

FORTUNA

케이비증권글로벌자산배분전략

2019. 01.



Contents | FORTUNA

봄을 기다리는 자산배분전략

봄이 오는 소리 • 신동준	6
과도한 경기 우려, 3월 이후 개선 가능성 • 장재철	10
2019년 유망 ETF 포트폴리오 • 공원배	12

저점을 지나고 있는 중국주식

중국, 기준금리 인하는 경기반등의 신호탄 • 김두연	14
중국 증시 하방 압력 해소, 3월 무역협상 및 전인대 주목 • 박수현	16

꿈틀대는 신흥시장

약세장의 전조일까, 신흥국 반등의 시작일까? • 김영환	18
인디아, 총선체제로의 전환 • 오온수	20
OPEC의 한계와 유럽의 분열, 그리고 러시아의 세력확장 • 오온수	22
베트남, 2019년 이후를 준비하는 투자전략 • 이창민	24

한국증시 부진은 언제까지?

반도체가 주도하는 이익 둔화 • 이은택	26
성장주를 보는 다른 통로, 금리차 • 김민규	28
1분기 달러/원 환율 상승 예상 • 문정희	30

차별화되는 선진시장

짐을 내려놓고 다시 오른다 • 김일혁	32
브렉시트, 유럽을 흔드는 폭탄이 될 것인가 • 오재영	36

해외종목 스토리

2019년 주목받는 美 사이버 보안주 • 김세환	38
중국 자동차, 올해도 만만치 않은 한 해 • 찐링	40

채권투자에서 찾는 기회

국내외 금리 하락 전망 유지 • 김상훈	42
브라질, 재정개혁이 방향성 결정 • 김상훈, 이창민	44
부동산경기 침체에도 PF ABCP, PF ABSTB의 '소확행' 인기는 지속 • 김세용	46
유가 하락에 하이일드도 몸살 • 손은정	48

실전 대체투자

초과공급 우려 완화로 반등할 국제유가 • 임재균	50
상승률이 둔화되어도 급락은 없다 • 구경희	52
ELS/ELB, 70 조원 잔고가 이야기해 주는 것 • 이중호	54

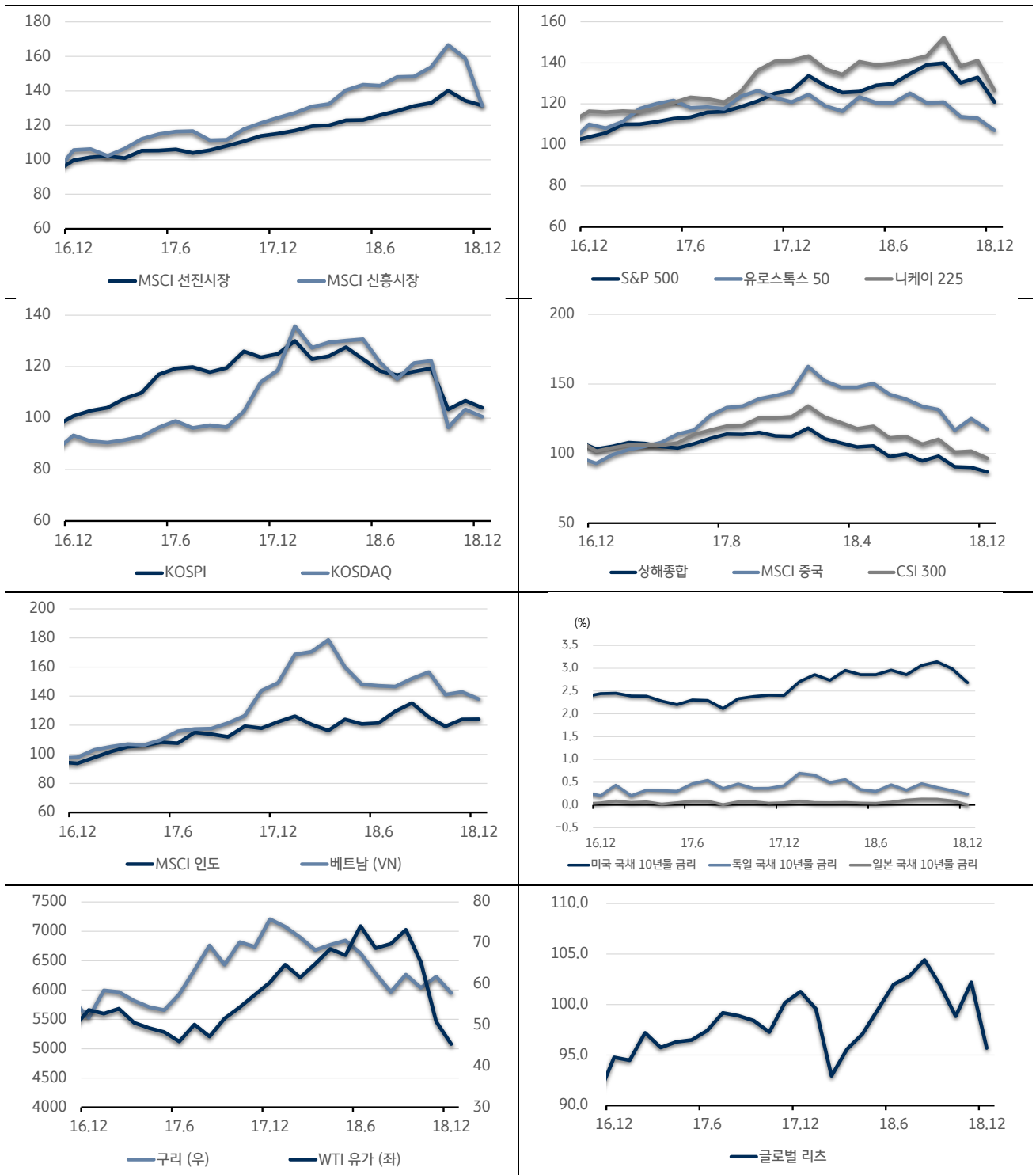
The KB's Core View

자산그룹	자산군	투자선호도		단기 (3개월) 투자포인트	상대가치 (섹터, 지역, 스타일)	
		단기 (3개월)	장기 (1년)		선호	비선호
주식	미국			경기감속 우려는 이익전망 하향 조정으로 나타날 전망. 연준의 기준금리 인상 속도 조절로 지수의 하방 지지력은 높아질 것. 1월 29일로 예상되는 트럼프의 연두교사에서 경제정책 관련 언급 가능성이 있어 주목	에너지, 금융	-
	유럽			경제지표 부진으로 이익전망 하향세가 가파름. 프랑스 마크롱 대통령의 지지율 하락과 영국 브렉시트 우려 등 정치 불확실성도 높음. 위기 시 정책 대응력에 의문이 있어 선진시장 내 선호도 가장 낮게 유지	-	-
	일본			글로벌 경기감속 우려가 높아지고 있어 일본의 밸류에이션 매력에 더욱 주목. 밸류에이션 매력뿐만 아니라 기타 선진시장에 비해 상대적으로 경기가 양호한 상황. 경기감속 시기에 흔치 않은 매력	-	-
	중국			연초 발표한 지출을 인하 및 지방정부 특수채 발행 등으로 통화/재정정책 강도 확대. 3~4월부터 정책효과 가시화 예상. 증시는 긍정적인 무역협상 결과와 추가 재정투자 규모 발표 등을 기다리며 저점을 다지는 중	금융	IT, 자동차
	신흥시장			미국경기 우려와 달러강세는 여전한데 연준의 완화적 제스처로 달러약세 전환 가시화. 추세적 반등까지는 시간이 필요하나, 국제유가 반등과 함께 3~4월 중국의 경기부양책 효과 가시화 전망은 신흥아시아에도 긍정적	베트남, 러시아, 브라질, 인도아 > 중국, 한국	
	한국			한국증시 기업이익 하락은 경기 둔화보다는 반도체의 이익 둔화가 주요 원인. 반도체 이익둔화는 장기적으로 지속될 것. 다만 단기엔 낙폭과대 반등 주목. 장기엔 반도체 중심의 초대형주보단 저평가된 중형주에 관심	스타일-중형주 업종-바이오, 산업재	유틸리티, 반도체
국채	선진시장			미국경제가 당장 금리인하로 전환될 상황은 아니나, 시장금리는 1회 인상~동결을 반영하는 낮은 수준에서 등락 예상. 미중 무역분쟁 타결을 제외하고는 장기금리 상승 요인 많지 않음	중기물	-
	신흥시장			연준의 금리인상 횟수 축소에 따른 미 금리 하락, 달러강세 제한으로 신흥국 부담 감소 예상. 브라질은 새 정부의 연금 투표 등 재정개혁 여부가 방향성 결정하겠으나, 펀더멘털은 개선되고 있어 가격 지지 예상	-	
	한국			미국 금리인상 횟수 축소는 국내 동반 인상 필요성을 낮추고, 일부 인하 기대도 형성 예상. 다만 실제 인하 가능성은 높지 않아 장기물 중심 금리 하락 전망 유지	장기물	-
크레딧	투자등급			금리 하락 기대에도 불구하고 단기간 내 스프레드 축소 유인이 부재한 만큼 미국채 대비 성과 저조할 것. 다만, 환헤지 비용 축소 시점이 빨라진 점은 긍정적 요인. 이제는 신규 투자에 대한 고민이 필요한 시점	A 급 중장기물	
	하이일드			하이일드 채권은 유가 회복 시 스프레드 되돌림 기대하나 단기간 내 투자 심리 회복 어려울 것. 불안한 유가, 투자자금 유출에 따른 추가 조정 가능성 유의. 시니어론은 자본 손실 가능성이 높아진 만큼 비중 축소 필요	-	시니어론
	한국			국내 금리인상 여려 제한 및 미 금리인상 둔화 등 국내 금리 상승 요인 제한되어 절대금리 측면에서 투자매력 높은 상황. 금리 하향안정화 가능성 감안 시 상대적으로 캐리매력이 높은 크레딧물 수요 지속 예상	AA 급 회사채 여전채	-
대체투자	원자재			현재 국제유가 하락은 과도하다고 판단. 초과공급 우려 완화되면서 국제유가는 상승할 전망. 금 가격은 글로벌 경기 둔화 우려 및 미국 등 정치 불확실성으로 인해 상승할 전망	원유, 금 ETF	-
	리츠			미국 부동산 가격의 고점 여부가 쟁점으로 부각되고 있어 당분간 보수적인 자세를 유지. 증시에서는 부동산/리츠 주식의 금리 민감도가 높아 향후 주식시장 평균의 수익률이 예상되어 중립 의견	Industrial	Retail

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 (국채 10년물 금리 제외)



봄이 오는 소리

신동준 Chief Strategist | dongjun.shin@kbfg.com

작년 이맘 때와는 달리, 2019년 경제와 투자환경을 바라보는 시각이 긍정적이지 않다. 중국과 유럽경제에 이어 최근 미국경제마저 둔화 조짐을 보이면서 글로벌 경기둔화 우려는 점점 더 커지고 있다. 미국의 장단기 금리차는 빠르게 축소되면서 미래의 어두운 경제를 시사하는 중이다. 지난 몇 년간 전세계 증시를 주도했던 미국의 대형기술주들 역시 비용상승과 보안문제로 주도력을 상실했다. 미국 양국은 드디어 무역분쟁 봉합을 위해 움직이고 있지만, 자국의 입장만을 반복해서 주장하면서 시장의 불안감을 잠재우지 못하고 있다. 국내 투자자들의 자산배분전략 역시 한쪽으로 급격히 쏠리는 중이다. 주식비중 축소와 현금 확보, 달러 및 원화 장기채권 투자 확대는 이제 컨센서스가 되었다. 이러한 흐름은 달러강세와 무역분쟁의 부정적 영향이 극대화되는 1분기까지 이어질 것으로 예상된다. 그러나 어려운 투자 환경 가운데에서도 투자의 기회는 존재한다. 몇 가지 기회 요인들을 살펴보자.

