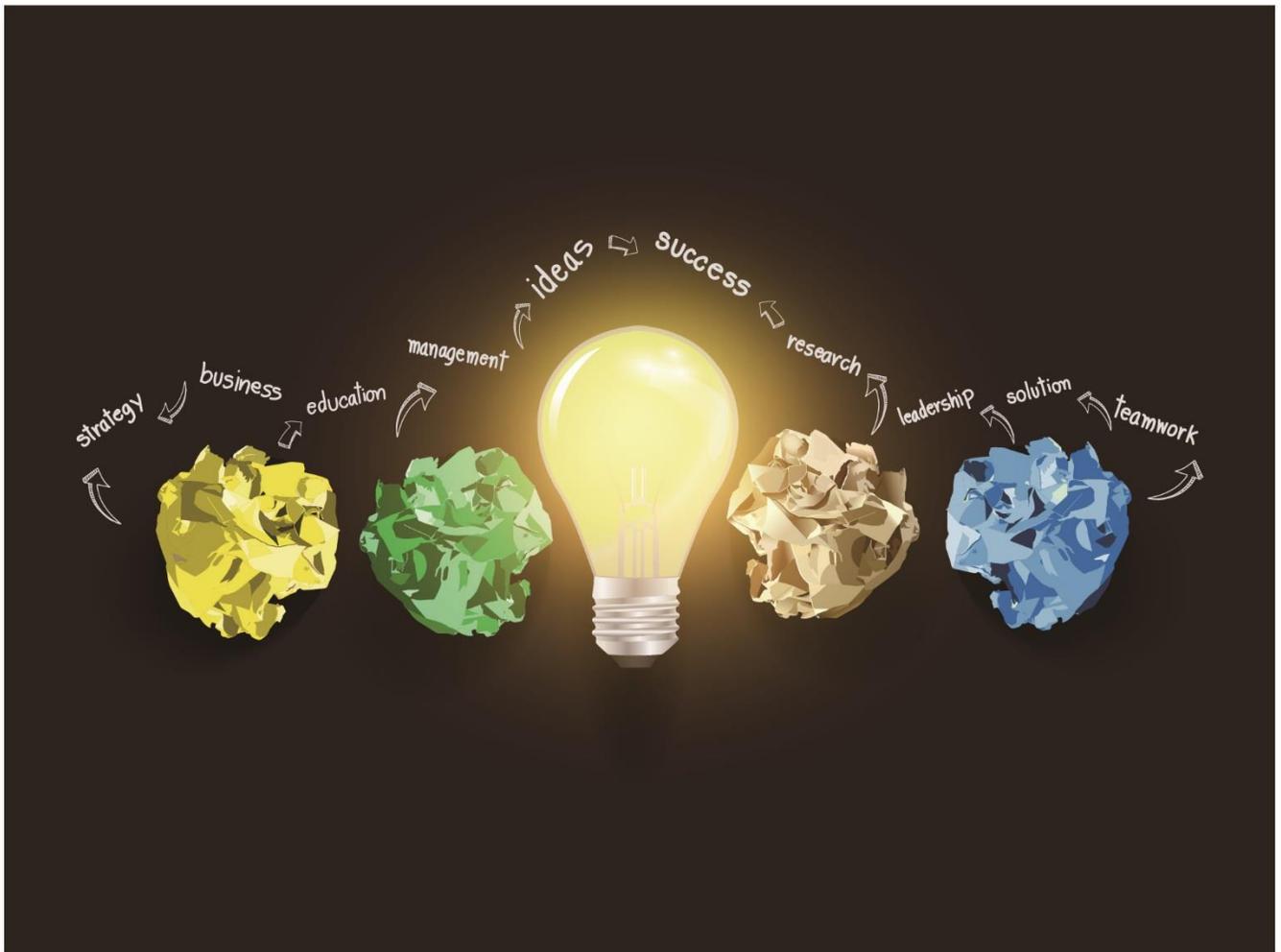


# FORTUNA

케이비증권글로벌자산배분전략





# Contents | FORTUNA

|  |    |
|--|----|
| <b>무역분쟁과 금리상승기의 자산배분</b>                               |    |
| 반등을 활용한 유동성 확보, 내년 1 분기 새로운 진입기회 모색 • 신동준              | 6  |
| 추격매수를 늦춰야 할 수준까지 올라갈 4 분기 미국주식 • 김일혁                   | 9  |
| <b>미국 금리상승의 명암</b>                                     |    |
| 미국과 신흥국 기준금리 더 오를 전망 • 장재철                             | 12 |
| 연준의 점진적 금리인상, 한은의 선택은? • 김상훈                           | 14 |
| 4 분기, 달러 강세 주춤할 전망 • 문정희                               | 16 |
| <b>혼란스러운 유럽</b>  |    |
| 영국이 EU를 나가는 여정 • 오재영                                   | 18 |
| 이탈리아가 계속 시끄러운 이유 • 손은정                                 | 20 |
| <b>신흥시장 부진은 언제까지?</b>                                  |    |
| 중국증시 바닥 확인 후 단기 랠리, 정책적 호재 과대해석 불필요 • JIN LING (찐링)    | 22 |
| 중국은 시계를 짧게, 하단을 지지할 부양책 주시 • 김두언                       | 24 |
| 인디아, 중장기 스토리는 유효하지만 단기적으로 투자의견 하향 • 오온수                | 26 |
| 베트남 VN Index 1,080pt 상단에서는 점진적 비중 축소를 • 이창민            | 28 |
| 성장과 가치의 조화, 신흥아시아의 포트폴리오 투자가 필요한 이유 • 오온수              | 30 |
| <b>한국증시, 자신감을 회복하라</b>                                 |    |
| 저평가와 무역갈등에 막힌 한국증시 • 이은택                               | 32 |
| 싼 이유가 있는 한국주식, 그럼에도 존재하는 기회 • 김민규                      | 34 |
| 미/중/북 인프라투자 모멘텀이 기대되는 4 분기 • 김영환                       | 36 |
| <b>채권투자에서 찾는 기회</b>                                    |    |
| 예측 불허의 대선, 희망은 있다 • 이창민                                | 38 |
| 높은 이자수익을 노린다면? 보험사 코코본드 • 전해현                          | 40 |
| <b>해외종목 스토리</b>  |    |
| 미국 미디어 주식, 중소형사에게 주어진 기회 • 김세환                         | 42 |
| 샤오미그룹, 미래 성장 기회는 IoT (中)와 스마트폰 (印)에 있다 • JIN LING (찐링) | 44 |
| <b>실전 대체투자</b>   |    |
| 국제유가, 미국의 이란 제재에 주목 • 임재균                              | 46 |
| 금리 상승은 부동산/리츠 주식에 부정적 • 구경희                            | 48 |
| ETF의 진화: 총수익 개념의 재투자 가능 ETF • 공원배                      | 50 |
| ELS/ELB, '발행 감소'라는 어두운 터널에서 보이는 빛 • 이중호                | 52 |

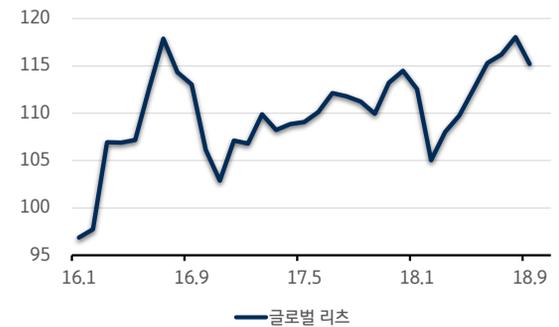
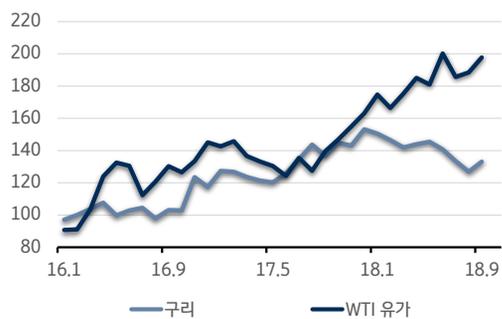
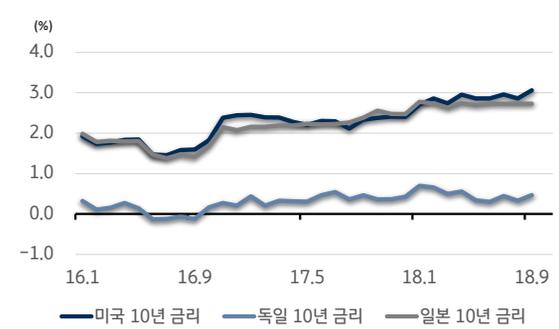
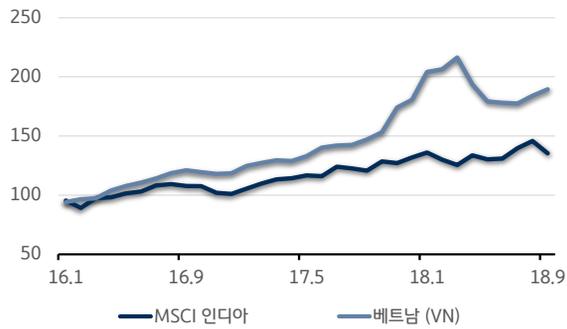
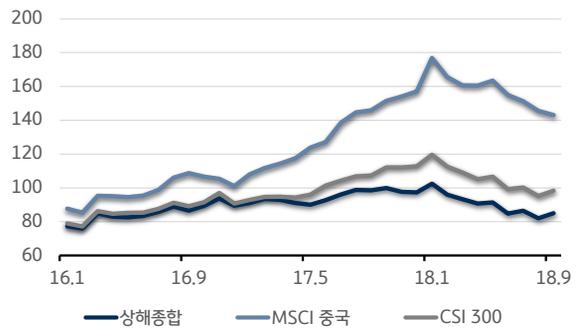
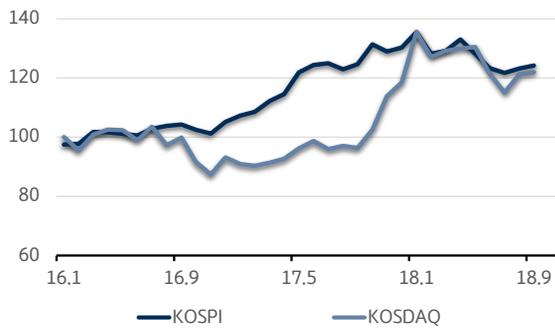
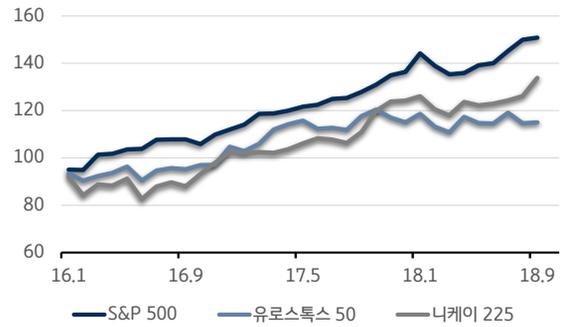
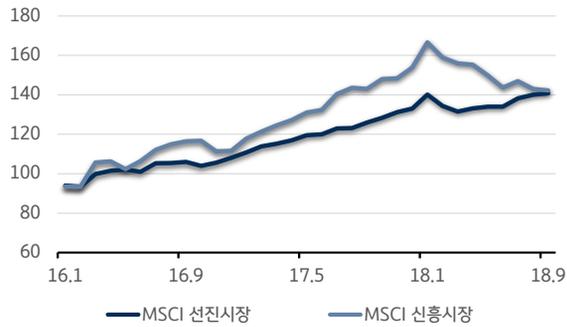
# The KB's Core View

| 자산그룹  | 자산군     | 투자선호도    |         | 단기 (3개월) 투자포인트  | 상대가치 (섹터, 지역, 스타일)                               |              |
|-------|---------|----------|---------|---|--|--------------|
|       |         | 단기 (3개월) | 장기 (1년) |   | 선호   | 비선호          |
| 주식    | 미국      |          |         | IT 주의 변동성 확대는 GICS (글로벌산업분류기준) 분류 변경에 따른 일시적 영향으로 판단. 중간선거에서의 공화당 하원 의석수 감소 우려는 지나침. 연말 소비시즌 기대 유희 상승 흐름 지속될 전망                   | 에너지, 산업, 통신                                      | -            |
|       | 유럽      |          |         | 경기회복세가 여전히 확인되지 않고 있으며 심리지표 반대세는 9월 들어 둔해지고 있음. 낮은 밸류에이션 외에 특별한 매력을 갖고 있지 않음. 상승 추세로의 전환 가능성은 여전히 낮음                              | -  | -            |
|       | 일본      |          |         | 3연임에 성공한 아베 총리가 개헌에 박차를 가하겠다고 선언하면서 엔화 약세, 주가지수 급등. 2017년 10월 중의원 선거 전후와 비슷하게 엔 약세와 니케이 상승세는 지속되기 어렵다고 판단                         | -  | -            |
|       | 중국      |          |         | 대외적으로 미중 무역갈등 격화 불확실성, 글로벌 기관의 중국 경제성장률 하향조정, 대내적으로 경기둔화에 따른 기업실적 둔화 우려, 부동산 규제 지속 등 굵직한 부담요인으로 부진한 흐름 지속 전망                      | 통신, 금융   | IT, 원자재, 에너지 |
|       | 신흥시장    |          |         | 달러약세에 무역분쟁 관련 불확실성 낮아지면서 위험자산 선호 회복. 제한적 반등을 기대하지만, 2019년 1분기까지는 보수적 전망 유지. 단기투자자는 환매 기회, 중장기 투자자는 분할매수 관점 접근                     | 베트남, 러시아, 브라질 > 중국, 한국, 인디아                      |              |
|       | 한국      |          |         | 미중 무역갈등과 신흥국 위기 우려로 주가는 상단이 막혀있음. 다만 저평가 매력력이 있기 때문에 하단에서 투매 동참은 경계. 미국 중간선거 전까지는 금융, 유통, 산업재 유리. 이후 연말까지는 IT, 미디어 등 성장주 저가 매수 유효 | 중간선거 전-가치주 (금융, 유통, 산업재)<br>중간선거 후-성장주 (IT, 미디어) | 유틸리티         |
| 국채    | 선진시장    |          |         | 잭스홀에 이어 9월 FOMC를 통해 연준은 향후 조심스러운 통화정책 기조를 시사. 완화적 금리인상 속도 조절은 중립금리 추정치 상향과 장기금리 상승을 이끌 것. 미 국채 10년 금리는 3% 위에 안착할 것                | -  | 단기물          |
|       | 신흥시장    |          |         | 러시아와 터키의 금리인상 대응 등과 달러약세로 신흥국 우려는 다소 숨고르기 국면. 브라질은 2차 대선까지 확인 필요. 좌파 당선 시 헤알화 추가 10~20% 약세, 친시장 후보 당선 시 10% 이상 강세 전망              | -  | 터키           |
|       | 한국      |          |         | 10월 금통위 금리인상 시 장기금리는 금통위 직전 고점 형성 후 하락 예상. 반면 동결 시 장기금리는 반락 예상되나 추가 인상 경계감으로 국고 10년 금리는 2019년 상반기 중 2.0%까지 천천히 하락할 것              | 장기물  | -            |
| 크레딧   | 투자등급    |          |         | 투자수요 회복으로 스프레드 축소 예상하나 금리 하한 제한으로 트레이딩은 어려운 환경. 장기투자자는 점점 높아지는 회사채 금리가 환헤지 비용을 상쇄할 것으로 예상되는 만큼 투자 기회를 모색할 때                       | 장기물  | 중/단기물        |
|       | 하이일드    |          |         | 안정적 흐름에도 불구하고, 가격 부담은 더욱 높아진 상황. 중장기 관점에서 리스크 대비 투자 매력도가 높지 않은 만큼 신규 투자보다는 점진적 차익 실현이 필요한 시점                                      | 시니어론   | 하이일드         |
|       | 한국      |          |         | 높아진 국채금리 레벨로 가격부담이 완화된 가운데, 금리 인상이 단행되더라도 채권금리 반등폭이 크지 않을 것으로 예상되어 크레딧 채권 투자매력은 유효  | 회사채 A급 여전채                                       | -            |
| 대체투자  | 원자재     |          |         | 높은 정제 설비가동률 (93.4%)과 박스권인 유가로 인해 미국의 정유/화학 ETF 매수를 추천. 미국의 이란제재는 국제유가의 하방 경직성을 높여줄 것. WTI는 연말까지 배럴당 75달러수준으로 상승 전망                | 정유/화학 ETF  | -            |
|       | 리츠      |          |         | 미국 부동산 시장은 양호한 흐름을 이어가고 있지만, 부동산/리츠 주식은 금리상승 사이클이 종료되기 전까지는 중립의견 유지. 장기적으로 리테일보다는 산업용 부동산의 호조세가 지속될 것으로 전망                        | Industrial                                       | Retail       |
| 하이브리드 | ELS/ELB | -        | -       | 기초자산의 풀림 완화 현상이 진행되고 있으며, 이에 따른 발행 감소, 투자집행 연기 등 발생. 저점을 확인하는 과정이 진행되고 있는 것으로 보이며, 무역분쟁이 해소되는 합리적인 투자 시점을 찾는 것이 효율적               | S&P500, STOXX50, 저 키 ELS No-KI ELS               | HSCEI        |

자료: KB증권

주: 자산별 투자선호도를 1단계에서 7단계로 표시 단계가 높을수록 높은 선호도. 4가 중립. 현 시점 이후 3개월과 1년 예상 수익률 기준.

## 글로벌 자산가격 추이



자료: Bloomberg, KB증권

주: 2016년 초를 100으로 환산한 지수 (국제 10년물 금리 제외)



# 반등을 활용한 유동성 확보, 내년 1분기의 새로운 진입기회를 모색

신동준 Chief Strategist | dongjun.shin@kbfq.com

## 투자자산의 두 축, 미국주식과 한국채권

투자매력도가 가장 높은 자산군은 여전히 미국주식과 한국채권이다. 성장성을 대표하는 달러자산인 미국주식 (환노출)과, 안정성을 대표하는 원화자산인 한국채권을 두 축으로 하는 포트폴리오를 구축할 것을 지속적으로 권고한다. 주가가 상승할 때는 미국주식에서 성과가 날 것이며, 주가가 하락할 때는 한국채권과 달러-원 환율 상승 (원화약세)에서 나오는 환차익을 누릴 수 있을 것이다.

경기사이클 전망은 연초 트럼프 미 대통령의 감세 정책 발표 이후 달라진 것이 없다. 미국경제는 6월 이후 감세효과가 가시화되면서 두 분기 연속 전기대비 4%대 성장률이 기대될 만큼 견조한 흐름을 이어가고 있다.

미국경제가 확장국면의 후반부 (Late Cycle)를 지나고 있으며, 후반부가 지나면 곧 침체에 빠질 것이라는 우려도 자연스럽게 가라앉았다. 미국경제의 순환주기상의 정점은 2019년 1분기로 예상하고 있지만, 정점 이후에도 2020년까지는 당분간 잠재성장률을 상회하는 장기추세선 위에서 성장을 이어갈 것이다.



국내 고용부진에 따른 소비여력 축소와 건설 및 설비투자 둔화로 우리나라의 국고10년 금리는 2019년 상반기 중 2.00%까지 완만하게 하락할 것이다. 그럼에도 불구하고 한국은행이 기준금리를 인상한다면 미래의 경기둔화를 반영하며 장기금리의 하락속도는 더욱 가팔라질 것이다. 한미 기준금리의 격차가 0.75%포인트까지 역전되었지만,

외국인들은 재정수지와 경상수지 흑자 누적으로 안정성이 강화된 한국 국채를 꾸준히 매수하는 중이다.

## ‘조심스러운’ 연준, 11월 말 G20 회담까지 신흥시장의 반등 흐름은 지속될 것

신흥시장의 투자의견을 하향조정했던 지 4개월이 다 되어가지만, 신흥시장 특히 아시아의 부진을 촉발했던 미중

무역분쟁은 날로 격화되고 있다. 9월 24일, 미국의 중국산 수입품에 대한 2천억 달러 관세 부과와 중국의 보복관세가 예상보다 일찍 실행되었고, 9월 말과 10월에 각각 예정됐던 미중 고위급 무역회담과 외교안보대화 등의 일정들은 줄줄이 취소되었다. 이제는 남중국해를 둘러싼 군사적 긴장마저 확대되고 있다.

그럼에도 불구하고 신흥시장의  
반등흐름은 양국의 만남이 성사될  
것으로 전망되는 11월 말 G20  
정상회담까지 이어질 것으로 예상된다.  
신흥시장에 대한 투자심리가 이미  
바닥권에 근접한 가운데, 전세계를  
긴장시켰던 중국의 위안화 약세가  
달러당 7위안에서 일단 멈춰 섰다.



미국 연방준비제도 (이하 '연준')와 파월  
의장은 8월 말 잭슨홀 심포지움과 9월  
말 연방공개시장위원회 (FOMC)를  
통해 앞으로 연준은 불확실한 추정치에  
과도하게 의존했던  
1960~1980년대와는 달리  
'조심스러웠던 1990년대 연준'을  
추구해야 한다고 밝혔다. 불확실한  
경제지표 추정치에 의존하다 대대적인  
인플레이를 야기했던 과거에 대한  
반성이자, 현재 자연실업을 추정치를  
근거로 긴축적 금리인상을 주장하는  
매파에 대한 반론이다. 1990년대의  
연준은 인플레이 조짐을 눈으로 확인한  
후에야 비로소 금리인상에 나설 만큼  
조심스러운 통화정책을 펼쳤다. 당시  
견조한 경제성장에도 불구하고 IT를  
기반으로 한 '신경제' 도래로 물가가  
안정되어 있었기 때문이다. 올해  
잭슨홀에서는 유통혁명을 기반으로 한  
'아마존효과'가 물가 안정의 키워드로  
제시되었다. '파월의 연준'도 앞으로  
금리인상 속도조절을 통해 '1990년대  
그린스펀의 연준'처럼 경기확장국면을  
장기화할 가능성이 높다. "지금 천천히  
가겠다"는 조심스러운 태도는  
궁극적으로 연준을 "더 멀리, 더 높게"  
갈 수 있도록 만든다. 이 과정에서 미  
국채10년 금리는 3% 위에 안착하고,  
저점은 조금씩 높아질 것이다.

