

The KB's Core View

무역분쟁 완화보다 경기둔화 우려, 보수적 관점 유지

글로벌자산배분전략: 문제는 경기둔화 우려, 시간이 필요하다

미중 무역분쟁과 매파적 연준, Brexit와 이탈리아 정치 불안 등 각종 불안요소들이 완화되고 있다. 그러나 시간이 흘러 미국경제의 단기사이클이 정점에 도달하면서 미국경제가 확장국면에 있다는 중요한 신뢰가 사라졌다. 무게 중심은 글로벌 경기둔화 우려로 넘어갔다. 약 2년 만에 미국의 감속성장이 시작되는 초입인 만큼 성장률과 기업이익 전망 하향에 대한 부정적 민감도는 어느 때보다 높을 것이다. 2019년 1분기에 집중될 것으로 예상했던 무역분쟁의 부정적 여파는, 미국은 2018년 4분기부터, 중국은 2019년 2분기까지 분산되어 나타날 전망이다. 미중 무역분쟁의 전선은 관세에서 첨단산업으로 이동했다. 위험자산에 대한 보수적 관점과 주식 자산그룹의 비중 축소 (3)를 유지한다. 선진국 국채 (5)와 투자등급 회사채 (4)는 투자매력도를 한 단계씩 상향했다.

경제: 글로벌 경제, 성장세 약화에 대한 우려 증가

2019년 글로벌 경제는 선진국과 신흥국의 성장세 약화로 전년 (3.3%)보다 낮은 3.0%의 성장이 예상된다. 글로벌 경제를 이끌어 왔던 미국이 감세효과 감소와 달러강세 등의 영향으로 하락하고, 신흥국에서는 중국이 무역분쟁과 디레버리징 등으로 경기둔화 폭이 확대될 것으로 예상되기 때문이다. 11월과 다른 점은 1) 미국의 대중국 관세 인상이 2019년 3월로 지연된 여파가 당초 전망보다 1분기 늦은 2분기에 극대화 될 것이라는 점과, 2) 2019년 국제유가가 초과공급 이슈로 당초 전망 (WTI 68달러)에서 하향 조정될 가능성이 커졌다는 점이다. 글로벌 경기 우려, 미중 무역분쟁 등 하방리스크, 국제유가 하향 안정 등은 미 연준의 금리 인상 속도를 늦추는 요인이다.

채권: 속도조절에 나설 연준, 선진국과 한국 국채 비중 확대

연준은 12월 금리인상과 함께 '향후 일시멈춤'의 시그널을 보낼 가능성이 있다. 만약 일드커브 역전이 위협받고 금융시장 불안이 팽배해진다면 12월에도 금리인상을 쉬어갈 수도 있다. 경기 침체가 두려워 인상을 끝내는 것이 아니라 인플레이션 안정 하에서 성장감속 시기의 속도조절이므로 향후 때로는 멈출 수도 후퇴 (인하)할 수도 있다. 이를 통해 일드커브의 역전을 방어하고 경기상승 국면을 장기화할 것이다. 2019년 1분기까지 미국과 한국 국채10년 금리는 각각 2.75%, 1.85% 까지 하락할 것이다. 비중확대 (5)를 유지한다. 한국 크레딧물의 신용스프레드도 축소될 것이다.

주식: 상승 동력을 찾기 위한 휴지기

경기확장국면의 끝자락 부근이라는 불안감 때문에 글로벌 경기 감속 우려의 영향이 당분간 지속될 수 있다. 미국 증시는 단기적으로 높은 변동성을 예상하며, 트럼프를 둘러싼 정치 불확실성 증대 역시 부담요인으로 작용할 것이다. 경기감속 시기에는 밸류에이션 부담이 낮은 일본주식의 견고한 성과를 전망한다. 신흥시장의 반등 조건은 여전히 충분치 못하다. 한국은 반도체 업종의 실적 하향조정이 본격화되고, 중국은 무역분쟁에 화웨이 이슈까지 불거졌다. 신흥시장 회복을 위해서는 미국, 유로존, 중국발 노이즈가 완화되는 시점까지 좀 더 인내심을 필요로 할 것이다.

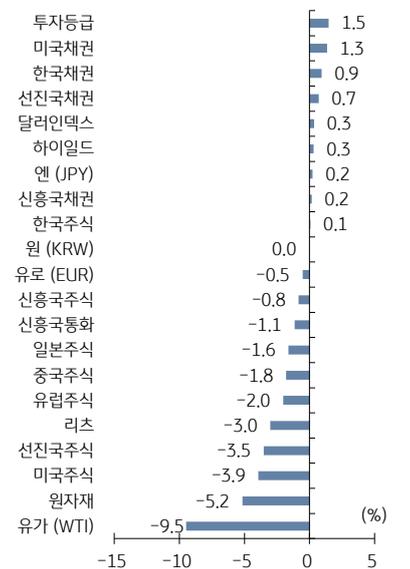
대체투자: 국제유가, 완화되고 있는 초과공급 우려

WTI는 2019년 상반기 배럴당 65달러까지 상승할 전망이다. 유가 하락의 원인인 초과공급 우려는 완화되고 있다. 중국의 미국 산 대두 수입 재개로 대두 가격은 90일간의 협상기간이 종료되는 2월말까지 9.5달러/부셸까지 상승할 것이다. 미국 상업용부동산은 영업수익 증가율의 둔화추세가 유지되고 있다. 미 증시에서 부동산업종은 금리와 발맞추어 당분간 횡보하는 흐름을 예상한다.

글로벌자산배분전략

2018년 12월 18일

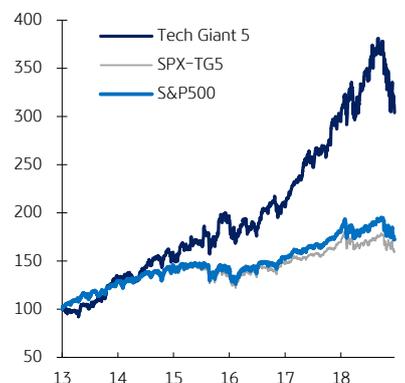
12월 이후 자산군별 수익률



자료: Bloomberg, KB증권

미국 증시, 기술주 중심으로 하락 폭 확대

(13.1=100)



자료: Bloomberg, KB증권

주: TG 5는 시가총액 상위 5개 기업인 대형기술주 (페이스북, 애플, 아마존, 마이크로소프트, 구글)

Contents

자산배분전략: 문제는 경기둔화 우려, 시간이 필요하다	3
경제: 글로벌 경제 감속 성장 우려 증가	8
신흥국 경제: 중국 관세 여파 가시화. 시선은 정부의 내수 부양으로 선회	9
환율: 유로의 정치적 불안으로 미 달러화 강세 전망	10
선진주식: 들쭉날쭉할 미국, 상대적으로 견고할 일본	11
신흥주식: 새벽이 오기 전의 적막	12
국채: 속도조절에 나설 연준	13
크레딧: 국내, 연초 효과에 따른 강세 기대	14
대체투자: 국제유가, 완화되고 있는 초과공급 우려	15
ELS/ELB: 70조원 잔고가 이야기해주는 것	16
ETF Portfolio: 방어주 중심의 포트폴리오 전략 유지	17

Chief Economist 장재철
02-6114-2924 jaechul.chang@kbf.com
Chief Strategist 신동준
02-6114-2919 dongjun.shin@kbf.com
Economist 문정희
02-6114-2097 jhmoon1106@kbf.com
Economist 김두연
02-6114-2949 kimdooun@kbf.com
Economist 임재균, CFA
02-6114-2952 jk.lim@kbf.com
주식 Strategist 이은택
02-6114-2958 et.lee@kbf.com
크로스에셋/해외주식 Strategist 김일혁, CFA
02-6114-2951 holistic@kbf.com
중국주식 Strategist 박수현
02-6114-2934 shpark@kbf.com

채권 Strategist 김상훈
02-6114-2090 hoon.kim9@kbf.com
해외크레딧 Analyst 손은정
02-6114-2964 eunjungson@kbf.com
크레딧 Analyst 전해현
02-6114-2094 haehyun.jeon@kbf.com
대체투자 Analyst 구경희
02-6114-2903 kh.koo@kbf.com
자산배분 Analyst 오은수
02-6114-1661 ohonsu@kbf.com
자산배분 Analyst 이창민
02-6114-0261 brad.lee@kbf.com
Delta 1/Derivatives Analyst 이증호
02-6114-2936 jho.lee@kbf.com
Delta 1/ETF Analyst 공원배
02-6114-1648 wb.kong@kbf.com

자산배분전략: 문제는 경기둔화 우려, 시간이 필요하다

Chief Strategist 신동준 02-6114-2919 dongjun.shin@kbf.com

위험자산에 대한 보수적 관점과 주식 자산그룹 비중 축소 유지

미중 무역분쟁 격화와 매파적 연준 (Fed), Brexit와 이탈리아 정치 불안 등 1년 내내 금융시장을 괴롭히던 불안요소들이 일제히 완화되고 있다. 그러나 너무 많은 시간이 흘렀다. 2018년 4분기 중 미국경제의 단기사이클이 정점에 도달하면서 미국경제가 확장국면에 있다는 중요한 신뢰가 사라졌다. 무게 중심은 미국을 중심으로 한 글로벌 경기둔화 우려로 넘어갔다. 약 2년 만에 미국의 감속성장이 시작되는 초입인 만큼 성장률과 기업이익의 전망 하향에 대한 부정적 민감도는 어느 때보다 높을 것이다. 2019년 1분기에 집중될 것으로 예상했던 무역분쟁의 부정적 여파는, 미국은 2018년 4분기부터, 중국은 2019년 2분기까지 분산되어 나타날 전망이다. 달러강세와 2019년 1월로 예고된 관세인상에 대한 대응으로 수출입을 앞당긴 영향이다. 미중 무역분쟁의 전선은 관세에서 첨단산업으로 이동했다. 위험 자산에 대한 보수적 관점과 주식 자산그룹의 비중축소 (3)를 유지한다. 선진국 국채 (4→5)와 투자등급 회사채 (3→4)는 투자매력도를 한 단계씩 상향했다. 미국경제의 감속성장 우려로 투자등급 회사채의 신용스프레드는 확대되겠지만 금리수준은 국채를 따라 하락할 것이다.

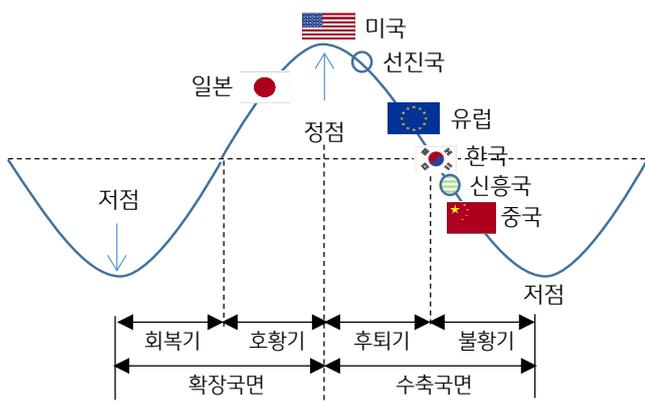
환율의 자동안정화 경로가 차단된 신흥아시아의 어려움

중국, 한국, 대만 등 신흥아시아 주식은 밸류에이션이 매력적이지만 기업이익의 전망이 여전히 하락하고 있다. 신흥국은 경기가 둔화되면 통화가치가 약세로 전환되면서 소비가 감소하고 수출은 개선되는 '환율의 자동안정화 기능'이 작동한다. 이러한 효과로 기업이익의 전망이 상향되는 남미와 달리, 신흥아시아는 경기둔화에도 불구하고 통화가치 하락폭이 충분히 진행되지 않고 있다. 중국은 자본유출 우려와 무역분쟁 여파가 위안화 강세를 유도하고 있고, 한국은 남북관계 개선과 불황형 흑자로 오히려 국채의 신용이 높아지고 있기 때문이다. 이러한 환율의 자동안정화 경로가 막히면서 한국경제의 어려움이 가중되고 있다. 환율전쟁이 시작된 2013년 이후 달러대비 통화가치의 상승률은 원화 (KRW)가 압도적인 상위권에 위치해 있다.