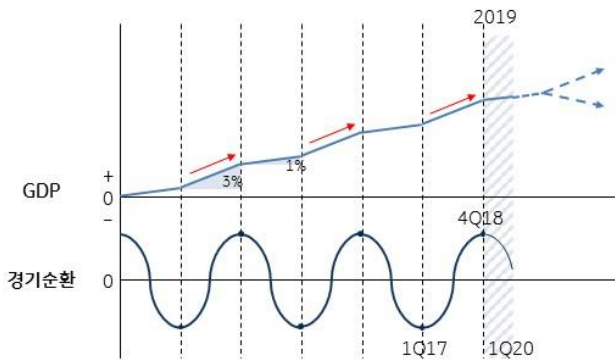
오랜만에 엇갈리는 미국경제의 장단기 흐름

첫째, 오랜만에 미국경제의 장단기 경기흐름이 엇갈린다. 금융위기 이후 116개월째 이어지고 있는 미국경제의 장기팽창국면은 2019년에도 지속될 것이다. 경제가 침체에 빠지기 위해서는 사전에 과잉부채와 대출, 과잉투자과 소비, 과잉재고 등이 쌓여야 하는데 현재 미국경제는 그런 조짐이 별로 없다. 전미경제연구소 (NBER)에 따르면 경기침체 (recession)는 실질성장률 (GDP)이 전기대비 두 분기 이상

연속해서 감소한 경우를 의미한다. 그러나 과거 경기침체 직전 전년대비 10~15%씩 증가하던 미국 상업은행의 대출증가율은 현재 아직 3%대에 머물고 있고, 가계는 금융위기 이후 부채를 지속적으로 줄여오고 있다. 이런 상황에서 경기침체를 논하기는 너무 이르다. 뉴욕 등 지역연방은행들이 추정하는 1년 뒤의 경기침체 확률도 약 16% 수준으로 여전히 낮다.



2019년 미국경제, 장기추세와 단기순환의 엇갈림



자료: KB증권

다만, 금융투자의 관점에서는 이러한 장기사이클보다는 잠재성장률을 중심으로 경제가 올라가고 있는지 (경기확장국면) 또는 내려가고 있는지 (경기수축국면)를 판단하는 1년 반~2년 주기의 단기사이클이 중요한데, 미국경제의 경기확장국면은 2017년 1분기를 저점으로 올라가기 시작해서 2018년 4분기에 정점에 도달한 것으로 추정된다. 즉, 2019년부터 미국경제는 아직 잠재성장률 위에 있기는 하지만 내려가기 시작하는 감속성장에 진입할 것이라는 의미다.

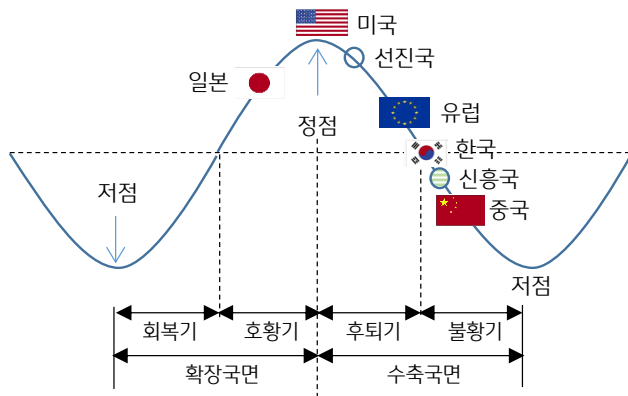
적어도 감속성장이 시작되는 2019년 상반기 중에는 지난 2년간의 경기확장국면에서 전세계 증시를 이끌었던 미국주식과 대형기술주의 주도력은 약화될 것이다. 해외매출 비중이 각각 50%, 80%가 넘는 미국 IT와 반도체 기업들을 중심으로 달러강세의 부정적 영향이 나타나면서, S&P500 기업들의 2019년 주당순이익 (EPS) 증가율 전망도 현재 약 10%에서 1분기에는 3~5%까지 대폭 낮아질 전망이다.

경제성장의 추세는 꺾이지 않았지만 속도가 줄어드는 만큼, 지금처럼 매 분기마다 기준금리를 인상하는 패턴도 완화될 것이다. 미국 연방준비제도 (Fed)는 금리인상의 속도조절을 통해 수익률곡선 역전을 방어하고, 경기상승국면을 장기화하려는 의도를 가지고 있다. 파월 미 연준의장은 “자연실업률 등 불확실한 경제지표 추정치에 과도하게 의존했던 1960~1980년대와 달리 조심스러웠던

1990년대의 연준을 추구할 것”임을 여러 차례 시사했다. 자연실업률과 잠재성장률, 중립금리 등이 모두 불확실한 ‘추정치’인 만큼, 확실한 인플레이션 조짐이 보일 때까지 금리인상을 조심스러운 속도로 해나가겠다는 의미다. 2018년 12월 연방공개시장위원회 (FOMC)에서 기준금리를 중립금리 추정치의 하단인 2.50%까지 올려놓은 만큼, 올해부터 연준의 금리인상은 속도조절에 들어갈 것으로 예상된다. 연내 한차례의 금리인상을 예상하지만, 향후 ‘일시 멈춤’의 시그널을 보낼 수 있다. 경기침체가 두려워 금리인상을 종료하는 것이 아니라 경기감속 시기에 속도조절에 나서는 것이기 때문에 일시적으로 멈출 수도 또는 후퇴 (인하)할 수도 있다는 얘기다. 1990년대 중반 이후 5년 동안 연준은 강한 경제성장에도 불구하고, 인플레이션을 기반으로 단 한차례 금리인상에 그치는 등 조심스러운 통화정책을 선보였다. 그 결과 경기상승국면과 주가상승은 장기화되고 미국의 수익률곡선 (10년-2년 금리차)은 역전을 피한 채 4년 동안 평균 0.34%포인트의 좁은 범위에서 오랫동안 유지되었다. 파월 의장은 이러한 ‘1990년대의 조심스러운 연준’을 추구하고 있다. 점도표의 하향 조정은 계속될 것이다.



단기사이클상 국가별 위치 (2018년 4분기 현재)



자료: KB증권

2019년 중반쯤에는 미국과 중국경제의 단기사이클도 엇갈릴 것

둘째, 3~4월부터는 미국과 중국경제의 단기사이클도 엇갈릴 가능성이 높다. 무역분쟁의 부정적 영향이 집중될 1분기를 전후하여 미국경제의 성장률과 기업이익 전망 추정치가 가파르게 하향 조정될 것이다. 경기둔화가 빠르게 진행되고 있는 중국의 경제성장률 역시 상반기에는 6%를 하회할 가능성이 높는데, 역설적으로 이러한 1분기의 위기 상황은 미중 양국을 의미 있는 협상 테이블로 이끌어 낼 것으로 기대한다. 한편 중국은 2018년 하반기부터 지급준비를 인하와 유동성 공급, 인프라투자를 위한 지방정부채 발행 한도 확대 등 완화적 통화정책과 재정정책 기조를 이어가고 있다. 정책효과의 시차를 고려하면 3~4월부터는 단기사이클상 중국의 경제지표도 점차 개선되는 모습을 보일 것으로 예상된다. 중국경제는 2분기 중 저점을 형성할 전망이다. 중국은 점진적인 금융시장 개방과 위안화 절상 유도, 그리고 산업측면에서는 제조업의 전격적이고 전면적인 개방을 현실적인 카드로 제시할 것이다.



중국과 한국 주식시장은 무역분쟁의 부정적 영향을 선반영하면서 폭락한 가격조정을 겪었다. 미국 증시 급락이 중국과 한국에 미치는 충격과 변동성은 이미 2018년 10월을 기점으로 감소하고 있다. 코스피 (KOSPI)의 경우, 기업들의 2019년 주당순이익 (EPS)이 작년보다 5% 감소한다는 보수적인 가정하에 금융위기 이후 가장 낮았던 2012년 평균 주가수익배율 (PER) 8.8배를 적용한 적정주가는 1,970pt 수준이다. 중국과 한국 주식은 추가 가격 조정의 위험이 아직 남아 있고, 기업이익 전망도 여전히 감소하고 있다. 그러나 저점에 근접한 중국경제와 선제적인 가격조정, 그리고 저평가 매력을 감안한다면, 지금은 달러채권과 원화 장기국채 매수 등으로 포트폴리오 수익률을 방어하더라도, 다가오는 1분기 말~2분기 초부터는 중국과 한국 등 신흥아시아 주식의 새로운 진입 시점을 모색해야 한다.

1분기 중 한국과 미국의 장기금리는 미국과 중국의 경제 및 주식시장에 부정적 여파들이 집중되면서 더 하락할 것이다. 연준의 금리인상 속도조절과 중국의 대출금리 인하 전망으로 뒤늦게 채권투자 자금도 유입되기 시작했다. 불황의 한복판에 있는 중국경제와 감속성장 초기인 미국경제의 영향으로 상반기 중에는 경기침체에 대한 공포가 증폭될 수 있다. 그러나 3~4월부터는 반대로 채권투자 비중을 조금씩 줄여나가야 한다. 시간이 흐를수록 미국경제의 건조한 장기흐름이 확인될 것이며, 중국경제는 2분기에 바닥을 다지는 신호들이 나타날 가능성이 높기 때문이다. 경기부양에 나설 중국인민은행의 대출금리 인하가 이를 알리는 신호탄이 될 것으로 예상된다.

주식 자산그룹의 3개월

투자선호도를 비중축소 (3)에서
모두 중립 (4)으로 하향조정한다.

중국과 신흥시장의 1년

투자선호도는 비중확대 (5)를

유지하지만, 상대가치 측면에서

한국 (4)과 유럽 (3)은 각각 중립
및 비중축소 (3)로 하향조정했다.

양국은 경기부진에도 불구하고

경제정책 변화가 미미했고, 한국은
통화약세폭도 충분치 못했다.

선진시장 국채와 한국국채,

한국크레딧의 3개월 투자선호도는

비중확대 (5) 의견을 유지하지만,

1년 투자선호도는 모두 중립

(4)으로 하향조정했다.





과도한 경기 우려, 3월 이후 개선 가능성

장재철 Chief Economist | jaechul.chang@kbf.com

중국과 미국의 경제지표 부진으로 글로벌 경제에 대한 우려 심화

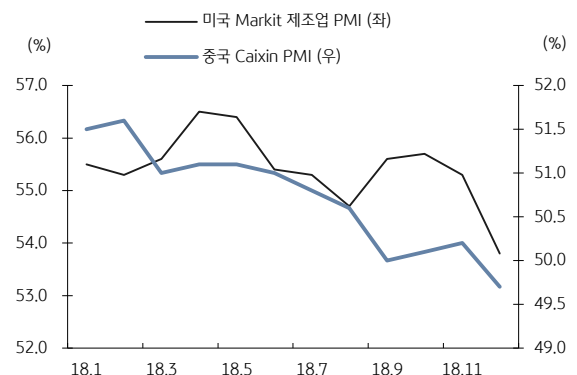
지난 연말 이후 발표되는 중국과 미국의 주요 경기지표들이 예상보다 부진한 모습을 보이고 있어 이들 국가뿐만 아니라 글로벌 경제의 향후 전망에 대한 우려가 커지고 있다. 중국의 지난해 11월 수출과 수입은 각각 전년동월대비 5.4%와 3.0% 증가했다. 10%대 증가의 시장 예상치를 크게 하회해 중국 상품에 대한 대내외 수요가 예상보다 부진했음을 시사한 것이다. 중국 제조업 체감경기를 나타내는 차이신 구매관리자지수 (PMI)는 지난 12월에 49.7을 기록해 기준치 50을 하회함으로써 제조업 경기가 수축국면으로 진입했을 가능성을 높였다. 특히 세부지표 중

신규수주에 대한 지수는 2016년 6월 이후 처음으로 하락한 것이다. 소매판매는 지난 11월 전년동월대비 8.1% 증가했는데, 이는 2003년 5월 이래 가장 낮은 증가세로 기록되었다. 이러한 중국 경제지표의 부진은

정부의 경제개혁과 미중 무역분쟁의 여파를 반영한 결과로 판단된다. 한편 미국은 양호한 취업자수 증가와 소비 증가세에도 불구하고, 미 연준의 가파른 정책금리 인상에 대한 우려와 연방정부 기능의 부분적 마비 등으로 경제심리 악화가 예상된다. 특히 지난 12월의 ISM제조업 PMI는

54.1로 전달보다 5.2 포인트나 하락하며 2016년 11월 이래 가장 낮은 수준을 기록했다. 이는 신규수주와 생산 증가, 고용창출 등의 지표가 급격하게 하락한 결과로 향후 추가적인 경기 둔화 가능성을 높였다. 최근의 미국 주식시장 부진과 경제지표의 추가적인 둔화 가능성은 미 연준의 향후 금리 인상 가능성을 크게 낮추었다. 지난 12월 미 연준은 2019년 중 두 번의 금리 인상을 시사했으나, 2019년 1월 현재 시장에서는 2019년 말까지 금리 인상보다는 동결 내지 인하 가능성이 높아지고 있다. 이로 인해 미국의 10년물 국채금리가 지난해 연말보다 10bp 하락해 2.6%를 하회했다.