금리인상에 대한 연준의 조심스러운  
태도는 달러강세의 힘을 약하게 한다.  
11월 미국의 대이란 제재와 맞물려  
국제유가의 저점은 더욱 견고해질  
가능성이 높다. 연준의 금리인상이  
중반부를 넘어서고 있다는 인식과  
달러강세 완화, 그리고 국제유가 반등은  
단기적으로 신흥시장의 통화가치와  
자산가격 반등에 힘을 더해줄 것이다.

**관세부과에 따른 신흥시장의 부정적  
영향은 2019년 1분기가 가장 클 것**  
8월 17일, 미 재무부는 중국에 대한  
요구목록을 작성하고 있다고  
월스트리트 저널을 통해 밝힌 바 있다.  
목록에는 1) 보조금 삭감, 2) 철강,  
알루미늄 등 여타 산업에서의



과잉생산능력 조정, 3) 미국기업에 대한  
기술이전 압력 중단, 4) 미국 상품 및  
서비스 추가구매, 5) 중국에서 미국  
제품을 더 싸게, 미국에서 중국제품을  
더 싸게 만드는 4월 이후 10%나 약해진  
달러 대비 위안환율의 절상, 6)  
지식재산권 이전과 도난에 대한  
중국정부의 신뢰할 만한 노력 등 여섯  
가지가 담겼다. 9월 7일 커들로 백악관  
국가경제위원회 (NEC)위원장은  
"미국이 추구하는 것은 제로 관세, 제로  
비관세 장벽, 제로 보조금, 지식재산권  
도용 중단, 기술이전 중단, 미국인의  
기업소유 허용"이라고 요구 목록을  
재확인했다. 이제 미국이 원하는 것들은  
분명해졌고, 공은 중국으로 넘어갔다.

그러나 요구 목록의 면면을 보면 무게가  
만만치 않다. 위안화 강세와 이미 실행  
중인 보조금 축소 정책을 제외하면,  
11월 말 G20 정상회담까지 타협점을  
도출하기는 어려울 것이다. 더구나  
글로벌 경제에 미칠 무역분쟁의 부정적  
효과는 중국을 중심으로 2019년  
1분기에 집중적으로 나타날 것으로  
예상된다. 미중 무역분쟁이 긍정적인  
방향으로 가닥이 잡히지 않는 한 어떤  
시나리오하에서도 중국경제 성장률은  
5%대로 하락할 것으로 추정된다. 이는  
중국경제에 미칠 관세 효과만을 분석한  
것으로, 수출부진에 따른 투자위축과  
금융시장 변동성 확대에 따른 부정적  
영향 등 미국을 포함한 글로벌경제와  
산업, 그리고 투자심리에 미치는 될  
충격들은 고려되지도 않았다.



중국만큼은 아니겠지만 미국경제에 미치는 부정적 영향도 피하기는 어려울 것이다. 11월 말까지는 신흥시장의 반등을 활용한 유동성 확보를 통해 2019년 1분기의 새로운 진입기회를 모색할 것을 권고한다.

역설적으로 이러한 위기의식은 시진핑과 트럼프에게 타협의 계기를 만들어 줄 것으로 기대한다. 중국당국이

앞에서는 강한 대응과 양보 없는 싸움을 펼치고 있지만, 뒤에서는 고통스럽지만 조용히 미국의 요구에 부응하는 정책기조로 전환 중이다. 월스트리트 저널에 따르면 2010년부터 2015년까지 중국 상장기업의 순이익 대비 정부보조금 비율은 12%로 3배나 증가했다. 수출환급세 등을 고려하면 20%에 육박할 것이라는 추정이다. 그러나 올해 들어 전기차, 태양광, 전자, 헬스케어, 교육, 미디어/컨텐츠 등의 규제와 보조금 축소를 통해 순이익 대비 보조금 비율은 10% 이하로 급락한 것으로 추정된다. 중국 대형주 주가가 부진했던 원인 중 하나다. 마침 9월 25일 중국정부는 미국과 서방이 불공정 무역의 주범 중 하나로 문제삼고 있는 보조금 정책을 개선하고 개혁할

것이라는 방침을 밝혔다. 미국주식 역시 은행규제 완화와 인프라 건설 프로젝트에 자국물품을 사용하도록 하는 '바이 아메리카 (Buy America)' 행정명령이 결합되면 부진했던 대출이 증가하면서 미국경제에 긍정적인 영향을 줄 것으로 예상된다.



# 추격매수를 늦춰야 할 수준까지 올라갈 4분기 미국주식

김일혁 수석연구원 | holistic@kbfq.com

## 4분기에도 이어질 미국 주가지수 고점 경신 행진

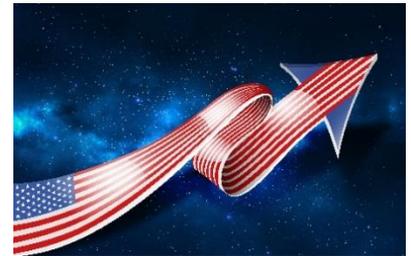
트럼프 행정부가 중국산 수입품에 대한 2,000억 달러의 관세 부과를 결정했다. 관세율은 예상했던 25%보다 낮은 10%다. 월스트리트 저널은 ‘관세가 연말소비시즌에 미칠 영향을 최소화하기 위해 노력하고 있다’는 미국 행정부 관계자의 발언을 인용해 보도했다. 11월 6일 중간선거를 앞두고

## 견고한 소비심리, 높아지는 연말소비 기대

중국을 강하게 압박하고는 있지만, 미국 경제에 미칠 영향도 심각하게 고려하고 있다는 의미다. 미중 갈등의 강도가 점차 높아지고는 있지만, 이런 미국의 조심성은 미국 경제와 시장에는 긍정적이다.

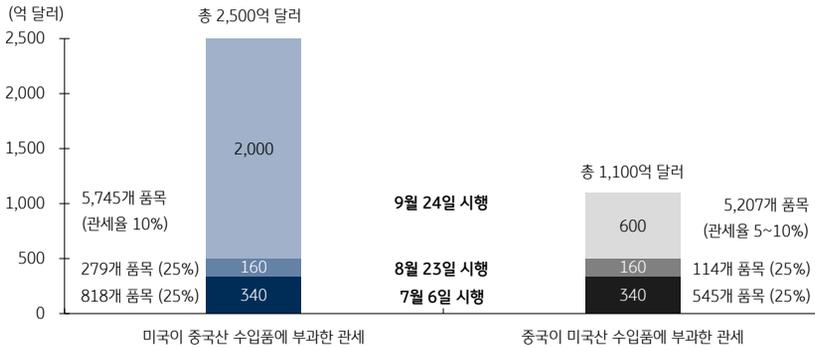
미중 무역협상과 관련한 불확실성이 모두 사라진 것은 아니다. 하지만 소비심리가 여전히 견고해 미국의 연말

소비 기대는 높다. 중간선거가 다가올수록 정치 불확실성도 점차 견딜 전망이다. 4분기에도 미국 증시는 상승흐름을 지속하면서 역사적 고점 경신 행진을 이어갈 전망이다.



자료: Bloomberg

## 미국과 중국의 관세 부과 현황



자료: Bloomberg, KB증권

### S&P 500이 3,000pt를 넘으면 추격의 속도를 늦추자

미중 무역갈등이 미국 경제에 미칠 영향을 최소화하기 위해 미국 행정부가 노력하더라도, 누적된 관세가 미국 경제에 미치는 영향은 조금씩 나타날 것이다. 아직은 미중 무역갈등을 이벤트로 받아들이는 시각이 우세하다. 그래서 관세 부과 조치가 시장이 예상한 것보다 높을지 낮을지가 시장 영향을 좌우한다. 하지만 시장이 예상한 것보다 크든 작든 관세의 효과는 쌓이고 있다. 관세가 경제에 미치는 실질적인 영향을 따져보려는 투자자들이 점차 많아질 것이다.



미국이 중국에 대한 압박을 단계적으로 높이면서 경제주체들의 시야는 좁아지고 있다. 관세에 의한 가격 상승 이전에 수출입을 늘리고 소비를 서두르는 등 정책 방향에 따라 단기적으로 움직이고 있다. 장기 투자 의사결정도 미루고 있다. 이 때문에 밀어내기 효과로 중국 수출은 견조했고 미국도 2분기 재고를 대거 처분했다.

### 분기별 미국 경제성장률 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 애틀랜타 연은 웹사이트, KB증권

미국 경제는 2분기에 재고를 조정했고, 소비심리 호조를 바탕으로 4분기 소비 수요를 맞추기 위해 3분기에는 제품의 재고를 쌓았다. 하지만 내년 1분기에 관세 효과가 누적되고 불확실성이 유지되면, 투자, 소비, 재고축적 등 전반적인 경기확장 모멘텀이 약해질 수 있다.

미국 기업이익 모멘텀도 둔화될 수 있다. 올해 미국 기업들의 주당순이익은 전년 대비 23.2% 증가할 전망이다. 반면 내년은 올해 대비 10.2% 증가가 예상된다. 올해 감세에 의한 일회성 효과가 반영된 영향이 크지만, 내년에는 미국과 중국이 서로 주고 받은 관세, 그리고 올해 초부터 시작된 달러 강세의 부정적 영향이 나타날 것이다. 투자자들은 경기모멘텀 둔화와 함께 나타나는 기업이익 증가 모멘텀 둔화를 우려할 수 있다.

연준의 전망처럼 올해 12월에 기준금리를 추가 인상하면 4분기에는 장단기 금리가 역전될 수 있다. 현재 미국 국채 10년물 금리와 2년물 금리 차이는 크지 않다. 일반적으로 장단기 금리가 역전되면 경기 침체 시기가 다가오고 있다고 여긴다. 따라서 경기 우려가 높아질 수 있다. 더욱이 2019년 중반이면 이번 미국 경기확장 기간이 역대 최장인 120개월을 경신할 예정이다. 올해 중반에 있었던 경기고점 논란이 이르면 올해 말부터 다시 불거질 가능성이 있다.

경기고점 논란이 다시 불거지면서 내년 1분기에는 올해 3분기 말 주가지수 수준을 하회하는 기간이 있을 수 있다. 4분기 증시가 상승하고 신고가를

경신하면서 추격매수 욕구가 높아질 수 있다. 그렇더라도 S&P 500 기준 3,000pt 이상에서는 중장기 관점에서 매수 속도를 늦춰야 할 필요가 있다.



**중장기 통화정책 기조 변화 가능성을 근거로 중장기 주가 상승세 지속 예상**  
그렇다고 연준이 시장에 등을 돌리는 것은 아니다. 파월 연준 의장은 최근 중장기 통화정책 기조 변화를 암시했다.

현재 전망처럼 경기 및 이익 모멘텀 둔화와 경기고점 논란으로 시장이 흔들리면, 연준이 경기확장과 시장상승세를 늘려주는 방향으로 정책 기조 변화에 나설 것이다. 따라서 2019년에는 연준이 기준금리 인상을 보다 천천히 진행할 가능성이 있다. 미국 주식이 추가 상승하면 중장기 추격매수의 속도를 늦춰야 할 필요가 있지만 중장기 상승 전망을 꺾지 않는 이유다.



# 미국과 신흥국 기준금리 더 오를 전망

장재철 Chief Economist | jaechul.chang@kbf.com

## 미중 무역분쟁과 미국의 경기침체 가능성에 대한 우려 증가

우선, 지난 9월 미국과 중국이 양국의 수입품에 대한 2차 관세를 부과하여 무역분쟁이 더 격화되었다. 미국이 2,000억 달러 규모의 중국산 수입품에 10%의 관세를 부과하였고, 중국은 보복으로 600억 달러 규모의 미국산 수입품에 관세를 부과하였다. 미국은 이번 10% 관세를 2019년 초부터 25%로 인상할 것을 예고했다. 미국의 1차와 2차에 걸친 총 2,500억 달러 규모의 중국상품에 대한 25% 관세 부과는 2019년의 중국과 글로벌 경제 성장률에는 마이너스 요인이다. 중국의 경우 고속성장을 시작한 이래 처음으로 경제성장률이 6%를 하회할 가능성이 높으며, 글로벌 경제도 3년 만에 다시 2%대의 성장세 둔화를 경험할 것이다. 현실적으로 미중 무역분쟁이 단기간에 해소되기는 어려운 전망이다. 중국은 경제 선진화 정책을 지속하고, 미국은 대중국 무역불균형 해소와 글로벌 경제패권 유지를 위해 노력할 것이기 때문이다. 따라서 2019년 상반기에는

격화된 미중 무역분쟁의 여파가 가시화 될 것으로 예상된다.

또한 미국이 곧 경기침체에 빠질 것이라는 우려도 있다. 미국 경제는 2009년 6월 이래 113개월째 경기가 확장되는 모습을 보이고 있다.



2차 세계대전 이후 두 번째로 긴 경기확장국면이다. 경기확장 국면이 길어질수록 하강국면이 그만큼 가까워질 가능성이 크다. 특히 시장에서는 미국의 장단기 금리차가 축소되고 곧 역전될 것에 대한 우려가 크다. 이는 과거의 경험상 경기침체 전에는 장단기 금리의 역전이 있었기 때문이다.

## 이러한 하방리스크에도 선진국 중앙은행의 긴축기조는 지속

미국의 중앙은행인 연준은 금리 인상과 같은 긴축기조를 2019년에도 계속할 전망이다. 연준은 지난 9월 회의에서 시장의 예상대로 정책금리인 연방기금금리를 인상했다. 2018년 중세 번째 인상이다. 미국 연준은 오는 12월을 포함해 2019년말까지 금리를 네 차례 더 인상할 것을 예고했다. 경제성장률과 실업률이 장기적인 평균 수준을 상회하는 호조세가 지속될 것으로 예상되기 때문이다. 그러나 KB증권은 2019년 말까지 미 연준이 총 네 번이 아닌 세 번의 금리 인상을 할 것으로 예상한다. 양호한 경제성장에도 물가상승 압력이 크지 않을 것으로 보이며, 급격한 금리 인상은 장단기 금리의 역전 가능성을 높여 경기침체에 대한 우려를 키울 수 있기 때문이다. 한편, 유로지역 중앙은행인 ECB도 통화량 공급을 증가시키는 양적완화를 줄이는 긴축을 실행하고 있다. 양적완화를 위한 자산매입프로그램 규모를 10월부터 연말까지 150억

유로로 이전의 절반으로 줄이고, 2019년부터는 자산매입을 종료할 예정이다. 2019년 10월 이후에는 정책금리의 인상이 예상된다. 반면 물가상승률이 지속적으로 1%를 하회하는 일본 중앙은행(BOJ)의 긴축은 요원한 것으로 보인다. 2019년 10월 소비세 인상에 따른 경기위축 우려 등으로 적어도 그때까지는 현재의 매우 완화적인 통화정책 기조가 이어질 것으로 전망한다.

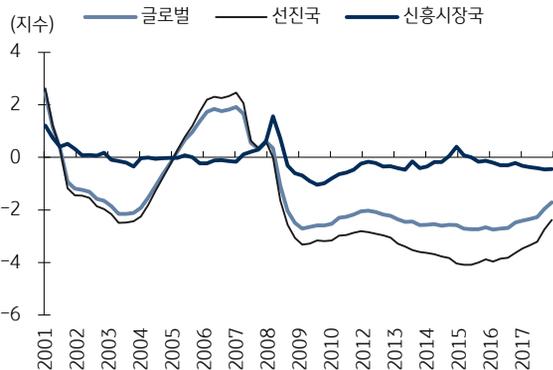
### 신흥시장국 중앙은행은 통화가치 안정을 위한 금리 인상 예상

인도네시아와 파키스탄이 지난달 말에 정책금리를 인상했다. 미국의 금리 인상과 강한 달러로 인한 자국 통화의 약세가 주요인이다. 인디아와 러시아도

이 같은 비자발적 긴축이 있을 것으로 예상된다. 신흥시장국의 이러한 긴축 모드는 경기회복에 부정적인 영향을 미칠 전망이다. 인디아는 고유가로 인한 경상수지 적자 지속과 루피화의 추가적 약세 예상 등으로 4분기 중 정책금리를 한 차례 0.25% 포인트 인상할 것으로 보인다. 러시아도 경제제재 등으로 경기가 부진하자 상반기에 0.50% 포인트의 금리 인하를 단행했다. 그러나 루블화의 약세가 심화되면서 지난 9월에 0.25% 포인트의 금리 인상이 있었는데, 4분기도 같은 정도의 추가적인 인상이 예상된다. 브라질도 경기부진으로 상반기 중에 0.50% 포인트의 금리 인하를 단행해 정책금리를 사상 최저치인 6.50%까지 인하했으나, 하반기에는 트럭 파업에

따른 경기부진 완화를 위해 당분간 금리를 동결할 것으로 예상된다. 중국은 소비와 투자의 부진과 미중 무역분쟁 여파를 고려하면 중앙은행인 인민은행이 미 연준과 보조를 맞추면서 정책금리를 인상하기는 어려울 전망이다. 다만 중국 인민은행의 선별적 조치는 이어질 전망이다. 실제로 중국은 그간의 내수부진과 경기 불확실성 등을 이유로 시중에 유동성 공급을 위한 필요지불준비율(RRR)을 세 번 인하하였으며, 지난 7일에는 10월 15일부터 기준율 100bp 추가로 낮춘다고 발표했다. 한국도 부동산 가격 급등에 따른 가계부채 증가 등에 따른 금융불안을 완화시키기 위해 4분기 중 한 차례 0.25% 포인트의 기준금리 인상이 예상된다.

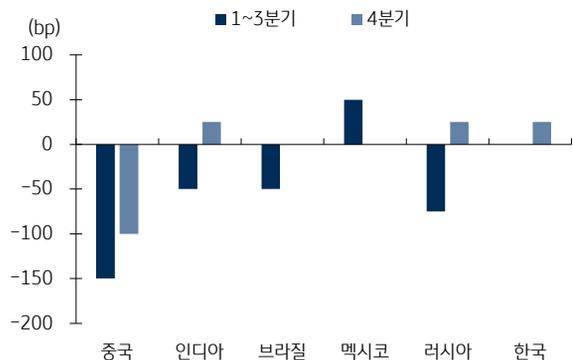
### 통화상황지수(MCI) - 선진국, 이미 점진적 긴축모드로 전환 중



자료: CEIC, KB증권

주: 통화상황지수(MCI)는 KB증권이 전망하는 선진국과 신흥시장국 9개 국가들의 3개월 금리와 명목실효환율로 계산

### 2018년 4분기 신흥시장국 정책금리 전망 (중국은 RRR)



자료: CEIC, KB증권



# 연준의 점진적 금리인상, 한은의 선택은?

김상훈 수석연구위원 | hoon.kim9@kbf.com

## 9월 FOMC에서 점진적 금리인상 지속 시사

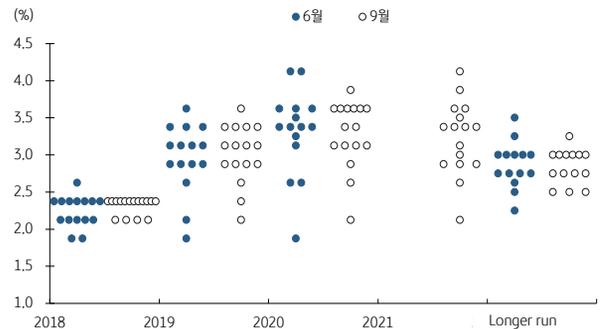
지난 9월 연방공개시장위원회 (FOMC)에서 미 연준은 정책금리를 2.00~2.25%로 25bp 인상했다. 올해 세 번째이며, 시장에서는 예상되었던 것이기 때문에 관심은 점도표에 집중되었다. 점도표에서 연준 인사들은 내년 3회, 2020년 1회 인상을 예상했지만, 새로 공개된 2021년 중간값이 2020년과 같은 수준으로 표시되면서 2020년 정도에는 금리인상 후반 국면이라는 인식 등으로 9월 FOMC는 비둘기파적으로 해석되었다. 이에 미국 시장금리는 장기물이 더 하락하여 장단기 금리차는 축소 흐름을 지속했다.

FOMC 이후에는 당분간 펀더멘털, 통화정책보다는 미 중간선거, G20 등 정치적 변수가 다시 주요국 금리를 움직일 전망이다. 유럽도 ECB의 4분기 양적완화 축소는 알려진 가운데, 이탈리아 정치적 변수가 주목된다. 이탈리아는 당초 내년 재정적자를 올해와 유사한 GDP 대비 1.6% 수준으로 묶어 둘 계획이었으나, 새로 구성된 정부에 의해 2.4%로 발표되었다. 이러한 점이 국가신용등급에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 우려 등으로 인해 이탈리아 금리는 급등한 반면 독일 금리는 하락했다. 브렉시트와 함께 유럽 3위 경제국인 이탈리아의 정치적 리스크가 진정되지 않을 경우 변동성 및 안전자산 선호가 증가할 수 있다.