2019년 1분기 말~2분기 초까지 시간이 필요한 신흥아시아

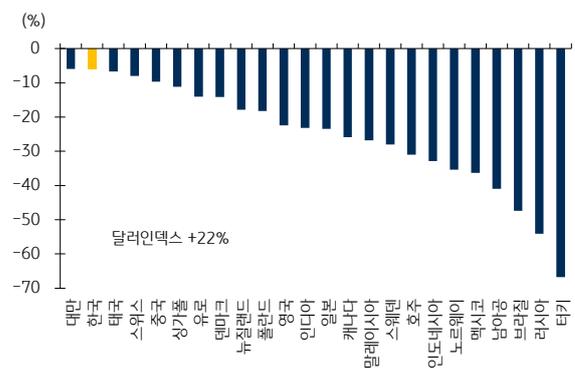
중국과 유로존의 경기둔화가 뚜렷한 가운데, 미국경제는 무역분쟁과 달러강세의 부정적 영향이 누적되면서 정점에 도달했다. 연준의 완화적 통화정책 전환은 달러약세 기대를 낳고 있다. 그러나 현재로서는 달러약세를 받아낼 강세 통화가 보이지 않는다. 2019년 1분기까지는 오히려 '미국마저 꺾였다'는 두려움으로 인해 단기적으로 안전자산 선호에 따른 달러강세가 유발될 가능성이 크다. 2019년 상반기 중 중국의 경제성장률은 6%를 하회할 전망이다. 이에 동반된 신흥아시아의 통화약세는 오히려 중국과 한국경제에 긍정적인 영향을 줄 수 있을 것으로 예상된다. 중국경제가 저점에 도달하고 미국경제가 '침체'까지는 아니라는 사실이 확인되는 2019년 1분기 말~2분기 초까지 시간이 필요하다.

그림 1. 단기순환주기상 국가별 위치 (2018년 4분기 현재)



자료: KB증권

그림 2. 2013년 이후 달러 대비 통화가치 변화율



자료: Bloomberg, KB증권

**무역분쟁과 매파적 연준 등 불확실성
완화에도 여전히 자산시장 불안**

본질은 미국을 중심으로 한 글로벌 경기둔화 우려

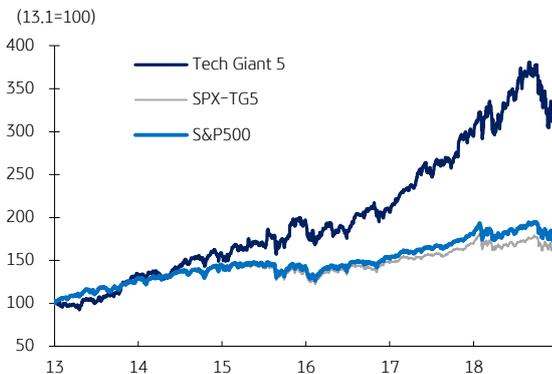
미중 무역분쟁 격화, 연준 (Fed)의 매파적 통화정책, Brexit와 이탈리아 정치 불안 등 1년 내내 자산시장의 불확실성을 키웠던 요인들이 일제히 완화되고 있다. 미중 양국은 11월 말 G20 정상회담 이후 문제를 해결하려는 듯한 뚜렷한 태도 변화를 보여주고 있고, 극단으로 치닫던 영국의 Brexit 협상은 메이 총리의 불신임안 부결로 최악은 면했다. 이탈리아 정부는 내년 예산안에 대해 EU안을 수용하면서 한때 330bp에 달했던 이탈리아-독일 국채 10년 스프레드는 270bp를 하회하는 등 대폭 진정되는 중이다. 또한 무엇보다도 11월 말 FOMC를 기점으로 연준 (Fed)의 매파적 기조가 뚜렷하게 완화되고 있다. 이는 향후 달러약세 전환 기대와 함께 긍정적인 신용시장 전망을 키우고 있다. 그럼에도 불구하고 글로벌 자산시장의 변동성은 오히려 확대되는 중이다. 대장주인 미국 S&P500 지수는 9월 말 고점 (2,930pt) 대비 13% 하락하는 등 연초 이후로도 -5%로 돌아섰고, 2016년 3월 이후 처음으로 120주 선 (2,540pt)마저 위협받고 있다. 미국과 한국 국채 10년 금리는 각각 2.86%, 1.98%까지 하락하는 등 최근 한 달 동안 각각 나란히 21bp 급락했다.

**성장률과 기업이익 전망 하향에 대한
부정적 민감도가 높아지는 미국의
경기둔화 초입**

본질은 미국을 중심으로 한 글로벌 경기둔화 우려다. 미국의 경기확장국면 (2Q17~3Q18)에서는 미중 무역분쟁과 매파적 연준, Brexit와 이탈리아 문제 등은 추세적인 주가상승의 속도를 제한하는 요인일 뿐이었다. 나열한 불확실성만 해소되면 주가는 의심없이 더 오를 것으로 기대됐다. 그러나 이후 시간이 흘렀다. 단기순환주기상 미국경제가 2018년 4분기에 정점에 도달하면서 경기 방향성에 대한 신뢰가 사라졌다. 과거의 패턴을 감안할 때 미국경제는 2019년 1분기부터 약 1.5~2년 가량의 경기수축 (둔화)국면에 진입할 것이다. 물론 향후 1~2년 동안 미국경제가 마이너스 성장으로 추락할 정도의 경기침체 가능성은 지극히 낮지만, 지금은 약 2년 만에 경기둔화가 시작되는 초입이다. 성장률과 기업이익 전망 하향에 대한 부정적 민감도가 어느 때보다 높은 시기다. 중국은 불황의 한복판에 있으며, 유로존의 뚜렷한 경기후퇴도 글로벌 경기둔화 우려를 증폭시키고 있다.

“미국경제는 감속성장 또는 둔화일 뿐 경기침체가 아니다”는 논리는 맞지만 증폭된 금융시장 불안을 잠재우기는 어렵다. 2018년 1분기까지만 해도 미국경제의 성장은 아주 느린데 주가만 올랐으니 버블이라는 우려가 많았다. 주가상승은 파괴적 혁신기업들인 소수 기술주들이 여타 산업의 이익을 잠식하면서 그들만 성장한 결과였기 때문이다 (3월21일 KB 자산배분전략). 지금은 반대다. 경제성장이 침체에 빠지지 않더라도 주도력을 상실한 기술주로 인해 주가만 급락할 수 있다.

그림 3. 대형 기술주와 S&P500, 그리고 경제의 양극화



자료: Bloomberg, KB증권
주: TG 5는 시가총액 상위 5개 기업인 대형기술주 (페이스북, 애플, 아마존, 마이크로소프트, 구글)

그림 4. 뉴욕연준 추정 1년 후 경기침체 확률은 15.8%에 불과



자료: Bloomberg, KB증권
주: 뉴욕 연준은 미 국채 10년-3개월 스프레드를 사용하여 추정

미중 무역분쟁의 전선은 관세에서 첨단산업으로 이동

미중 무역분쟁의 전선은 관세에서 첨단산업으로 이동

G20 미중 정상회담 이후 양국이 모두 타협을 원한다는 변화는 분명히 긍정적이다. 그러나 무역분쟁의 전선은 관세부과에서 핵심 첨단산업으로 좁혀졌다. 관세에서 양국이 타협하더라도 불확실성 완화 측면에서는 크게 달라진 것이 없다고 보는 이유다. 10월 이후 미국은 관세보다 개별 첨단산업의 대중국 수출제한이나 중국기업에 대한 직접 제재, 중국으로부터의 부품수입 제한 등에 집중하면서 대중국 고립전략을 더욱 강화하고 있다. 지난 10월 스파이칩 보도에 이어, 3월과 10월에는 미국의 통신장비업체 브로드컴의 퀄컴 등 첨단기업 인수를 국가안보를 이유로 차단한 바 있다. 소위 4차산업의 원동력이자 차세대 네트워크인 5G 경쟁을 둘러싸고 화웨이와 ZTE 등 관련 중국기업을 강하게 견제하고 있다. 12월 19일에는 14개 첨단 산업의 수출제한 관련 최종규제리스트가 의견수렴을 거쳐 발표될 예정이다.

북미관계와도 비교해 볼 필요가 있다. 북핵을 둘러싼 북미관계는 금융시장이 더 이상 위험요인으로 반영하고 있지 않다. “타결이 언제 될지도 모르고 몇 년이 걸릴 수도 있지만 결국 될 것”을 가정하고 있기 때문이다. 문제 해결을 위한 양측의 의지가 확고하고, 적어도 판을 깨지 않을 것이라는 시장의 신뢰가 필요하지만, 미중 분쟁은 아직 그 단계까지는 아니다. 미중 양측은 자국의 입장만을 반복해서 이야기하고 있다.

미국 장기금리 급락, 일드커브 역전에 따른 경기침체 우려 부각

미국 일드커브의 추세적 역전과 경기침체 가능성은 모두 낮다

11월28일 FOMC 이후 미 국채10년 금리가 2.86%까지 20bp나 급락했다. 10년-2년 스프레드도 25bp에서 12월11일 11.5bp까지 빠르게 축소되면서 일드커브(수익률곡선) 역전에 따른 경기침체 우려가 부각되는 중이다. 금융위기 이후 처음으로 미 국채 일드커브 중 일부 구간(5년-2년, 5년-3년)이 역전되었는데, 이는 경험적으로 10년-2년 스프레드 역전으로 이어졌고, 1986년 이후 세 차례의 10년-2년 스프레드 역전은 여김없이 경기침체로 연결되었기 때문이다. 한국도 예외는 아니다. 11월30일 한국은행의 기준금리 인상 이후 장기금리 하락과 일드커브 평탄화가 빠른 속도로 진행 중이다. 국고10년-3년 스프레드는 12월6일 14.5bp까지 축소되며 미국과 마찬가지로 금융위기 이후 최저치까지 축소되었고, 중기영역 중 일부 구간(3년-1년, 2년-1년)에서는 스프레드 역전이 나타났다. 그러나 미국 일드커브의 추세적 역전과 경기침체 가능성은 모두 낮다 ([12월7일, KB 자산배분전략](#)).

1) 미국의 10년-2년 스프레드의 추세적인 역전 가능성은 낮다. OIS커브에 반영된 1년과 2년 후 금리인상폭은 각각 한차례를 밀도는 13bp, 4bp에 불과하다. 10년 국채금리가 먼저 하락했지만, 2년 금리의 하락 여지도 크다.

2) 10년-2년 스프레드는 간헐적으로 또는 구조화채권 헷지포지션의 언와인딩(정리) 등 기술적인 요인들로 인해 일시적으로 역전폭이 깊어질 위험도 있다. 그러나 역전이 추세적이지 않다면 의미는 없다. 과거 경기침체로 연결되었던 사례에서는 모두 6개월 이상의 추세적인 역전 이후 정상화가 시작된 지 4~15개월 뒤 경기침체에 진입했다.

3) 역전이 6개월 이상 지속되더라도 당분간 미국경제가 침체에 빠질 가능성은 지극히 낮다. 경기침체 이전에 관찰되는 과잉부채와 대출은 물론 과잉투자자와 소비, 재고 등의 조짐이 보이지 않는다. 은행의 대출증가율이 3%대에 머물고 있고, 가계의 디레버리지가 지속되고 있는 상황에서 경기침체를 논하기는 너무 이르다. 뉴욕연준 등 지역 연준들이 추정하는 경기침체 확률도 여전히 낮다.

4) 지역 연준들이 경기침체의 예측력이 높은 지표로 참고하는 것은 10년-2년이 아닌 10년-3개월 스프레드다. 아직 48bp로 여유가 있다.

파월이 추구하는 연준, 경기상승국면 장기화를 위해 인상을 멈추거나 내릴 것

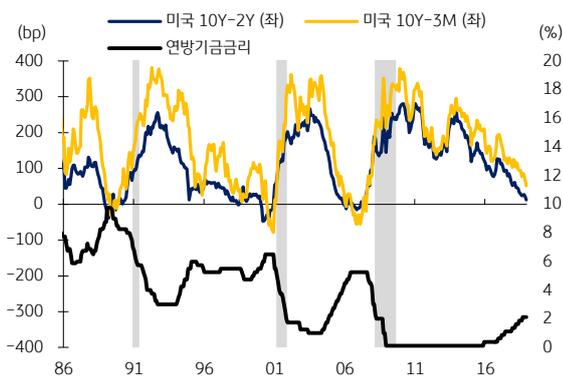
5) 일드커브의 역전이 위협받고 금융시장의 불안심리가 팽배해진다면 연준은 12월 FOMC에서 금리인상을 쉬어갈 가능성도 있다. 만약 12월에 인상하더라도 향후 '일시멈춤'의 시그널을 보낼 수 있다. 경기침체가 두려워 금리인상이 종료되는 것이 아니라 경기감속 시기에 속도조절에 나서는 것이기 때문에 일시적으로 멈출 수도 또는 후퇴(인하)할 수도 있다. 이를 통해 일드커브의 역전을 오히려 방어하고 경기상승국면을 장기화 할 수 있다. 파월 의장이 추구하는 '1990년대 그린스펀의 연준'은 일드커브 역전을 방어하기 위해 일시적으로 멈추거나 심지어 몇 차례 금리를 내리기도 하면서 역사상 가장 긴 경기상승국면을 이끌었다. 당시와 마찬가지로 인플레이 압력이 미약하고 과열조짐도 없으며, 기준금리는 중립금리 추정치의 하단에 근접한 상태이니 지금의 연준도 굳이 서두를 이유가 없다 ([7월25일, The KB's Core View: 일드커브 역전을 피하는 방법](#)).