미국과 중국의 제조업 PMI 지수 추이



자료: 블룸버그, KB증권

미국 및 글로벌 경제, 아직 경기침체를 우려할 수준은 아님

최근 글로벌 금융시장의 변동성은 글로벌 경제 및 미국의 경제 기초 여건에 대한 과도한 우려에 따른 결과로 판단된다. 중국의 경제성장률 하락이 예상보다 빨랐던 것은 사실이나, 인디아나 브라질 등이 양호한 모습을 유지해 신흥시장국 전체로는 성장세가 크게 악화되지 않았다. 미국 또한 일부 경제지표의 부진에도 불구하고 2019년 경제성장률이 잠재성장률을 상회하는 2.3%로 예상된다. 시장의 과잉반응은 경기둔화가 경기침체로 전개될 가능성을 높게 보았기 때문이다. 그러나 다음의 두 가지 이유에서



이러한 반응은 과도했다는 판단이다. 우선 중국은 지난해 하반기부터 필요지불준비율의 인하와 유동성 공급, 인프라투자 재개를 위한 지방정부의 채권발행 한도 확대 등 완화적인 통화정책과 재정정책 기조를 유지하고 있다. 정책효과의 시차를 고려하면 2019년 초부터는 중국의

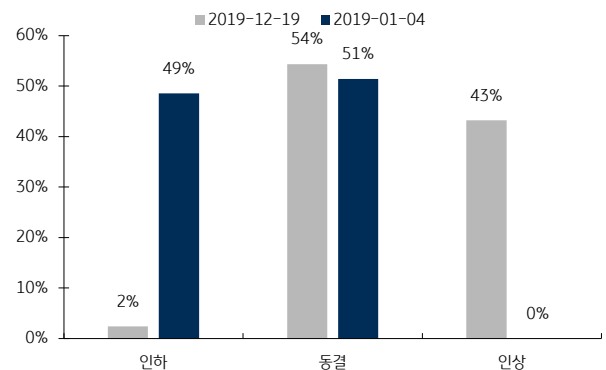
경제지표가 이러한 정책을 반영하며 점차 개선되는 모습을 보일 전망이다. 두 번째로 미국의 경우에도 미 연준의 정책금리 인상이 지연되거나 인상 횟수가 줄어드는 것은 상대적으로 완화적인 통화정책 기조를 의미하는 것으로 경기와 시장에는 긍정적인 요인이다. 특히 연준의 금리 인상이 지연되거나 인상 횟수가 줄어들 경우, 미국의 장단기 금리 역전이 지연되면서 경기침체 대한 우려가 다소 개선될 전망이다.

3월 이후 경기 개선 가능성에 주목

2019년 글로벌 경제전망에서 가장 중요한 부분은 미중 무역분쟁의 향방이었다. 지난 12월 1일 미중 정상회담 이후 미국은 중국산 수입품에 대한 관세율 (10% → 25%) 인상을 2019년 3월 1일까지 90일 유예했다. 이는 미국이 2019년 초부터 중국산 수입품에 대해 25%의 고율관세를 부과하는 데 따른 여파로 인해 미국과 중국 경제지표가 악화될 것으로 예상되는 2분기에야 양국의 무역분쟁이 해결될 수 있으리라는 기존 KB증권 전망과는 다소 다른 결과였다. 그러나 미중 무역분쟁의 여파 등으로 지난해 말부터 양국의 주요 경제지표가 약세를 보이고 있다는 점과 양국 정상급의 경기 부진에 대한 정치적 부담이 증가했다는

점은 3월로 예정된 미중 무역협상에서 긍정적인 결과가 나타날 가능성을 높이고 있다. 특히 미 연준이 3월 (19-20일) 정책금리를 결정하는 연방공개시장위원회 (FOMC) 회의에서 금리 인상 횟수를 줄이거나 더 완화적인 스탠스를 확인할 경우, 그동안 경제심리를 제약해 왔던 미중 무역분쟁에 대한 불확실성이 해소되는 가운데 연준의 가파른 금리 정상화에 대한 우려까지 줄어드는 계기가 될 것이다.

미국 연준의 현재 (2.5%) 대비 2019년 말 금리 인상 가능성



자료: 블룸버그, KB증권

게다가 중국의 경기부양책 효과로 경제지표 개선이 가시화될 경우 아시아 및 다른 지역의 신흥시장국 경기에도 긍정적인 영향이 예상되며, 원자재 가격의 상승 요인으로 작용함으로써 글로벌 경제 전체의 체감경기를 개선시킬 전망이다. 그러나 이러한 기대와 달리 3월 초 미중 양국이 무역분쟁에 대한 합의점을 찾지 못하고 상호 고율관세를 부과하는 무역전쟁으로 전개될 경우, 2분기 이후 글로벌 경제의 둔화는 가속화되고, 2020년의 미국 및 글로벌 경제의 침체 가능성은 높아질 것이다. 따라서 글로벌 경제와 금융시장은 2019년 3월 초까지는 비관론과 경기개선에 대한 기대 사이에서 혼조세가 예상된다.

용어설명

bp (베이스스포인트): 금리나 수익률을 나타내는 데 사용하는 기본 단위로 100분의 1%를 의미함



2019년 유망 ETF 포트폴리오

공원배 선임연구원 | wb.kong@kbfg.com

2019년 ETF 포트폴리오는 무역분쟁 국면별 ‘스위칭 전략’이 핵심 → 시나리오별 2개의 포트폴리오 제시

2019년 ETF 포트폴리오 전략과 전술에 있어서 가장 중요하게 고려할 사항은 1) 미중 무역분쟁 추이, 2) 달러강세 기조의 전환 여부라 판단된다. 최근 무역분쟁 이슈와 달러강세 기조가 글로벌 위험자산군 (주식)에 가장 민감한 가격 변수로 작용하고 있기 때문이다. 2가지 변수들은 가격을 변동시키는 요인일 뿐만 아니라 자산 간 그리고 지역 간 상관관계 (동조화)를 높이고 있어, 해당 변수들이 변한다면 포트폴리오 전반에 대한 교체가 필요할 수 있다. 따라서, 2019년 ETF 포트폴리오는 국면의 변화에 따라 핵심 ETF (Core ETF)를 비롯한 선호 지역이나 섹터 등 전반적인 ETF 종목들을 교체하는 ‘스위칭 전략’이 핵심이 될 것으로 전망한다.

KB증권은 무역분쟁이 지속 또는 완화되는 2가지 국면에 따른 시나리오별 2019년 유망 ETF 포트폴리오를 제시한다. 시나리오 #1은 미중 무역분쟁이 지속될 경우의 포트폴리오로 미국 방어주 중심의 ETF를 핵심 ETF로 추천한다 (표 1 참고).

시나리오 #2는 미중 무역분쟁이 완화국면으로 전환될 경우의 포트폴리오이다. 포트폴리오의 핵심 ETF를 미국 방어주에서 신흥국 ETF (신흥국 전반, 중국, 한국)로 교체하고, 경기민감 업종 및 기술주에 대한 비중을 점진적으로 확대하는 전략이 유효할 것으로 판단된다 (표 2 참고).



포트폴리오의 통화 전략과 대체투자 자산군에서의 기회 가능성

ETF 포트폴리오는 원화를 기준으로 투자하는 글로벌 포트폴리오이기 때문에 포트폴리오의 성과는 시세차익과 환차익의 조합으로 결정된다. KB증권은 1분기 중 달러 가치 (달러 인덱스)가 고점을 형성한 후 점진적으로 하락할 것으로 전망한다. 1분기까지는 달러 자산에 대한 환 노출 전략을 활용하고, 그 이후에는 글로벌

자산에 대한 유로화 및 신흥국 통화 (한국 원, 중국 위안 등)의 노출도를 높여가는 전략을 권고한다. 한편 2019년은 원유, 금 등 대체투자 자산군에서 상대적인 기회요인이 발생할 가능성이 높다. 유가가 하방 경직성을 보일 가능성이 높고 안전자산으로서 금의 가치가 상승하고 있어 원자재 관련 ETF에도 주목할 필요가 있다.

표 1. 시나리오 #1 유망 ETF 포트폴리오

포트폴리오 #1 : 미중 무역분쟁이 지속될 경우				
자산 그룹	자산군 및 ETF 유형	ETF 티커	포트폴리오 내 개별 ETF 선호도	투자포인트
주식	미국 주식 통신 섹터	IYZ US		미국 주식형 ETF를 포트폴리오의 Core ETF (핵심)로 제시함. 미국 기술주와 시크리컬 ETF의 비중을 축소하고, 경기방어주 성향의 ETF에 대한 비중 확대 필요. 섹터 전략으로는 미중 무역분쟁에서 상대적으로 덜 민감한 섹터에 대한 투자 선호. 해당 섹터 ETF는 전통적인 통신 업종 투자의 IYZ, 음식료 업종의 비중이 높은 필수소비재 ETF XLP, 유틸리티 ETF XLU를 추천함. 포트폴리오에는 방어주 섹터와 제한적으로 기술주 테마 (미디어 PBS) ETF를 동시에 담아가는 바벨 전략 활용 권고
	미국 주식 필수소비재 섹터	XLP US		
	미국 주식 유틸리티 섹터	XLU US		
	미국 주식 미디어 테마	PBS US		
	신홍국 주식 베트남 지수	245710 KS		신홍국 중에서는 베트남과 러시아 투자 ETF 선호. 밸류에이션 매력에 따른 상승 여력이 충분한 베트남 VN30 지수 투자 유효. 고유가로 인한 자원 부족 러시아의 단기적 수혜 예상. 신홍국 투자 시 시세차익 부분을 환차손이 크게 훼손하지는 않을 전망
	신홍국 주식 러시아 지수	ERUS US		
	국내 주식 고배당 테마	161510 KS		연말 주주환원정책에 따른 배당성향 확대 기대. 추천 고배당 ETF는 정유주의 편입 비중이 높아 국제 유가 상승으로 강한 업종 모멘텀과 연말배당 모멘텀을 동시에 보유. 국내 스타일 전략에 있어서는 퀄리티와 성장성을 동시에 지닌 ETF 선호
	국내 주식 스타일 전략	244660 KS		
채권	한국 국채 장기물	273130 KS		한국 금리인상 가능성 존재하지만, 시장금리는 하락 전망. 미국의 경우 연준의 금리인상 기초가 유효하나, 미국 국채에 대한 수요는 지속 가능. 미국 국채에 투자하되 1년 이상의 중장기국채에 분산 투자하는 GOVT를 중장기 관점에서 편입 권고. 단기 현금성 자산 확보를 위한 초단기 국채 (3개월 미만) 투자 ETF BIL 편입. 채권 자산군은 적극적인 자본 차익이 아닌 포트폴리오 관점의 접근 권고
	미국 국채 중장기물	GOVT US		
	미국 국채 초단기물	BIL US		
대체 및 하이브리드	미국 대체 에너지	XLE US		유가는 상승보다는 높은 수준의 가격에서 횡보 및 안정화가 투자 포인트. 유가 박스권 유지 시 정제 마진이 확대되는 정유 기업 ETF인 XLE 추천. 금 자산의 경우 최근 하방 경직성은 존재하나 달러강세가 금 가격을 억누르고 있음. 따라서 환율 포지션 내장 ETF GLDW 추천 (Long USD + Long Gold와 유사한 포지션 조합)
	금 + FX	GLDW US		