한편 터키, 러시아 등 우려 대상이던 신흥국들이 금리인상 등으로 대응에 나서며 신흥국 우려의 추가 확대는 제한되고

있다. 9월 FOMC가 비둘기파적으로 해석되어 이러한 숨고르기 국면이 당분간 이어지면서 시장의 관심은 브라질 대선 등 개별 국가 이벤트로 이동할 전망이다.

## 9월 FOMC 점도표



자료: Fed, KB증권



### 한국 금융안정 측면에서의 4분기 인상 가능성은 잔존

미국의 금리인상으로 지난해 11월 인상 이후 동결을 지속하고 있는 국내 통화정책도 주목받고 있다. 먼저 경기 측면을 살펴보면 한국은행은 올해 국내 성장률을 2.9%, 물가상승률은 1.6%로 예상하고 있으나, 10월 수정경제전망에서 소폭의 하향이 예상된다. 다만 한은 총재는 ‘잠재 수준 (2.8~2.9%)의 성장 및 상저하로 물가 상승 시 완화 정도의 조정’ 즉 금리인상을 시사하기도 했다.

금통위원들 중에는 물가안정에 이어 한국은행의 또 다른 목표인 금융안정 측면에서 금리인상 소수 의견을 계속 내놓고 있는 위원도 있다. 금융안정은 금융 불균형 등으로 인한 가계부채, 내외 금리차로 인한 자본 유출 등을 포함하고 있다. 이번 9월 미국의 금리인상으로 한국과의 정책금리차는 75bp, 10년물 금리 역전 폭은 70bp대로 사상 최대이다.

### 한미 정책금리, 시장금리 차 추이



자료: Bloomberg, KB증권

물론 아직까지 자본유출은 일어나지 않고 있으며, 외국인의 채권 잔고는 사상 최고 수준이다. 다만 한국이 동결을 지속하는 가운데 미국이 금리를 12월에 인상하면 2005~2007년 당시의 역전 폭 100bp에 도달하게 되며, 재증가하는 가계부채 등 금융안정 측면에서의 4분기 금리인상 가능성은 잔존하는 것으로 예상된다.

그러나 이러한 전망은 시장금리에 어느 정도 선반영되어 있고, 경기가 추가 금리인상을 전망할 정도로 강하지 않기 때문에 기준금리를 인상해도 국내 시장 금리는 하락이 예상된다.



#### 용어설명

[점도표] 연준위원들이 3월, 6월, 9월, 12월에 개최되는 FOMC에서 본인이 예상하는 그 해 말 정책금리 수준에 점을 찍은 표. 정책금리 예상에 참고 자료로 활용함



# 4분기, 달러 강세 주춤할 전망

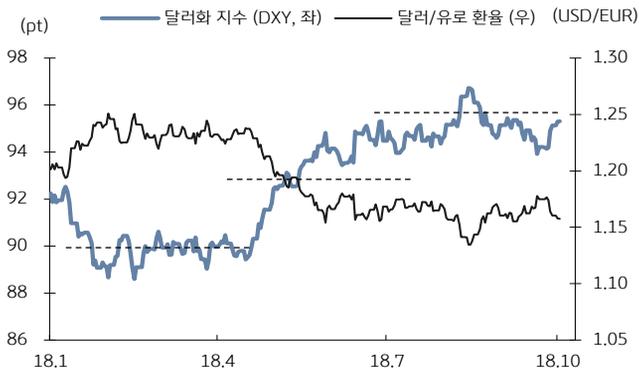
문정희 연구위원 | jhmoon1106@kbf.com

## 지난 3분기, 유로화 등 상대 통화 약세와 위험회피성향 증가로 달러 강세 지속

지난 2분기보다 3분기에 달러의 강세압력은 더욱 컸다. 달러화 지수 (DXY)는 2분기 평균 92.7pt에서 3분기 95.0pt로 상승했고, 원/달러 환율 역시 분기 평균 1,081원에서 1,122원으로 41원, 전분기 평균대비 3.8% 상승했다. 3분기 달러화의 강세는 상대 기축통화인 유로화, 일본 엔화, 영국 파운드화 등의 약세와 미국과 중국의 무역분쟁 격화로 인한 위험회피성향이 커졌기 때문이다.

다만, 9월에는 달러 강세가 다소 주춤했는데, 이는 9월 18일 발표된 미국의 중국 수입품 2,000억 달러에 대한 관세부가가 10%로 결정되어 지난 7~8월에 결정된 500억 달러 수입품에 대한 관세율 25%보다 관세율이 낮은 데 따른 시장의 안도 때문이다. 또한, 시장에서 미국의 금리인상 경로를 ‘급진적’보다 ‘점진적’으로 해석함에 따라 위험자산 선호가 반등한 것도 달러 강세압력을 약화시킨 요인으로 판단된다.

## 3분기 달러화는 2분기보다 상승, 다만 9월에 강세압력은 다소 완화



자료: Bloomberg



#### 4분기에는 달러화 강세가 주춤할 전망

지난 3분기에는 주요 기축통화 대비 달러화 가치를 나타내는 달러화 지수(DXY)가 전분기대비 2.4% 상승하는 강세를 보였다. 이번 4분기에는 DXY지수가 전분기대비 0.3% 정도 상승이 예상되어 달러화 강세가 주춤할 전망이다. 그럼에도 불구하고 DXY지수가 추세적으로 양의 기울기를 보이는 것은 미국 소비 및 투자 호조와 고용 상황 개선이 지속되고 있고, 미 연준이 12월에 추가적으로 금리를 인상할 것이라는 전망이 아직 유효하기 때문이다. 대외적으로는 유로지역에서 이탈리아의 재정 불안, 브렉시트(영국이 유럽연합에서 탈퇴) 등의 불확실성이 유로화 및 영국 파운드화의 약세 요인으로 작용하면서 달러를 지지하고 있다. 다만 이러한 달러 강세가 주춤할 것으로 전망하는 이유는 미국의 중간선거에 대한 불확실성과 글로벌 경제의 불안요인이었던 미중 무역분쟁이 11월 말 G20 정상회의에서 미중 양국 정상회담에서 타협될 가능성이 남아있기 때문이다.

달러화에 대한 원화 환율은 달러 강세가 주춤한 것을 반영하여 3분기 대비 0.4% (달러당 5원) 상승한 1,127원 (분기 평균)이 예상된다. 원/달러 환율의 상승 폭이 제약되는 것은 국내 경제가 고용과 투자 부진으로 성장 모멘텀이 약화되고 있고, 한국은행이 4분기 중 금리인상을 단행해도 미국 역시 12월 추가 인상할 경우 2018년 말 미국과 한국의 기준금리 차이가 75bp로 현 수준과 같기 때문이다. 한국은행의 금리 결정이 환율에 미칠 영향은 제한적이다.

달러화에 대한 원화 약세는 2019년 상반기에 더 두드러지게 나타날 전망이다.



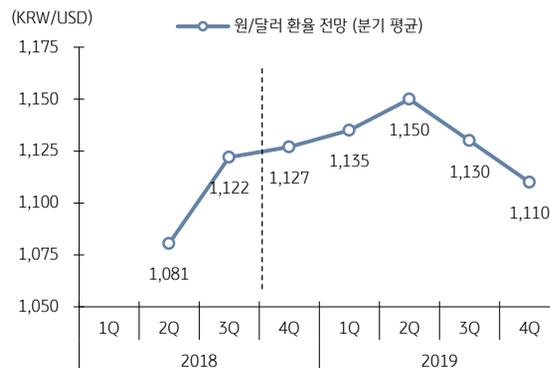
#### 그러나 2019년 상반기에는 원/달러 환율 1,150원까지 상승 예상

미중 무역분쟁이 2019년 초에 더 격화될 가능성을 감안하면, 달러화는 2019년 상반기에 지금보다 강세를 보일 전망이다. 달러화 지수 DXY는 2018년 하반기의 95pt에서 2019년 상반기에는 96pt로 약 1% 정도 상승이 예상된다.

원/달러 환율은 2019년 1분기 평균 1,135원에서 2분기에는 1,150원까지 상승할 것으로 보인다. 2019년 연초부터 미국은 중국 수입품 2천억 달러에 대해 관세율을 현 10%에서 25%까지 인상할 전망이며, 이러한 고율관세에서는 중국의 대미국 수출 증가율이 전년동기대비 감소하는 모습을 보이면서 글로벌 금융시장의 변동성을 높이는 요인으로 작용할 전망이다. 특히 중국에 대한 수출 등 의존도가 높은 한국은 이러한 금융시장 변동성에 더욱 취약할 가능성이 크다는 점에서 원화 약세를 전망한다.



#### 2019년 상반기 원/달러 환율 상승 전망



자료: KB증권 전망



# 영국이 EU를 나가는 여정

오재영 선임연구원 | jaeyoung.oh@kbf.com

## EU와 영국의 갈등 고조, 노 딜 브렉시트 우려 확대

영국이 시끄럽다. ‘No deal Brexit (노 딜 브렉시트)’에 대한 우려가 높아지고 있다. 노 딜 브렉시트란 영국이 내년 3월에 EU를 탈퇴하면서, 아무런 관련 협정을 맺지 못하고 탈퇴하게 되는 것이다. 협정을 맺지 못하면, 무역 등 모든 외부활동에서 혼란이 야기되기 때문에 경제적 손해가 클 것으로 예상되고 있다.

EU와 영국 내부 유럽회의론자들 양측이 첨예하게 대립하고 있는데, 가장 핵심적인 문제는 ‘국경문제’이다. 영국이 EU 회원국 지위를 잃게 되면서 영국령 북아일랜드와 EU 회원국인 아일랜드 국경 사이에는 새로운 관세 국경이 생기게 된다. 북아일랜드와 아일랜드는 1차 세계대전 이후 분리되어 있지만, 밀접한 경제적 공동체를 유지하고 있어 만약 사이에 관세 국경이 생기면 경제적 피해가 커지게 된다. EU는 아일랜드 입장을 대변해 북아일랜드와 아일랜드 사이에 관세국경이 세워지는 것, 일명 ‘하드 보더’는 안 된다는 입장이었으며, 지난해 1차 브렉시트 협상에서 이에 대해 합의를 하였다. 그러나, 영국 입장에서는 결국에는 북아일랜드가 EU에 잔류하게 되어 영국 본토와 북아일랜드가 사실상 경제적으로 쪼개지는 결과를 가져오기 때문에 절대로 불가하다는 입장이다.

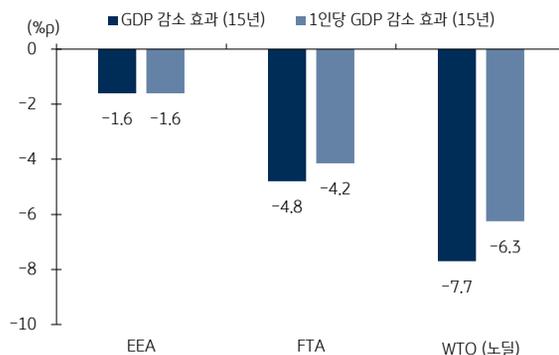
## 메이 총리의 새로운 협상안 제시, 혼란만 가중

위의 ‘국경문제’를 해결하고자, 메이총리는 7월에 새로운 합의안을 제시했다. ‘체커스 계획’ (7/6)은 양측의 의견을 모두

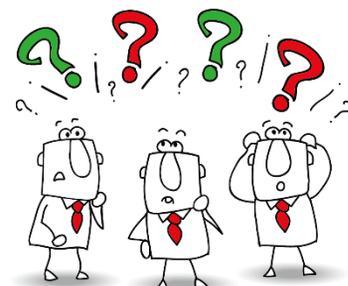
반영해 북아일랜드와 아일랜드 사이, 그리고 영국 내부에서도 관세 장벽이 생기지 않게 ‘소프트 브렉시트’ 안으로 선회한 것이다. 영국이 EU를 탈퇴하면서도 무관세를 유지해 기존의 EU 회원국의 지위를 최대한 유지하겠다는 것이다.

문제는 메이 총리의 협상안에 대해 영국과 EU 양측이 모두 반발하고 있다는 점이다. EU는 동 합의안은 영국에게만 유리한 ‘체리피킹’이라는 입장이다.

## 영국 정부에서 제시한 시나리오별 영국 경제에의 충격



자료: 영국 정부, KB증권



EU와의 관세는 무관세로 유지하면서, 그 외 노동력 이동이나 분담금 등 의무는 사라지기 때문이다. 영국 내에서도 반발이 심하다. 메이 총리의 '보수당' 내 강경파는 EU와 완전히 결별하는 '하드 브렉시트'를 원하고 있으며, 메이 총리의 합의안에 따르면 영국은 EU에 계속해서 종속될 수밖에 없다는 것이다. 이들은 메이 총리의 합의안보다는 '노 딜 브렉시트'가 낫다고 주장하고 있다. 강경파들은 이에 따라 메이 총리의 불신임안까지도 준비하고 있는 상황이기 때문에 우려가 커져만 가고 있다.

### 노 딜 브렉시트의 경우 경제적 충격이 클 것으로 예상

당초 실질적인 협상 기한은 9월 말 ~ 10월 초까지였다. 10월 EU 정상회의에서는 최종안에 대해 합의해 이후 EU 국가들과 영국 의회 동의까지 얻어야 하며, 최소 6개월의 기간이 필요할 것으로 예상되기 때문이다. 현재의 상황으로는 9월 말까지는 최종안을 도출하지 못할 가능성이 높다. 그럼에도 아직까지는 '노 딜 브렉시트'보다는 협상에 성공할 가능성이 더 높다고 판단하고 있다.

이는 노 딜 브렉시트는 영국과 EU 모두에게 불리해 양측이 점점 합의점에 이르려고 노력할 것으로 예상되기 때문이다. 강경했던 EU도 메이 총리의 합의안에 어느 정도 타협 가능성을 열어주면서 영국 달래기에 나선 모습이다. 게다가, 11월 EU 긴급 정상회의의 가능성까지 열어두어, 11월 중순까지도 협상이 가능해지는 듯한 모습이다.



결국 영국과 EU가 협상에 성공하게 된다면 파운드/달러는 반등 (파운드화 강세)할 것으로 예상된다. 현재 수준은 이미 노 딜 브렉시트 가능성을 어느 정도 염두에 둔 레벨이다. 그러나 합의 형태는 EU와 완전한 결별을 하고 유럽국가들과 FTA를 체결하는 형태 (하드 브렉시트)가 될 가능성이 가장 높으며, 이 경우 장기적인 충격은 클 것으로 예상된다. 단기적으로는 지난

1차 협상에서 합의된 2020년 12월까지 전환기간 동안은 기존의 지위를 거의 유지할 수 있어 경제적인 충격이 낮을 것으로 예상된다. 이에 따라, 영란은행 (BOE)의 금리 인상 기조도 기존 예상대로 유지될 전망이다.

한편, 준 EU 회원국과 같은 지위로 남는 '소프트 브렉시트'는 EU와 영국 강경파 모두 원하는 방향은 아니기 때문에 그 가능성은 낮다. 만약 소프트 브렉시트로 합의된다면 경제적 충격이 작아 글로벌 경제에는 긍정적일 것이며, 파운드화 추가 강세가 예상된다.

그러나 노 딜 브렉시트의 경우에는 영국의 경제적 충격이 클 것이다. 가장 큰 문제는 양측이 합의한 21개월의 전환기 (2020년 12월까지) 없이, 영국은 곧바로 무합의 상태에서 EU를 탈퇴하게 된다는 것이다. 이 경우에는 제 3국가의 지위로서 주변국가들과 차례차례 개별 협정을 맺어야 하며, 그 과정에서 혼란이 야기될 것으로 예상되어 파운드화는 지금보다 하락할 전망이다 (약세). 영국뿐만 아니라 EU 등 글로벌 금융시장에도 영향이 클 것으로 예상된다.

### 시나리오별 전망과 확률

|                     | 하드브렉시트<br>(40%) | 소프트브렉시트<br>(10%) | 노 딜 브렉시트<br>(40%) | 브렉시트 무산<br>(10%) |
|---------------------|-----------------|------------------|-------------------|------------------|
| 경제적 충격              | 단기적으로는 낮음       | 낮음               | 높음                | 없음               |
| BOE                 | 인상기조 유지         | 인상기조 유지          | 완화 가능성            | 추가 긴축            |
| 파운드/달러<br>(현재 1.31) | 제한적 상승          | 상승               | 하락                | 추가 상승            |

자료: KB증권





# 이탈리아가 계속 시끄러운 이유

손은정 선임연구원 | eunjungson@kbf.com

## 이탈리아, 뭐가 문제인가?

지난 9월 말 이탈리아 정부의 내년도 예산안이 공개되면서 유럽 금융시장이 또 다시 출렁이고 있다. 이탈리아 10년물 국채 금리는 또 다시 3%를 넘어섰고, 은행주는 폭락했다. 내년도 예산안의 재정적자 규모는 GDP의 2.4% 수준으로 EU의 예산 규정 (GDP 대비 재정적자 3%)에는 위배되지 않았으나 1) 예산안 재정적자 규모가 시장 예상을 크게 상회하는 수준에서 설정되고, 2) 포퓰리즘 성격의 정책 (저소득층 기본 소득 지급, 연금 수급 개시 연령 연장 폐지)이 대거 포함되면서 이탈리아의 재정 건정성에 대한 우려가 커졌기 때문이다.

이탈리아는 유로존 내 경제 규모 3위 국가지만 오랜 기간 재정적자에 허덕이고 있다. 2017년 말 기준 이탈리아의 정부부채 비율은 GDP 대비 131.8%로 그리스에 이어 유로존 내에서 두 번째로 높다. 부채 규모는 2.3조 유로로 유로존 내에서 가장 많다. 그럼에도 불구하고, 올해 새롭게 출범한

이탈리아 정부 (포퓰리즘 성향의 연정으로 구성)는 재정 지출 확대를 원하고 있다. 이 때문에 이탈리아 정부지출 규모 축소를 요구하고 있는 EU와의 갈등이 깊어지고 있으며, EU와 이탈리아 간의 신경전으로 금융시장 변동성은 당분간 지속될 전망이다.



## 신용등급 강등 가능성 배제할 수 없다

이탈리아의 예산안은 국회의 동의를 거쳐 10월 중순 EU 집행위원회에 제출될 예정이다. 이번 예산안은 10월 말 예정된 글로벌 신용평가사들의 국가 신용등급 평정에도 직접적인 영향을 끼칠 전망이다. 현재 3대 신용평가사 모두 이탈리아의 신용등급을 투기등급에서 두 단계 높은 BBB를 부여하고 있다. 이탈리아의 새 정부

출범 이후, 글로벌 신용평가사들은 재정 건전성 악화 시 신용등급(및 전망)의 하향 가능성을 시사해왔다. 현재 공개된 예산안처럼 정부가 재정 확대 정책을 고수할 경우 이탈리아 국가 신용등급이나 전망의 하향 가능성을 배제할 수 없다.

## 예산안 문제는 결국 정치적 이슈

이탈리아 포퓰리즘 정부는 지지 기반을 공고히 하는 차원에서라도 재정적자 확대 예산안이 필요했을 것이다. 그러나 1) 연말 ECB의 QE 종료를 앞둔 점, 2) 이미 이탈리아 정부의 채권 순발행 규모가 증가하고 있는 점은 결국 정부에게 부담으로 작용할 수밖에 없다. 현실적으로 최종 예산안의 재정적자 축소 가능성이 높다고 판단된다.



### 이탈리아 은행 위험이 또 다시 부각될 전망

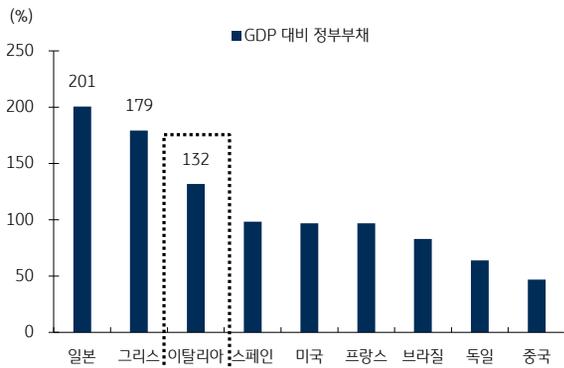
예산안 이슈와 신용등급 평정이 시장에 큰 충격을 주지 않는다면 최근 부각된 이탈리아 은행 위험도 누그러질 가능성이 높다.

그러나 이탈리아 은행의 건전성과 수익성 개선에도 불구하고 은행이 외부 요인에 취약한 본질적인 이유는 오랜 저성장으로 인한 높은 부실채권 부담과 낮은 수익성, 이에 대한 정부와 우량은행의 지원 부담 확대에 있다.

여기에 이제는 시장 금리 상승 가능성이 높아지면서 또 다른 문제점이 부각되고 있다. 1) 2018년 이후 이탈리아 은행의

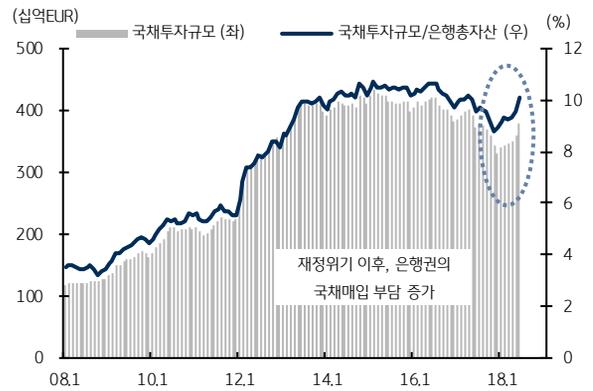
국채 투자 규모와 자산 내 비중이 높아짐에 따라 금리 상승 시 은행 수익성 하락 위험이 더 커졌다. 2) 2020년부터 TLTRO (ECB로부터 저금리로 차입한 자금)의 본격적인 상황이 시작됨에 따라 조달비용도 상승할 전망이다. 조달비용의 상승은 은행의 수익성 하락→ 자기자본비율 하락→ 자본확충 우려로 확대될 수 있다. 단기적으로 은행에 대한 우려가 잠잠해지더라도 본격적인 리파이낸싱이 시작될 것으로 예상되는 2019년 하반기부터 은행발 위험이 다시 부각될 가능성이 높다. 시장이 안정되더라도 이탈리아 관련 상품 신규투자가 아닌 투자비중 축소의 기회로 삼아야 할 때이다.