금리인상 경로를 둘러싼 연준과 시장의 동상이몽, 좁혀지기 시작했다

파월의 연준은 감속성장 구간에서 1990년대의 연준처럼 안정된 인플레이 지표를 보며 조심스럽게 점진적인 금리인상에 나설 것을 피력하고 있다. 실질성장을 기준으로 보면 조금 더 빠른 속도로 인상해도 되지만, 자연실업률, 중립금리 등이 불확실한 추정치인만큼 이에 얽매이기보다 확실한 인플레이 지표를 보고 가겠다는 완화적 기조다. 향후 2019년의 점도표는 하향되겠지만, 중립금리 점도표는 상방압력을 받을 것으로 보는 이유다 (점도표의 스티프닝).

반면, 시장은 연준을 거꾸로 해석하고 있다. 지금 견조한 속도로 기준금리를 인상해나감으로써 미래의 성장과 인플레이가 둔화될 것이라는 우려다. 12월 이후 가파른 일드커브 평탄화는 이를 반영하고 있다. 7월부터 OIS 포워드시장에서는 3년 후 기준금리와 1년 후 기준금리 스프레드가 역전되기 시작했다 (현재-7bp). 12월 10일 전후로 한때 -14bp까지 역전폭이 확대되었던 것으로 미루어 볼 때, 금융시장은 향후 1년 동안 연준이 기준금리를 서너 차례 인상하고 나면 그 뒤부터는 기준금리를 인하할 것이라는 것이라는 생각이 반영되었던 셈이다. 현재 미국의 2년 국채금리가 2.69%까지 금락했다. 연준과 시장의 생각이 좁혀지기 시작하는 것으로 보인다. 단기금리가 연준의 의도대로 경기부양적인 환경으로 움직이고 있다. 당분간 시장의 변동성은 확대되었지만 긍정적인 현상으로 평가한다.

그림 5. 역전에 근접한 미국 일드커브, 경기침체 우려



자료: Bloomberg, KB증권
 주: 음영은 미국 경기침체기

그림 6. OIS 커브에 반영된 향후 금리인상 반영 폭



자료: Bloomberg, KB증권

The KB's Core View (3개월)

자산그룹	자산군	투자매력도	투자포인트	상대가치 (섹터, 지역, 스타일)	
				선호 (OW)	비선호 (UW)
주식	미국	★★★★☆☆	경기감속 우려 여전. 성장률과 기업이익 전망 하향에 대한 부정적 민감도가 높아지는 감속성장 초입. 트럼프를 둘러싼 정치 불확실성도 높아지고 있음. 단기적으로 변동성 높게 유지될 전망. 방어 업종 중심의 포트폴리오 전략 유지	통신/미디어, 헬스케어, 유틸리티	-
	유로존	★★★★☆☆	경기모멘텀 부재. 브렉시트 불확실성 여전하고, 마크롱 프랑스 대통령의 낮은 지지율, 내년 유럽의회 선거 앞두고 이탈리아 연정 깨질 가능성 등 정치 불안감 높아 상승 여력 부족		
	일본	★★★★☆☆	선진시장에서 가장 높은 밸류에이션 매력. 경기감속 시기에 추가 방어력 보여줄 전망. 미국 주식형 펀드에서 유출된 자금이 일본 주식형 펀드로 유입된다는 분석. 상대적으로 견고한 성과 예상	선진시장: 일본>미국>유로존	
	중국	★★★★☆☆	화웨이 CFO 체포 이슈로 미중 무역분쟁 우려 지속되면서 불안한 흐름 이어갈 것. 펀더멘털과 유동성이 모두 부정적인 상황. 역사적으로 연초에 높은 변동성을 보여왔던 위안화 흐름에 따라 주식시장도 민감하게 반응할 것으로 예상	금융	IT, 자동차
	신흥시장	★★★★☆☆	미국의 장단기 스프레드 축소, 2019년 경기 둔화 우려 확대되면서 위험자산 선호 지연, 2019년 상반기까지도 보수적 전망 유지하겠지만, 무역분쟁이 극대화되는 시기를 진입시기로 판단	베트남, 러시아, 브라질, 인디아 > 한국, 중국	
	한국	★★★★☆☆	한국증시 상장기업 이익의 40%를 차지하는 반도체 이익 추정치 하향 본격화. 실적 우려가 반영되는 2월쯤 매수전략 가능. 중장기적으로는 초대형주보다는 중형주로 관심 이동 필요	중형주, 미디어레저, 기계, 운송	초대형주, 반도체
국채	선진국	★★★★☆☆	↑ 점도표 하향 등 연준이 속도조절에 나서면서 장단기 금리차 축소 속도는 다소 늦춰질 것. 미국 경기에 대한 눈높이가 낮아지는 가운데 금리인상에 대한 우려 대폭 완화. 2019년 1분기 미 국채 10년 금리는 2.75%까지 하락 예상	초단기물, 장기물	
	신흥국	★★★★☆☆	연준의 금리인상 속도조절은 신흥국 채권시장에도 우호적일 것. 브라질의 현재 금리, 환율 수준은 브라질의 펀더멘털을 반영한 것으로 판단. 연초 새 정부의 재정 개혁 추진 정도가 방향성을 결정할 전망	-	
	한국	★★★★☆☆	뚜렷한 펀더멘털 둔화와 한국은행의 기준금리 인상 종료 인식, 채권 공급 대비 수요 우위의 수급 등 단기급락에 따른 기술적 반등을 제외하면 장기금리 상승 요인 없음. 비중확대 유지. 국고 10년 금리는 1분기 중 1.85%까지 하락할 것	장기물	
크레딧	투자등급	★★★★☆☆	↑ 미국경제의 감속성장을 고려할 때 신용스프레드는 확대되겠지만, 무역분쟁이 격화되지 않는다면 확대 폭은 제한적일 것. 환헤지 비용 부담 존재하나 장기국채를 따라 금리 수준을 낮아질 것	장기물	
	하이일드	★★★★☆☆	최근 가격 하락에도 불구하고, 투자 자금 유출 지속으로 추가 가격 하락 위험 존재. 시니어론은 금리인상 경로 후퇴 가능성의 대두로 가격 하락 지속. 12월 FOMC에서 점도표를 하향할 경우 시니어론에 대한 추가 비중축소 필요		하이일드, 시니어론
	한국	★★★★☆☆	2019년에도 크레딧채권의 우호적 수급이 예상되는 가운데, 연초 기관 자금집행이 이뤄지면서 스프레드 축소 전망. A 급보다는 AA 급 이상 우량 크레딧물 선호 확대 예상. 우량 등급 내에도 펀더멘털에 따른 선별적 투자 필요	회사채	
대체투자	원자재	★★★★☆☆	국제유가의 하락을 견인했던 초과공급 우려는 완화되고 있는 것으로 판단. WTI는 상반기 중 배럴당 65 달러까지 상승할 전망. 중국의 미국 산 대두 수입 재개로 대두 가격 상승 예상	대두 관련 ETF	
	부동산/리츠	★★★★☆☆	너무 빠른 금리 하락의 반작용으로, 연초 부동산 주식의 성과는 부진할 가능성이 높음. 미국 상업용 부동산은 영업수익 증가율의 둔화추세가 유지될 것. 미국 증시 내 부동산업종 지수는 금리에 맞춰 당분간 횡보 흐름 예상	Industrial	Retail
하이브리드	ELS/ELB		투자자 상황에 따라 다른 ELS 투자전략을 취해야 할 것. HSCFI 지수 수준이 신규 투자자에게 유리할 수 있는 가격대이기 때문. 풀림이 완화되었고 ELS/ELB 전체 잔고가 증가하는 점을 고려할 필요. 현저한 개선은 2019년부터 가능	S&P500, EURO STOXX50, 저 KI ELS	낮은 조기상환

주: 자료: KB증권 / 권: 자산별 투자선호도를 검색성 별 (★)의 개수로 표시. 7개중 4개가 중립. 현 시점 이후 3개월 예상 수익률 기준

경제: 글로벌 경제 감속 성장 우려 증가

Chief Economist 장재철 02-6114-2924 jaechul.chang@kbf.com

2019년 글로벌 경제, 선진국과 신흥국 경제 동반 감속 성장 예상

선진국에서는 미국이, 신흥국 중에서는 중국의 성장세 약화가 두드러질 전망

지난 11월에 발표한 2019년 글로벌 경제 전망에서는 선진국과 신흥시장국이 2019년에는 모두 전년보다 성장세가 약화되는 ‘동반 감속성장’이 특징적인 모습일 것이라고 진단했다. 특히 선진국에서는 미국이 감세의 경기부양 효과 감소와 달러 강세에 따른 제조업의 위축 등으로 성장세 둔화가 두드러질 것으로 전망했다. 한편 신흥국 중에서는 인도의 7%대 성장세 지속과 브라질의 정치안정에 따른 경기 개선 예상에도 불구하고 중국의 경기 둔화 지속이 신흥시장국의 전반적인 성장세 약화를 주도할 것이다. 그러나 2019년의 세계경제는 여전히 전년보다 3.0% 성장할 것으로 보여 지난 20년의 평균성장률인 2.7%를 상회할 것으로 예상된다.

미중 무역분쟁, 브렉시트 증 하방리스크 지속으로 글로벌 금융시장 변동성 예상

금융시장 변동성과 경기 부진은 주요국 중앙은행의 완화적 정책 스탠스 가능성을 높임

미중 무역분쟁 등 보호무역 기조와 Brexit 등 여러 하방리스크가 해소되지 않은 상황에서 글로벌 경제의 성장세가 약화되는 것은 금융시장에는 우호적이지 않은 변화이다. 지난 12월 1일 미중 정상회담 이후 미국이 추가 관세 인상을 90일 연기한 것은 다소 긍정적인 변화이나, 최근의 높은 금융시장 변동성은 양국의 문제해결을 위한 시각 차이가 크다는 점과 갈등 해소가 용이하지 않을 것이라는 점을 반영한 것으로 판단된다. 또한 이러한 미중 무역분쟁 및 금융시장의 변동성 등은 미 연준의 금리 인상 속도를 늦추는 요인이다. 최근 파월 미 연준 의장 및 연준 이사들이 시사한 다소 완화적인 정책 스탠스는 이런 가능성을 높이고 있다.

지난 11월 전망과의 차이는 1) 미국의 25% 관세 인상 90일 연기로 2019년 1분기보다 2분기 경기 부진이 더 심할 전망, 2) 유가의 과잉 공급 이슈로 2019년 유가 전망 하향 조정 가능성 증가

미국 연준의 2019년 금리 인상 횟수 2번 전망 유지. 한국은행은 기준금리를 현 수준 (1.75%)을 2019년 말까지 유지할 전망

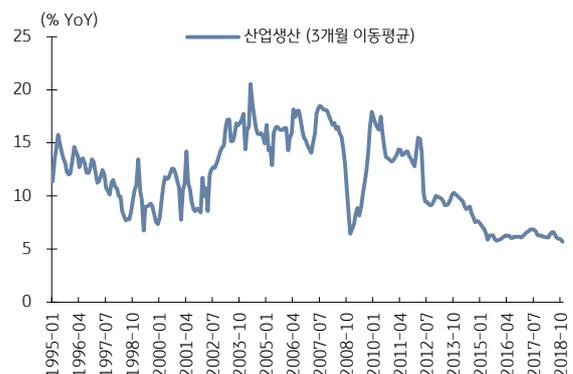
2018-20년 글로벌 경제 및 한국경제에 대한 전반적인 전망은 지난 11월의 전망과 크게 다르지 않다. 그러나 분기별로는 미국의 중국산 수입품 2,000억 달러에 대한 25%의 관세 인상이 90일 연기된 데 따른 불확실성으로 2019년 2분기의 성장세가 지난 전망보다 더 부진할 것이다. 특히 중국경제의 성장률이 6%를 하회하는 시점이 지난 전망 (2019년 1분기)보다 늦은 2분기로 지연될 전망이다. 또한 지난 전망에서 2019년 국제유가를 WTI유 기준으로 배럴당 68달러 수준으로 전망했으나, 최근 원유의 공급과잉 이슈들을 감안하면 하향 조정 리스크가 큰 것으로 판단된다. 2019년 WTI유 가격이 2018년 평균 가격인 65달러를 하회할 경우, 글로벌 경제에는 인플레이션 하방 압력을 증가시킬 것이다. 선진국의 경우 물가 상승률이 중앙은행의 목표 2%를 하회할 가능성을 높여 통화정책 정상화를 지연시키는 요인으로 작용할 것이다. KB증권은 미 연준의 2019년 정책금리인 연방기금금리 인상은 최대 두 번에 그칠 것으로 예상하며, 한국은행도 잠재성장률을 하회하는 2.4%의 성장과 전기세 누진구조의 개혁 및 유가 하향 안정 등으로 기준금리를 1.75%에서 동결을 예상한다.