자료: KB증권

표 2. 시나리오 #2 유망 ETF 포트폴리오

포트폴리오 #2 : 미중 무역분쟁이 완화 국면으로 접어들 경우				
자산 그룹	자산군 및 ETF 유형	ETF 티커	포트폴리오 내 개별 ETF 선호도	투자포인트
주식	미국 주식 커뮤니케이션 섹터	VOX US		미국은 기술주 주도의 모멘텀이 재차 강하게 나타나면서 강세장을 재현할 가능성은 낮음. 기술주의 경우 넓은 범위의 테마보다는 압축된 테마 ETF 위주의 편입 유효. 기술주 하락의 주된 원인이었던 보안관련 테마 ETF인 HACK 편입. 섹터면에서는 GICS 개편에 따른 수급 이벤트가 마무리 되었고 중장기 성장성이 높은 섹터 (FAANG 5개 중 3개 포함)로 개편된 커뮤니케이션 ETF 선호. 또한 헬스케어 업종에 투자하되 정부 규제에서 상대적으로 자유로운 스몰캡 종목 보유 ETF PSCH 편입
	미국 주식 스몰캡 헬스케어 섹터	PSCH US		
	미국 주식 IT보안 테마	HACK US		
	신홍국 주식 전반	IEMG US		미중 무역분쟁 완화 사이클 진입 시 수혜는 신홍국에 더 크게 나타날 수 있어 신홍국 주식형 ETF를 포트폴리오 내 Core ETF로 교체. 신홍국 전반에 분산투자 가능한 IEMG 추천. 미중 무역분쟁에 가장 민감하게 반응했던 중국은 그만큼 강한 반등 가능성도 존재. 다만, 중국 투자 시 1) 금융과 인터넷 기업 비중이 낮고, 2) MSCI와 FTSE의 A주 편입 확대에 따른 수혜가 가능한 A주 관련 ETF의 선별적 편입 유효. 한국 증시에 투자하는 시장 지수형 ETF 중 KOSPI200과 KOSDAQ150지수 사이의 중간 정도 변동성 수준을 가진 통합형 지수 KRX300 ETF를 선호함. 인디아는 고유가와 재정확대 정책으로 급락을 보였지만 선거가 마무리 되는 5월 이후 재정 건전성과 루피 통화 역시 안정화될 것으로 전망
	신홍국 주식 중국 지수	KBA US		
	신홍국 주식 한국 지수	292050 KS		
	신홍국 주식 인디아 지수	EPI US		
	신홍국 주식 베트남 지수	245710 KS		
	국내 주식 스타일 전략	244660 KS		
	국내 주식 스타일 전략	244660 KS		스마트베타의 팩트 중 퀄리티와 성장 팩터를 혼합한 멀티팩터 ETF의 양호한 성과 기대 가능
채권	한국 국채 장기물	273130 KS		무역분쟁 완화 시에도 한국 국채와 미국 국채 ETF에 대한 편입 유지. 초단기 국채 ETF인 BIL은 제외. 해당 시나리오에서는 위험자산에 대한 선호도가 확대되는 국면으로 채권 자산군에 대한 비중 축소를 권고
	미국 국채 중장기물	GOVT US		
통화	유로화	FXE US		1분기 달러 인덱스의 고점 형성 전망, 이후 유로 통화의 절상 가능성에 주목 필요
대체 및 하이브리드	미국 대체 에너지 MLP	AMLPL US		원자재는 달러 자산과 역의 상관관계가 강하게 나타나고 있어 달러강세 기조 변화 시 전술적 변화가 필요. 유가와 금 자산에 대한 투자를 지속하되 유가의 경우 박스권 횡보와 인프라 투자 확대 가능성이 따른 MLP 투자 ETF로 교체. 금의 경우 환율 옵션이 내장된 GLDW → 순수하게 금 가격을 추종하는 GLD ETF로 교체
	금	GLD US		

자료: KB증권



중국, 기준금리 인하는 경기반등의 신호탄

김두언 수석연구원 | kimdooun@kbf.com

중국 경기 우려 확산

2019년 새해가 시작함과 동시에 중국의 경기 둔화 심화에 대한 우려가 확산되고 있다. 중국 경기 전반을 아우르는 PMI 제조업지수가 기준선 (50)을 하회했다. PMI 제조업지수가 기준선을 하회했다는 것은 중국의 경기가 수축국면에 들어갔다는 것을 의미한다. 특히, 중국 해안과 본토 지역 기업 전부를 아우르는 통계국 PMI 제조업지수에 이어서, 동부 해안지역의 수출 기업들을 주로 다루는 차이신 PMI 제조업지수가 기준선을 하회했다. 양 기관 (통계국, 차이신)에서 발표하는 PMI 제조업지수가 동반해서 수축국면에 진입한 것은 지난 2016년 2월 이후 약 3년 만이다.

보다 주목할 부분은 PMI 제조업지수 세부 지표들의 발표 내용이 경기 수축 국면으로의 진입 가능성을 암시하고 있다는 점이다. 실제로 12개 세부지표 (5개 메인+7개 보조) 전체 중에서 지난달에 비해 상승세를 보인 지표는 주문 받은 제품이 얼마나 빠르게 업체에게 배달되는지를 판단하는 공급업체의 인도지연 (backlog order) 지수 하나뿐이다. 지난해 3분기 집중되었던 두 번의 관세 부과에 대한 부담이 중국 PMI 제조업지수 내 신규수주와 수출주문의 동반 하락을 이끌고 있다. 여기에 소매판매 둔화를 중심으로 내수 경기 부진이 더해지면서 수입량마저 급감했다. 지난 11월 전년 대비 3.0% 증가 (컨센서스 14.0%)에 그친 수입 증가를 둔화에 이어서 수입량의 선행지표인 12월 차이신 PMI 제조업 수입지수가 지난 2016년 2월 이후 가장 낮은 수준인 46.9%를

기록했다. 중국 내수 경기 둔화에 따른 수입 부진이 지속될 개연성이 있다.

향후 중국의 수출에 이목이 쏠리고 있다. 미중 무역분쟁이 격화되는 가운데에도 견고한 상승세를 보인 중국의 수출 증가율이 연초부터 빠르게 둔화될 가능성이 있다. 실제로 중국 수출 증가율이 5개월 선행성을 보이는 차이신 PMI 제조업 수출주문지수가 12월 들어 추가 하락했다. 지금과 같은 흐름이라면, 지난해 연말의 두자릿대 증가율에 따른 기저가 반영되는 12월 중국의 수출 증가율은 전년대비 마이너스 (-) 증가 가능성이 있다. 중국 수출의 역성장에 대한 대비가 필요한 시점이다.

중국 정부 적극적으로 경기 방어 의지를 피력

한편 중국 정부가 적극적으로 경기 방어 의지를 피력하고 있다는 점은 경기センチメント 측면에서는 긍정적이다. 실제로 지난해 연말부터 중국 정부가 빠르게 움직이고 있다. 연말 개최된 경제공작회의를 전후로 대규모 감세와 함께 지방정부의 특수목적 채권 발행을 늘리는 등의 적극적인 재정 정책을 피력하고 나섰다. 특히 중국의 향후 정책의 방향성을 설정하는 경제공작회의에서는 7대 경제정책 방향을 설정하고 구체적인 조치를 발표했다. 첫째, 제조업의 질적 발전을 위해 지적권 보호 및 운용을 강화한다. 둘째, 내수 경기 강화를 위해 세제 개편과 더불어 5G 상용화, 인공지능, 사물인터넷 등의 혁신소비상품과 인프라 구축을

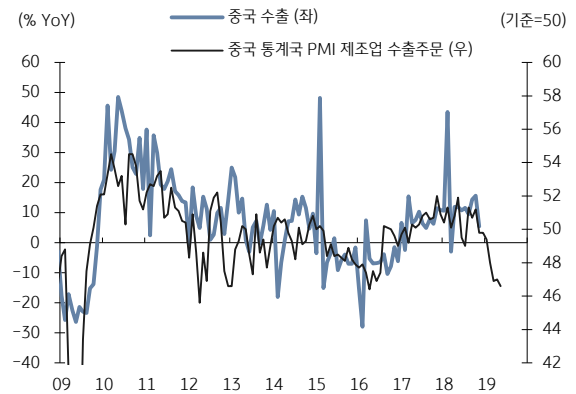
통해 소비를 업그레이드 한다. 셋째, 농촌진흥전략으로 농업의 현대화를 추진한다. 넷째, 지역균형 발전을 위해 도시화와 함께 지역통합을 추진한다. 다섯째, 경제 시스템 개혁을 위해 국유기업 개혁을 가속화하고 금융인프라 개혁을 단행한다. 여섯째, 전방위 대외 개방을 위해 시장진입 규제를 완화하고 수입 간소화를 추진한다. 일곱째, 민생개선을 위해 사회보장제도를 구축하고, 주택안정 보장을 우선시한다.

또한 중국 인민은행 (PBoC)이 새해부터 공격적인 완화정책을 단행하고 나섰다. 춘절 연휴를 앞둔 자금 수요에 대응할 필요성으로 1월 15일과 25일 두 차례에 걸쳐 각각 50bp씩 총 100bp 지급준비율을 인하하기로 했다. 대형은행기준율은 기존 14.5%에서 13.5%로, 중소형은행은 기존 12.5%에서 11.5%로 인하된다. 지난 3분기까지 지속적으로 성명서에서 언급해 왔던 ‘신중하고 중립적인 (prudent and neutral) 통화정책’이라는 문구에서 ‘중립적인 (neutral)’이라는 표현을 삭제하며, 경기 상황에 따라 선제적이고 유연한 통화정책을 펼칠 것이라는 지난 통화정책에서의 다짐을 반영한 처사이다. 이번 인하조치는 정부의 적극적인 재정정책과 함께 자금난을 겪는 민영기업과 중소기업들의 숨통을 틔어 줄 하나의 방안이 될 전망이다. 실제로 이번 인하조치로 인해 1분기 만기가 돌아오는 유동성지원창구 (MLF)의 대출 회수분을 제외한 8천억 위안 규모의 유동성이 시중에 풀릴 전망이다. 만약, 기준율 인하와 같은 완화적인 정책에도 불구하고 중국 경기의 둔화가 지속된다면, 그동안 고수해온 디레버리징 (부채감축)정책에 변화를 줄 가능성이 있다. 인민은행은 지난 2015년 10월 이후 단 한번도 변동이 없었던 기준금리 (1년 대출금리)까지도 인하할 가능성이 있다.

중국경제, 2분기 중 저점 형성 전망

미중 무역분쟁의 합의라는 충분조건이 충족되어야 한다는 가정을 깔고 있지만, 2019년 2분기에는 중국 경기가 단기 저점을 형성할 전망이다. 물론 여전히 장기 추세선 (100)을 하회하여 경기는 수축국면에 놓여 있지만, 중국 실물경기 12개월 선행하는 OECD 중국 경기 선행지수가 지난 7월을 저점으로 3개월 연속 상승세를 이어가고 있다. 중국의 기준금리 (대출금리) 인하가 경기 저점을 확인하는 신호탄이 될 것이다.