### 이탈리아의 GDP 대비 정부부채 비율은 EU 2위 수준



자료: BIS, KB증권

### 이탈리아 은행권의 국채 투자 규모 다시 확대



자료: Bank of Italy, KB증권





# 중국증시 바닥 확인 후 단기 랠리, 정책적 호재 과대해석 불필요

JIN LING (찐링) 수석연구원 | ling.jin@kbf.com

## 상해종합지수, 2,638pt 지지선 확인 후 정책 호재에 힘입어 단기 랠리 시현

상해종합지수는 9월 초 중순 건자재, 제약 섹터 개별 악재의 출현으로 관련 섹터들이 급락세를 겪으면서 재차 하락세를 면치 못했다.



하지만 8월 중순 ~ 9월 중 하순에 거쳐 상해종합지수는 2016년 1월 말 저점 (2,638.30pt)에 근접한 후 지지선이 확인되는 과정을 보여줬다. 지지선은 확인됐으나, 미중 무역분쟁 장기화, 경기둔화, 부동산 규제 등 굵직한 부담요인들은 여전히 있다. 중국정부는 경기의 추가 하방 압력을 완화하기 위해 (1) 9/18 인프라 취약점 보완, (2) 9/20 소비 잠재력 자극 정책을 발표했다. (1) 인프라분야는 교통, 농업, 민생, 환경 등 분야에 대한 투자 및 정책 지원을 강화하기로 했다. (2) 소비분야는 소비 업그레이드를 통한 공급측 혁신 - 공급측 업그레이드를 통한 소비 新 성장 동력 창출 간의 순환동력을 강화해 보다 높은 수준의 수급 균형과 소비율의

향상을 목표로 정했다. 두 가지 정책적 호재에 힘입어 상해종합지수는 4거래일 (9/18~9/21) 동안 5%대의 상승을 기록했고, 중추절 (추석) 연휴 (9/24) 이후에도 비교적 안정적인 흐름을 보였다.

## 지지선 형성 및 정책적 호재에 따른 단기 랠리 가능성 있으나, 증시 진작효과 과대해석 불필요

중국정부의 인프라 취약점 보완, 소비 잠재력 자극 정책은 경기 하방 압력 완화, 투심 개선에 긍정적일 것이나, 경기 부양 및 증시 진작 효과에 대한 과대해석은 불필요하다고 판단한다. 9월 추석 (9/24)에 이어 10월 국경절 (10/1~10/7) 전후로 단기 랠리가 나타날 가능성은 있으나, 이를 장기간의 대내외적 요인으로 인해 약해진 투자심리의 회복이라고 해석하기에는 아직 이르다는 판단이다. 또한 중국A주의 FTSE 신흥국지수 편입 (2019/6)이 확정되면서 향후 글로벌자금의 장기 유입이 기대되기는 하나, 중국증시가 현재 직면하고 있는 굵직한 부담요인들에 비해서는 아직 '멀리 있는 물로는 가까이 난 불을 끌 수는 없는' 격이므로 당장 증시에 대한 진작효과는 제한적일 것으로 판단한다. 대외적으로는 미국 무역분쟁 격화 및 장기화에 대한 불확실성, 대내적으로는 경기둔화, 부동산 규제, 금융 레버리지 축소 등 굵직한 부담요인들에서 아직 실질적인 개선이 보이지 않고 있기 때문이다.



**인프라와 소비 관련 정책적 수혜주, 증시 부진 시 방어주 성격이 부각되는 분야 관심 필요**

투자전략에 있어서 단기적으로 인프라 취약점 보완, 소비 잠재력 자극 등 정책적 호재로 단기 랠리가 가능할 만한 관련주에 대한 관심이 필요하다. 또한 상해종합지수가 8월 16일 과거 저점 근접 후 1개월 동안 (8/17~9/17) 중국증시의 섹터별 수익률을 살펴보면 에너지설비, 가스, 정유, 은행, 보험 등의 방어주 성격이 상대적으로 강한 섹터에 한해서만

선방했다. 아직은 증시의 추세적인 반등이 쉽지 않은 상황에서 위 섹터들의 상대적인 선방 현상은 일정 기간 지속될 가능성이 높아 보인다.



**중국증시 주요지수 추이**



자료: Wind, KB증권

**미국 나스닥지수 vs. 중국 상해종합지수**



자료: Wind, KB증권



# 중국은 시계를 짧게, 하단을 지지할 부양책 주시

김두언 수석연구원 | kimdooun@kbf.com

## 중국 경기 둔화 확대

한 해를 마감하는 4분기지만 여전히 중국 경제에 대한 우려가 깊다. 중국 GDP 성장률의 선행지표로 인식되고 있는 투자부문에서 둔화세가 확대되고 있다. 8월까지 누적고정자산 투자 증가율이 통계가 작성된 1996년 이래 가장 낮은 전년비 5.3%를 기록했다.

여기에 지난 9월 24일 미국 행정부가 중국산 수입품에 3차 추가 관세를 부과하자, 중국 정부도 이에 대응하는 보복 관세를 부과하면서 9월 말 준비 중이던 장관급 회담을 취소했다. 격화되는 미중 무역분쟁 속에서도 나름 선방해 온 중국의 수출 증가율에 적신호도 켜졌다. 중국의 수출 증가율에



3~4개월 선행성을 보이는 중국 통계국 9월 PMI 제조업지수가 7개월 내 최저 수준으로 내려 앉았다. 춘절 휴가의 영향으로 정확한 실태가 반영되지 않는 1~3월을 제외할 경우, 2년 만에 가장 낮은 수준인 셈이다.

KB증권이 주시하는 미중 무역분쟁의 분수령은 11월 말 예정된 G20 정상회담이다. 아르헨티나에서 열리는 이 회담에서 미국 트럼프 대통령과 중국 시진핑 주석이 만난다. 무역분쟁 해소를 위한 극적인 합의가 없을 경우, 미국의 관세 부과는 중국산 수입품 전체로 확대될 가능성이 있다. 이 경우, 2019년

초부터는 무역분쟁의 여파가 실물지표에 본격적으로 나타날 공산이 있다.

## 예고된 정부의 내수 부양책이 하단을 지지할 전망

장기 투자자라면 지금부터 중국과 관련된 투자는 보수적인 입장을 유지하는 게 보다 현명할 수 있다. 하지만 해가 바뀌려면, 세 달이라는 꽤 많은 시간이 남았다. 시계를 짧게 잡는다면, 하반기에 가시화되는 중국의 내수 부양책을 주목할 필요가 있다. 참고로 9월 통계국 PMI 서비스업지수는 연이은 중국 정부의 내수 부양 기대로 2개월 연속 반등세를 이어가고 있다.

예고되는 중국 정부의 재정정책은 세 가지이다. 먼저 10월부터 개인소득세 기본공제액이 상향된다. 연간 6만 위안을 한도로 매월 기존 3,500위안에서 5천 위안(약 81만원)으로 공제액 기준을 높였다. 10월 1일부터 월급이 5천 위안 이하인 계층은 소득세를 전액 감면 받는다. 지난 2011년 이후 약 7년 만에 공제기준을 상향했다는 점에서 중국 정부의 하반기 소비 개선 의지가 높다는 것을 알 수 있다.



두 번째는 기대되는 재정확대 정책은 인프라 투자 촉진이다. 민간투자자와 민영경제 발전을 위해 환경보호, 교통, 에너지 사회사업 등에서 잠재력이 크고 투자 회수가 확실한 프로젝트에 민간자본이 지배권을 가질 수 있도록 허용했다. 또한 의료분야 투자에 붙는 단서 조항들을 줄이기로 했다. 유동성 공급으로는 10월까지 약 1조 위안 규모의 자금을 추가로 투입하여 총 1조 3,500억 위안의 특별채권을 발행한다.



끝으로 중소기업들의 자금 조달을 확대한다. 최근 늘어나고 있는 기업들의 디폴트를 방지하기 위해 국무원은

은행들의 예대율을 높여 중소기업에 대출이 더 용이하도록 대출 기한 연장을 위한 증권 발행을 허용하기로 했다. 실제로 지난 9월 중국 인민은행(PBoC)은 1년 만기 중기유동성 지원창구를 통해 2,650억 위안의 유동성을 공급했다. 이러한 유동성 공급은 경제 내의 신용 상태를 개선시켜 부채축소 과정에서 나타나는 부작용, 즉 기업들의 디폴트 문제를 완화시키는 데 기여할 전망이다.

### 다소 진정되는 중국 위안화 약세도 주목할 부문

한편 중국 투자에 있어 중요한 부문이 환율이다. 환율의 향방에 따라 수익률이 달라지기 때문이다. 물론 중국 인민은행이 올해에만 4번에 걸쳐 추가 기준을 인하를 단행하고 있다는 점에서 또한 부채감축보다는 경기 부양으로 노선을 변경했다는 점에서 중국 위안화의 약세 압력이 높아진 것도 사실이다.

다만 4분기 중국 위안화 약세는 제한적일 전망이다. 먼저 미국 달러화가 속도 조절에 들어간다. 미 연준은 9월 인상에 이어 12월에도 추가 인상 가능성을 시사했다. 다만 2020년 수준을 유지했던 2021년 점도표 등을 감안해 볼 때, 내년 이후 미국의 통화정책은 완만하게 진행될 수 있다. 즉 미 연준의 금리인상 기대가 반영된 강달러 압력은 다소 완화될 소지가 있다. 둘째, 중국 정부가 외환보유액을 소진하면서 위안화 약세를 방어하고 있다. 실제로 중국 외환보유액은 두 달 연속 감소했다. 셋째, 10월 중순 미국 재무부의 환율보고서 역시 위안화 약세를 제한하는 요인이다. 기존에 재무부가 제시한 3가지 기준(대미무역 흑자, 경상수지 흑자, 정부의 외환개입)을 감안하면 이번 10월 환율보고서에서 중국이 환율조작국으로 지정될 가능성은 높지 않다.

### 중국 고정자산투자 증가율, 통계가 작성된 이래 가장 낮은 수준으로 하락



자료: CEIC, KB증권 정리

### 인민은행의 완화적 스탠스 하반기 중국 경기 하단을 지지



자료: CEIC, KB증권 정리

주: 중국 인민은행 통화스탠스 지수 = 실질 이자율 (60%) + 실질실효환율 (15%) + 총 대출 증가율 (25%)을 감안하여 산출



# 인디아, 중장기 스토리는 유효하지만 단기적으로 투자의견 하향

오온수 연구위원 | ohonsu@kbfq.com

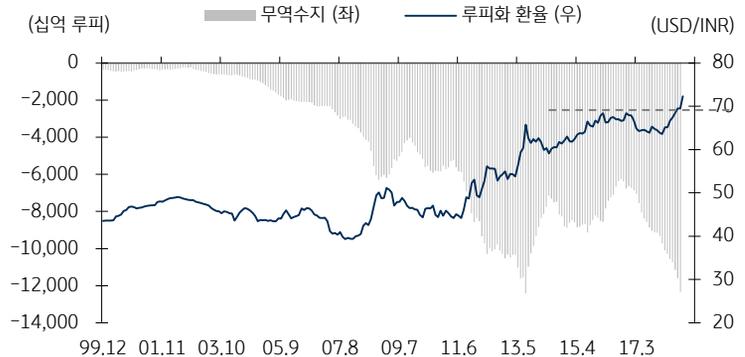
## 인디아 증시에 대한 투자의견은 중립으로 하향 조정

인디아 증시에 대한 투자의견을 중립으로 하향 조정한다. 인디아에 대한 중장기 투자 스토리는 유효하지만, 연말을 앞두고 신흥시장 불안이 지속되는 가운데 통화 변동성이 확대되고 있어 기대수익에 대한 눈높이를 낮출 필요가 있다고 보기 때문이다.

KB증권은 인디아 투자와 관련한 리스크 요인으로 1) 높아지고 있는 물가, 2) 불안해진 통화 변동성, 3) 트럼프의 통상압박이 중국을 거쳐 인디아와 같은 개발도상국으로 향할 가능성을 언급한 바 있다.

그 중 물가와 관련한 우려감은 완화되었다. 8월 소비자물가지수가 3.69%로 나오면서 이전치인 4.17%보다도 낮고, 예상치 (3.77%)도 하회했기 때문이다. 100년 만의 대홍수가 발생하면서 남부지방의 일부 지역에서 피해가 발생하기도 했지만, 평년과 비슷한 수준의 몬순 영향으로 물가는 상대적으로 안정적일 수 있었다.

## 인디아의 무역적자 확대되면서 루피화 가치는 약세 기록



자료: Bloomberg, KB증권



## 인디아 증시 vs 신흥시장의 밸류에이션 괴리도는 확대



자료: Thomson Reuters, KB증권

### 연말까지 루피화 약세를 유인하는 요인

다만 우려했던 통화변동성은 확대되는 모습이다. 루피화 가치는 9월 18일 달러당 72.9루피까지 떨어지면서 연초 대비 13.0% 절하되었다. 이는 아시아 국가들 중 가장 큰 폭의 절하 수준이며, 한번 높아진 레벨은 좀처럼 낮아질 기미를 보이지 않고 있다. 인디아는 환율 시장을 안정시키기 위해 임시적 방편이지만 19개 비핵심 상품에 대한 관세 인상을 발표했다. 10월 4일로 예정된 통화정책회의에서 추가적인 금리인상 가능성도 높아졌다.

아르헨티나, 터키와 같이 외환시장이 단기간에 붕괴될 것으로 보지는 않지만,

연말까지도 루피화 약세가 지속될 가능성은 높다.



문제는 이란 제재가 예정된 11월을 앞두고 국제유가의 고공행진이 이어지고 있다는 점이다. 인디아 역시 이란산 원유수입을 줄일 것으로 예상되어 원유 수입의존도가 높은 인디아의 경우

상대적인 영향은 클 수 있다. 국제유가 상승으로 인한 무역적자 확대는 자연스럽게 외환시장에 영향을 주게 될 것이다. 여기에 내년 총선을 앞두고 모디 정부가 경기부양을 지속하면서 원유 수입물량은 GDP 성장속도보다 빠른 12.4%를 기록하고 있다.

밸류에이션도 다소 고민되는 영역에 있다. 9월 들어서 12개월 선행 주가수익비율 (PER)은 19.7배까지 상승하는 등 2008년 이후 가장 높은 수준을 기록했다. 인디아 증시의 강세가 이익성장보다는 밸류에이션 상승에 기인했다는 점에서 가격적인 매력이 높아진 다른 신흥국과 비교한다면 상대적인 투자 매력은 낮아졌다고 봐야 할 것이다.



# 베트남 VN Index 1,080pt 상단에서는 점진적 비중 축소를

이창민 수석연구원 | brad.lee@kbf.com

**베트남 경제지표 및 환율은 견조 & 통화완화기조 유지될 것**  
 ‘World Economic Forum (WEF) on ASEAN 2018’이 9월 중순 베트남에서 개최됐다. 이 자리에서 베트남은 정치/지리적 이점을 활용해 글로벌 경제의 주요 성장동력이 될 것임을 천명했다. 베트남 정부는 비즈니스 친화 정책을 일관되게 실시하면서 수년간 빠르게 유입되는 해외직접투자 (FDI)의 기반을 마련했다. 국가 핵심 성장동력의 두 축인 제조업, 관광산업을 성공적으로 육성시키면서 2017년 베트남 GDP는 2010년 대비 1.9배, 무역규모는 2.7배 증가하는 고성장세를 시현했다 (미 달러 기준). 경제 발전은 자연스럽게 노동 생산성 및 소득 수준을 향상시키면서 베트남 국민 전반의 삶의 질까지 변화시키는 선순환 고리를 형성시켰다. 간접적으로는 1980년대 도이머이 (Doi Moi) 개혁 정책을 통한 자유시장제도를 채택하는 한편, 공산당 일당 체제의 안정적인 정치 기반 역시 외국인 투자자 입장에서는 긍정적인 평가를 얻을 수 있었을 것이다.



미중 무역분쟁 및 선진국발 통화정책 정상화 등 신흥국에는 비우호적인 금융환경이 지속됨에도 불구하고 베트남 경제지표는 양호하다. 8월 헤드라인 소비자물가 (CPI)는 전년 대비 3.98% 상승 (근원 소비자물가는 1.54% 상승)하면서 인플레이션 우려는 완화되었다. 닛케이 (Nikkei) 제조업 구매관리자 지수 (PMI)는 9월에도 51.5pt를 기록하면서 34개월 연속 기준선 (50pt)을 상회했다. 이는 아세안 국가 중에서도 가장 높으며, 수요 증가에 기인한 신규 주문 증가에 따라 제조업 활동이 견실하게 이어지고 있다고 해석할 수 있는 부분이다.

남은 2018년 베트남 정부의 2대 중점 정책은 인플레이션 방지와 대출 성장을 관리다. 베트남 정부는 유가 안정화 펀드 (Petrol Price Stabilization Fund), 전기세 동결, 임금상승률 관리 등 적극적인 물가 관리 대책을 마련했다. 베트남 중앙은행은 올해 신용대출 성장률 목표를 기존과 동일한 17%로 유지함과 동시에, 금융기관별 대출 쿼터 관리를 강화했다. 버블은 미연에 방지하면서 성장과 물가 두 목표를 함께 달성하겠다는 양면전략으로 볼 수 있다.

실제 올 상반기 누적 신용대출 성장률은 7.86%로 전년 동기 (9.01%) 대비 감소한 한편, 8월 산업생산 (13.4% YoY) 및 소매판매 (11.2% YoY)는 여전히 견조하다. 정책은 양호하게 이행되고 있으며, 연말까지 베트남 경제 성장률은 6% 후반, 인플레이션은 4% 수준에서 관리될 것으로 전망한다.

베트남 호치민 증시 (VN Index)는 8월 이후 점진적인 반등세다. 한때 900pt마저 내주었으나, 9월 말 현재 1,017pt까지 회복, 연초 이후 성과도 3.3% 플러스 전환했다. 외국인 투자자들이 5개월 만에 순매수 기조로 전환하면서 투자심리 회복, 변동성 완화, 거래대금 증가로 이어지고 있다. VN Index의 12개월 선행 주가수익비율 (12MF PER)은 15배로 상반기 고점이었던 20.3배 대비 크게 하락했다. 전체 시가총액의 상당부분을 차지하는 대형주의 실적 전망치가 상향되고

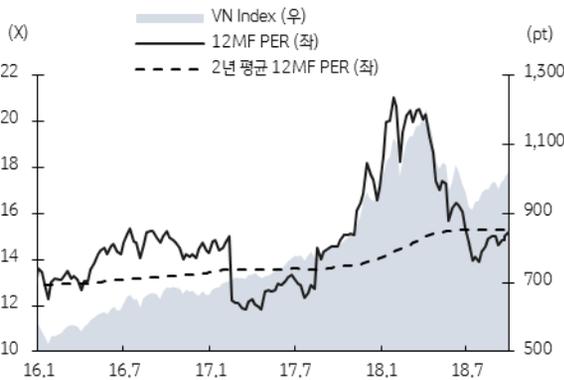
있다는 점에서도 투자이견을 하향할 이유는 없다. 현 추세라면 12MF PER 16배 수준인 1,080pt까지 상승은 무난할 것으로 전망한다. 최근 일본계 자금의 베트남 증시 유입 또한 긍정적인 부분이다. 하단은 12MF PER 기준 13배 수준인 900pt를 유지한다.

기대수익 대비 밸류에이션 부담이 점증하는 1,080pt 상단에서는 추가 상승 구간을 활용한 비중 축소 전략을 권고한다. 일본과는 반대로, 증시 상승 시 한국발 펀드 환매 압력은 증가할 가능성이 높기 때문이다. 직접 투자분을 제외한 국내 베트남 주식형 펀드 순자산은 약 2조원이며, 올해에만 설정액 기준 약 8,000억원 순증했다. 9월 호치민 증시의 일 평균 거래대금이 2,000억원 수준임을 감안 시 적지 않은 규모임을 알 수 있다.



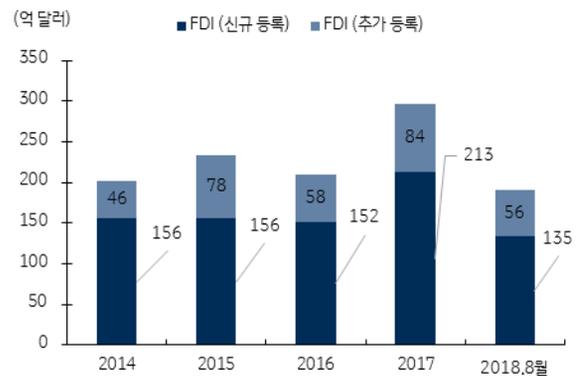
향후 베트남 경제 및 주식시장의 리스크 요인 역시 지속적으로 점검해야 할 것이다. 대외 요인으로는 미중 무역분쟁에 따른 무역/경상수지 흑자 축소, 선진국 매ाप적 통화정책 기조에 따른 환율 상승 (=동화 평가절하), 원자재 가격 급등에 따른 인플레이션 압력 등이 있다. 대내 요인으로는 내수 경기 부진 (특히 제조/소매 섹터), 국영기업 민영화 정책 지연에 따른 정부 재정 건전성 약화 등을 꼽을 수 있다.