그림 7. 글로벌 경제성장률 전망 (2018년 12월 17일 현재)

(% YoY)		2018E	2019E	2020E	2018E		2019E			
					3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
글로벌	GDP	3.3	3.0	2.9	3.2	3.2	3.1	2.9	3.2	2.9
	CPI	2.2	2.4	2.3	2.4	2.3	2.5	2.4	2.3	2.4
선진국	GDP	2.2	1.9	1.7	2.1	2.2	2.1	1.8	2.0	1.7
	CPI	2.0	2.0	1.9	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0	2.1
신흥시장국	GDP	5.3	5.1	5.0	5.2	5.2	5.0	5.0	5.3	5.1
	CPI	2.6	3.0	3.0	2.8	2.9	3.2	3.0	2.9	3.1

자료: CEIC, KB증권 전망

그림 8. 중국 11월 산업생산 5.4% 증가, 95년 이후 최소 증가폭



자료: KB 증권

신흥국 경제: 중국 관세 여파 가시화. 시선은 정부의 내수 부양으로 선회

Economist 김두언 02-6114-2949 kimdooun@kbf.com

관세여파가 가시화. 11월 중국 수출 증가율 전년비 5.4%로 시장 예상을 큰 폭으로 하회

중국의 수출 둔화가 나타나기 시작했다. 지난 3분기에 집중적으로 부과된 미국의 관세 여파가 점차 가시화 되고 있다. 실제로 11월 중국 수출 증가율은 전년대비 5.4% (달러기준) 증가에 그치며 시장 예상 (9.4%)을 큰 폭으로 하회했다. 내수 소비부진의 영향이 있었지만 수입 증가율 역시도 전년대비 3.0%에 그치며 2년래 최저 수준을 기록했다. 특히, 수출은 춘절 전과 후에 나타나는 계절적 요인 (춘절 전에 수출관련 통관 절차를 마무리하고 춘절 이후에는 수입을 확대)을 제외하면, 지난 2016년 12월 역성장 (-6.1%) 이후 가장 부진한 실적이다.

향후 중국 수출 추가 둔화 가능성 예상. 1) 선주문 공백 2) 선행지표 둔화 3) 가격 부담

향후 중국의 수출은 추가 둔화 가능성이 있다. 첫째, 미국의 관세를 피하기 위한 수출 사전 집행 (front loading)의 부작용이 나타날 소지가 있다. 둘째, 중국 수출의 선행지표인 통계국 PMI 제조업 수출주문지수가 6개월 연속 기준선 (50)을 이탈하고 있다. 셋째, 관세로 인한 수출 가격 (P) 상승의 부담이 물량 (Q)의 감소로 나타나고 있다. 실제로 10월에 이어 11월에도 중국 수출 물량이 전년대비 감소세를 이어갔다. 물론 12월초 미중 정상회담에서 90일간의 조건부 휴전에 합의하며 KB증권이 2019년 연간전망에서 가정한 1월 1일 25% 관세부과 부담이 약 2달 정도 지연된 면이 있다. 하지만 불충분한 부양책과 함께 2019년 상반기 중국의 경제성장률은 6%를 하회할 가능성이 여전히 열려 있다. 참고로 중국 정부의 최근 부양책들은 2008년과 2015년 등 과거보다 규모와 효과 측면에서 더 낮은 수준이다.

한편 향후 중국 정부는 내수 부양외지를 보다 강화해 나갈 전망

미중 무역분쟁이 격화되는 과정에서 중국의 내수지표들의 둔화가 확대됐다. 11월 외국인직접투자 (FDI) 규모가 급감하면서 올해 11월까지 누적 외국인투자 증가율은 전년동기대비 1.3% 감소했다. 또한 생산자물가 증가율이 5개월 연속 둔화되면서 기업들의 영업이익의 축소를 내포하고 있다. 이러한 점을 감안해 볼 때, 중국 정부는 내수 부양 외지를 보다 강화해 나가며 경기 하만의 방어 의지를 피력할 가능성이 높다. 2019년초부터 추가 지출을 인하를 동반한 내수 부양대책이 발표될 것으로 기대한다. 시발점은 중국 개혁개방 40주년 행사와 함께 치러지는 경제공작회의 이다. 미중 무역분쟁의 해결을 위한 중국 정부의 의지와 함께 내수 부양책의 로드맵이 제시될 가능성이 있다. 특히 소비증진 대책의 일환으로 소매판매 중 가장 비중이 큰 자동차 부양정책이 실시될 것으로 예상된다. 참고로 2018년을 끝으로 구매세 인하가 종료된다는 점에서 구매세 인하와 자동차 신차 교환 혜택, 구매 보조금 지급 등이 나올 수 있다.

중국 개혁개방 40주년 행사와 함께 경제공작회의를 주목. 자동차 구매 혜택을 위시한 소비대책을 주시

그림 9. 관세 여파가 중국 수출 지표에 나타나기 시작



자료: CEIC, KB증권

그림 10. 중국 정부 내수 부양외지 강화될 전망



자료: OECD, Thomson Reuters, KB증권

환율: 유로의 정치적 불안으로 미 달러화 강세 전망

Economist, FX 문정희 02-6114-2097 jhmoon1106@kbfq.com

G20 정상회담은 긍정적, 일시적으로 중국 위안화와 한국 원화 강세 나타나

12월 1일 G20 정상회담에서 미국과 중국은 향후 90일 동안 협상 기간을 갖기로 합의함에 따라 미중 무역분쟁의 합의에 대한 기대로 중국 달러/위안 환율은 6.90위안을 하회, 달러/원 환율도 1,110원을 하회하기도 하였다.

하지만 달러 조정도 일시적, 유로화 및 영국 파운드화의 약세 심화 영향

하지만, 달러의 조정압력은 오래가지 않았다. 달러의 상대 통화인 유로화 및 영국 파운드화에 대한 신뢰가 약화되었기 때문이다. 유로 지역의 정치적 불안이 유로화와 영국 파운드화의 약세로 이어졌고, 이들 통화는 달러화 지수 내 비중이 57.6%와 11.9%에 이른다는 점에서 달러에는 강세압력으로 작용했다.

유로 지역의 정치 불안, 영국의 브렉시트 논란, 프랑스의 노란 조끼 시위, 독일의 리더십 약화 등

유로 지역의 정치적 불안으로는 무엇보다 영국의 EU 탈퇴인 브렉시트 협의안이 합의되지 않았고, 프랑스에서는 유류세 인상으로 시작된 ‘노란 조끼’ 시위가 반정부 시위로 확대되었다. 독일에서는 메르켈 현 총리가 지지를 하락을 인정하며, 기독교민주당 당대표를 사임했다. 이탈리아 예산안에 대한 EU 심의도 확정되지 않았다. 그야말로 동시다발적 외상이 발발한 것이다. 이러한 정치적 불안은 유로화에 대한 불안으로 이어지고 있고, 유로/달러 환율은 1.132달러를 기록하며 ‘유로화 약세와 달러화 강세’에 영향을 끼치고 있다.

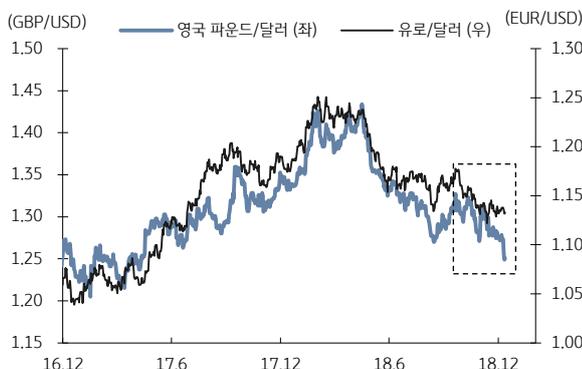
유로의 정치적 불안은 1월에도 지속될 듯, 브렉시트는 1월 21일까지 연기, 프랑스는 정치적 혼란 지속, ECB 정책도 지연 가능

12월에 이어 1월에도 유로지역에 대한 불안은 쉽게 해결되지 않을 것으로 판단된다. 무엇보다 이러한 이슈들이 대부분 정치적이기 때문이다. 브렉시트 합의안은 12월 11일 의회 부결로 1월 21일까지 연기했으며, 프랑스의 시위는 프랑스 경제의 손실뿐만 아니라 현 정부의 실각까지 우려되고 있다. 정치적 불안은 ECB의 통화정책 정상화 계획도 지연시킬 가능성이 크다. 유로의 정치적 안정이 확인되지 않으면 유로화의 회복을 기대하기 어렵다.

미중 무역분쟁은 유예기간을 가졌으나, 유로의 정치 불안은 당초 예상보다 심각, 기존 대로 달러 강세, 환율 상승 전망 유지

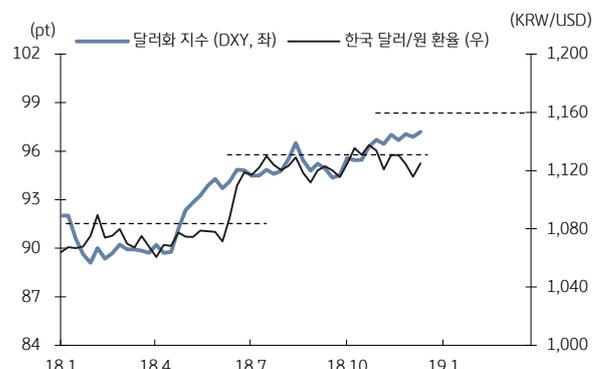
KB증권은 2019년 경제전망에서 1분기 달러/원 환율은 2018년 4분기 환율보다 상승할 것으로 예상했고, 주요 배경으로 1) 미중 무역분쟁 격화, 2) 유로의 정치 불안 고조를 꼽았다. 미중 무역분쟁이 90일 동안 유예기간을 가졌지만, 유로의 정치불안은 예상보다 오히려 더욱 격화되고 있다. 12월에 이어 2019년 1월에도 유로의 정치 불안에 따라 유로화 약세, 달러화 강세가 이어질 전망이며, 이에 따라 달러/원 환율도 현 수준보다 상승할 것으로 예상된다.

그림 11. 영국 파운드화와 유로화의 약세 동조, 정치 불안 반영



자료: Bloomberg, KB증권 전망

그림 12. 무역분쟁과 유로 정치불안 등으로 달러/원 상승 전망



자료: Bloomberg, KB증권

선진주식: 들쭉날쭉할 미국, 상대적으로 견고할 일본

크로스애셋/해외주식 Strategist 김일혁 02-6114-2951 holistic@kbf.com

선진시장에서 상대적으로 견고할 일본

선진시장 대장주인 미국이 흔들리고 있다. 유로존과 일본 등 선진시장 변동성도 높아졌다. 그러나 미국 이외 시장은 상대적으로 미국에 비해 선방하고 있다. 특히 일본은 통화안정성과 밸류에이션 매력을 바탕으로 비교적 견고한 흐름을 보이고 있다. 경기감속 시기는 밸류에이션 매력이 돋보이는 시기다. 2019년 연간 전망에서 밝힌 바와 같이, 상대적으로 견고한 일본 주식의 성과를 예상한다.

미국: 당분간 높게 유지될 변동성

글로벌 경기둔화 우려가 높아지고 있다. 경기확장기 끝자락에 와 있다는 우려는 주식시장 장기 고점 형성 논란으로 이어지고 있다. 미국의 주요 주가지수는 고점 대비 10% 이상 하락하면서 조정 영역에 진입했다. 조정 영역에 진입한 후 급반등했던 사례는 거의 없다. S&P 500은 50일 이동평균선이 200일 이동평균선을 하회하는 데드 크로스가 발생했다. 과거 통계로 보면 데드 크로스 발생 이후 한 달 가량 성과는 부진했다. 당분간 변동성이 높게 유지될 전망이다.

트럼프를 둘러싼 정치 불확실성도 부담 방어주 중심의 투자 유효

경기감속 우려에 트럼프를 둘러싼 정치 불확실성이 높아진 점도 부담이다. 시장 하락기에 투자심리를 더욱 위축시킬 수 있는 요인이다. 일시적이거나 급락할 가능성을 염두에 두고, 헬스케어, 유틸리티, 통신/미디어 등 방어주 중심의 포트폴리오를 유지할 필요가 있다.

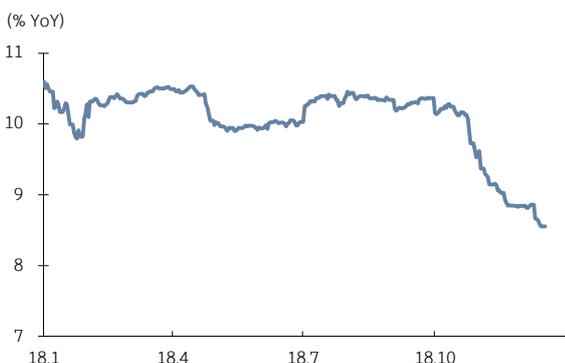
유로존: 상승 동력 부족. 선진시장 내 가장 낮은 선호도 유지

유로존 증시는 브렉시트 불확실성에도 불구하고 비교적 선방하고 있다. 이미 가격에 불안감이 적잖게 반영된 덕분이기도 하고 지난 4월과 9월에 유로화 가치가 한 단계씩 낮아진 영향이기도 하다. 하지만 시장을 상승세로 이끌 동력은 부족하다. 이익전망 하향 조정세도 가파르고 서베이 지표의 부진도 계속되고 있다. 브렉시트 우려뿐만 아니라 프랑스 마크롱의 지지율 하락과 2019년 5월 유럽의회 선거를 기점으로 이탈리아 연정이 깨질 가능성 등 정치 불확실성도 여전히 높다. 선진시장 내에서 가장 낮은 선호도를 유지한다.