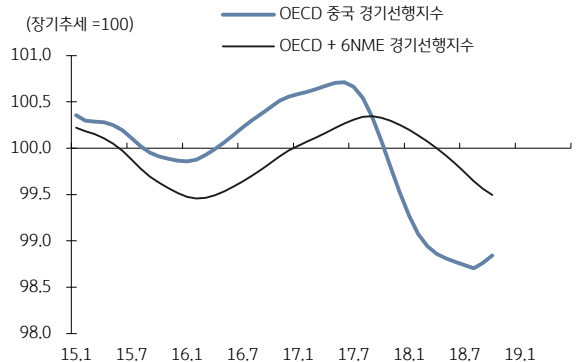
중국 수출 증가율 추가 둔화 가능성 높아



자료: CEIC, KB증권 전망

주: 시차상관관계를 감안하여 통계국 PMI 제조업 수출주문지수 5개월 선행

중국을 비롯한 글로벌 경기 둔화 지속에 대비



자료: OECD, KB증권





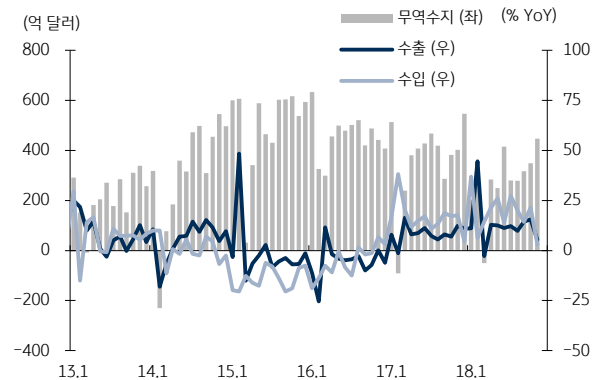
중국 증시 하방 압력 해소, 3월 무역협상 및 전인대 주목

박수현 수석연구원 | shpark@kbfg.com

상해종합지수, 증시 하방 압력 해소

1분기 중국증시는 대내외 리스크가 점차 완화되는 모습을 보이면서 하방 압력이 해소될 것으로 예상된다. 먼저 90일간의 무역협상 기간 동안 미중 양국의 무역협상 진전이 가속화될 조짐들이 나타나고 있다. 1월 7~9일 완료된 무역협상 이후 미국무역대표부는 중국이 미국산 에너지와 농산물 등의 수입을 확대할 것이라고 발표한 바 있다. 다만 지식재산권 보호 등 핵심 쟁점은 추후 진행될 고위급 인사의 협상과정에서 구체화될 것으로 보인다. 중국이 협상타결에 강한 의지를 보이게 된 가장 직접적인 요인은 경기둔화에 대한 우려가 확대되고 있기 때문이다. 중국의 11월 무역지표는 수입이 전년대비 3.0% 증가해 수출 (전년대비 +5.4%)보다 더욱 악화되었다. 전년대비 원자재 수입물량 기준으로는 원유 +15.7%, 석탄 -13.1%, 철광석이 -8.8%를 기록했다. 원유는 전월치인 +25.3%를 하회했으나 플러스 성장을 유지했다. 석탄과 철광석은 전월치인 +8.5%, +11.2%를 크게 하회하면서 내수경기 증가세 둔화 우려가 확대되었다. 그러나 12월 경제공작회의에서 발표한 지방정부 특수채 추가 승인, 1월 4일 발표한 지준을 인하 시행과 연이어 1월 8일 공개한 내수부양 정책으로 대내적인 경기하강 부담이 한층 낮아질 것으로 예상된다.

중국 수출입 증가율 추이



자료: CEIC, KB증권

경기 및 기업이익 둔화 우려 확대, 저평가 국면에도 수급 감소세 지속

현재 상해종합지수 기준 12개월 선행 PER (주가수익비율)과 PBR (주가순자산비율)은 각각 9.2배와 1.1배로 여전히 과거 5년 평균대비 21.2%, 19.1% 저평가되어 있다. 그러나 현재 12개월 선행 EPS (주당순이익) 증가율도 13.0%로 2018년 8월 이후 꾸준히 하락세를 보이고 있다. 또한 회사채 AAA 등급과 BBB 등급 간의 크레딧 스프레드도 높은 수준을 유지 중이다. 긍정적인 부분은 BBB 등급의 크레딧 스프레드가 전월대비 5.74bp 축소되어 정부의 민간기업 구제금융 펀딩

을 통한 유동성 공급 전략이 성과를 나타내고 있는 것으로 판단된다. 또한 2018년 4분기에 민간 중소기업 대상으로 공개시장조작을 진행하기 위해 도입한 TMLF (선별적 중기 유동성지원창구)를 통해 향후 민간기업 채무불이행 (디폴트) 우려가 일부 축소될 것으로 예상된다.

향후 1분기 주요 이벤트인 무역협상 및 전인대 주목

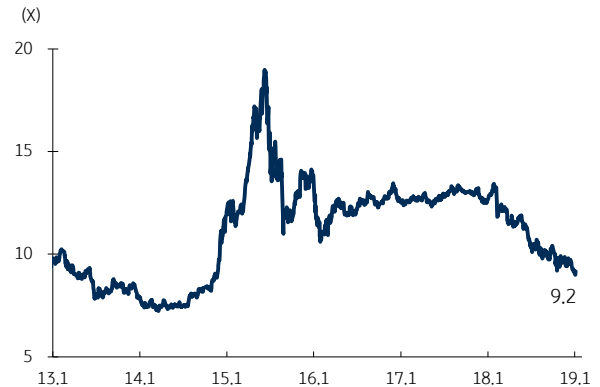
미중 정상회담 이후 무역관세 부과가 90일간 유예되고, 미국은 첨단기술을 집중적으로 규제하기 시작했다. 첨단기술 규제 강화의 예로 갑작스러운 명완저우 화웨이 CFO의 체포를 들 수 있다. 그러나 2019년 미중 경기둔화 우려가 확대되고 있는 만큼 90일간 진행되는 무역협상이 긍정적으로 전개될 가능성이 높아지고 있다. 동시에 중국 정부는 내수경기를 부양하기 위해 정책적 기초를 강화하고 있다. 지난 1월 8일 발개위 부주임은 언론과의 인터뷰를 통해 자동차 및 가전 소비 촉진 정책을 발표할 것이라고 밝혔다. 현 시점에서 경기둔화를 방어하기 위해 내수부양 정책을 발표했다라는 것은 3월 개최되는 전인대에서 시장 친화적인 정부의 정책 기초가 이어질 가능성이 있다는 판단이다. 통화정책의 완화적인 변화는 2019년 1월 4일 인민은행의 이례적인 두 차례 연속 (1월 15일, 25일) 기준을 인하 발표로 확인시켜주었다. 재정정책은 경제공작회의에서 강조했던 지방정부 특수채 위주로 확대될 것으로 보인다. 이미 지난 2018년 12월 31일 개최된 제13차 상무위원회 회의에서 1.39조 위안 규모의 2019년도 지방정부 신규 채무한도액을 앞당겨 승인했다. 구체적으로 일반채무 5,800억 위안, 특별채무 8,100억 위안을 승인했으며, 과거에 매년 3월에 개최되는 전인대에서 채무한도액 등이 확정된 것을 비춰보았을 때 중국 정부의 재정확대 의지가 반영된 것으로 판단한다.

주식시장 반등의 도화선은 무역협상 결과

중국 증시의 저평가 요소인 미중 무역분쟁과 경기둔화에 긍정적인 변화가 나타나고 있어 지수의 하방 압력은 완화된 것으로 보인다. 중국지수의 반등이 나타나기 위해서는 경기둔화와 지수 하락의 핵심인 무역분쟁 리스크가 해소되어야 한다. 2018년 하반기부터 중국 정부의 통화정책과 재정정책은 실제 주식시장에 긍정적인 영향을 미치지 못했다. 이는 중국 경기와 지수를 누르고 있는 무역분쟁을 둘러싼 불확실성이 여전히 남아있기 때문이다. 90일간의 무역협상 기간이 만료되는 3월에 긍정적인 결과가 발표되고 연이어 진행될 전인

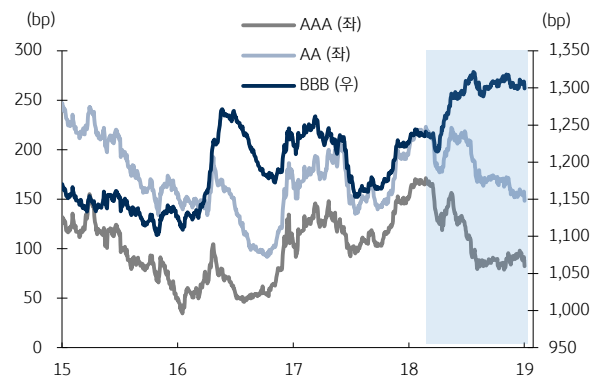
대에서 중국 정부의 실질적인 재정정책 확대 기초가 확인될 경우 주식시장은 반등할 것으로 예상된다.

상해종합지수 12개월 선행 PER 추이



자료: Bloomberg, KB증권

중국 회사채 크레딧 스프레드 추이



자료: Wind, KB증권

TMLF (Targeted Medium-term Lending Facility; 선별적 중기유동성지원창구)

중국 인민은행이 2018년 12월 19일 발표한 통화정책. 소기업과 민영기업에 대한 집중 금융지원을 위해 기존 중기유동성지원창구 (MLF)보다 낮은 금리의 자금을 은행에 공급



약세장의 전조일까, 신흥국 반등의 시작일까?

김영환 선임연구원 | kimyoungghan@kbbfg.com

약세장 본격화 신호 vs. 신흥국 아웃퍼폼 시작

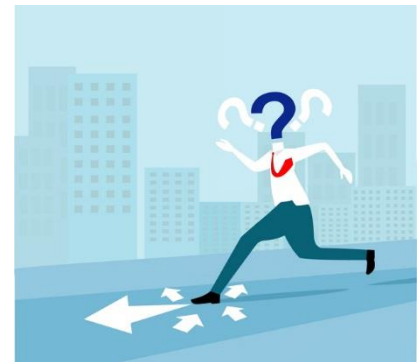
2018년 12월 KOSPI는 2.7% 하락했다. 월간 수익률로 보면 2018년 중 다섯 번째로 낮은 수익률이다. 평균보다 못한 수치지만 상대수익률로 보면 다르다. 같은 기간 미국 S&P 500 지수는 9.9% 하락했다. 이는 한국·미국에 국한된 현상은 아니었다. MSCI 선진국 지수의 12월 수익률은 -8.4% 하락해 동 기간 MSCI 신흥국 지수 수익률 -3.2%를 크게 하회했다. 연말 증시의 이러한 변화는 그동안 버티던 미국 증시마저 무너지며 글로벌 증시 전반이 약세장으로 접어드는 전조일까, 아니면 글로벌 증시의 무게중심이 미국에서 미국 외 증시로 옮겨가는 과정일까?

경기침체를 앞둔 약세장 진입으로 보기는 어렵다

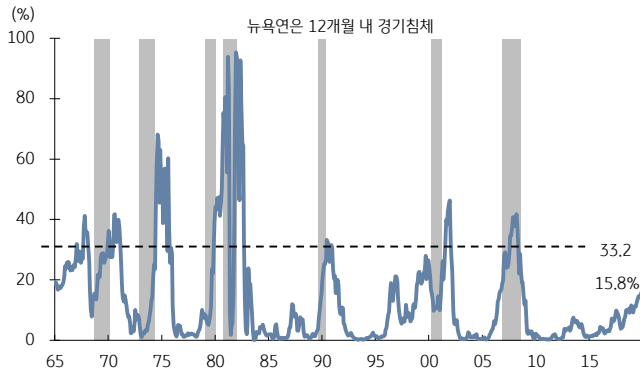
본격적인 약세장 진입 여부와 관련해 살펴볼 부분은 미국의 경기침체 가능성이다. 12월 12일 미국 듀크대가 발표한 '분기별 CFO 글로벌 비즈니스 전망'은 210여 개 미국 기업 CFO의 48.6%가 2019년 말까지 미국의 경기 침체가 시작될 것으로 내다봤다. 2020년으로 범위를 넓혔을 때 경기 침체가 온다는 답변은 82%로 높아졌다. 월스트리트의 일부 IB들도 경기침체 가능성을 경고하고 있다. 대표적인 기관은 JP 모건이다. 1년 내 침체 확률을 32%로 추정하고 있다.