### VN Index 및 PER 추이



자료: Bloomberg, KB증권

### 베트남 해외직접투자 (FDI) 유입액



자료: Bloomberg, KB증권



# 성장과 가치의 조화, 신흥아시아의 포트폴리오 투자가 필요한 이유

오온수 연구위원 | ohonsu@kbf.com



## 가격조정으로 낮아진 신흥시장의 프리미엄

주식 가격의 프리미엄은 투자자들의 '욕망'과 비례한다. 그래서 인기가 많을수록 주식 가격은 비싸진다. 일반적으로 시장에서 공급이 일정한데 특정 재화의 수요가 높아지면 가격이 오르는 현상과 같은 이치다. 반대로 주식의 프리미엄이 낮다는 것은 시장에서 소외된 것으로 이해할 수 있다. 시장가격의 프리미엄을 측정 (measure)하는 방법은 장부가치와 시장가치를 비교하는 방법이 있지만, 간편하게 주가수익비율 (PER = Price/EPS)을 통해서도 확인은 가능하다.

현재 글로벌 증시의 12개월 선행 주가수익비율 (PER)은 15.1배이다.

최근 3년 동안 PER 밴드가 14.2~16.3배에서 움직였으니, 현재의 가격수준은 과거 밴드의 중간 수준이다. 그렇지만 국가별로 분해해보면 상황은 다소 달라진다. 미국 (MSCI 기준 17.2배) 등 이익성장이 확실한 국가는 고PER에서 거래되고, 투자열기가 높지 않은 신흥시장의 국가들은 저PER에서 거래되는 경우가 많다. 신흥시장은 가격조정이 나타나면서 주식시장의 프리미엄은 낮아지고 있다. 신흥유럽이 6.6배, 신흥라틴 지역이

12.0배에서 거래되고 있어 주가수익비율 (PER) 밴드의 하단에 위치해 있다. 지금처럼 낮아진 밸류에이션의 원인은 1) 무역분쟁이라는 이벤트가 장기화되고 있고, 2) 선진국 통화정책의 정상화로 장기간 경성적자와 재정적자를 보이면서 연결고리가 약한 이머징 국가들에서 노이즈가 발생하고 있기 때문이다.

이러한 신흥시장의 리스크를 요약하면 한마디로 변동성이라고 할 수 있다. 신흥시장의 투자매력이 선진시장에 비해 낮은 이유가 '체계적이지 않은 위험 (Idiosyncratic Volatility)'에서 찾을 수 있다는 것이다. 신흥시장의 투자매력은 고성장에 있지만, 지금처럼 성장에 대한 믿음이 흔들리거나 예상치 못했던 리스크로 인해 변동성이 높아질 경우 투자수익률은 기대보다 낮아지게 된다.

성장성이 높은 신흥시장 증시가 장기적으로 선진시장을 이기지 못하는 이유는 일부 신흥국들의 1) 원자재 (Commodity)에 대한 의존도가 높고, 2) 정치리더십을 통한 정책의 연속성이 담보되지 않을 뿐 아니라 정치관련 불확실성이 높아 소모적인 비용이 높기 때문이다. 결과적으로 위험이 높을수록 기대수익이 높아야 하지만, '체계적이지 않은 위험'은 자산의 기대수익률을 낮추는 요인이다.



## 성장과 가치의 조화, 신흥아시아의 포트폴리오 투자가 적절한 이유

신흥아시아 지역의 밸류에이션은 11.7배로 과거 밴드 (10.7~13.2배)의 중간보다 약간 낮은 수준에 위치해 있다. 국가별로는 편차가 크게 발생하는데, 중국 (11.5배), 한국 (8.7배)은 미국과의 무역분쟁 이슈에서 자유롭지 못한 경우다. 기술적으로 과매도 신호가 나타나면서 단기적인 반등 가능성은 높아졌지만, 추세전환을 기대하기에는 시간이 필요해 보인다.



정체된 밸류에이션이 정상화되기 위해서는 불확실성이 완화되어야 한다. 신흥시장의 가장 큰 불확실성은 어디까지나 트럼프 대통령의 'America

First'가 노골화되면서 예측 가능성이 떨어진 무역협상에서 찾을 수 있다. 다음으로 이익 성장에 대한 확인이다. 미국 기업들을 중심으로 이익성장이 지속되고 있지만, 신흥시장으로 낙수효과가 발생하고 있지는 않다. 한편 신흥아시아 지역 내에서도 인디아는 다른 신흥국과 다른 경로를 걷고 있다. 인디아는 다른 신흥국들이 가격조정을 보이는 구간에서도 낮은 변동성을 보이면서 8월까지도 신고가 경신을 보여주었다. 12개월 선행 주가수익비율 (PER)은 9월 들어 19.7배까지 높아지면서 2008년 이후 최고 수준을 기록하였다.

코빅 (KoVIC, 한국 + 베트남 + 인디아 + 중국)을 포함한 신흥아시아 지역에 대한 포트폴리오 투자가 필요한 이유가 바로 여기에 있다. 신흥아시아는 장기적으로 KB증권이 제시하는 투자의 방향성과 일치할 뿐 아니라 한국, 중국과 같이 저평가된 자산과, 인디아 같은 성장성 높은 국가를 모두

포함한다. 저평가된 자산 (가치주)과 고평가 영역이지만 성장성 높은 자산 (성장주)을 섞어서 투자하는 포트폴리오를 구성한다면 장기적인 성과도 기대할 수 있을 것이다. 이전과 비교한다면 신흥아시아 지역의 할인 요인은 낮아졌고, 극단적으로 낮아진 밸류에이션은 이벤트가 종료된 이후 다시 되돌림이 나올 수 있다. 결론적으로 장기투자자들에게 '손가락을 보지 말고 달을 보면서' 방향성에 주목할 것을 제안하는 이유이다.



## 주요 신흥지역의 변동성 추이



자료: Thomson Reuters, KB증권  
 주1: MSCI 기준  
 주2: 변동성은 최근 12주 표준편차



# 저평가와 무역갈등에 막힌 한국증시

이은택 연구위원 | et.lee@kbf.com

## 미국과 중국, 그 사이에 한국증시

한국증시는 재미있는 특성을 가지고 있다. 한국증시의 기업이익은 미국 등 선진국 경기와 관련이 깊다. 그 이유는 삼성전자나 SK하이닉스와 같은 기업들의 수출이 대부분 선진국 경기에 따라 민감하게 움직이기 때문이다. 반대로 한국증시의 밸류에이션 (이익 대비 주가 수준)은 중국 등 신흥국 상황에 따라 움직이는 경향이 있다. 쉽게 말해 영혼은 미국 등 선진국을 향하고 있으나, 육체는 중국 등

신흥국에 묶여 있는 것과 비슷한 것이다.

최근 비교적 견조한 한국기업들의 수출과 이익, 그럼에도 불구하고 부진한 주가는 한국증시의 이런 특성을 잘 보여준다. 수출 호조와 이에 따른 기업이익 증가는 한국증시의 저평가 매력을 빛나게 하지만, 미중 무역갈등 등으로 인한 중국의 경기 우려는 한국증시 주가를 억누르는 요인이 된다. 이는 수출 비중이 큰 국가의 숙명이기도 하다.

## 11월 미국 중간선거와 한국을 둘러싼 이슈

11월에는 미국 중간선거뿐만 아니라, 한국 내에도 증시를 둘러싼 몇몇 중요한 이벤트가 대기 중이다. 단기로 보면 북미 정상회담과 종전선언 및 이에 따른 중국의 사드 보복 완화 가능성이 있다. 한국은 중국의 종전선언 참여를 대가로 사드보복 해제를 요구하고 있는 것으로 알려지고 있다. 트럼프 역시 그간 NATO (북대서양조약기구) 등에 요구했던 것을 보면 (세계 경찰 역할보다는 비용 청구를 요구함), 종전선언 후에 한반도에서 군사적 활동을 특별히 증가시키지는 않을 것이다.

## 코스피 기업이익 대비 주가



자료: KB증권



이에 따라 우리 정부는 중국에 사드보복과 관련하여 4가지 사항을 요구하고 있는 것으로 알려져 있는데, ‘중국인 한국 단체관광 정상화’, ‘롯데마트 원활한 매각 절차 진행’, ‘선양롯데월드 공사 재개’, ‘전기차 배터리 보조금 관련 조치’ 등이다. 국내 경기는 여전히 부진하지만 심리는 다소 개선되고 있는데, 소비자심리지수와 기업경기실사지수는 8월을 바닥으로 9월엔 반등에 성공한 상황이다.

### 한국 소비자심리지수



자료: KB증권

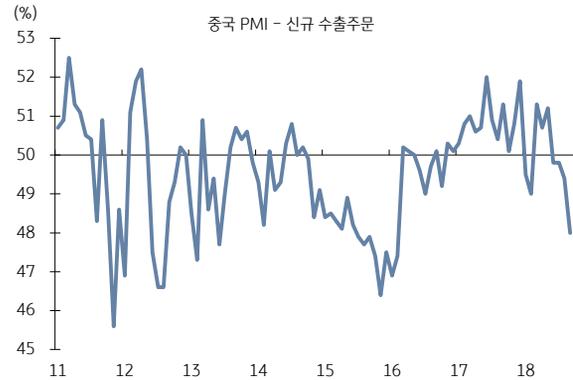
### 중간선거 이전과 이후의 무역협상 갈림길

중국을 제외한 미국과 다른 국가들과의 무역협정은 연말까지 어느 정도 진행될 전망이다. 먼저 한미 FTA (자유무역협정)는 이미 합의를 마쳤으며, NAFTA (북미자유무역협상, 새로운 협정에서는 USMCA (미국-멕시코-캐나다 협정)로 이름 변경) 역시 재협상에 이른 상태이다. 일본과도 9/26부터 양자 무역협상에 돌입했으며, 양국은 정상회담을 통해 관세 인하를 위한 상품무역협정 협상에 들어가게 된다. EU와의 협상도 아직까진 순조롭게 진행 중이다. 로버트 라이트하이저 USTR (미국 무역대표부) 미국 대표에 따르면, 이르면 11월까지 일부 민감사항을 제외한 나머지 통상문제에 대해 확정된 결과를 도출할 수 있을 것이라고 한다.

반면 홀로 남은 중국에 대한 무역 압박은 격화될 가능성이 있다. 중국은 미국의 협박 속에서 협상은 없다는 의견을 확인하면서 당초 9/27~28에 예정되어 있던 미중 무역협상을 취소했다. 다만 중국은 미국의 중간선거가 끝난 후인 오는 11월 말 G20 정상회의에서 미중 정상회담을 통해 무역 협상이 해결되기를 바라고 있는 것으로 알려졌다. 9/24 발간한 중국의

무역백서에는 미국의 위협에 타협은 없다면서도 적절한 시기에 미국과 FTA (자유무역협정) 등을 체결할 수 있다는 문구를 추가했다. 이러한 희망에도 불구하고, 아직은 미중 무역갈등에 대해 낙관적인 시각을 믿고 투자하기에는 불확실성이 존재한다. 게다가 최근엔 미국과 중국의 군사적인 충돌 가능성까지 언급되고 있으며, 이런 추세는 무역협상을 더 압박하고자 하는 트럼프의 전략에 의해 더욱 격화될 가능성이 있다. 게다가 무역갈등 이슈는 실물경제와는 달리 데이터를 통해서 분석하고 예측하는 일이 거의 불가능한 문제여서, 금융시장의 불확실성과 두려움을 극대화하는 요인이 될 수밖에 없다.

### 중국 신규수출주문 추이



자료: KB증권

### 저평가의 양면성

한국증시는 저평가 매력이 존재한다. 하지만 저평가 되어있는 것은 한편으로 그만큼 미래가 불투명하다는 뜻도 된다. 특히 미중 무역갈등은 미래를 불투명하게 만드는 가장 큰 원인이다. 극적인 타결이 있기를 고대하지만, 단순한 기대감으로 투자 판단을 하기에는 불확실성이 큰 상황이다. 한국증시 투자자들은 여전히 미중 무역갈등 불확실성이 완화되는 시점이 언제가 될 지에 대해 촉각을 세우고 있어야 한다.





# 싼 이유가 있는 한국주식, 그럼에도 존재하는 기회

김민규 선임연구원 | mingyu.kim@kbfq.com

## 한국주식이 싼 이유

주식의 가격을 따질 때 보는 것은 밸류에이션 (Valuation)이다. 밸류에이션은 기업의 매출, 이익, 현금흐름과 자산 등 재무제표와 주가를 비교한다. 순이익과 비교하는 PER (Price Earnings Ratio, 주가순이익비율), 자기자본과 비교하는 PBR (Price to Book Ratio, 주가순자산비율)이 가장 많이 사용된다. PER은 기업이 벌어들여서 순수하게 남기는 돈에 비춘 주가 수준이다. 만약 어떤 기업의 PER이 10배라면 그 기업은 1년에 벌어들이는 돈의 10배만큼의 가치를 받는 것이다. PBR은 기업의 자본수준에 비춘 것으로, 기업이 보유한 자산을 모두 팔아 현금화할 때 받을 수 있는 금액과 주가를 비교한 것이다. PBR이 1배라면, 그 기업이 가진 걸 모두 팔았을 때의 가치와 주식시장에서 거래되는 가치가 동일한 것이다. 한국 주식시장은 MSCI Korea 지수 기준 PER 8.28배, PBR 0.95배에 거래되고 있다. 이 수준은 싼 것일까 비싼 것일까?

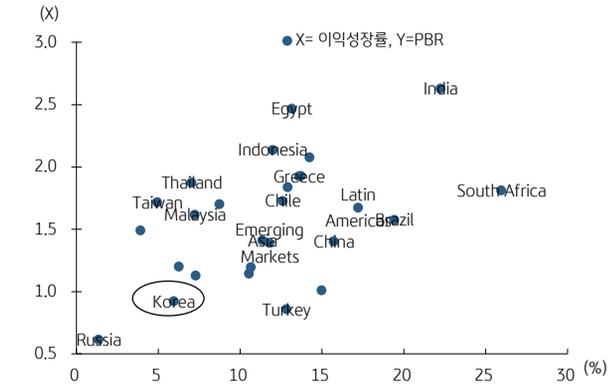


밸류에이션이 싼지 비싼지 판단하려면 과거 또는 다른 투자대상을 참조하면 된다. 우선 최근 5년의 한국주식 PER과

PBR 평균은 9.52배, 0.97배다. 한국주식은 과거와 비교하면 싼 것이다. 다른 투자대상, 그 중에서도 가장 대표적인 비교대상인 선진국과 신흥국과 비교해보면 어떨까? 선진국/신흥국의 PER은 15.76배/11.57배, PBR은 2.07배/1.40배다. 신흥국이 선진국보다 싼데, 한국은 신흥국 안에서도 싼 것이다. 그런데 선진국과 신흥국의 차이를 만들어낸 것과 신흥국과 한국의 차이를 만들어낸 이유는 달랐다.

선진국과 신흥국의 차이를 만드는 요소는 안정성이다. 선진국은 신흥국보다 덩치가 큰 만큼 주식의 변동성도 작다. 과거 5년 주가지수의 변동성은 선진국이 11.2%, 신흥국이 15.8%다. 투자자입장에서 변동성은 위험이다. 선진국이 신흥국보다 높은 밸류에이션을 받는 것은 성장률은 낮아도 위험이 적기 때문이다. 물론 주가뿐만 아니라 GDP와 기업이익의 변동성 역시 선진국이 낮다. 반면 신흥시장 안에서 차이를 만드는 요인은 성장성이다. 2019년 이익성장률 예상치는 신흥국이 11%지만 한국은 6%다. 국가별로 밸류에이션과 이익성장률을 함께 그려보면 이익성장률이 높을수록 밸류에이션도 높게 거래되는 모습이 뚜렷하다.

### 신흥시장 주요 국가의 이익성장률과 밸류에이션



자료: Datastream, KB증권

주: 2019년도 예상 EPS성장률과 12개월 선행 PBR 기준

### 그럼에도 존재하는 기회

신흥국 내에서 한국의 성장 매력은 떨어지고, 이것이 밸류에이션에도 반영되어 있다. 이런 격차가 그대로 유지된다면 한국이 산 밸류에이션을 탈출하는 모습을 기대하기는 힘들다. 특별히 한국에만 해당하는 투자심리의 획기적인 개선이 찾아오면 가능할 테지만 예측하기 어렵다. 따라서 한국주식이 상승하려면 신흥국이 선진국과 격차를 축소하면서 신흥국에 속한 국가들의 전반적인 밸류에이션 상승이 일어나야 한다. 최근 신흥국 증시는 불안 요인이 여전히 존재하지만 위험자산 선호심리가 소폭 개선되면서 제한적인 반등이 기대된다. 한국주식 입장에서 기회요인이 다.

업종까지 고려해본다면 성장성은 높지만 낮은 밸류에이션에 거래되는 한국의 산업재 (건설, 기계 등)와 경기소비재 (자동차, 화장품, 호텔레저, 미디어, 유통)에 관심을 둘 만하다. 산업재 업종의 2019년도 예상 이익성장률은 선진국 7%, 신흥국 14% 그리고 한국은 16%다. 그런데 PBR은 선진국 2.8배, 신흥국 1.2배, 한국 0.9배다. 한국 산업재가 성장성도 좋고 가격도 가장 매력적인 것이다. 경기소비재도 비슷하다. 한국 경기소비재는 2019년 20% 이익 성장에 PBR 0.7배, 신흥국은 23% 성장에 1.7배다. 이익성장률은 비슷한데, 밸류에이션 차이는 크다. 다만 경기소비재 안에서 이익성장률이 높은 순서는 ‘미디어, 유통, 호텔레저, 화장품, 자동차’임을 감안할 필요가 있다.

정리해보면 한국은 과거와 비교해도, 선진국 및 신흥국과 비교해도 밸류에이션이 싸다. 한국의 이익성장률이 신흥국 안에서 뛰어나다면 밸류에이션 격차를 축소할 수 있겠지만, 한국의 이익성장률은 그리 높지 않다. 이런 상황에서는 신흥국에 대한 투자심리 회복이 필요하다. 그래야 신흥국에 속한 국가들의 밸류에이션이 전반적으로 올라가고 한국주식의 반등도 가능하다. 최근의 글로벌 위험자산 선호심리 개선은 한국을 포함한 신흥국 주식에도 제한적 반등의 가능성을 주고 있다. 반등이 등장할 때 좀 더 매력 있는 업종을 꼽아보면 산업재와 경기소비재다. 두 업종의 이익성장률은 선진국 및 신흥국과 비교해 뒤쳐지지 않지만 밸류에이션은 저평가된 상황이다. 성장률과 밸류에이션만 비교한 단순한 접근이지만, ‘좋은 기업을 싸게 산다’는 기본적인 투자원칙을 글로벌로 시야를 넓혀서 적용한 것이다. 기본적이고 단순한 원칙은 시장이 어려울수록 힘을 받는 법이다.

### 선진국/신흥국/한국의 업종별 이익성장률과 밸류에이션

| 업종    | 이익성장률(%) |      |      | 밸류에이션(PBR, X) |      |      |
|-------|----------|------|------|---------------|------|------|
|       | 선진국      | 신흥국  | 한국   | 선진국           | 신흥국  | 한국   |
| 에너지   | 21.5     | 5.8  | 18.0 | 1.61          | 0.88 | 0.98 |
| 소재    | 4.3      | 10.4 | 7.0  | 1.77          | 1.30 | 0.70 |
| 산업재   | 7.3      | 13.9 | 16.3 | 2.78          | 1.16 | 0.90 |
| 경기소비재 | 10.9     | 23.0 | 20.5 | 2.91          | 1.67 | 0.68 |
| 필수소비재 | 7.5      | 15.8 | -0.3 | 3.52          | 3.19 | 1.99 |
| 건강관리  | 8.3      | 21.5 | 33.9 | 3.60          | 3.36 | 8.19 |
| 금융    | 8.4      | 10.4 | 1.1  | 1.20          | 1.05 | 0.55 |
| IT    | 11.6     | 9.2  | 1.8  | 4.85          | 2.21 | 1.20 |
| 통신서비스 | 10.8     | 9.7  | 0.8  | 1.64          | 1.64 | 0.99 |
| 유틸리티  | 6.0      | 22.6 |      | 1.52          | 0.98 | 0.29 |

자료: Datastream, KB증권

주: 2019년도 예상 EPS성장률과 12개월 선행 PBR 기준





# 미/중/북 인프라투자 모멘텀이 기대되는 4분기

김영환 선임연구원 | kimyounghwan@kbf.com

## 4분기 한국 건설·기계 업종에 기대되는 네 가지 모멘텀

4분기 한국 증시에서는 가치주 반등이 기대되는 가운데, 특히 산업재 (건설·기계)에 관심이 간다. 네 가지 긍정적 모멘텀이 기대되기 때문이다. 첫째, 미국국제개발금융 공사 (USIDFC) 설립에 따른 미국의 해외 인프라투자 확대, 둘째, 미국 중간선거 이후 미국 내 인프라 투자 관련 법안 논의, 셋째, 중국 정부의 투자 하방 압력 경감 노력, 넷째, 중간선거 전후 북미정상회담을 앞둔 남북경협 기대감이다.