일본: 밸류에이션 매력 높아질 경기감속기

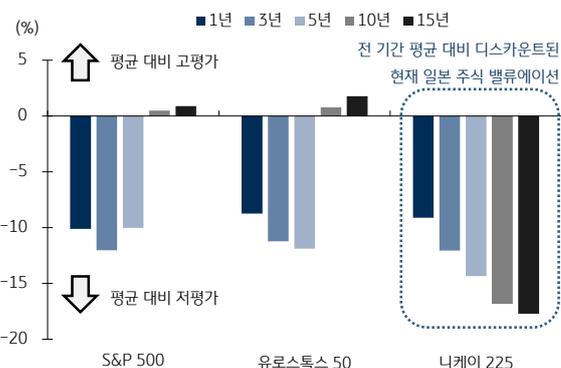
일본의 밸류에이션 매력은 선진시장에서 가장 높다. 최근 3~5년을 기준으로 밸류에이션 지표들이 낮아진 유로존과는 달리 일본은 10~15년으로 길게 놓고 봐도 밸류에이션 매력이 상당히 높다. 글로벌 성장전망이 약화되는 시기에 가격 방어력이 힘을 발휘할 전망이다. 최근 미국 주식형 펀드에서 유출된 자금이 채권형 펀드와 함께 일본 주식형 펀드로 이동하고 있다는 분석이 이를 뒷받침한다.

그림 13. 낮아지는 S&P 500의 2019년 EPS 증가율 전망치 추이



자료: Bloomberg, KB증권

그림 14. 높은 일본의 밸류에이션 매력



자료: Bloomberg, KB증권

신흥주식: 새벽이 오기 전의 적막

주식 Strategist 이은택 / 중국주식 Strategist 박수현
자산배분 Analyst 오은수 / 자산배분 Analyst 이창민

신흥시장, 새벽이 오기 전의 적막

신흥시장의 반등을 위한 위험자산 선호 회복은 아직까지 나타나지 않고 있다. 미국의 장단기 스프레드가 축소되며 경기둔화 우려가 부각되고 있고, 유럽연합은 분열을 거듭하면서 성장에 대한 확신이 약화되고 있다. 미국과의 무역협상을 시작한 중국은 무조건적인 양보보다는 살바싸움으로 실익을 챙기고자 할 것이다. 각론에서 노이즈가 발생할 가능성이 높다. 급락하던 국제유가가 반등했지만, 달리는 여전히 강하고 연준의 완화적 제스처는 좀 더 확실한 메시지가 필요해 보인다. 신흥시장의 새벽은 불시에 오기보다 서서히 찾아오게 될 것이다.

한국, 반도체 업종의 실적 하향 조정 본격화 초대형주에서 중형주 중심으로 관심 이동 권고

한국 상장기업 영업이익의 40%를 차지하고 있는 반도체 업종의 실적 하향 조정이 본격화되고 있다. 이미 2019년 영업이익 추정치가 많이 하향됐지만, 영업이익률로 환산하여 보면 SK하이닉스 기준으로 여전히 46%에 육박하고 있다. 2019년에도 반도체 경기 자체가 나빠지는 않을 것으로 보이지만, 46%에 이르는 영업이익률 추정치는 하향 조정이 불가피하다. 실적 우려 반영이 끝나는 2월쯤 수급적 공백을 노리는 매수전략이 가능해 보인다. 따라서 투자 관심 대상 역시 초대형주 중심에서, 상대적으로 장기간 상대적으로 소외되던 중형주로 재편할 필요가 있다고 판단한다. 최근 증시 변동성 확대에도 중형주는 방어주의 역할을 잘 수행하고 있다.

중국, 화웨이 CFO 체포 이슈로 미중 무역분쟁 우려 지속되면서 불안한 흐름 이어갈 것

2019년 1월 중국증시는 1) 무역분쟁 불확실성 지속, 2) 경기둔화 가시화, 3) 위안화 환율 변동성 확대에 의해 불안한 흐름을 나타낼 가능성이 높아 보인다. 트럼프 대통령은 무역분쟁과 화웨이 사태를 분리해서 보아야 한다고 주장하고 있으나, 중국 내부적으로는 두 가지 이슈를 분리해서 보고 있지 못한 상황이다. 관세부과가 유예된 부분은 긍정적인 소재이지만 만약 명완저우 화웨이 CFO의 미국 인도가 이뤄진다면 무역분쟁은 새로운 방향으로 전개될 가능성이 있다. 이외에 중국의 인당 연간 환전한도인 5만 달러의 한도 갱신이 1월 1일에 이뤄진다. 따라서 2018년 달러대비 위안화 환율이 꾸준히 절하된 부분과 미중 무역분쟁에 따른 불안감으로 연초에 환전수요가 급증할 가능성이 있다. 무역분쟁 불확실성과 더불어 11월 들어 발표된 경기지표가 급격히 둔화되면서 1월 증시는 반등을 나타내기 어려울 것으로 예상한다.

인디아, 지방선거에서 집권여당 (BJP) 참패. 2019년 '상저하고' 전망 유지

인디아 증시는 인디아 중앙은행 (RBI) 총재가 사퇴하면서 중앙은행의 독립성 논란이 불거졌고, 5개 주의 지방선거 결과 집권여당 (BJP)이 참패하면서 경계감이 높아질 수 있다. 2019년 총선을 앞두고 재집권의 적신호가 켜진 상황에서 모디 총리의 향후 대응 여부가 중요해 보인다. 2019년 초 발표되는 2018/19년 예산안에 대한 확인이 필요해 보인다. 다만 2019년 하반기 이후 국제유가의 안정, 재정 및 경상적자에 대한 과도했던 우려가 교정되면서 재차 반등을 예상한다. 기존의 '상저하고' 전망을 유지한다.

베트남, 2020년 이후를 준비하는 2019년 투자 전략

2019년 VN Index 밴드는 860~1,100pt를 제시한다. 단기 관점의 증시 상승 모멘텀은 크지 않지만, 현지 투자자들의 매수세로 900pt선은 지지되고 있고, 외국인투자자의 매도강도는 약화되었다. 태국 증시의 VN30 Index 추종 ETF에 투자하는 주식예탁증서 (DR) 발행 등의 호재 역시 대형주 수급에 유리하다. 베트남 경제 체력이 강화되고 은행의 재무 건전성이 개선되면서 무디스 (Moody's)는 지난 10월 시중 은행들의 신용등급을 상향 조정했다. 베트남 기업의 글로벌 경쟁력 및 정부 재정 강화를 위한 민영화 작업은 9월 국가자본관리위원회 (CMSC) 설립을 통해 속도감 있게 진행될 것이다. 무엇보다도 현지시점에서는 Frontier Market '졸업' 가능성이 대두되는 2020년을 대비하는 투자전략이 필요하다.

국채: 속도조절에 나설 연준

채권 Strategist 김상훈 02-6114-2090 hoon.kim9@kbf.com

선진국 국채, 연준의 속도조절에 주목

1980년대 이후 연준의 금리인상은 4차례 있었다. 이중 ‘채권시장 대학살’로 불렸던 1994년~1995년의 사례를 제외하고는 미 국채 10년물 금리는 정책금리 상단으로 수렴했다. 최근 미 국채 10년물 금리의 3.0% 하회는 숏커버 등 수급적인 요인도 있지만 미 금리인상 종착역에 대한 전망들이 3% 이상에서 이하로 낮아진 점도 반영한 것으로 판단된다.

12월 FOMC에서 금리인상에 나서더라도 점도표는 하향하고 중립금리는 유지할 경우 장단기 금리차 축소는 지연될 것이다. 미국 경제에 대한 눈높이가 낮아지는 가운데, 한미 장기국채 금리는 단기 급락에 따른 기술적 되돌림을 제외하면 방향성은 유지될 것이다. ECB도 하방 리스크를 언급하기 시작했다. 2019년 1분기까지 미국과 한국의 국채10년 금리는 각각 2.75%, 1.85%까지 하락할 것이다. 비중확대 (5) 의견을 유지한다.

브라질, 새 정부의 재정개혁이 방향성 결정

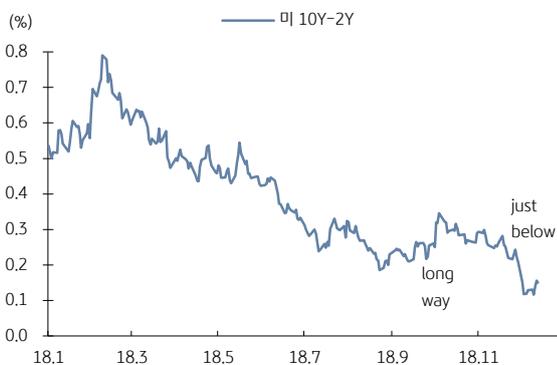
신흥국 채권시장은 국가마다 차이는 있지만 2018년 안정적이었던 1분기와 가장 우려가 컸던 3분기의 가격 중간 수준에서 등락을 보이고 있다. 브라질 중앙은행은 12월 통화정책회의에서 정책금리를 만장일치로 6.50%로 동결했다. 2019년 말 정책금리 전망은 기존 8.0%에서 7.5%로 0.5%p 하향 조정했다. 물가 전망이 기존 4.2%에서 3.9%로 하향된 영향도 있는 것으로 판단된다.

한편 2019년부터 브라질 중앙은행의 소비자물가 목표 중간값은 기존 4.50%에서 2021년 3.75%까지 매년 0.25%씩 인하될 예정이다. 9%대의 10년물 금리와 3.8~3.9%수준의 현재 환율은 브라질의 펀더멘털을 적절하게 반영하고 있는 것으로 판단된다. 향후 방향성은 연초부터 신임 보수소나루 정부의 연정을 통한 재정개혁 추진 정도에 달려있을 것이다.

한국 국채, 금리 하락 전망 유지

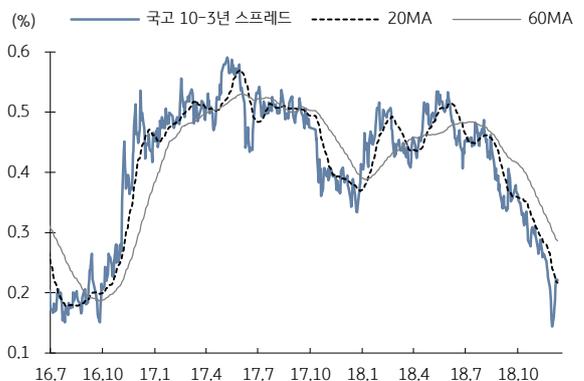
11월 금통위 금리인상에도 시장금리는 하락하고 장단기 금리차는 축소되었다. 경기 둔화가 예상되는 펀더멘털, 미국과의 동조를 배제하고는 인하도 일부 반영하는 통화정책, 채권 공급 대비 수요 우위인 수급 등 단기간 금리 급락에 따른 기술적 되돌림을 제외하고는 금리 상승 요인이 없다. 한국 국채 비중확대 권고를 계속 유지한다.

그림 15. 미 장단기 금리차와 파월 의장 발언



자료: Bloomberg, 한국은행

그림 16. 한국 장단기 금리차 축소 후 되돌림



자료: 인포맥스, KB증권

크레딧: 국내, 연초 효과에 따른 강세 기대

해외크레딧 Analyst 손은정 02-6114-2964 eunjungson@kbf.com
 크레딧 Analyst 전해현 02-6114-2094 haehyun.jeon@kbf.com

미국 투자등급 (IG): 신용스프레드의 추가 확대 폭은 제한적

미국 대기업들에 대한 신용등급 하향과 경기 둔화에 대한 우려로 투자등급 신용스프레드는 150bp 수준까지 확대되었다 (2010년 이후 역사적 평균 160bp). 그러나 미국채 금리의 하락으로 투자등급 금리 수준은 비교적 안정적인 흐름을 지속하고 있다. 연준의 통화정책 스탠스 변경으로 인해 미국채 금리 상단이 제한될 경우, 신용스프레드는 확대되었으나 미중 무역분쟁이 더 이상 격화되지 않는다면 확대 폭은 제한적일 것이며, 투자등급인덱스 금리는 4.3% 수준을 회복할 전망이다. 환헤지 비용 (1년 기준, 170bp) 부담으로 신규 투자가 어려운 상황이나 낮은 국내금리 수준을 고려했을 때, 점차 투자 관심이 확대될 것으로 예상된다.