금융시장이 경기침체를 가늠하는 지표로 가장 널리 사용하고 있는 장단기 금리차를 살펴보자. 뉴욕 연방준비은행은 미국 국채 금리

스프레드를 통해 12개월 내 경기침체 확률을 계산하는데, 적중률이 꽤 높은 편이다. 1970년 이후 7번의 경기침체 시기에 앞서 모두 이 지표가 상승했는데, 최소 33.2%를 넘었을 때 경기침체가 도래했다. 현재 뉴욕연은이 예측하는 12개월 내 경기침체 확률은 15.8%다. 아직은 임계치까지 상당폭이 남아있다. 한편 미국 S&P 500 지수는 매년 경기침체를 앞두고 큰 폭의 조정을 겪었던 바 있는데, 이 시기는 경기침체 확률이 급등하는 시기와 일치했다. 반면 이번에는 경기침체 확률이 상승하는 속도가 과거 경기침체가 임박한 시기에 비해 매우 완만하다. 12월 미국 증시 하락이 경기침체 가능성을 반영하고 있다고 보기는 어렵다는 판단이다.



뉴욕 연방준비은행이 장단기 금리차를 통해 예상한 향후 12개월 내 미국 경기침체 확률



자료: Bloomberg, KB증권

경기 사이클 반동의 신호가 먼저 나타나고 있는 아시아

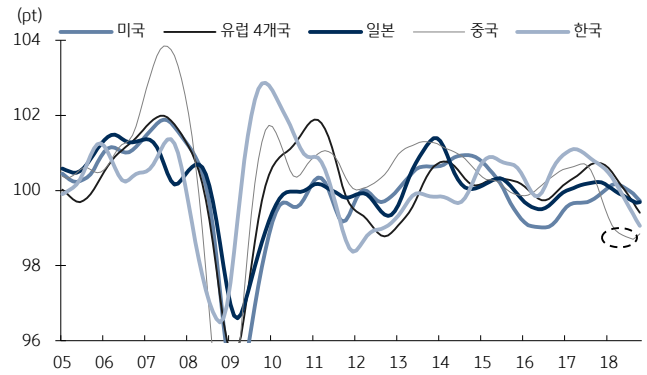
미국 경기침체가 글로벌 증시가 당면한 위협이 아니라면, 최근 신흥국 증시가 상대적으로 견조한 흐름을 보이는 이유는 무엇일까? 이는 글로벌 지역별 경기선행지수에서 힌트를 얻을 수 있다.

2018년 OECD 경기선행지수를 살펴보면 2019년 경기 전망은 몹시 암울하다. 5월부터 글로벌 주요 지역의 경기선행



지수가 하락하기 시작했고, 8월 들어서는 미국 경기선행지수가 기준선인 100포인트를 하회하기 시작했다. 희망은 아시아에서 이제 막 나타나기 시작했다. 9~10월 중국 및 아시아 5개국 경기선행지수는 상승 반전했다. 이 지표가 2개월 지연 발표된다는 점을 감안하면 11월부터 신흥국 증시가 선진국 증시를 아웃퍼폼하기 시작한 점이 어느 정도 이해가 간다. 2019년 미국 경기가 침체에 빠지지는 않는다면, 그리고 2019년 상반기 말 (OECD 경기선행 지수는 6~9개월 후 경기흐름을 예상) 아시아 국가들의 경기 사이클이 반등할 수 있다면, 최근 미국 증시가 하락하는 국면에서 신흥국 증시가 선방하는 것도 정당화될 수 있다는 판단이다.

OECD 국가별 경기선행지수



자료: OECD, KB증권

가격이 메리트

한편 KOSPI의 경우 가격 매력이 커진 점도 증시의 하방 경직성 확보에 긍정적으로 작용했다. KOSPI 주가순자산비율(PBR; 기업의 시가총액이 회사가 보유한 자산 대비 얼마나 높은지를 나타내는 지표)은 금융위기 이후 가장 낮은 수준까지 떨어졌다. 2008년 글로벌 금융위기 당시 KOSPI PBR은 0.81배까지 하락했는데, 이를 지금 주가수준으로 환산하면 1,900pt다. 이는 '글로벌 경제가 경기침체로 가는 상황이 아니라면 한국 주식은 싸다'라는 뜻일 수 있다. 앞에서 언급한 바와 같이 향후 12개월 내 경기침체 가능성이 아직 높지 않다면 한국 증시에 대해 긍정적으로 접근해볼 만하다는 얘기다.

KOSPI 12개월 후행 PBR 추이



자료: Quantwise, KB증권



인디아, 총선체제로의 전환

오온수 연구위원 | ohonsu@kbf.com

2019년 1분기, 총선체제로의 전환

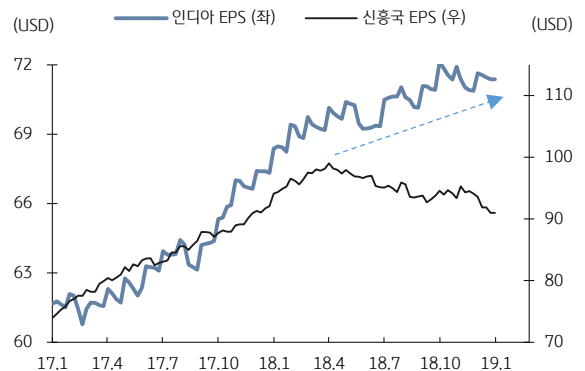
2019년 인디아의 가장 큰 이벤트는 총선이다. 문제는 총선을 앞둔 마지막 지방선거에서 집권여당 (BJP)이 참패했다는 점이다. 5개 주의 지방의회 선거에서 모디 총리가 이끄는 인디아국민당 (BJP)은 한 곳에서도 과반을 넘지 못하는 완패를 기록했다. 지난 2014년 총선에서 몰표를 받으며 지난 5년 동안 BJP가 장악했던 차티스가르 (Chhattisgarh), 마드야 프라데시 (Madhya Pradesh), 라자스탄 (Rajasthan)마저 야당인 인디아국민회의 (INC)에 과반을 넘겨준 것은 더욱 뼈아픈 대목이다.

모디 총리의 패배는 인디아 국민 13억 5천만명 중 70%를 차지하는 농촌 민심을 얻는데 실패했기 때문으로 풀이된다. 모디 총리 집권 이후 ‘Make in India’를 앞세워 제조업 육성에 집중하면서 농촌은 상대적으로 소홀할 수밖에 없었다. 일자리를 찾지 못한 농민들은 경제난에 시달리면서 도심 곳곳에서 시위를 벌이며, 대출 탕감과 농산물 가격 인상 등을 요구하고 있다. 실제로 이들 지역은 모디 총리의 재임기간 동안 다른 지역에 비해 인플레이션 압력이 높았고, 성장률도 평균치에 미치지 못한 경우가 있었다.

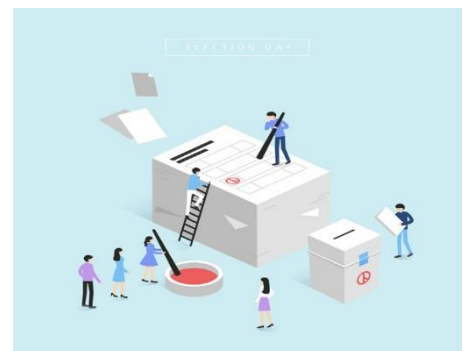
반면 야당인 인디아국민회의 (INC)는 현정부에 대한 실정과 부정적 여론을 자극하며, 기대 이상의 성과를 거둘 수 있었다. 인디아국민회의 (INC)의 라훌 간디는 개표 직후

“모디 총리는 인디아인들의 목소리를 듣는 것을 거부했고 오만했다.”라고 언급했다.

인디아 12개월 선행 주당순이익 (EPS) 추정치 추이



자료: Thomson Reuters, KB증권



자산시장의 변동성 높겠지만, 불확실성이 낮아진 하반기 이후 반등 예상

인디아 중앙은행의 독립성 논란과 함께 지방선거 참패로 인디아 투자자들의 경계감이 높아지면서 증시 변동성은 확대될 수 있다. KB증권은 2019년 5월 총선 이전까지는 인디아중앙은행 (RBI)에 대한 독립성 논란, 총선 관련 불확실성이 높아질 수 있겠지만, 하반기 이후 국제유가의 안정, 재정 및 경상적자에 대한 과도했던 우려가 교정되면서 반등할 것으로 예상한다. 기존의 ‘상저하고’ 전망을 유지한다.

관건은 재집권의 적신호가 켜진 상황에서 모디 총리의 향후 대응 여부에 있다. 모디 정부는 이번 선거에서의 참패를 계기로 경기 부양을 강화할 가능성이 높다. 선거 직후 모디 총리는 ‘국민들의 선택을 겸허하게 받아들인다’고 밝혔는데, 선택지는 많지 않다. 선거 패배를 주도한 농민들의 표심을 어떻게 유인할지 여부가 중요해 보인다. 모디 총리는 지난 12월 11일 인디아 중앙은행 파텔 총리의 후임으로 친모디 성향의 삭티칸티 다스 전 재무차관을 임명했는데, 중앙은행의 독립성 논란이 지속되는 가운데 정부의 개입은 더욱 노골화될 것으로 보인다.

다만 집권여당 (BJP)이 민심을 돌리고, 총선의 주도권을 가져오기

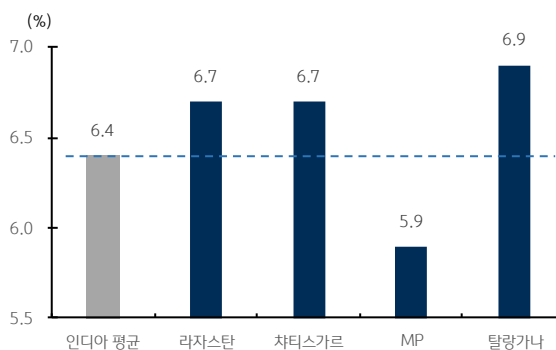
위해 무리한 선심성 복지정책으로 대응하게 된다면 이는 재정적자 누적에 따른 투자자들의 불안심리를 자극하게 될 것이다. 2019/20년 예산안에 대한 확인이 필요해 보인다.

5천억원이 투입된 높이 182m에 이르는 파텔 인디아 초대 부총리의 동상, 대표적인 힌두 민족주의자였던 파텔 부총리를 내세워 힌두 민족주의를 강조하려는 의도로 해석



자료: AP=연합뉴스, KB증권

인디아 지역별 소비자물가지수 평균치의 지역별 비교 (2012/13 ~ 2017/18)



자료: RBI, KB증권



OPEC의 한계와 유럽의 분열, 그리고 러시아의 세력확장

오온수 연구위원 | ohonsu@kbf.com

유럽의 분열, OPEC을 중심으로 한 중동국가의 결집력 약화
러시아의 세력 확장을 막아오던 유럽연합은 분열을 거듭하고 있다. 노란조끼 시위대가 파리 중심인 샹젤리제 거리를 점령하며 폭력사태가 발생했다. 엄정한 법질서를 강조하던 마크롱 대통령이 급기야 시위대의 요구를 대폭 수용했지만, 한번 번진 불길은 쉽게 사그라들지 않고 있다. 영국의 메이 총리는 브렉시트 합의안에 대한 의회 투표를 1월 중순에 실시한다고 밝혔지만, 노딜 브렉시트 (EU와 무역협정 없는 브렉시트) 가능성은 여전히 남아 있다. 이탈리아는 2019년 예산안을 두고 EU와 갈등을 빚었다. 이탈리아 정부가 수정안을 제출하는 것으로 일단락되었지만, 극우 포퓰리즘 정부의 자국 우선주의는 앞으로도 지속될 가능성이 높아 보인다.

국제 에너지 시장을 주도했던 중동 지역의 결집력도 약화되고 있다. OPEC의 좌장인 사우디가 까슈끄지 암살사건으로 약점을 잡힌 데다 미국과의 관계를 고려하여 회원국들 간의 이해관계 조율이 어려운 상황이다. 결과적으로 제대로 된 리더십을 보여주지 못하고 있다. 카타르가 2019년 1월부터 OPEC을 탈퇴하기로 선언한 것도 OPEC의 한계를 드러내는 부분이다.