## 미국국제개발금융공사 (USIDFC)가 해외민간투자공사 (OPIC)와 달라지는 점

| 구분            | 내용   |
|---------------|--|
| 규모            | 대출 한도를 600억 달러로 증액. OPIC 규모의 2배  |
| 투자 방법의 유연성 확대 | 해외 개발 프로젝트에 대한 지분투자를 허용  |
| 해외투자 기구 통합    | Overseas Private Investment Corporation (OPIC)<br>Development Credit Authority (DCA)<br>Enterprise Funds<br>Office of Private Capital and Microenterprise (OPCM) |

자료: Center for Global Development, KB증권

## 미국의 해외 인프라 투자

미국은 2019년부터 본격적인 해외투자 확대를 계획하고 있다. 2014년 이후 중국이 일대일로 프로젝트를 통해 국제사회 영향력을 확대하는 것을 저지하기 위함이다. 현재 미국 민주당·공화당은 공동 발의한 법안 (Better Utilization of Investments Leading to Development Act of 2018)을 통해 해외민간투자공사 (Overseas Private Investment Corp; OPIC)의 개편을 추진하고 있다.

주요 골자는 ① 흩어졌던 해외투자 기구를 통합하고 (OPIC 등 해외투자 기구를 통합해 '미국국제개발금융공사, US International Development Finance Corporation; USIDFC'를 설립), ② 재원을 확대하며 (600억 달러 규모, OPIC의 2배), ③ USIDFC이 대출뿐 아니라 해외 개발 프로젝트에 지분투자를 할 수 있도록 허용하는 것이다. 이 법안은 7월에 하원을 통과했고, 현재 상원에서 논의되고 있다. 10월 초 법안 통과가 기대되는 상황이다.

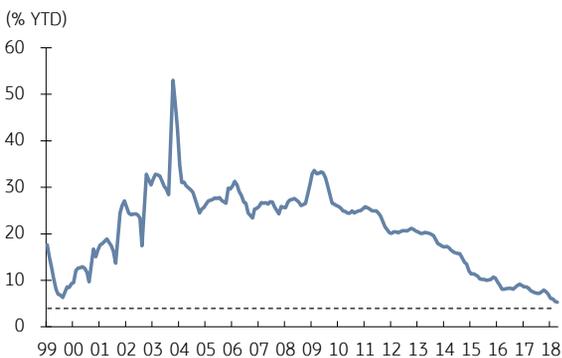
### 미국의 국내 인프라 투자

중간선거 이후에는 미국 국내 인프라 투자 정책 논의도 기대된다. 인프라 투자 확대는 트럼프 대통령의 5대 핵심 공약 중 하나였지만 올해 감세정책과 무역협상을 정책 우선순위로 삼음에 따라 뒤로 밀려난 상태다. 감세정책이 마무리되고, 중국을 제외한 무역협상(9월 한미 FTA 개정, 11월 미-EU 무역협상 타결 예상, 10월 미-일 상품무역협정 추진 등)들이 연내 정리될 가능성이 높아진 만큼, 중간선거 이후에는 트럼프 행정부의 차기 과제인 인프라 투자 관련 논의가 본격화될 전망이다. 인프라 투자 필요성에 대해서는 야당인 민주당도 공감하고 있어, 인프라 투자 계획이 중간선거 결과에 크게 영향받지는 않을 전망이다.

### 중국의 투자 하방 압력 저지 노력

중국에서도 실물지표 부진이 이어지는 가운데 인프라 투자 필요성이 높아지고 있다. 9월 14일 발표된 중국의 1~8월 고정자산투자 증가율은 5.3%로 사상 최저치를 기록했는데, 이후 19일 텐진에서 열린 하계 다보스포럼 개막식 연설에서 리커창 총리는 인프라 투자 확대를 언급했다. "과거처럼 투자에 의존해 성장하지는 않을 것"이라면서도 "올 들어 중국 인프라 투자가 하향세를 보이는 등 투자가 수년째 비교적 낮은 수준을 유지해 왔다"며 투자 하방 압력을 줄일 것을 분명히 했다.

### 중국 고정자산투자 추이



자료: Bloomberg, KB증권

### 미국 중간선거와 남북경협

미국 트럼프 대통령은 북미정상회담을 11월에 개최할 예정이라고 밝혔다. 표면적으로는 중간선거를 앞둔 선거유세 때문에 시간이 없다는 이유지만, 실질적으로는 북한에게서 만족할 만한 비핵화 조치를 끌어내기까지 시간이 부족하다는

점 때문인 것으로 판단된다. 선거 전 정상회담은 컨벤션 효과(Convention Effect, 정치이벤트 직후 지지율이 상승하는 효과)를 노릴 수 있으나 막상 성과가 실망스러울 경우 지지율 반락 우려가 있기 때문이다. 반면 정상회담 시점을 중간선거 뒤로 미루고 선거때까지 기대감을 계속 고조시킨다면, 지지율 제고 효과가 크지는 않더라도 선거 전까지 기대감을 끌고 갈 수 있다. 단기적으로는 산업재 주식들의 주가 상승 후 나타나고 있는 모멘텀 공백이 이들 주식에 부정적으로 작용하고 있지만, 11월에는 남북 경협과 관련된 산업재 업종들이 다시 주목받을 시기가 돌아오리라는 판단이다.





## 예측 불허의 브라질 대선, 희망은 있다

이창민 수석연구원 | brad.lee@kbf.com

### 브라질 1차 대선, 보수소나루의 지지율 상승으로 금융시장은 빠르게 안정화

‘브라질 역사상 가장 혼란스러운 대선’으로 기록될 1차 대통령 선거 결과, 시장의 바람 (?)대로 극우 성향의 보수소나루 후보(사회자유당, PSL)가 46.7%의 득표율로 1위를 차지했고, 좌파 성향의 아다지 후보(노동자당, PT)는 28.5%로 2위에 올랐다. 브라질 선거 제도상 1차 투표에서 과반 득표자가 없을 경우 2차 결선이 진행되며, 이에 따라 두 후보자는 10월 28일 마지막 최종 결선에서 재격돌한다.

이번 대선은 브라질 경제의 질적 회복 여부를 결정할 연금·재정 개혁의 청사진이 그려지는 시작점이다. 2017년 브라질 정부 지출에서 차지하는 연금 비중은 43.6%로 지난 2000년 37.1%에 비해 6.5%p 증가했다. 막대한 연금 지출 부담은 정부부채 증가의 주 원인으로도 작용하면서 2017년 7월 기준 GDP 대비 정부부채는 73.1%까지 증가했다.

### 2차 결선, 극우파 vs 좌파의 경쟁 구도로 압축

최종 결선 진출자는 보수소나루, 아다지로 확정되었다. 보수소나루 후보는 정책 추진력에 대해서는 ‘미흡’ 평가가 주를

이루고 있으나, 전직 군인이었던 만큼 대중을 사로잡는 카리스마로 높은 지지율을 고수 중이다. 그의 공약 및 사상도 강경한데, 예를 들면 총기 소지 완화, 동성애 금지, 인종 차별 발언 등에 대한 거리낌 없는 행동으로 ‘브라질의 트럼프’로

불린다. 연금 및 재정개혁, 국영기업 민영화에 대해서는 전반적으로 찬성하고 있다. 여러 단점에도 불구하고, 기성 정치인의 부패 스캔들에 대한 범 국민적 거부감, 현 테메르 정부가 정책 실패로 지지율 하락을 거듭하는 점은 보수소나루에게 반사수혜로 작용하고 있다.

좌파 후보자는 ‘롤라 효과’를 등에 업은 아다지 후보다. 그의 지지율은 순위권 밖이었으나, 8월 말부터 반전 드라마가 시작됐다. 브라질 연방선거법원이 부패 혐의로 수감 중인 롤라(Lula) 전 대통령의 후보 자격을 최종 박탈하면서 아다지는 노동자당을 대표하는 새 후보자로 지명됐다. 이후 ‘아다지는 롤라’라는

선거 전략이 주효하면서 보수소나루를 위협하는 최종 결선 진출자로 확정됐다.

최근 아다지 후보는 브라질 인구구조를 언급하면서 연금 개혁의 필요성에 대해 긍정적인 시각을 내비쳤다. 반면 여전히 노동자당은 큰 정부(Big Government)론에 입각한 국영기업 매각 반대, 중앙은행 역할 강화, 외환보유고를 활용한 인프라



개발 등을 지속 고수, 시장의 기대에 역행하고 있다. 이 경우 아다지가 대통령에 당선되더라도 개혁정책의 집행을 위해서는 노동자당을 설득해야 하는 물리적인 시간이 필요할 것이다.

### 금융시장 변동성 확대, 예상해볼 수 있는 두 가지 대선 시나리오

1차 선거 이전부터 보우소나루 후보의 지지율 상승세가 나타나면서 브라질 금융시장은 회복하고 있다. 시장이 가장 우려했던 ‘좌파 당선보다는 우파가 낫다’라는 컨센서스가 작용한 덕분이다.

향후 전개될 두 가지 대선 시나리오를 그려볼 수 있다. 첫째, 현재 지지율 1위의 보우소나루가 최종 당선될 경우다. 1차 대선 이전부터 보우소나루의 지지율이 상승하면서 주식 및 채권시장은 강세 전환했다. 금융시장에는 상당 부분 반영되고 있으며, 불확실성 해소에 헤알화 가치는 달러당 4헤알 이하로 안정화될 것으로 전망한다. 둘째, 아다지가 승리할 경우다. 이 경우 최근 보우소나루 지지율 모멘텀으로 안정화된 금융시장에 일시적인 쇼크가 나타날 수 있다. 헤알화의 경우 재차 달러당 4헤알을 넘는 등 개혁 의구심이 해소되는 구간까지는 약 10% 가량의 추가 약세 가능성을 열어둬야 할 것이다.

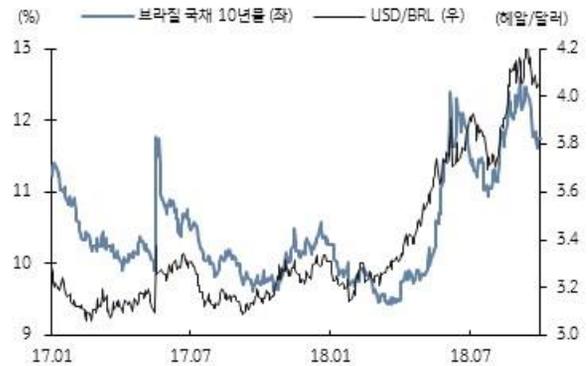
### 아다지가 당선되어도 기대 요인은 있다

8월 이후 주가 하락과 헤알화/금리 상승 현상은, 아다지 후보의 시장 평가가 미쳐 완료되기 전에 지지율이 급등하면서 나타난 투자자들의 반사적인 리스크 회피 행위로 볼 수도 있다. 금융시장 약세 이후 아다지 후보의 지지율이 상승하는 구간이 더 나타났음에도 불구하고, 주식시장은 반등하고 헤알화 가치가 상승했다는 점도 이를 뒷받침한다. 물론 원자재 가격 상승에 따른 페트로브라스 등 에너지 섹터의 상승 요인도 있지만, 은행주 역시 양호한 점은 아다지의 평가가 ‘그리 박하지만은 않다’의 의미로 볼 수 있다. ‘트럼프 당선 = 증시 폭락’을 우려했던 과거의 데자뷰처럼 느껴지는 것이 기분 탓만은 아닐 것이다.

아다지가 노동자당의 일부 정책 노선과 차별화를 보인다는 점, 특히 인구 통계학적 관점에서 연금 개혁의 필요성에 대해서 충분히 인지하고 있는 것도 긍정적이다. ‘좋은’ 상품을 ‘저렴’하게 구매해야 하는 매수자 관점에서, 정치 불확실성이

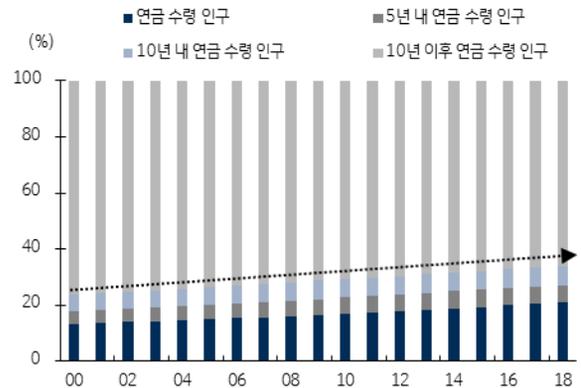
충분히 해소될 경우 과거 평균을 하회하는 증시 밸류에이션, 헤알화 약세, 저렴한 채권은 매력적인 투자기회를 제공할 것이다. 중장기적 관점에서는 개혁정책 지속에 따른 국가신용등급 상향이 이어지면서 브라질 금융시장은 강세를 나타낼 것으로 전망한다.

### 브라질 국채 10년물 및 헤알화 추이

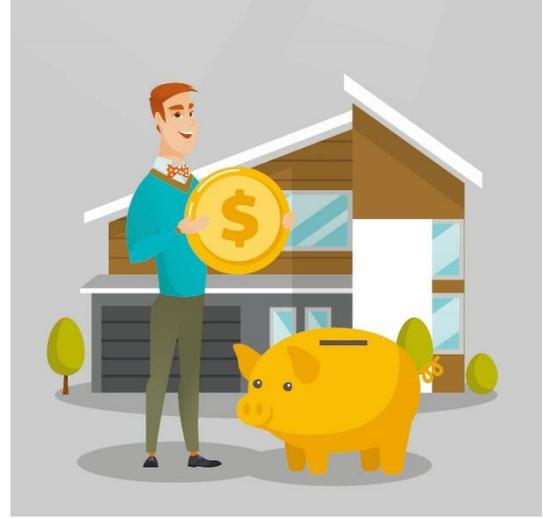


자료: Bloomberg, KB증권

### 브라질 연령별 인구 분포도



자료: Bloomberg, KB증권



# 높은 이자수익을 노린다면? 보험사 코코본드

전혜현 선임연구원 | haehyun.jeon@kbf.com

## 코코본드란?

코코본드 (Convertible Contingent Bond)는 유사 시 투자원금이 주식 전환 또는 상각되는 조건이 붙은 채권으로 조건부자본증권이라고도 불린다. 코코본드에는 후순위와 신종자본증권 두 가지 종류가 있고, 두 채권은 유사 시 변제순위가 다르다. 변제순위는 선순위, 후순위, 신종자본증권 순이며, 변제순위가 낮은 신종자본증권의 이자수익이 가장 높다.

은행들의 코코본드는 1) 이자수익이 높아 금리 상승기에 채권의 평가손실을 만회할 수 있고, 2) 경기 개선에 따른 기업들의 펀더멘털 개선이 이뤄지면서 원금 상환 안정성이 높다는 측면에서 투자매력이 높았다. 다만, 지난해부터 은행뿐만 아니라 보험사들도 코코본드 발행을 늘리고 있으며, 보험사들의 신용도가 은행보다 낮은 만큼 더욱 높은 이자수익을 지급하고 있는 점을 고려할 때 보험사 코코본드도 주목할 필요가 있다.

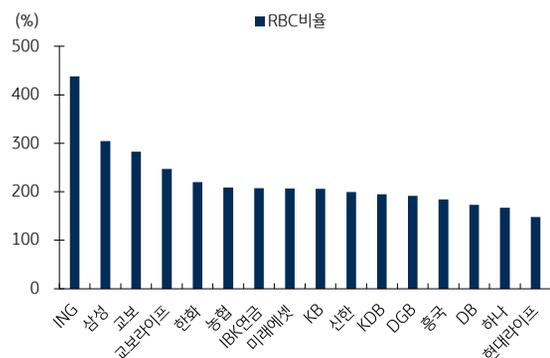
## 코코본드는 보험사들이 자본을 확충하는 수단

보험사들의 코코본드 발행은 2016년 말부터 늘어나기 시작했다. 2021년 새로운 국제회계기준인 IFRS17의 도입에 앞서 자본적정성 지표인 RBC비율 산정방식이 단계적으로 변경될 예정이다. 산정방식이 변경될 경우 보험사들의 RBC비율이 전반적으로 하락할 것으로 예상되어 보험사들은

선제적으로 RBC비율을 제고하기 위한 자본확충 수단으로서 코코본드 발행을 활용하고 있다. RBC 산정방식이 2020년까지 점진적으로 변경되는 것으로 예정된 만큼 보험사들의 코코본드 발행을 통한 자본확충 노력은 지속될 것으로 보인다.

보험사들의 RBC비율 제고를 위해서는 후순위보다 자본성이 높은 신종자본증권을 발행해야 한다. 그러나 신종자본증권이 후순위보다 높은 이자수익을 지급해야 하기 때문에 보험사들은 개별 상황에 맞게 코코본드 발행을 진행하고 있으며, 아직까지는 후순위 발행이 더 많이 이뤄지고 있다.

## 생명보험사 RBC비율 현황



자료: 금융통계정보시스템, KB증권

주: 2018년 2분기 말 기준

### 후순위와 신종자본증권의 다른 점은?

투자 시 유의해야 할 후순위채와 신종자본증권의 차이점은 이자 미지급 가능성이다. 후순위채는 해당 기관이 부실금융기관으로 지정될 경우 이자지급이 정지되어 이자가 미지급될 가능성이 극히 낮다. 그러나 은행 신종자본증권은 당기순손실을 기록하거나 자본비율이 최소준수비율에 미달하는 경우 이자지급이 제한될 수 있다. 또한 보험사 신종자본증권의 경우 발행사의 재량에 따라 이자지급이 제한될 수 있어 은행보다 이자 미지급에 대한 검토가 필요할 것으로 보인다.

아직까지 이자를 지급하지 못한 사례가 발생하지는 않았다. 그러나 1) 현재 투자하려는 보험사의 RBC비율이 금융당국 권고치에 근접해 향후 코코본드 추가 발행에 따른 이자 지급 부담이 커지는 않을지, 2) 향후 수익성을 감안할 때 이자 지급을 미룰 가능성은 없는지 등을 감안해 투자할 필요가 있을 것으로 판단된다.

#### 용어설명

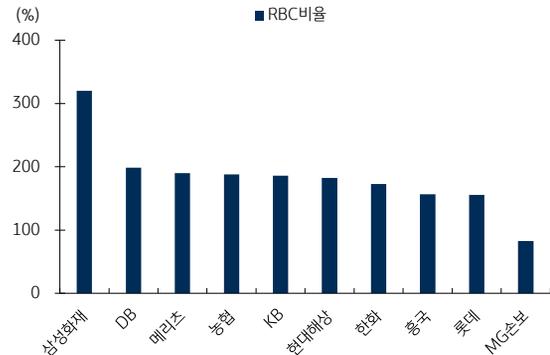
RBC비율 (Risk Based Capital Ratio, 위험가중자본비율)은 보험계약자가 일시에 보험금을 요청했을 경우 보험사가 보험금을 지급할 수 있는 능력이 있는지를 수치화한 지표. 보험사의 RBC비율은 반드시 100% 이상을 유지해야 하며, 금융당국의 권고치는 150% 이상. ‘보험업감독규정’에 따라 RBC비율 50% 이상·100% 미만은 경영개선 권고, 0% 이상·50% 미만은 경영개선 요구, 0% 미만은 경영개선 명령 조치를 받게 됨



### 은행보다 이자수익 높아

보험사 코코본드의 이자수익은 은행보다 높다. 지난 9월 발행된 KDB생명보험 후순위 (A+)의 코코본드 금리는 5.5%, 동양생명 후순위 (AA-)의 코코본드 금리는 4.4%로 시중은행 후순위 코코본드 (3.3~3.6%)보다 높다. 신종자본증권도 콜옵션 시기에 따라 다르긴 하나, 시중은행이 높게는 4.4% (우리은행)를 지급하고 있는 반면, 지난 9월 발행된 현대해상 신종자본증권 (AA0)은 4.3~4.9%, 지난 2월 발행된 현대라이프생명 신종자본증권 (A-)은 6.2%의 높은 이자수익을 지급하고 있다

### 손해보험사 RBC비율 현황



자료: 금융통계정보시스템, KB증권  
주: 2018년 2분기 말 기준



# 미국 미디어 주식, 중소형사에게 주어진 기회

김세환 수석연구원 | usa@kbf.com

**미디어 기업 M&A 전쟁, 대형 미디어 기업 영향력 확대**  
넷플릭스의 복미 가입자수가 5,400만명을 넘어서면서 TV시장은 본격적인 OTT시대 (온라인 비디오 스트리밍)로 바뀌었다. 통신 & 케이블TV 기업들은 TVE (TV에브리웨어: TV+스트리밍)를 내세워 방어했지만, 넷플릭스는 막대한 자금을 투입하여 제작한 콘텐츠로 이들의 방어벽을 허물었다.

그리고 시장은 미디어 생산 기업을 인수하기 위한

M&A경쟁체제로 바뀌었다.

AT&T는 타임 워너를

인수하면서 워너 브로스와

HBO를 손에 넣었으며, 월트

디즈니도 최근 21세기 폭스

인수에 성공했다. 디즈니와

경합을 벌이던 컴캐스트는 현재

영국의 케이블 방송사인 SKY

인수경합에서 유리한 위치를

차지했다. 그 외 비아컴과 CBS (협상 중), 디스커버리의

스크립스 네트워크 인수, 라이온스 게이트의 스타즈 인수 등

미디어 산업은 M&A 트렌드를 강하게 형성하고 있다.



**미디어 지각변동, 인수 매력을 높이고 있는 중소기업사**

대형 미디어 기업들의 M&A 전쟁은 중소기업 미디어 기업들에게

두 가지 의미가 있다. 첫 번째는 콘텐츠에 목마른 대형사들의 인수 대상이 되어 주가 상승을 기대해볼 수 있다는 점이고, 두 번째는 대형사들의 콘텐츠 수요 증가로 인한 라이선스 수익이 늘어날 수 있다는 점이다. 반면, 단점으로는 대기업들의 다(多)작으로 인한 상영기회 축소, 높아진 진입장벽과 자본력 부족으로 인한 OTT 전환의 어려움 등을 들 수 있다.