미국 하이일드 (HY): 추가 가격 하락 위험에 유의

유가하락과 미중 무역분쟁에 따른 경기 둔화 우려에 하이일드 신용스프레드는 약 450bp까지 확대되었다. 이는 2018년 10월 연저점 (316bp) 대비 130bp 이상 확대된 것이나 여전히 위험 대비 가격 수준이 높고, 자금 유출이 지속되고 있어 추가 가격 하락 위험이 우려된다. 그러나 차익실현의 시기를 놓친 경우, 단기 낙폭이 컸던 만큼 일시적인 반등 시점의 기회를 기다려야 한다. 시니어론은 예상보다 빠르게 금리인상 경로 후퇴 가능성이 대두되면서 가격 하락이 지속되고 있다. 12월 FOMC의 금리 인상을 전후로 가격 회복을 시도하겠으나 투자자금 유출 지속으로 제한적 상승에 그칠 전망이다. 이번 FOMC에서 점도표를 하향할 경우, 시니어론에 대한 비중 축소가 필요하다.

국내 크레딧: 연초 효과에 따른 시장 강세 예상

크레딧 스프레드는 축소 흐름이 예상된다. 크레딧 스프레드는 연말 기관들의 크레딧채권 매수 기조 약화라는 계절적 요인으로 확대된 이후 이듬해 초 축소되는 경향이 있다. 2019년 전반적인 크레딧채권 공급은 전년대비 감소가 예상되는 가운데, 연초부터 기관들의 자금집행이 경쟁적으로 진행되면서 시장 강세를 견인할 것으로 판단된다.

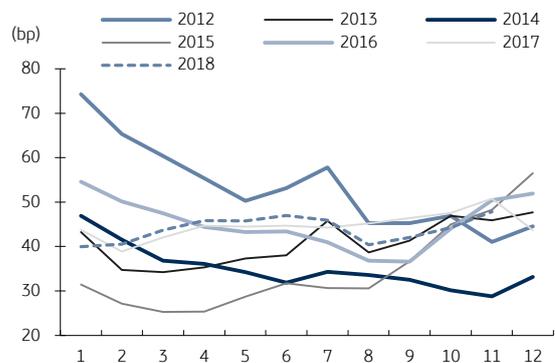
향후 예상되는 금리 인상폭이 크지 않고, 국내 경기 둔화 우려가 형성되고 있는 만큼 A급보다 AA급 이상 우량 크레딧물에 대한 수요가 높아질 전망이다. 다만, AA급 회사채의 경우 등급 전망에 '부정적'이 '긍정적'보다 많아 개별 펀더멘탈에 따른 선별적 접근이 필요한 시점이라 판단된다.

그림 17. 시니어론, 금리인상 경로 후퇴가능성에 낙폭 확대



자료: Bloomberg, KB증권

그림 18. 연초 크레딧 스프레드 축소 경향 두드러져



자료: 인포맥스, KB증권

주: 회사채 AA-3년 스프레드 월평균

대체투자: 국제유가, 완화되고 있는 초과공급 우려

Economist 임재균, CFA 02-6114-2952 jk.lim@kbf.com
 대체투자 Analyst 구경희 02-6114-2903 kh.koo@kbf.com

초과공급 우려가 완화되면서 상승할 국제유가

WTI는 배럴당 50달러에서 하방을 확인한 것으로 판단하며, 2019년 상반기에 65달러까지 상승할 전망이다. 국제유가의 하락을 견인했던 초과공급에 대한 우려는 완화되고 있다. 공급에서 중요한 OPEC+ (OPEC과 감산에 합의한 비 OPEC 국가)의 생산량은 감소할 전망이다. 지난 12월 7일 OPEC+는 2019년 1월부터 6개월간 120만배럴/일 감산에 합의했기 때문이다. 미국의 생산량도 증가하기 어렵다. 셰일 기업들의 손익 분기점이 52달러/배럴 (WTI 기준)인 만큼 생산이 증가해 유가가 하락한다면 수익성 악화가 불가피하기 때문이다. Baker Hughes에 따르면 미국의 원유 리그 수는 10월 16일 888개 고점 이후 하락하고 있다. 수요 둔화 우려도 완화가 기대된다. 지난 12월 OPEC의 월간 보고서에서는 2019년 원유 수요 전망을 일일 1억 8만배럴로 전망했다. 4개월 만에 수요 하향 조정이 일단락 됐다. 또한 수요 하향 조정의 원인 중 하나는 고유가에 따른 것인데, 유가가 하락한 만큼 추가적인 수요 하향 조정 가능성도 낮다.

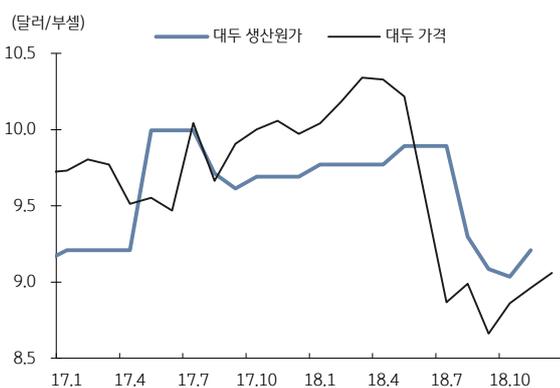
중국의 미국 산 대두 수입이 재개되면서 대두 가격 상승 전망

대두 관련 ETF 매수를 추천한다. 대두 관련 ETF에는 미국의 Teucrium Soybean Fund (티커: SOYB)가 있고, 한국은 KODEX 콩 선물 (H) (티커: 138920)이 있다. 유동성 측면에서 미국에 상장된 ETF 매수를 추천한다. 미국은 세계 최대의 대두 생산국이자 수출국이며, 중국은 세계 최대의 대두 소비국이자 수입국이다. 미중의 무역분쟁으로 인해 중국이 미국 산 대두 수입을 줄이자 미국 내 대두 재고가 쌓이면서 대두 가격이 하락했다. 하지만 지난 12월 1일 미중 간의 정상회담 이후 중국이 미국 산 대두를 즉시 수입해주기로 결정했다. 미국의 대두 생산원가도 현재 가격보다 낮다. 대두 가격은 90일간의 미중 무역협상이 종료되는 2월 말까지 상승할 전망이다. 협상기간 동안 협상에 실패한다면 중국이 미국 산 농산물 수입을 자제할 수 있다는 점에서 대두 가격은 미중 무역분쟁 전보다 낮은 9.5달러/부셸까지 상승할 것이다

미 증시에서 부동산업종은 금리와 연동해 당분간 횡보하는 흐름 예상

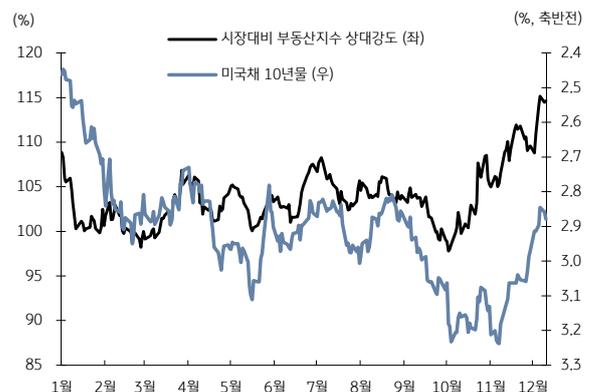
미국 상업용부동산 시장의 펀더멘털 자체는 큰 변화가 없지만, 영업수익 증가율이 둔화되는 추세가 유지되는 중이다. 증시의 부동산업종 성과는 금리에 의해 좌우되고 있다. 2018년 들어 금리 상승으로 인해 비교적 부진하던 부동산업종지수는 11월 이후 금리 하락에 힘입어 성과가 급격히 개선되었다. 연준의 2019년 통화정책에 대한 윤곽이 좀 더 드러나기 전까지 미국 금리는 속도 조절이 예상된다. 미국 증시에서 부동산업종은 금리와 발맞추어 당분간 횡보하는 흐름을 예상한다.

그림 19. 미국의 대두 생산원가 및 가격



자료: Bloomberg, KB증권

그림 20. 부동산업종의 성과와 금리의 비교



자료: Bloomberg, KB증권

ELS/ELB: 70조원 잔고가 이야기해주는 것

Delta 1/Derivatives Analyst 이종호 02-6114-2936 jho.lee@kbfq.com

전반적인 발행 부진에도 ELS/ELB는 더욱 성장할 것

KB증권은 전반적인 발행 부진에도 ELS/ELB가 더욱 성장할 것으로 판단한다. 그 이유는 1) ELS/ELB 잔고가 70조원을 돌파했으며, 2) HSCEI지수 급락에 따른 일시적인 위축이 다시 한번 나타난 것에 불과하기 때문이다. 또한 3) 외부적인 요소에 의한 일시적인 발행 감소는 곧 회복될 것으로 판단하기 때문이다 (*외부적인 요소란 지난달 금감원의 신탁업권 감사로 인해 ELS/ELB 발행이 줄어들었음을 의미함).

상환 추정금액 감소에도 불구하고 잔고가 70조원을 돌파한 점은 주목할만하다. 2016년 중반 이후 처음이며, 특히 ELS/ELB 투자에 있어서 기존 전망을 유지하는 구간이 된다. 신규 투자자의 경우 현재 HSCEI지수에서도 투자를 진행시키는 게 옳은 선택이라는 판단이다.

신규 투자자의 경우 현재 지수에서도 투자를 진행하는게 옳다는 판단임

KB증권은 ELS/ELB 투자자가 상황에 따라서 다른 전략을 취해야 한다는 판단이다. 신규 투자자의 경우엔 현재의 HSCEI지수 수준이 투자하기에 좋은 기회로 인식해야 할 것이며, 기존 투자자의 경우엔 3~6개월 가량 기다림의 시간이라는 의미이다. 일부 투자자의 경우 KI 가능성이 있기 때문에 투자에 대한 니즈 (Needs)가 떨어지겠지만 신규 투자자의 경우에는 장기적으로 오히려 좋은 기회가 될 것이다.

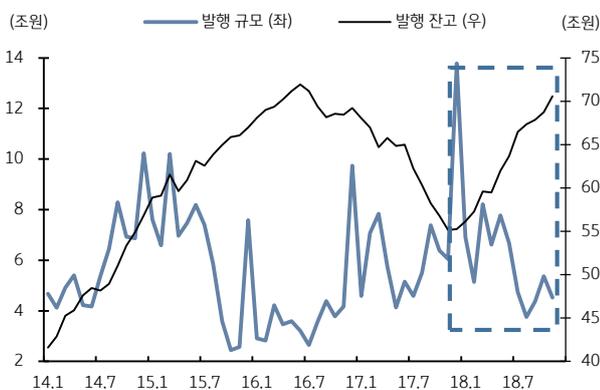
기존의 시장 전망을 유지하고 있는 상황

ELS/ELB 시장 전망은 지난 10월 이후와 크게 달라지지 않았다. 기존의 투자 전망을 대부분 유지한다. 11월은 발행이 전월 대비 8,391억원 감소한 4조 5,290억원으로 나타났다. HSCEI지수가 급격히 하락함에 따라 투자자들의 투자 욕구가 감소한 부분 및 일부 신탁업권의 감사 등으로 인해 수요가 감소한 측면이 존재한다. 하지만 기초적인 성장의 밑거름은 현재도 누적되고 있으며, 신규 국내/해외 지수 활용 등이 그러한 예이다 (Ex> MSCEI Korea, CSI Hong Kong 1.3지수 등).

HSCEI지수 활용 비중은 41.6%로 연중 최저 기록

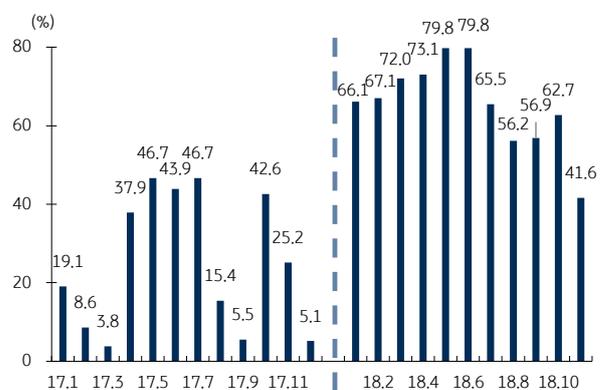
HSCEI지수 활용 비중이 41.6%로 올해 들어 가장 낮은 수준을 기록했으며, 이는 쏠림 완화라는 측면에서 긍정적이나 인위적으로 만들어진 경향이 있다는 측면에선 부정적이다. 그럼에도 12월엔 퇴직연금 관련 발행으로 인해 11월과 유사한 비중이 유지될 것이며, 시장의 본격적인 변화는 2019년에 가서야 서서히 나타날 것이란 판단이다.