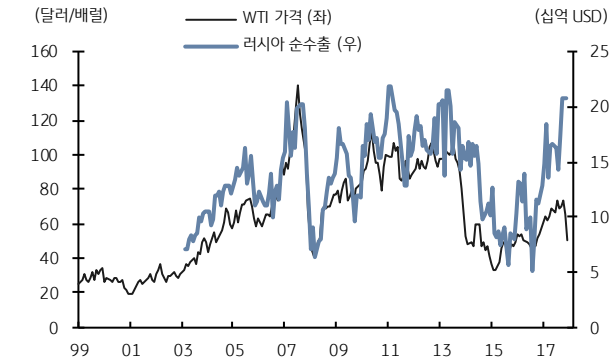
향후에도 OPEC의 결속력은 약화될 가능성이 높아 보인다. OPEC의 결속력이 약해지고 있는 이유는 사우디를 제외한 다른 OPEC 국가들의 영향력이 줄고 있기 때문이다. OPEC과 감산에 동참하는 비OPEC 회원국들을 통칭하는 OPEC+가 결속된 이후 사우디를 제외한 다른 OPEC 국가들의 영향력은 급격히 감소하고 있다. 실제로 OPEC의 하루 생산량은 전세계 생산량의 32.9%에 불과한 실정이다. 2000년대 초반 하더라도 38%를 넘던 것과 비교하면 국제무대에서 OPEC의 영향력은 갈수록 줄고 있는 셈이다.

G20 정상회담에서 보여준 빈살만과 푸틴 대통령의 '하이 파이브'



자료: CNN, KB증권

자원 수출이 호조를 보이면서 러시아 수출은 회복세

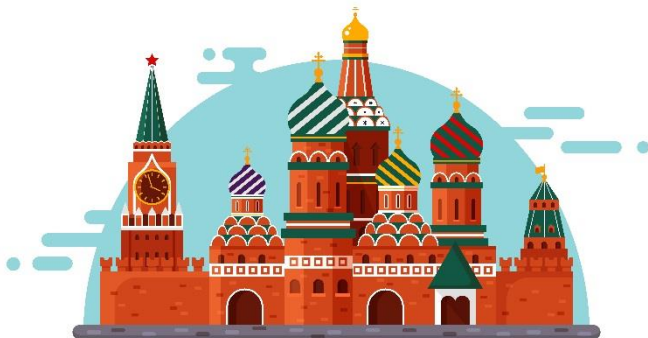


자료: Bloomberg, KB증권

러시아 세력의 팽창과 지정학적 리스크 부각

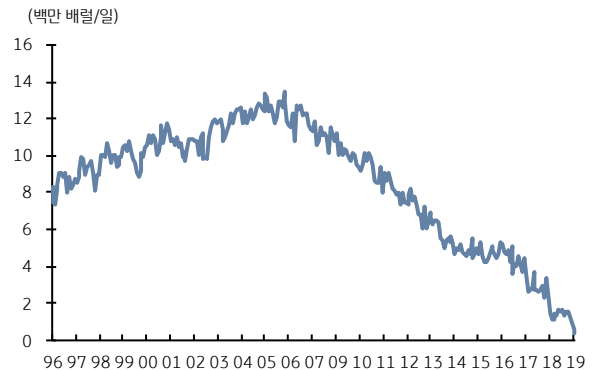
반면 러시아의 세력 확장은 지속되고 있다. 팽창하는 세력이 있으면, 힘의 균형추는 움직이게 된다. 유럽과 중동지역의 정세 변화와 맞물려 냉전시대의 한 축이었던 러시아가 국제사회에서 재차 존재감을 드러내고 있다.

다만 러시아의 영향력이 확대되는 과정에서 옛 소련에 대한 지배력을 복원하려는 시도가 나타나고 있다. 러시아는 지난 11월 25일, 우크라이나 군함을 나포하며 또다시 도발을 일으켰다. 우크라이나 의회는 지난 12월 6일, 러시아와의 우호조약을 파기하는 법안을 승인하고, 우크라이나의 포로센코 대통령은 12월 10일 최종 서명했다. 크림전쟁 이후 이어지고 있는 러시아와의 대치상황에서 미국의 공군기 1대가 우크라이나 상공에서 특별 감시 비행을 펼쳤다는 점도 군사적 긴장감을 높이는 대목이다.



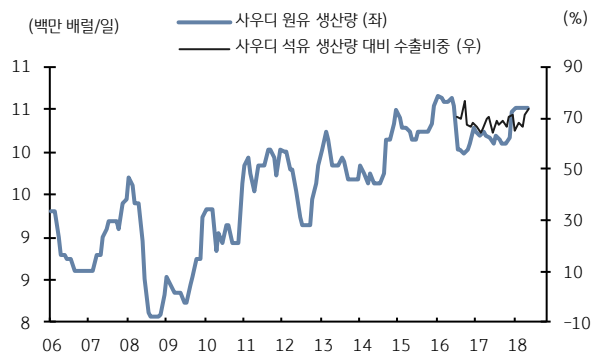
지금처럼 군사적 대치가 장기화되거나 현실화되는 것은 증시에 우호적이라고 볼 수 없다. 무엇보다 밸류에이션 상단을 제약할 가능성이 높기 때문이다. 미국이 ‘중거리핵전력 (INF) 조약을 파기하겠다’고 발표하면서 군비경쟁을 촉발하고 있고, 크림반도에서 재차 군사적 충돌 가능성이 부각되고 있어 투자심리는 기업실적과 별개로 위축될 여지가 있다. 2019년은 무엇보다 지정학적 리스크가 부각될 가능성을 경계해야 할 것이다.

미국의 원유 (Crude oil) 순수입 현황



자료: Bloomberg, KB증권

사우디 아라비아의 원유 (Crude oil) 생산량 및 수출비중



자료: Bloomberg, KB증권



베트남, 2019년 이후를 준비하는 투자전략

이창민 수석연구원 | brad.lee@kbf.com

아쉬웠던 2018년 베트남 증시

2018년, 대부분의 글로벌 증시는 하락했고, 투자자에게는 힘든 한 해였다. 어느 국가보다 출발이 산뜻했던 베트남 증시 투자자였다면 더욱 그랬을 것이다. VN Index는 4월 1,200pt를 돌파, 연초 이후 성과는 22%로 글로벌 증시 중 최고 상승률을 기록했다. 하지만, 12월 마지막 거래일 종가는 900pt를 하회하면서 연간 성과는 -9.3%의 마이너스로 전환했다. 극적 반전 (또는 sad ending)이다.

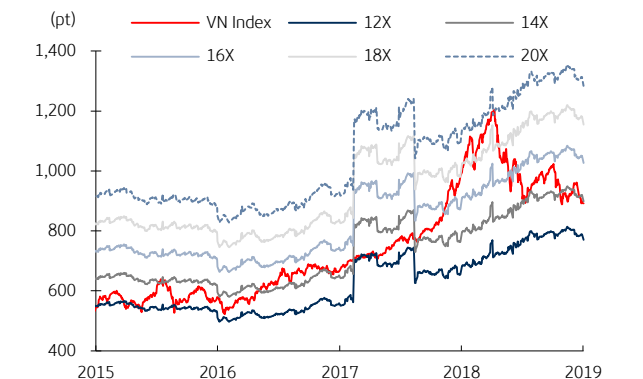
2019년은 어떨까? 기존 베트남 투자자에게는 희망 고문을, 잠재적 투자자들에게 막연한 꿈을 심어줄 생각은 없다. 다만, 경제, 인구구조, 정책 등 다각적인 시각에서 베트남을 바라봤을 때, 2019년 성과에 일희일비할 필요가 없다. 오히려 재정 건전성 강화를 위한 우량 기업 매각 및 상장, 2020년 이머징 마켓 승격 여부는 베트남 증시의 중장기 모멘텀이다. 지금은 힘들지만, 투자 스토리의 'happy ending'을 위해서는 2019년 이후를 준비하는 투자 자세가 요구된다.

2019년 베트남 투자 액션 플랜

2019년 액션 플랜은 어떠해야 될까? 먼저, 간접 투자자는 좀 더 긴 안목의 투자 (와 함께 대형주 중심의 포트폴리오로

구성된 펀드, 연금계좌 활용)를 지향해야 할 것이다. 직접 투자자는 대형주 중심의 매매를 권한다. 2018년 말 기준 VN Index 시가총액 상위 50개 종목의 12개월 선행 주가수익비율 (PER)은 16.1배로 현 VN Index 지수 (13.8배)보다 높다. 그렇더라도 거래대금, 실적 성장성 등을 고려하면 대형주의 신뢰도가 양호하다 (는 점에서 외국인 투자자도 선호한다). 중소형주의 수급 모멘텀은 여전히 부재하다는 점에서도 증시 반등은 대형주의 회복과 동반될 것이다.

VN Index 밸류에이션



자료: Bloomberg, KB증권

2019 액션 플랜 기준점이 될 VN Index 밴드는 830pt~1,070pt를 제시한다 (2018년 종가 기준 - 7%~+20%). 최근 향후 1~2년 주당순이익 (EPS) 전망치가 소폭 하락한 점을 감안해 지난 전망치 대비 상·하단을 30pt씩 하향 조정했다. 추가 확인은 필요하지만, 이 현상은 과거에도 단기적으로 연출 후 회복했다. EPS의 추세적 하향 전환은 아니라고 판단한다 (VN Index 밴드는 2019년, 2020년 EPS 컨센서스를 각각 10% 할인한 값에 PER 14배를 적용했다. PER 14배는 베트남 증시의 재평가 시점인 2016년~2017년 평균 12MF PER과 동일하다).

적립식 투자가 높은 자산 변동성을 방어해줄 것

‘지금이야말로 최적의 투자시점이야!’라고 외치기에는 대내외 환경이 2% 부족하다. 대외적으로는 글로벌 경기에 따른 기업 실적 둔화 우려, 보호무역주의, 통화정책, 지정학적 리스크 등으로 인한 위험자산 회피 심리는 여전하다. 이 때문에 2018년 7% GDP 성장, 상대적으로 자유로운 미중 무역분쟁 이슈 등 1차원적 논리만으로는 베트남 증시의 ‘나홀로 선방’을 기대하기 쉽지 않다.

대내적으로 외국인투자자 매도 규모는 크게 축소되었지만, 순매수 전환에는 시간이 필요하다. 국영기업

민영화는 증시 하락으로 지연되었고, 정부는 목표치의 근처도 가보지 못했다. 거래대금 회복은 아직은 바라기 힘든 상황이고, 프론티어 시장 특성상 높은 증시 변동성도 유의해야 한다. 다행히 900pt 초반에서는 현지 투자자들의 적극적인 매수세가 관찰되고 있다.

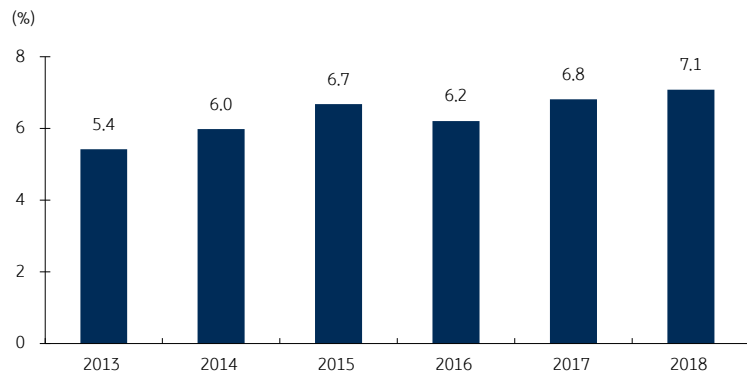
모든 변수를 정확히 예상하는 것은 불가능에 가깝다. 그렇다고 ‘윤칠기삼 전략’을 펼치기에는 내 계좌에 무책임한 행위다. 결국, 베트남 주식과 같은 고변동성 투자자산에는 분산투자가 필히 동반되어야 한다. 변동성이 크다는 것은 적립식 투자의 성과 및 성공 확률을 높일 수도 있다.

지금이 베트남 주식 투자에 최적의 시점이라고 말하기는 어렵겠지만, 최악의 시점은 아니라고 강조하고 싶다. 2019년 상반기는 기업 실적을 지속 확인하는 과정을 거치면서, 2018년에 비효율적으로 소모된 에너지를 회복하는 시기가 될 것이다.