미디어 기업들의 대형 인수합병이 이미 여러 차례 이어졌지만, 이들이 보유한 잉여현금 흐름은 중소기업사를 인수하기에 충분하다. 월트 디즈니의

이익잉여현금흐름 (과거 12개월 기준)은 77억 달러이며, AT&T는 98억 달러, 컴캐스트는 92억 달러, 버라이즌은 91억 달러를 보유하고 있다.

미디어 대형사를 제외한 점유율 상위 기업들의 시가총액이 30~40억 달러

수준인 것을 감안하면 추가 인수합병은 충분히 이어질 수 있다.

아마존과 애플의 미디어 시장 확장도 M&A 트렌드를 더욱 가시화시키고 있다.

**중소형 영화사 생존 필수 전략: ‘가성비 높은 콘텐츠’**

2018년 기준 미국의 영화 제작사는 총 1,197개에 달하지만 극장 매출액 수익은 상위 5개 (월트 디즈니, 컴캐스트, AT&T, 소니, 20th Fox)의 미디어 기업이 76.5%를 차지한다. 수치상으로는 중소형 영화사들의 영향력이 작아 보이지만, 이들 중 몇몇 기업은 예술적 감각이 뛰어나고 가성비 높은 영화를 만들어내면서 대형사 사이에서 입지를 키워나가고 있다. 로드사이드 (Lions gate의 자회사)가 개봉한 ‘I Can Only Imagine (2018, 가족)’은 제작비용 700만 달러로 무려 11배가 넘는 8,348만 달러 (북미 기준)를 벌어들였다. 라이온스 게이트가 제작한 ‘라라랜드 (2017)’는 3,000만 달러의 제작비용으로 5배가 넘는 수익을 기록했으며, Pantelion (비상장)에서 만든 ‘오버보드’는 제작비용 1,200만 달러로 4.2배에 달하는 5,030만 달러를 벌었다. 오버보드는 로맨틱 코메디 장르로 제작비용이 블록버스터 액션에 비해 저렴하기 때문에 제작비용 대비 큰 수익을 거둘 수 있었다. 어벤져스의 극장수익이 비용 대비 1.7~2.1배 수준인 것을 감안하면 중소형사들의

인기 영화는 가성비가 굉장히 높은 편이다.

**미디어 BIG3의 절대적 영향력, TV 콘텐츠 업계도 마찬가지**

TV방송 콘텐츠 업계도 영화산업과 마찬가지로 미디어 BIG3 (디즈니, AT&T, 컴캐스트)가 절대적 시장 점유율을 차지하고 있다. 미국 케이블 TV채널 점유율 1위~7위는 모두 월트 디즈니, 컴캐스트, AT&T가 차지하고 있다. 월트 디즈니는 케이블 점유율 1위인 FOX 뉴스를 인수했으며, 컴캐스트는 2위인 MSNBC (NBC 유니버셜)를 인수했다. AT&T도 TBS (점유율 5위), 튜너네트워크 (7위), CNN (11위)을 인수하여 케이블 TV 업계의 BIG3로 거듭났다. 이들 기업 외에도 AMC (워킹데드), CBS (스타트렉), 디스커버리 (Discovery) 등의 기업을 눈여겨볼 필요가 있다.

**주요 중소형주: 라이온스 게이트, AMC 네트워크, IMAX**  
**라이온스 게이트 (Lions Gate: LGF-A)**는 ‘라라랜드’, ‘존윅’과 같은 인기 영화를 만들어낸 중소형 제작사다. 라이온스 게이트의 체크포인트는 1) 2018년 내 출시 예정 영화 3편, 2)

2분기 가입자수 20만명 증가, 3) OTT 매출액 증가세, 4) 유럽시장 진출, 5) 견고한 잉여현금흐름 증가가 있다.

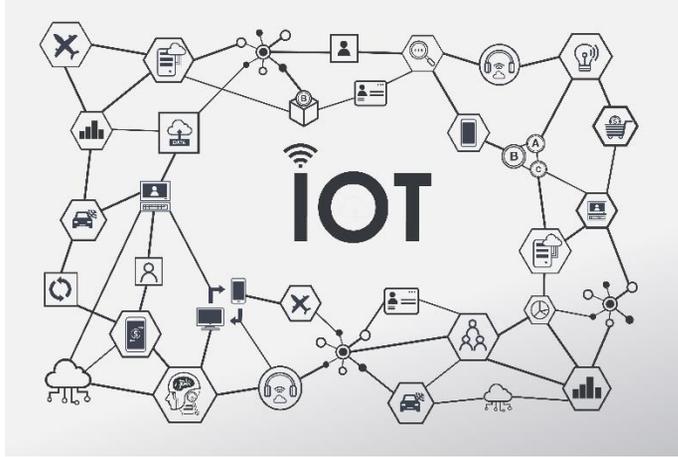
워킹데드로 인기몰이를 하고 있는 **AMC 네트워크 (AMC Network: AMCX)**는 1) 레비티 라이브 (Levity Live, TV 콘텐츠 제작 기업) 인수효과가 매출액에 반영되고 있다는 점, 2) 인기 드라마의 새로운 시즌 출시, 3) BBC 오리지널 시리즈가 꾸준한 인기를 끌고 있다는 점, 4) 견고한 영업현금흐름을 통한 안정적인 재무구조 유지를 체크포인트로 들 수 있다.

영화 제작 및 영화관 운영으로 유명한 **IMAX 코퍼레이션 (IMAX Corp: IMAX)**의 체크포인트는 1) 견고한 실적증가세, 2) 스크린 영화관 확장, 3) OTT기업 영화 상영 계획, 4) 차세대 홈 엔터테인먼트 솔루션 개발 등이 있다.

**업종별 주요 종목**

| 기업명            | 종목코드  | 시가총액 (십억 USD) | 구분  | 개요               |
|----------------|-------|---------------|-----|------------------|
| Lions Gate Ent | LGF-A | 4.8           | 영화  | 헝거게임, 라라랜드 등     |
| AMC Networks   | AMCX  | 3.6           | 드라마 | 워킹데드, 베타 콜 서울 등  |
| IMAX Corp      | IMAX  | 1.6           | 극장  | 글로벌 1,300개 극장 운영 |

자료: KB증권



# 샤오미그룹, 미래 성장 기회는 IoT (中)와 스마트폰 (印)에 있다

JIN LING (찐링) 수석연구원 | ling.jin@kbf.com

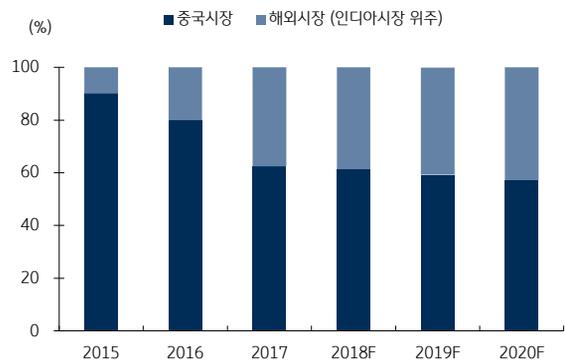
## 스마트폰 강자 샤오미, 중국시장에서 도전에 직면하다

2017년 중국 스마트폰 시장에서 샤오미그룹 (01810.HK)은 11% (5위)의 시장점유율을 차지했고, 전자상거래 채널을 통한 판매량은 1위를 차지했다. 샤오미는 과거에 중국 스마트폰 고성장 시대의 수혜를 누리면서 우뚝 성장했으나, 고성장 시대가 막을 내리면서 도전에 직면하게 됐다. 중국시장에서 샤오미 스마트폰은 충성고객층, 인터페이스 등의 경쟁력을 갖추고 있으나, 스마트폰 보유량이 포화상태에 진입함에 따라 제품믹스, 가성비, 혁신력, 마케팅 등에 있어서 도전에 직면하게 됐다. 샤오미그룹의 주요사업인 (1) 스마트폰, (2) IoT·생활소비제품, (3) 인터넷 서비스 등에 대한 점검을 통해 샤오미에 대해 보다 객관적인 시각과 인식을 갖도록 하자.

## 스마트폰 부문, 인디아에서 돌파구를 찾았다

스마트폰 부문에 있어서 샤오미의 가장 큰 기회는 인디아 시장에 있다. 그 이유는 피쳐폰 비중이 절반을 넘어 잠재적인 스마트폰 수요가 크기 때문이다. 샤오미의 전체 매출 중 해외비중이 2017년 28%에서 2018년에는 36%로 확대됐고, 해외매출의 대부분은 인디아에서 발생했다. 진출 3년 만에 시장점유율 1위 (26.8%)에 올라섰다. 성공 비결은 뛰어난 가성비, 철저한 현지화, 완전한 서비스 시스템 구축 등이다. 향후 일정 기간 동안 비교적 높은 장벽을 유지하면서 경쟁사들을 견제할 수 있을 것이다.

## 샤오미그룹 스마트폰 부문 중국, 해외 매출 비중

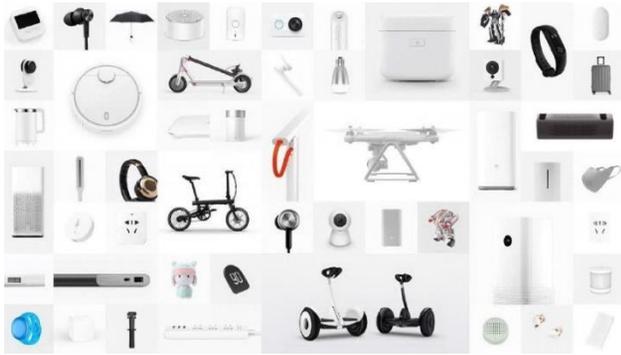


자료: 샤오미그룹, KB증권

## 향후 실적 성장의 키워드는 IoT·생활소비제품 부문에 있다

매출 중 IoT·생활소비제품 부문의 비중은 2015년 13%에서 2018년에는 22%로 확대됐다. 향후 샤오미 실적 성장의 키워드도 동 부문에 있다. 브랜드 전략은 흑백이라는 심플하고 통일성 있는 디자인, 빅데이터를 활용한 제품 개발이다. IoT·스마트가전 분야에 있어서 중국은 아직 초기단계로 장기적인 성장 잠재력이 존재한다. 레이첼 회장은 샤오미를 과학기술 분야의 'MUJI'를 만들고자 한다.

## 샤오미그룹의 IoT·생활소비제품 구성

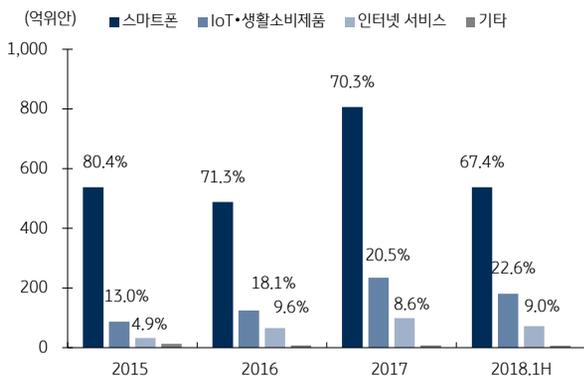


자료: 샤오미그룹, KB증권

## 인터넷 서비스 부문, 아직은 날개를 펴지 못하고 있으나, 향후 개선의 여지는 있다

샤오미는 현재 제품에 포커스를 둔 기업이다. 아직 인터넷 서비스에 포커스를 둔 기업은 아니다. 광고 부문은 비교적 자제하고 있고, 가장 좋은 광고자리는 자사 제품에게 제공한다. 게임 부문은 아직 눈에 띄는 성장이 보이고 있지 않고, 유료 콘텐츠 부문은 인기 콘텐츠의 부족과 타사의 시장 선점 등 어려움이 있다. 이러한 취약점을 보완하기 위해 엔터기업에 지분을 투자하는 전략을 취했다.

## 샤오미그룹 매출구성 변화 추이

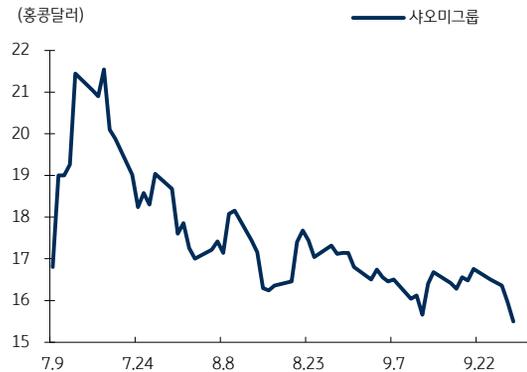


자료: 샤오미그룹, KB증권

## 레이첸 회장, 샤오미 설립 이래 첫 대규모 구조조정 단행. 80년대생 임원 10명 임명

2018/9/13 레이첸 회장은 샤오미그룹의 구조조정 및 인사 임명 지시를 내렸다. 그룹조직부와 그룹참모부를 신설해 조직관리를 강화했다. 그룹조직부는 중간 관리직과 임원들의 임용·고과를 담당하고, 그룹참모부는 CEO를 협조해 발전전략을 정한다. 기존 4개 부문을 10개 부문으로 재편했고, 10명의 80년대생 임원을 임명했다. “‘노병(老兵)’이 없으면 계승이 없고, ‘신병(新兵)’이 없으면 미래가 없다.”고 레이첸 회장은 말한다.

## 샤오미그룹 (01810.HK) 주가 추이



자료: Wind, KB증권

주: 2018년 7월 9일 홍콩거래소 상장

### 용어설명

- IoT (사물인터넷): 여러 사물에 정보통신기술이 융합되어 실시간으로 데이터를 인터넷으로 주고받는 기술 (용어설명)
- MUJI (무인양품): ‘상표가 없는 좋은 물건’을 지향하는 일본의 대표적 라이프스타일 브랜드, 브랜드 없음과 좋은 물건이라는 명확한 브랜드 컨셉을 강조함





# 국제유가, 미국의 이란 제재에 주목

임재균 선임연구원 | jk.lim@kbf.com

## 미국의 이란 핵합의 파기로 이란 제재 부활

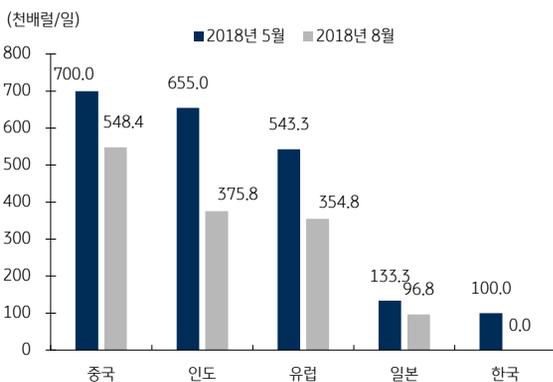
지난 5월 8일 미국 트럼프 대통령은 이란 핵합의 (JCPOA, 포괄적 공동행동계획)을 파기하면서 이란에 대한 경제 제재를 다시 부과했다. 포괄적 공동행동계획은 이란과 UN 안전보이사회 상임이사 5개국 (미국, 중국, 러시아, 영국, 프랑스)과 독일이 2015년 7월 체결한 합의로, 이란이 핵개발 프로그램을 포기하는 대가로 국제사회가 제재를 완화한다는 내용을 담고 있다. 트럼프 미국 대통령이 이란 핵합의를 파기한 이유는 1) ‘이란이 새 핵연료를 15년간 생산하지 않는다’는

일몰 조항의 기간이 너무 짧다는 점, 2) 이란의 탄도 미사일 개발 프로그램과 테러단체 지원 문제가 합의에 담기지 않았다는 점이다. 미국은 이란과 핵합의를 위한 재협상을 할 준비가 되어 있다고 발언했으나, 로하니 이란 대통령은 미국의 핵합의 파기에 대해 강력히 비판했다. 지난 9월 25일 UN 총회에서도 미국과 이란은 양측을 서로를 비판하면서 핵합의 재협상이 쉽지 않을 것을 시사했다.



**미국의 이란 제재를 주목하는 이유는 국제유가 시장에서 이란의 공급이 사라질 수 있다는 우려 때문**

## 미국의 이란 제재 발표 전후 이란의 원유 수출량



자료: Bloomberg, KB증권

미국의 이란 제재를 주목하는 이유는 제재 발표 이후 국제유가 시장에서 이란의 공급이 사라질 수 있다는 우려 때문이다. 지난 5월 미국은 이란 핵합의를 파기하면서 이란과 거래해온 기업들이 이란 관련 사업을 정리할 수 있도록 90일과 180일의 제재 복원 유예기간을 설정했다. 핵합의를 파기한지 90일이 지난 지난 8월 7일 미국의 1차 제재가 발효된 가운데, 180일이 되는 오는 11월 5일 발효되는 미국의 2차 제재에서는 이란산 석유·석유화학 제품 등을 포함한 석유 관련 거래가 금지된다. 이란과 거래를 하는 제 3국은 미국의 금융 제재 등 미국법의 제재를 받는 ‘2차 제재 (secondary boycott)’ 대상이 된다.

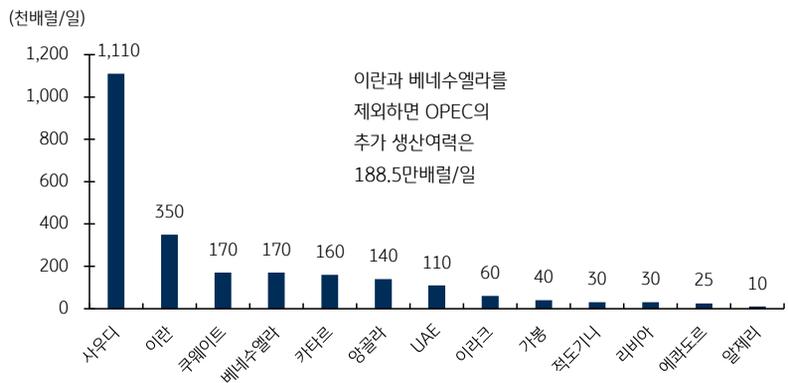
즉, 이란과 석유 거래를 지속하기 위해서는 미국이라는 거대 시장을 포기해야 하며, 미국의 2차 제재 대상이 되는 것을 피하기 위해서는 이란과의 석유 거래를 중단해야 하는 것이다. 미국의 이란 제재를 앞두고 이란 원유 수출의 75%를 차지하는 중국, 인도, 유럽 등에서는 원유 수입을 줄이고 있다. 한국은 지난 7월부터 이란산 원유 수입을 전면 중단했다. 글로벌 원유 공급의 4%를 차지하고 있는 이란의 원유가 사라질 위기에 처한 것이다.

### WTI는 2019년 상반기

#### 80달러/배럴까지 상승 예상

미국의 이란 제재가 유가의 하방 경직성을 강화시켜주는 요인으로 작용하면서 WTI는 2019년 상반기 배럴당 80달러까지 상승할 전망이다. 단, KB증권은 일부 글로벌 은행에서 예상하고 있는 100달러/배럴의 가능성은 매우 낮다고 판단한다. 첫 번째 이유는 미국이 지난 5월 이란 핵합의를 파기했지만 기존 핵합의를 체결한 중국, 러시아, 영국, 프랑스, 독일 등은 핵합의 준수를 시사하고 있기 때문이다. 물론 EU 기업들은 미국의 2차 제재에 대한 우려로 인해 이란산 원유 수입이 줄고 있으나, 지난 6월 영국, 프랑스, 독일 등은 미국의 대이란 제재에서 EU 기업들을 제외해달라고 요청했다. 이와 함께 영국, 프랑스, 독일, 러시아, 중국 등은 이란과의 교역을 지속하기 위해 노력하고 있다. 지난 9월 24일 5개국은 공동 성명을 통해 “참여국들은 이란의 원유 등 수출품에 대한 지급결제를 용이하게 해줄

### OPEC의 추가 생산 능력



자료: Bloomberg, KB증권

특수목적회사 (SPV)를 설립하는 계획을 포함해 타당한 제안들을 기꺼이 수용했다.”고 밝혔다. 이란과 교역을 지속하면서 미국의 2차 제재로 자국기업들이 피해 받는 것을 방지하기 위해 교역 대금을 미 달러 결제가 아닌 물물 교환 등의 방법을 고려하고 있는 것이다.



두 번째는 주요 석유 수출국가들의 모임인 OPEC (Organization of the Petroleum Exporting Countries)의 유가 안정화 의지 때문이다. 국제유가 상승을 우려해 OPEC은 지난 6월

증산을 결정했다. 지난 9월 23일에도 OPEC 국가들의 장관들은 공동 성명을 통해 글로벌 수요를 맞추기 위해 추가 원유 생산 능력이 있는 국가들에게 생산을 늘릴 것을 촉구했으며, 수요일에 맞춰 생산량을 늘리기로 결정했다. OPEC이 추가 생산으로 이란의 원유 공급 부족분을 보완할 수 있다. OPEC 국가들 중 미국의 제재 대상인 이란과 국가 부도 위기로 생산 증가가 어려운 베네수엘라를 제외하면 수개월 내 추가로 생산할 수 있는 생산량은 188.5만배럴/일이다. 지난 8월 이란의 원유 수출량은 182.7만배럴/일인데, 이는 이란의 원유 수출이 중단되더라도 OPEC 국가들이 추가 생산을 통해 보완할 수 있는 수준이다.



# 금리 상승은 부동산/리츠 주식에 부정적

구경희 수석연구위원 | kh.koo@kbfq.com

## 2018년 4분기 부동산/리츠 주식은 S&P500 대비 중립, 또는 약간 낮은 수익률 예상

금년 말까지 미국 상업용부동산 (CRE) 시장은 호조세를 이어갈 전망이다. 미국 경제 펀더멘탈이 워낙 뛰어나, 상업용 부동산 관련 지표들이 우수하게 나오고 있기 때문이다. 공실률은 낮아지고 임대료는 여전히 증가세를 보이고 있는 중이다. 게다가 비교 대상이라 할 수 있는 미 주택시장이 호황을 유지하고 있어 투자심리 측면에서도 양호하다.