그림 21. 월별 ELS/ELB 발행 규모와 발행 잔고



자료: KSD, Dart 전자공시, KB증권

그림 22. 월간 발행 규모 대비 HSCEI지수 점유율 추이



자료: KSD, Dart 전자공시, KB증권

ETF Portfolio: 방어주 중심의 포트폴리오 전략 유지

Delta1/ETF Analyst 공원배 02-6114-1648 wb.kong@kbf.com

2019년 1월 ETF 포트폴리오는 미국 방어주 중심의 포트폴리오 전략 유지

KB증권은 The KB's Core View에 기반한 1월 KB ETF 포트폴리오를 제시한다. 1월 KB ETF 포트폴리오는 자산 그룹별로 주식 자산에서 7개, 채권 자산 2개, 대체 및 하이브리드 자산 1개 등 총 10개의 ETF로 구성하였으며, 12월 포트폴리오와 비교 시 교체 종목은 없다. 2019년은 주식형 포트폴리오에서 신흥국 주식의 비중을 점진적으로 확대할 예정이다. 하지만, 현재 시점에서는 여전히 미국주식(환노출)과 한국채권을 두 축으로 한 ETF 포트폴리오가 유효할 것으로 판단된다. 이에 따라 12월 ETF 포트폴리오 내 Core ETF로 미국 방어주 성향의 ETF와 미중 무역분쟁에 덜 민감한 섹터 ETF인 IYZ(전통 통신섹터), XLP(필수소비재 섹터), XLU(유틸리티 섹터) 등을 유지한다(표 1, 2).

주식형 포트폴리오 누적 수익률 -4.8%, BM 대비 4.4%p 아웃퍼폼하며 방어주 전략 여전히 유효

KB ETF 포트폴리오의 성과를 분석하면(그림 19), ETF 포트폴리오의 자산그룹별 누적 수익률(10.1~12.17 기준)은 각각 주식자산군 -4.8%, 채권자산군 +2.5%, 대체자산군 -17.8%를 기록하였다. KB ETF 포트폴리오의 중심이 되는 주식형 포트폴리오의 절대 수익률은 마이너스 성과를 기록했다. 하지만, 상대성과 측면에서는 벤치마크(MSCI DM 50% + MSCI EM 50%) 대비 4.4%p 아웃퍼폼 하면서 방어주 중심의 포트폴리오 전략이 유효했다는 판단이다. 다만, 포트폴리오 성과분석에서 나타난 다음 두 가지는 향후 포트폴리오에서 지속적인 점검이 필요할 것으로 판단된다; 1) 달러 인덱스의 하락으로 포트폴리오의 달러 노출 효과가 둔화되고 있고, 2) 반등 국면에서도 신흥국 ETF들의 성과가 더딘 회복을 보이고 있다는 점이다

포트폴리오의 달러 노출 전략 유지

KB증권 매크로 팀에 따르면 G20 회담이 중국 위안화와 한국 원화에 강세 요인으로 작용했다는 분석이다. 하지만, 환율에 영향을 미칠 수 있는 매크로 이벤트(브렉시트, ECB 및 FOMC 통화정책)에 따라 재차 안전자산 선호에 따른 달러 강세가 예상된다(12.4 발간 FX 달러/원 환율, 어디까지 하락할까? 참고). 따라서, 현재시점에서 포트폴리오의 달러 노출 전략을 유지하며, 최근 반등 추세가 나타나고 있는 신흥국 ETF의 경우에도 향후 신흥국에 대한 점진적 비중 확대를 고려하고 있어 포트폴리오에 변화를 주지 않았다.

표 1. KB ETF 포트폴리오 편입 ETF들의 특성과 최근 성과

티커	기초자산	AUM (백만 USD)	거래량 (90일 평균, 천주)	배당율 (%)	보수 (%)	추적오차 (TE, %)	Beta	샤프비율	노출통화	수익률 (%)		
										1M	3M	6M
IYZ US	미국 통신 섹터주식	465	591	3.0	0.4	1.1	1.0	-0.3	USD	-3.6	-7.8	-2.0
XLP US	미국 필수소비재 섹터주식	10,445	19,767	2.7	0.1	0.5	1.0	0.2	USD	-2.8	-0.8	5.7
XLU US	미국 유틸리티 섹터 주식	8,792	21,092	3.2	0.1	0.4	1.0	0.0	USD	3.5	4.3	14.7
PBS US	미국 미디어 테마주식	57	32	0.6	0.6	1.8	1.0	0.7	USD	-1.9	-6.0	-8.5
245710 KS	신흥국 베트남 지수	152	51	-	0.7	11.1	0.8	-0.2	KRW	5.1	-4.1	-6.8
161510 KS	국내 고배당 테마주식	353	327	4.0	0.2	3.6	0.6	-0.5	KRW	0.7	-0.4	-2.1
150460 KS	국내 중국 테마주식	204	44	1.3	0.5	1.9	0.9	-0.3	KRW	0.7	-9.0	-15.5
273130 KS	한국 단기 국채	512	10	-	0.1	0.0	0.0	1.8	KRW	1.1	1.7	3.9
GOVT US	미국 장기 국채	6,815	1,691	2.0	0.2	0.7	1.0	-1.1	USD	1.0	0.6	0.2
XLE US	미국 대체 에너지	14,553	18,363	3.2	0.1	0.6	1.0	-0.1	USD	-7.6	-16.5	-16.3

자료: Bloomberg, KB증권 추천 주 1: 베타는 최근 2년 기준, 샤프비율은 최근 1년 기준 적용, 주 2: 12.14 기준

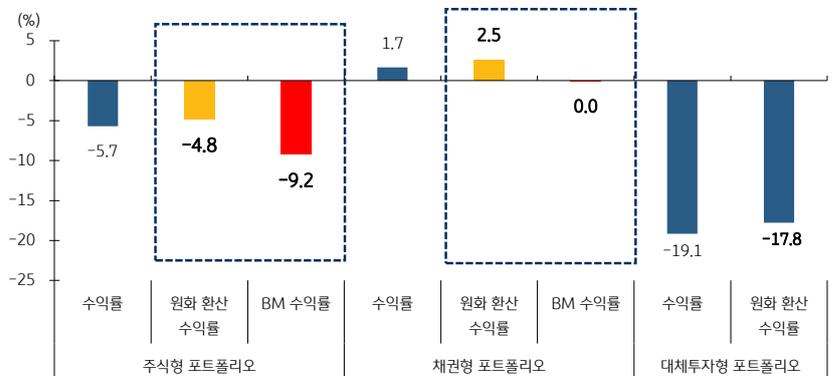
표 2. 12월 KB ETF Portfolio의 추천 ETF와 투자 포인트

자산그룹	자산군 및 ETF 유형	ETF 티커	종목명	포트폴리오 내 개별 ETF 선호도	투자 포인트	노출 통화	추천일
주식	미국 주식 통신 섹터	IYZ US	iShares US Telecomm ETF		해당 ETF는 다우존스 계열의 섹터지수를 추종하면서 GICS의 산업 개편에 따른 영향에서 자유로운 섹터 ETF에 해당. 높은 배당률과 방어주 성향의 특징을 지니고 있는 것이 장점	달러	2018.10.2
	미국 주식 필수소비재 섹터	XLP US	Consumer Staples Select Sector SPDR ETF		필수소비재 업종 기업의 비중이 높아 상대적으로 미중 무역분쟁에 상대적으로 덜 민감한 섹터 ETF, 해당 ETF는 주로 미국 음식료 기업들을 보유, 높은 배당률과 방어적 성향 존재	달러	2018.10.11
	미국 주식 유틸리티 섹터	XLU US	Utilities Select Sector SPDR ETF		유틸리티 섹터도 미중 무역분쟁에 덜 민감한 섹터에 해당, XLU는 에너지 및 전력 등 경기방어적 성격이 강한 종목들로 구성되어 낮은 변동성과 높은 배당수익률을 추구하는 투자자에게 적합한 ETF에 해당됨	달러	2018.10.11
	미국 주식 미디어 테마	PBS US	Invesco Dynamic Media ETF		대형 미디어 기업들의 M&A 전쟁으로 중소형 미디어 기업들의 인수 매력이 부각되는 상황. 해당 ETF는 영화제작사에서부터 TV컨텐츠제작 기업까지 미디어 전반에 집중 투자 가능	달러	2018.10.2
	신흥국 주식 베트남 지수	245710 KS	KINDEX 베트남 VN30 ETF		베트남 대형주의 실적 성장이 지속되고 있어 밸류에이션 매력에 따른 상승 여력이 충분, 최근 수급 개선이 나타나는 베트남 VN30 지수 투자 유효. 국내 상장 ETF 투자 시 시세차익 부분을 환차손이 크게 훼손하지 않을 전망	베트남 동	2018.10.2
	국내 주식 고배당 테마	161510 KS	ARIRANG 고배당주 ETF		연말 주주환원정책 이슈에 따라 배당성향 확대 기대. 해당 ETF는 국제 유가 상승으로 강한 업종 모멘텀을 보이고 있는 정유주의 편입 비중이 높아 연말배당과 업종 모멘텀을 동시에 보유	원화	2018.10.2
국내 주식 중국 테마	150460 KS	TIGER 중국소비테마 ETF		미중 무역분쟁과 사드보복의 완화 가능성을 고려한 중국소비테마 ETF의 선제적 편입 권고, 해당 ETF는 동일가중방식의 지수를 활용하여 중국 관련 기업에 대한 분산투자가 가능한 장점	원화	2018.10.2	
채권	한국 국채 장기물	273130 KS	KODEX 종합채권 (AA-이상) 액티브 ETF		한국 4분기 금리인상 가능성 존재하지만, 시장금리가 하락할 것으로 전망. 한국의 우량 채권시장 (AA- 이상)에 투자 유효. 해당 ETF는 Total Return ETF로 이자 재투자 효과 가능	원화	2018.10.2
	미국 국채 중장기물	GOVT US	iShares US Treasury Bond ETF		연준의 금리인상 기조가 유효하나, 미국 국채 수요 지속 가능. 미국 국채에 투자하되 1년 이상의 중장기 국채에 분산투자가 가능한 GOVT를 중장기 관점에서 편입 권고	달러	2018.10.2
대체 및 하이브리드	미국 대체 에너지	XLE US	Energy Select Sector SPDR ETF		유가는 상승보다는 높은 수준의 가격에서 횡보 및 안정화가 투자 포인트. 유가 박스권을 유지시 시간차를 두고 정제마진이 확대되는 정유 기업 ETF를 통한 성과 확보가 가능한 시점	달러	2018.10.2

자료: KB증권

그림 19. KB ETF Portfolio의 자산군별 수익률 현황

자산그룹별 수익률 (10.1~12.14 기준)은 각각 주식형 -4.8%, 채권형 +2.5%, 대체형 -17.8% 기록



자료: Bloomberg, KB증권 추천
주: 12.14 기준

KB증권 글로벌 경제지표 전망 - 2018년 12월 업데이트

국가/지역	지표	단위	2017	2018E				2019E				2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
				1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q					
세계	GDP	% YoY	3.3	3.3	3.5	3.2	3.2	3.2	2.9	3.1	2.9	3.3	3.0	2.9	3.0	3.1
	CPI	% YoY	1.9	2.0	2.2	2.4	2.3	2.5	2.4	2.3	2.4	2.2	2.4	2.3	2.2	2.3
선진국	GDP	% YoY	2.2	2.2	2.5	2.1	2.2	2.1	1.8	2.0	1.7	2.2	1.9	1.7	1.8	1.8
	CPI	% YoY	1.7	1.7	2.1	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8	1.9
신흥시장국	GDP	% YoY	5.3	5.4	5.5	5.1	5.2	5.2	5.0	5.1	5.2	5.3	5.1	5.0	5.1	5.2
	CPI	% YoY	2.4	2.6	2.5	2.8	2.9	3.2	3.0	2.9	3.1	2.6	3.0	3.0	3.1	3.0
미국	GDP	% QoQ 연율		2.2	4.2	3.5	2.5	1.5	1.6	2.6	2.4					
		% YoY	2.2	2.6	2.9	3.0	3.1	2.9	2.3	2.1	2.0	2.9	2.3	1.9	2.0	2.1
	CPI	% YoY	2.1	2.2	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.5	2.4	2.1	2.1	2.0
	정책금리	기말 %	1.50	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.75	2.75	3.00	2.50	3.00	3.00	3.00	3.00
유로존	GDP	% QoQ		0.4	0.4	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.4					
		% YoY	2.4	2.1	2.3	1.7	1.5	1.3	1.4	2.0	1.8	1.9	1.6	1.6	1.8	1.7
	CPI	% YoY	1.5	1.3	1.7	2.1	1.9	1.9	1.8	1.7	1.9	1.7	1.8	1.7	1.7	2.0
	정책금리 (Refi)	기말 %	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.00	0.25	0.50	1.00	1.00
일본	GDP	% QoQ 연율		-1.3	2.8	-2.5	3.4	1.1	1.4	2.0	-2.8					
		% YoY	1.9	1.2	1.4	0.0	0.6	1.1	0.8	2.1	0.4	0.8	1.1	0.9	0.6	0.7
	CPI	%	0.5	1.3	0.6	1.1	0.9	1.0	1.1	1.0	1.9	1.0	1.2	1.3	0.7	0.8
	정책금리	기말 %	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.10
한국	GDP	% YoY	3.1	2.8	2.8	2.0	3.1	2.3	2.2	2.6	2.6	2.7	2.4	2.6	2.8	2.7
	민간소비	% YoY	2.6	3.5	2.9	2.6	2.3	2.0	2.3	2.6	2.4	2.8	2.3	2.4	2.7	2.6
	CPI	% YoY	1.9	1.3	1.5	1.6	2.2	1.8	1.6	1.7	1.6	1.6	1.7	1.9	1.8	1.9
	실업률	%	3.7	3.7	3.8	4.0	3.9	4.0	3.9	3.7	3.8	3.8	3.8	3.9	3.9	3.8
	기준금리	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
중국	GDP	% YoY	6.9	6.8	6.7	6.5	6.3	6.2	5.9	6.0	6.2	6.5	6.1	6.0	5.8	5.7
	CPI	% YoY	1.6	2.2	1.8	2.3	2.3	2.6	2.5	2.4	2.5	2.2	2.5	2.4	2.5	2.4
브라질	GDP	% YoY	1.1	1.2	0.9	1.3	1.9	2.2	2.3	2.5	2.2	1.3	2.3	2.0	2.4	2.6
	CPI	% YoY	3.4	2.8	3.3	4.4	3.9	4.5	3.8	3.6	4.0	3.6	4.0	4.2	4.3	4.0
러시아	GDP	% YoY	1.5	1.5	1.9	1.5	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5	1.7	1.7	2.1	2.2	2.4
	CPI	% YoY	3.7	2.2	2.4	3.0	3.7	4.3	4.1	3.8	4.1	2.8	4.1	4.0	4.1	4.2
인디아	GDP	% YoY	6.2	7.7	8.2	7.1	7.1	7.1	7.2	7.3	7.1	7.5	7.2	7.0	7.5	7.9
	CPI	% YoY	3.3	4.6	4.8	3.9	4.5	4.6	4.8	4.4	4.8	4.4	4.7	4.5	4.4	4.6
멕시코	GDP	% YoY	2.1	1.2	2.6	2.5	2.1	1.9	1.9	2.0	2.2	2.1	2.0	2.1	2.2	2.4
	CPI	% YoY	6.0	5.3	4.6	4.9	4.0	3.9	4.1	4.1	4.4	4.7	4.1	4.3	4.2	4.3
환율	원/달러	기말	1,067	1,061	1,115	1,110	1,150	1,180	1,140	1,120	1,140	1,150	1,140	1,110	1,080	1,070
		평균	1,131	1,072	1,081	1,121	1,130	1,160	1,150	1,120	1,130	1,101	1,140	1,110	1,080	1,050
	엔/달러	평균	112.1	108.4	109.2	111.3	113.0	109.0	110.0	111.0	110.0	110.5	110.0	113.0	110.0	108.0
	위안/달러	평균	6.75	6.36	6.38	6.80	6.90	7.05	6.90	6.70	6.80	6.61	6.86	6.60	6.30	6.20
	달러/유로	평균	1.15	1.25	1.19	1.16	1.14	1.12	1.15	1.15	1.13	1.18	1.13	1.15	1.25	1.28
WTI	달러/배럴	평균	50.9	62.9	67.9	69.4	67.0	66.0	70.0	68.0	69.0	66.8	68.3	67.0	66.0	67.0

자료: KB증권 추정

주요국 주가지수 지표

	수익률 (%)			P/E (배)			EPS 성장률 (%)			EPS 변화율 (%)			배당수익률
	1개월	3개월	YTD	12MF	FY1	FY2	12MF	FY1	FY2	1개월	3개월	6개월	
전세계	-3.2	-9.8	-8.7	13.8	15.0	13.8	8.4	15.6	8.3	-1.0	-1.6	-0.7	2.8
선진시장	-3.6	-10.3	-7.7	14.3	15.5	14.4	8.2	16.1	8.1	-0.7	-1.2	-0.2	2.7
북미	-3.7	-10.7	-3.6	15.4	16.9	15.5	8.9	23.5	8.7	-0.6	-1.1	0.3	2.2
미국	-3.7	-10.7	-2.8	15.6	17.0	15.7	8.8	24.3	8.6	-0.6	-1.1	0.2	2.1
캐나다	-3.6	-8.7	-9.9	12.7	14.0	12.7	10.1	13.4	10.3	-0.4	-1.3	1.0	3.4
선진유럽	-4.2	-10.5	-15.9	12.6	13.7	12.6	8.9	7.1	9.0	-0.6	-1.4	-0.8	4.1
영국	-2.7	-6.1	-11.0	11.6	12.5	11.6	6.8	10.5	7.3	-0.6	-0.7	1.3	5.0
스위스	-2.6	-3.7	-6.9	16.0	17.7	16.0	10.7	13.0	10.4	-0.8	-1.8	-1.7	3.4
독일	-5.4	-11.0	-17.5	11.6	12.9	11.6	10.9	-3.3	10.8	-1.5	-4.2	-5.5	3.7
프랑스	-4.6	-9.7	-8.0	12.5	13.7	12.5	9.6	9.3	9.5	-0.4	-0.9	0.8	3.8
이탈리아	-0.7	-8.2	-13.1	9.5	10.6	9.5	11.5	20.5	11.5	0.1	1.4	0.5	5.3
스페인	-2.3	-4.2	-11.1	10.9	11.7	10.8	8.1	7.2	8.1	-0.3	-1.7	-2.6	4.9
포르투갈	-1.4	-11.1	-8.2	14.1	16.0	14.1	13.9	-14.2	13.9	-0.4	-0.7	2.8	5.0
노르웨이	-2.9	-7.1	-2.8	11.9	13.9	11.9	16.6	10.6	16.6	-0.7	1.3	6.3	4.7
스웨덴	-1.8	-10.0	-5.9	14.1	15.1	14.1	7.0	2.4	7.0	-0.4	-0.5	0.3	4.4
핀란드	-3.0	-9.1	2.0	14.4	16.2	14.4	12.5	-4.0	12.5	-0.1	0.2	2.5	5.0
덴마크	0.9	-3.9	-8.1	17.3	18.2	17.3	5.0	0.7	5.0	-0.7	-3.0	-6.9	2.8
오스트리아	-7.8	-12.2	-19.9	9.2	9.7	9.2	4.8	6.7	5.8	-0.1	-0.2	1.6	4.3
벨기에	-5.7	-13.8	-21.1	14.3	15.6	14.3	9.0	2.4	9.0	0.3	-3.3	-5.7	3.8
네덜란드	-3.5	-5.8	-7.2	14.4	15.7	14.4	8.9	4.1	8.9	-0.2	0.1	0.1	3.0
아일랜드	-10.6	-17.4	-22.4	12.9	13.6	12.8	5.3	-1.8	5.6	-0.9	-2.1	-2.4	2.7
이스라엘	-7.3	-7.8	4.4	11.1	11.7	11.1	5.5	-9.4	5.5	0.9	1.0	2.0	1.9
태평양	-1.8	-7.9	-12.4	12.7	13.2	12.7	4.1	4.7	4.0	-0.9	-1.5	-0.8	3.2
일본	-3.0	-7.6	-11.4	12.2	12.5	12.1	3.3	3.2	3.4	-0.7	-1.4	-0.3	2.5
홍콩	3.6	-2.8	-9.6	14.2	15.4	14.3	8.1	9.1	7.7	-0.6	-2.0	-1.9	3.3
싱가폴	0.7	-3.9	-11.2	11.9	12.7	11.9	6.4	12.8	6.8	-0.1	-2.1	-4.0	4.6
호주	-2.2	-8.7	-7.5	14.1	14.5	13.8	4.5	5.5	4.6	-2.2	-1.5	-1.6	5.4
뉴질랜드	-2.7	-9.8	-2.9	22.3	23.5	21.5	26.3	53.0	8.9	-2.0	-2.0	-3.0	3.6
신흥시장	0.4	-5.5	-16.0	10.8	11.9	10.8	9.6	12.7	9.9	-3.2	-3.4	-3.8	3.3
남미	-1.3	4.7	-9.9	11.8	14.0	11.8	18.8	14.7	18.8	-15.1	-0.6	2.0	3.8
브라질	1.4	14.4	12.4	11.2	13.6	11.2	21.0	18.1	21.0	-1.3	-0.1	3.5	4.2
멕시코	-1.6	-15.7	-17.0	12.6	14.6	12.6	15.7	5.0	15.7	-0.6	-0.5	0.1	3.3
칠레	0.1	-4.2	-9.7	14.7	17.0	14.7	15.7	13.6	15.7	-68.9	-1.0	0.4	3.0
페루	-2.2	-0.9	-2.5	13.2	14.5	13.2	10.2	17.9	10.2	-2.4	-5.1	-9.0	3.0
콜롬비아	-1.6	-7.4	-3.3	10.3	11.8	10.3	14.6	16.0	14.6	-4.1	-4.0	1.2	3.6
EMEA	0.3	-0.5	-18.7	8.8	9.6	8.8	7.9	20.4	8.6	-0.7	1.5	2.6	4.8
러시아	-0.4	0.7	11.6	5.0	5.0	5.0	1.0	40.3	1.0	1.2	9.4	15.4	7.8
남아공	0.4	-6.8	-16.8	13.0	16.0	13.1	19.3	8.3	22.3	-2.3	-5.2	-7.0	3.5
터키	-3.0	-2.9	-21.8	6.0	6.5	6.0	8.1	13.4	8.1	-3.7	-3.9	-4.8	5.9
그리스	0.0	0.0	0.0	12.8	14.1	12.9	9.5	20.8	9.2	-2.2	-1.7	-1.5	5.8
헝가리	2.0	13.0	2.4	10.0	10.2	10.0	2.4	2.7	2.4	1.9	4.1	4.8	2.7
폴란드	3.2	2.8	-6.5	11.8	12.8	11.8	8.9	-1.7	8.9	-1.2	-2.2	-2.7	3.2
체코	-1.7	-4.4	0.7	14.0	14.6	14.0	5.0	-13.3	5.0	1.1	2.8	5.6	5.4
카타르	3.8	7.8	26.0	13.1	14.0	13.1	6.9	14.7	6.9	-0.2	-1.4	-2.7	3.9
UAE	-3.4	-4.2	-10.9	8.7	9.4	8.7	7.3	8.6	7.3	-2.1	-2.3	-4.1	5.8
이집트	-7.0	-13.2	-16.8	7.9	9.2	8.0	15.2	25.7	14.8	1.2	3.1	1.2	4.4
신흥아시아	0.7	-7.9	-16.4	11.2	12.1	11.1	8.8	10.7	9.0	-1.7	-4.9	-6.0	2.9
중국	1.5	-5.6	-17.5	10.8	12.2	10.7	14.0	13.4	14.2	-1.3	-3.6	-4.7	2.7
한국	-2.1	-11.4	-18.3	8.0	8.0	8.0	0.8	11.5	0.8	-1.6	-7.7	-9.2	2.7
인도	1.7	-7.6	0.2	17.7	20.8	16.8	22.7	18.1	24.0	-1.2	-3.8	-4.6	1.7
대만	-1.6	-12.1	-8.9	13.1	13.3	13.1	2.5	1.5	2.5	-4.2	-5.9	-6.2	4.7
인도네시아	5.9	7.5	-5.4	14.6	16.5	14.6	12.5	10.7	12.5	0.2	-0.2	-0.7	2.8
말레이시아	-1.4	-8.2	-8.3	15.9	16.6	15.9	4.7	1.3	4.3	-3.1	-4.9	-7.2	3.4
필리핀	9.6	1.5	-12.5	16.2	18.3	16.2	12.5	4.7	12.5	-0.5	-1.5	-3.0	1.7
태국	-2.1	-6.3	-5.9	14.2	15.2	14.3	6.4	6.2	6.4	-0.2	-0.6	-1.0	3.1

자료: Thomson Reuters, KB증권

주: 12월 17일 기준

KB증권 금리, 환율 전망

	2018E				2019E	2017	2018E	2019E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	(연평균)	(연평균)	(연평균)
한국 기준금리 (기말)	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75	1.50	1.75	1.75
국고 10년 (평균)	2.69	2.70	2.45	2.20	2.00	2.28	2.52	2.05
미국 정책금리 (기말)	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.75	2.75	3.00
미국 10년 (평균)	2.83	2.92	2.92	3.04	2.95	2.32	2.91	3.05
달러화 지수 (DXY)	90.5	92.7	95.0	96	98.0	96.6	93.6	96.1
유로/달러 (EURUSD)	1.23	1.19	1.16	1.14	1.12	1.13	1.18	1.13
달러/엔 (USDJPY)	108.4	109.2	111.3	113.0	109.0	112.0	110.5	110.0
파운드/달러 (GBPUSD)	1.39	1.36	1.30	1.30	1.28	1.29	1.33	1.31
달러/위안 (USDCNY)	6.36	6.38	6.80	6.90	7.05	6.76	6.61	6.86
달러/원 (USDKRW)	1,072	1,081	1,121	1,130	1,160	1,130	1,101	1,140

투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 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 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 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 보고서는 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.