그럼에도 불구하고 KB증권이 미국 주식시장에 상장된 부동산/리츠에 대해 ‘중립’ 의견을 제시하고 있는 이유는 (1) 밸류에이션 (수익 대비 부동산가격)이 높고, (2) 금리상승이 부담되기 때문이다. 2018년 3분기에 이어 4분기에도 미국 부동산/리츠업종은 시장 (S&P500)과 비슷하거나 약간 낮은 수익률을 기록할 것으로 예상하고 있다. 연간으로 보면 2018년은 부동산/리츠 주식이 쉬어가는 한 해가 될 것이다.



## 미국 부동산/리츠 주식 성과와 금리의 비교



자료: Bloomberg, KB증권

## 3분기 주식시장에서는 부동산업종이 부진

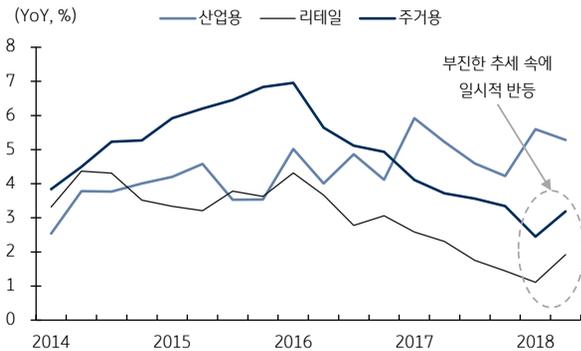
2018년 상반기 미 주식시장에서 부동산/리츠의 흐름은 좋았다. 2월 8일 미국주식시장이 저점을 기록한 이후 미국 부동산업종지수 (S&P500 Real Estate Sector Index)는 6월 말까지 최대 11.3% 상승하면서 시장 (S&P500) 수익률을 상회했다. 그러나 3분기 들어서 부동산/리츠 주가의 상승 탄력이 떨어졌다. 3분기가 시작된 7월 이후 부동산업종지수는 완만한 상승세를 유지했으나, 기준금리 인상에 대한 부담이 작용하면서 9월 후반부에 약세를 기록했다.

시장 대비 상대 수익률도 저조했다. 미국 시장금리 (국채 10년물)는 6월 이후 2.8~3.0%의 박스권을 형성하고 있었는데, 최근 3%를 상회하면서 부동산/리츠 주식에 부정적인 영향을 미치고 있다. 미 주식시장에서 부동산/리츠 주식의 성과는 시장금리에 민감하게 움직이는 상황이다.

### 주식시장에서 리테일과 주거용의 3분기 반등은 일시적이라고 판단

미국 부동산업종의 주가를 세부 섹터별로 살펴보자. 2018년 3분기의 주가 흐름은 리테일 (쇼핑몰, 백화점 등)과 주거용 부동산의 흐름이 가장 좋았다. 반면 산업용 (Industrial, 주로 물류시설)과 오피스의 주가 흐름은 상대적으로 부진하다. 리테일과 주거용 부동산의 2Q 순운영수익 증가율 (전년동기대비)이 반등한 점이 주가에 영향을 준 것이다. 그러나 지난 2016년 이후 나타난 리테일과 주거용 부동산의 장기 부진을 감안하면 아직 추세 전환이라고 보기에는 이르다. 2016년 이후 리테일과 주거용 부동산의 순운영수익 증가율은 빠르게 둔화된 바 있으며, 아직 추세가 바뀐다는 신호는 없다. 미국의 시장금리가 저점을 기록한 2016년 7월 이후 순운영수익 증가율이 상승한 산업용 부동산을 제외하고는 모두 부진한 주가 흐름을 보였다. 3Q에 나타난 리테일과 주거용 부동산의 반등은 일시적인 현상이라고 판단된다. 장기적으로 펀더멘탈이 좋은 산업용 부동산의 강세가 유지될 것으로 본다.

### 부동산/리츠업종 내 세부 섹터별 순운영수익 증가율



자료: Bloomberg, KB증권

### 상업용 부동산은 밸류에이션이 높고 금리에 민감하다는 점을 감안해야 함

상업용 부동산시장의 밸류에이션을 평가할 때에는 Cap Rate (부동산가격 대비 순운영수익의 비율)를 많이 참고한다. 가장 최근치인 7월 미국 상업용 부동산의 Cap Rate는 6.36% (중간값)로 지난 2007년 7월의 저점 (6.31%) 이후 역사적 저점 수준이다. 임대 수익이 늘어나는 추세하에서 Cap Rate가 저점을 기록했다는 것은 상업용 부동산의 가격이 크게 상승하여 그 기대수익률이 낮아졌다는 것을 의미한다. Cap Rate의 최저점 근접은 장기적으로 상업용 부동산 가격에 긍정적이지 않다. Cap Rate에 대한 부담이 줄어들기 위해서는 시장금리의 하락이 필요하다. 그러나 KB리서치는 미국 금리가 중간선거 (11/6) 전까지 3%대에 안착할 가능성이 높다고 보고 있다. 미국 시장금리가 최근 밴드를 하회하기 위해서는 중간선거를 앞두고 트럼프 대통령의 정치적 불확실성이 확대되어 안전자산 선호현상이 급격히 강해져야 한다. 현재로서는 그럴 가능성은 높지 않다. 미국 부동산시장의 Cap Rate를 국채금리 (10년물)와 비교해 보았다. 2008년 금융위기 이후 'New Normal' 시대의 대표적인 특징인 저금리 기조하에서 미국의 Cap Rate가 국채금리의 2.2배 밑으로 떨어진 것은 이번이 처음이다. 현재 국채금리 대비 2.1배에 불과한 Cap Rate는 금리가 하락세로 돌아서지 않는 한 더 낮아질 여지가 작아 보인다. 미국 상업용부동산의 밸류에이션이 더 상승하기는 쉽지 않다는 의미다.

### 미국 상업용부동산의 Cap Rate 추이



자료: Bloomberg, KB증권



# ETF의 진화: 총수익 개념의 재투자 가능 ETF

공원배 선임연구원 | wb.kong@kbfq.com

## 분배금에 대한 재투자가 가능한 총수익 개념 (Total Return)의 ETF

시장 대표형 ETF (국내외 시장 대표 종목들로 구성된 지수 추종)의 가장 큰 장점은 해당 시장 내 다른 유형의 주식형 ETF (섹터, 테마 등)보다 기대 수익률 측면에서 안정성이 높다는 점이다. 따라서 시장 대표형 ETF는 국내외 어느 시장이든 관계없이 트레이딩에서부터 자산배분 용도로까지 활용도가 넓으며, 그 수요도 크게 나타나는 것이 일반적이다. 과거 여러 종류의 시장 대표지수를 추종하는 ETF로 시장 대표형 ETF가 진화되어 왔다면, 현재는 이미 활용도가 높은 지수에 추가적인 기능을 붙이는 방식으로 ETF 시장이 거듭 진화하고 있다. 그 대표적인 예로 총수익 (Total Return, TR) 개념의 ETF를 들 수 있다.

총수익 ETF (Total Return, TR ETF)란. ETF가 추종하는 원지수 내 구성종목의 현금 배당이 재투자되는 것을 가정하여 배당수익률이 가산된 총수익률을 ETF 가격에 반영하는 것을 의미한다. 즉, 기존의 ETF가 주식의 가격 지수 (Price Index, PR)만을 추종하는 상품이었다면 TR ETF는 가격 지수에 ETF의 분배금이 자동적으로 재투자되어 얻을 수 있는 수익까지 추종하는 상품이라 할 수 있다.

## KOSPI200 TR ETF vs. KOSPI200 ETF 비교

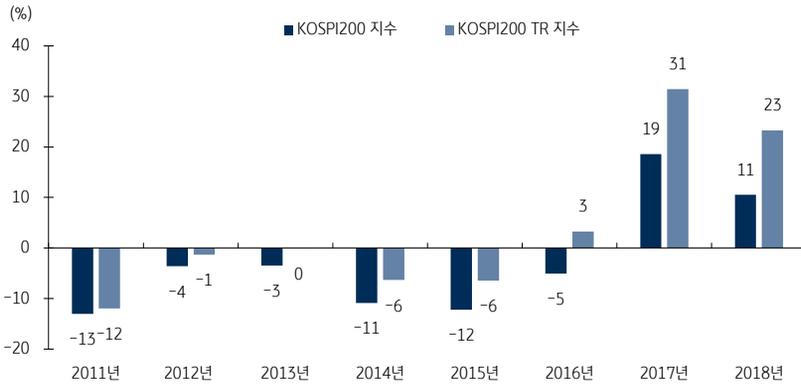
KOSPI200 TR ETF와 KOSPI200 ETF를 비교해보면 ETF의 분배금이 재투자되면서 1) 기초지수 상승분과 더불어 분배금에 대한 수익률 복리효과 가능, 2) 현금배당을 지급하지 않기 때문에 생기는 세금 이슈 등이 두 ETF 간 가장 큰 차이점으로 볼 수 있다. TR ETF의 가장 큰 장점은 분배금이 재투자되면서 기초지수 상승분과 분배금 재투자에 대한 수익률 복리효과를 동시에 누릴 수 있다는 점이다. 따라서 장기 투자 관점에서의 수익률은 같은 지수를 추종하는 PR (Price Index) ETF를 상회할 가능성이 높다

## KOSPI200 ETF vs. KOSPI200 TR ETF 비교

| 구분           | KOSPI200 ETF                         | KOSPI200 Total Return ETF                  |
|--------------|--------------------------------------|--|
| 기초 지수        | KOSPI200 지수                          | KOSPI200 Total Return 지수                   |
| 지수 산출방식      | 유동 시가총액 가중방식                         | KOSPI200 과 동일하되<br>배당 수익률 가산               |
| 총 보수         | 0.04% ~ 0.15%                        | 0.01% ~ 0.1%,                              |
| 분배금          | 1/4/7/10 월 현금 지급                     | 현금배당 재투자 가정                                |
| 세금           | 분배금 지급 시 분배금에 대한<br>배당소득세 (15.4%) 부과 | 보유기간 과세,<br>매도 시점에 세금 발생                   |
| 장기 투자 시      | 지수 상승분에 따른 투자원금<br>복리효과              | 기초지수 상승 시 기초지수 상승분과<br>배당 재투자에 따른 수익률 복리효과 |
| 해당 ETF 상장 현황 | 9 개 (레버리지 미포함)                       | 3 개 (MSCI KOREA TR 포함 총 4 개)               |
| 최초 상장일       | 2002.10.14                           | 2017.11.21                                 |

자료: KRX, KB증권

## KOSPI200과 KOSPI200 TR 지수의 배당에 따른 누적 수익률 비교



자료: KRX, KB증권

주: 2011년 1월 1일 부터 연도별 누적 수익률, 2018년은 9월 27일 기준

위의 그림은 KOSPI200 지수와 KOSPI200 TR 지수의 연도별 누적 수익률이 시간이 경과할수록 그 차이가 크게 확대되고 있음을 보여주고 있다. 특히, 2017년과 같이 기초자산의 가격 상승이 가파르게 나타날 경우 분배금 재투자에 대한 복리효과 차이도 더욱 확대되면서 지수간 누적 수익률 차이는 12%까지 확대되었다.

### 미국 시장에서 TR ETF의 성공 사례

미국 시장의 사례를 보면, 미국 시장에 투자하는 대표적인 ETF인 SPDR S&P 500 ETF TRUST (SPY)와 iShares Core S&P 500 ETF (IVV)의 경우도 가격 기준이 아닌 총수익 기준의 S&P500 TR Index를 기초지수로 활용한다. SPY와 IVV는 현재 미국 주식형 ETF의 순자산 규모 1위와 2위를 차지하고 있으며, 두 ETF 모두 2000년 이후 설정 규모 및 점유율이 매년 비약적으로 확대되면서 미국을 대표하는 ETF로

성장하였다. 미국 시장에서의 TR ETF의 성공 사례를 보면 한국 시장에서 역시 TR ETF의 성공 가능성이 매우 높다고 판단된다.



### ETF Portfolio 구성 시 국내 주식시장의 대표 (Core)

#### ETF로 활용 가능

자산 배분 용도로 ETF 활용 시에도 TR ETF는 가격 기준의 ETF와 비교 시 강점이 존재한다고 판단된다. 분배금이 자동적으로 재투자되면서 포트폴리오 내 재투자 비용 (reinvestment cost)이 절감되는 효과를 얻을 수 있기 때문이다. 따라서 향후 시장 대표 지수를 활용한 TR ETF는 EMP (ETF Managed Portfolio) 내 국내 주식시장의 대표 (Core) ETF로도 활용이 가능할 것으로 기대된다. 특히 세금 관련 이슈가 존재하는 KOSPI200 ETF 투자자들의 경우 기존과 동일한 효과를 누리면서도 배당 재투자가 가능한 KOSPI200 TR ETF에 대한 교체도 고려해볼 만한 옵션이라 판단된다. 현재까지 국내 ETF 시장에서 TR개념의 ETF는 총 4종이 상장되어 있고, 해당 ETF에 활용되는 기초지수로는 KOSPI200 TR과 MSCI KOREA TR 지수 2가지가 존재한다.

### 국내 상장 TR (Total Return) ETF 라인업

| ETF 종목명                 | 기초지수 (BM)           | 운용사        | 주당 순자산 (NAV/원) | 순자산 총액 (억원) | 총보수 (%) | 최초 상장일     |
|-------------------------|---------------------|------------|----------------|-------------|---------|------------|
| KODEX 200TR ETF         | KOSPI 200 TR Index  | 삼성자산운용     | 9,226          | 6,393       | 0.10    | 2017.11.21 |
| KOSEF 200TR ETF         | KOSPI 200 TR Index  | 키움투자자산운용   | 33,494         | 1,189       | 0.01    | 2018.4.23  |
| SMART 200TR ETF         | KOSPI 200 TR Index  | 신한비엔피파리바자산 | 9,590          | 1,899       | 0.05    | 2018.4.23  |
| KODEX MSCI Korea TR ETF | MSCI Korea TR Index | 삼성자산운용     | 9,130          | 7,259       | 0.15    | 2017.11.9  |

자료: KRX, KB증권

주: 9월 27일 기준



# ELS/ELB, ‘발행 감소’라는 어두운 터널에서 보이는 빛

이중호 연구위원 | jho.lee@kbfq.com



## 발행 감소가 진행되고 있음에도 잔고는 증가 중이다

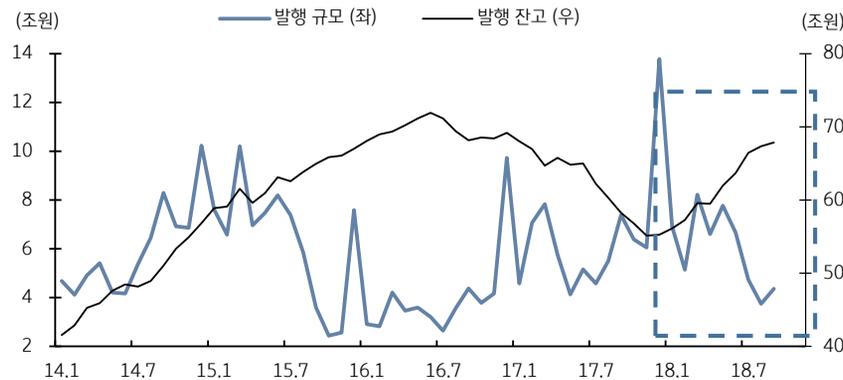
ELS/ELB 시장에서 홍콩 중국본토 (HSCEI)지수의 위력이 얼마나 큰지 실감 중이다. 이미 수익률보다는 조기상환 조건이 쉬운 대상 [혹은 손실 기준 (KI)이 낮거나 (저 KI) 혹은 없는 것 (No-KI)]을 기준으로 투자할 것을 권고했지만, HSCEI지수 하락 우려로 촉발된 발행 감소는 예상보다 여파가 컸기 때문이다. 2018년 5월만 해도 7조 7,681억원에 달하던 발행이 8월엔 3조 7,496억원까지 줄어들었다. HSCEI지수 점유율은 56.2%까지 하락해 올해 들어 가장 낮은 수준을

나타냈다. 쏠림의 해소라는 긍정적인 효과도 있지만 발행 감소라는 어두운 터널을 지나가고 있는 것이다.

하지만 그럼에도 ELS/ELB의 발행 잔고는 증가했다. 발행이 평상시 대비 1/2 이하 수준으로 감소했음에도 8월 말 기준 잔고가 67조 3,456억원으로 전월 대비 8,755억원 증가한 것이다. 잔고의 증가는 단순히 HSCEI지수가 환매 가능 영역에 들어가지 않아 전체 발행 규모가 감소하고 있다는 논리로는 설명이 부족하다는 것을 뜻한다. 현재 상황은 HSCEI지수

활용을 잠시나마 피하고 여타 기초자산으로 투자를 진행하려는 상황인 것이다. 다만 다른 기초자산의 활용에 대해서 익숙하거나 전망이 충분치 못하기 때문에 판단이 쉽지 않은 상황으로 판단된다.

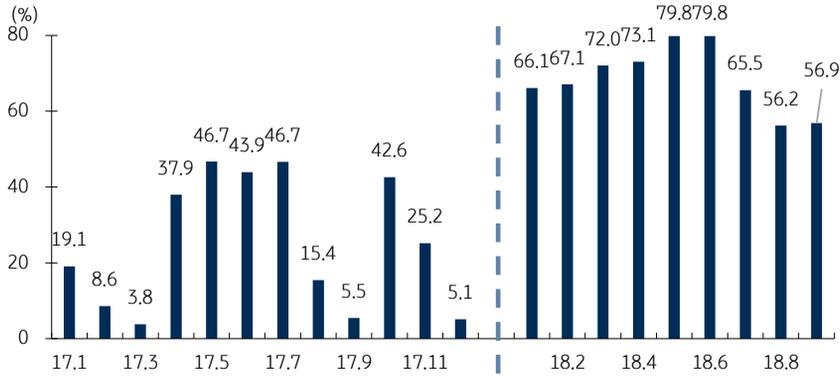
## ELS/ELB 발행 규모 및 발행 잔고



자료: KSD, Dart 전자공시, KB증권



## 월간 발행 규모 대비 HSCEI지수 점유율 추이



자료: KSD, Dart 전자공시, KB증권

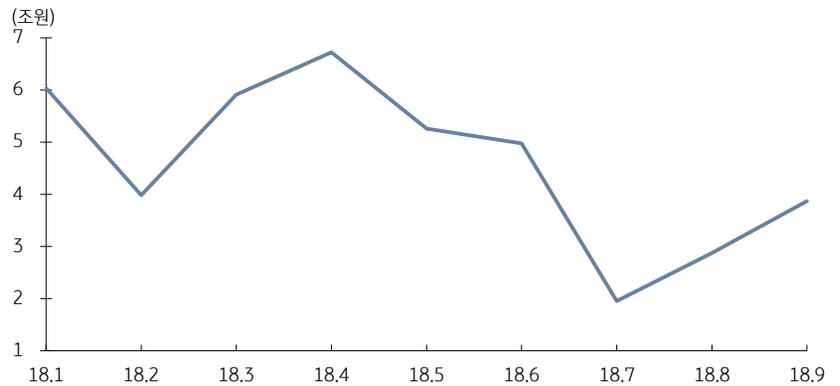


## 다만 빛도 보인다

더불어 ELS/ELB 상환 추정금 추이도 주목해야 한다. 2018년 7월 대비 2개월 연속 상승한 것으로 나타나기 때문이다. 비록 평상시 4조원 ~ 7조원대에 비해 적은 규모이지만 아직까지 극단적인 상환 고갈, 투자 절벽의 상태는 아니라는 것이다. ELS/ELB 시장은 소량의 기폭제만 있어도, 혹은 HSCEI 지수에 대한 극단적인 훼손 가능성이 사라지는 미중 무역분쟁 해소 기미만 나타나도 충분히 반등할 수 있다는 의미이다. HSCEI 지수에 영향을 미치는 작은 상황 변화에도 주목해야 한다는 것이다.

신규 투자자 입장에서선 오히려 기회가 될 수도 있다. 어느 정도 지수가 조정된 상태인 현 상황에서 무역분쟁 해소의 기미가 보이는 시점을 투자 트리거로 사용할 수 있기 때문이다. 설령 시장이 예상과 달리 횡보하거나 부진하더라도 넉넉한 KI (손실 기준) 도달 가격이 확보된다면, 지금은 ELS 투자에 있어서 저점 매수 기회가 될 수도 있기 때문이다.

## 2018년 상환된 것으로 추정되는 ELS/ELB 자금 추이



자료: KSD, Dart 전자공시, KB증권 추정

## 결론: 아직은 어두운 터널. 하지만 거기서 보이는 빛은 매우 강할 것

결론적으로 ELS/ELB 시장에 대한 투자매력은 여전히 높다. 기존 전망에 서술한 것과 같이 조기상환 조건이 쉬운 것을 기준으로 투자할 땐 큰 문제가 없을 것이기 때문이다. 물론 재투자의 순환이 잘 이루어지지 못하는 측면이 발생할 수는 있다. 하지만 이 역시도 시간이 가면서 해소될 수 있는 문제이다 (보통은

조기상환 조건이 시간이 갈수록 낮아짐). 오히려 신규 투자자 입장에서선 '미중 무역분쟁 해결 시점'이라는 좋은 트리거를 놓치지 말아야 한다. 저점 매수의 기회가 존재할 수 있는 상황이 현 시점인 것이다.



## 투자자 고지사항

- KB 증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB 증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB 증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB 증권에 있으므로 KB 증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB 증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.

# FORTUNA

케이비증권글로벌자산배분전략