비즈니스 친화적 생태계를 조성하기 위한 정부 정책은 계속되고 있다. 지난 9월 베트남 정부는 19개 주요 국영기업 및 경제집단이 보유한 정부 자산을 관리할 목적으로 국가자본관리위원회 (Commission for the Management of State Capital, CMSC)를 설립했다. 국영기업 민영화 속도전을 위한 정부의 강한 의지를 엿볼 수 있는 부분이다. 2019년 반영되지 못한 성과는 2020년 만회할 것이다. 기업 실적은 건조한 가운데 발생하는 급락 이벤트는 적극적인 분산투자의 시작점으로 활용할 것을 권고한다.



베트남 GDP 성장률



자료: Bloomberg, KB증권



반도체가 주도하는 이익 둔화

이은택 연구위원 | et.lee@kbfq.com

이익 둔화, 아직은 갈길이 멀다

시장에서는 2019년 한국증시 상장기업의 이익이 약 3~4% 증가할 것으로 기대하고 있다. 하지만 KB증권의 자체 분석에 따르면 2019년 이익이 실제로는 약 -5% 정도 역성장할 가능성이 더 큰 것으로 추산된다. 기업이익이 역성장하는 원인에는 글로벌 경기 침체 우려나 내수 부진도 분명히 영향을 미쳤지만, 경기 문제가 기업실적에 미치는 영향이 예상만큼 크지는 않았다. 왜냐하면 경기의 성장 속도가 느려지는 것은 사실이지만, 그렇다고 2019년에 경제가 마이너스 성장을 하는 것은 아니며 여전히 느린 성장은 가능할 것으로 보이기 때문이다. 따라서 기업이익 역시 증가 속도가 느려지겠지만, 마이너스 이익 성장을 전망할 정도는 아니라는 판단이다.

그렇다면 올해 한국증시 상장기업의 이익이 하향되는 주요 원인은 무엇일까? 그것은 바로 영업이익률의 하락이다. 특히 반도체 업종의 이익률 하락이 전체 기업의 이익률 하락을 이끌 것으로 전망한다.

지난 2~3년간 반도체는 슈퍼 사이클을 경험했다. SK하이닉스의 2018년 영업이익률은 무려 52%에 달할 것으로 예상되고 있다. 불과 10년 전인 2009년에 기업의 존폐를 걱정해야 했던 것과는 천양지차이며, 수요 사이클에 따라 부침이 심한 제조업에서는 거의 달성이 불가능해 보일 정도의 높은 이익률이다. 4차 산업혁명에 따른 서버 DRAM

수요 증가와 공급 부족이 슈퍼 사이클에서의 높은 이익률을 가능하게 했다.

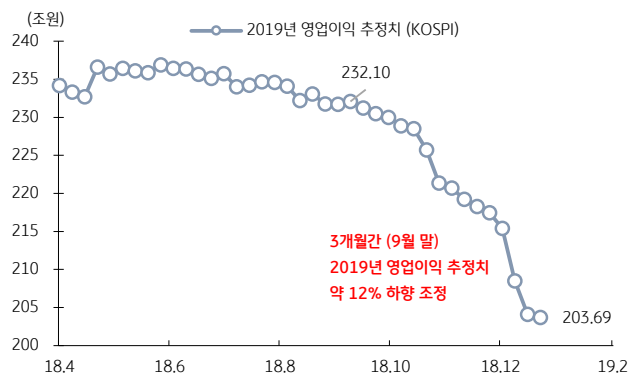
하지만 반도체 슈퍼 사이클이 2018년 초를 정점으로 둔화되면서 반도체 가격 역시 하락하기 시작했다. 반도체 가격 하락에 따라 SK하이닉스를 비롯한 반도체 기업들의 2019년 이익 전망치도 빠르게 하향 조정되고 있다. 최근 3개월 동안에만 2019년 반도체 업종 전체 영업이익 추정치가 무려 20조원 (-22%)이나 하향 조정되었다. 큰 폭으로 이익이 하향 조정된 것은 맞지만, 아직은 실적 하향세가 충분하다고 말하기 어렵다. 그 이유는 아래와 같다.

하향 조정된 영업이익을 다시 영업이익률로 환산하여 계산하면, SK하이닉스 기준으로 여전히 2019년에 44%의 영업이익률을 달성할 것이라는 전망이 도출된다. 반도체 사이클이 하락하는 가운데, 과연 올해도 이렇게 높은 이익률이 가능할까? 장치산업은 투자 등의 고정비용이 매우 크기 때문에, 업황이 좋을 때는 이익률이 급격하게 올라가지만 반대로 업황이 좋지 못할 때는 이익률이 급격하게 하락하는 경향이 있다. 실제로 2000년 이후 18년 동안 SK하이닉스는 6번의 영업적자를 기록한 바 있다. 따라서 만약 반도체 가격이 10% 이상 하락하면 매출액과 이익이 똑같은 금액만큼 하락하는 것이 아니라, 이익이 매출보다 훨씬 큰 폭으로 하락하게 된다. 즉, 이익률이 크게 하락한다는 뜻이다. 게다가 글로벌 반도체 수요의 성장

속도가 둔화되고 있는 상황에서 영업이익률 44%는 여전히 너무 높아보이며, 하향 조정이 불가피할 것으로 판단된다. 결론적으로 글로벌 반도체 수요의 급감을 예상하는 것이 아니라, 수요는 여전히 비교적 견조하겠지만, 반도체 가격이 하락하는 상황에서 이익률은 좀 더 압착될 가능성이 높다는 것이다.

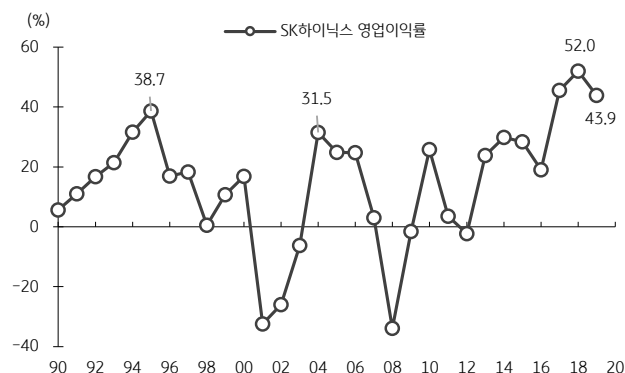
반도체는 한국증시 상장기업 이익의 30~40% 비중을 차지하는 절대적인 산업이다. 따라서 반도체기업들의 이익 하향 조정은 한국증시 전체 이익에도 큰 영향을 미친다. 이런 논리로 본다면 2019년 한국증시 상장기업 전체 이익이 전년 대비 -5% 정도를 기록할 것이라는 가정은 그렇게 공격적인 것은 아니다.

2019년 코스피 영업이익 추정치



자료: Quantwise, KB증권

SK하이닉스 영업이익률



자료: Quantwise, KB증권

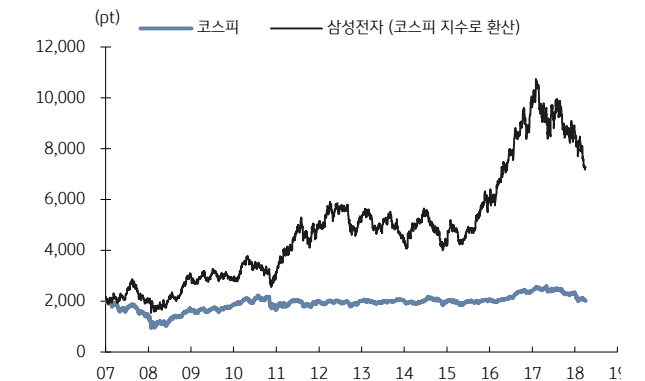
부정적인 실적의 이면에도 주목해야 할 때

한국 상장기업들의 이익 부진은 2019년 내내 진행될 가능성이 높다. 하지만 그렇다고 증시에 대해 마냥 부정적인 시각을 가질 필요는 없다. 그 이유는 크게 두 가지이다.

첫째, 반도체 업종은 한국증시에서 가장 큰 비중을 차지하지만, 한국증시의 방향과 반도체 주가의 방향은 상당히 달랐다. 2007년 한국증시가 2,000pt를 넘어선 이후 12년 동안 2,000pt 부근에서 횡보하는 동안, 반도체는 큰 폭으로 상승했다. 2007년 10월 삼성전자는 약 50만원 (분할 전) 수준에서 거래되었는데, 약 10년 후인 2017년 11월에는 300만원 부근까지 상승했다. 이런 현상은 기본적으로 코스피와 반도체의 주가 동력이 다름에 기인한다. 한국증시는 중국경기와 증시에 민감하다. 중국이 침체될 경우 한국증시도 부진하고 중국이 반등하면 한국증시도 반등하는 경향이 있다. 그런데 반도체는 미국 투자사이에 민감하다. 따라서 한국증시는 중국 경기가 좋아야 반등하지만, 반도체는 미국 경기가 좋아야 반등한다. 한국증시의 반등을 잡는 데 중요한 것은 중국 경기다.

둘째, 현재 주가는 어느 정도의 이익 부진을 반영한 상태이다. 현재의 한국증시 주가지수를 단순 주가가 아니라 '기업이익 대비 주가'로 환산하면, 금융위기 당시에 버금갈 정도로 이미 낮아졌다. 이익으로 주가의 하락 가능성이 높은 것은 사실이지만, 코스피 1,900pt 중반 이하에서는 투매에 동참하기보다는 분할매수 전략을 고민할 필요가 있다.

코스피와 삼성전자 주가



자료: Quantwise, KB증권



성장주를 보는 다른 통로, 금리차

김민규 수석연구원 | mingyu.kim@kbf.com

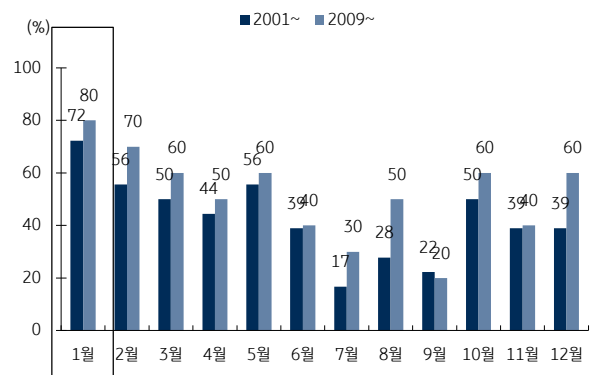
한국에 존재하는 'KOSDAQ의 1월 효과'

주식시장에서는 '1월 효과'를 '새해가 되면 밝은 전망이 확산되어 투자심리를 개선하면서 주가가 오르는 것'으로 풀이한다. 2019년에도 1월 효과를 기대할 수 있을까? 글로벌 경기 둔화 우려가 지속되는 등 부정적인 측면만 바라보면 쉽지 않다. 국내 역시 2019년 기업이익에 대한 예상이 역성장이고, 앞으로 기업들이 발표할 2018년 4분기 실적도 예상보다 좋지 못한 경험이 많아 1월 효과를 기대하기 어려운 것은 사실이다. 하지만 투자심리는 좋은 이벤트에도 빠르게 반응하기 때문에 반전의 기회가 완전히 없다고 보기도 힘들다.

한국시장에 존재하는 또 다른 1월 효과가 있다. 중소형 성장주 (KOSDAQ)의 강세다. 1월에 KOSDAQ 수익률이 KOSPI 수익률을 앞서는 경우가 많았다. 2009년 이후 열 번의 1월을 보내는 동안 2012년과 2017년을 제외한 여덟 번은 KOSDAQ이 KOSPI보다 많이 올랐다. 반대로 9월에는 KOSDAQ이 KOSPI보다 많이 올랐던 경험이 단 두 번뿐이다. 한 해의 어떤 때가 되면 반복되는 계절 이례현상 (Seasonal Anomaly) 중 하나이다. KOSDAQ이 1월마다 강했던 이유로는 정책기대, 대주주 과세이슈 해소와 연초 리밸런싱 등 수급이나 심리요인이 주로 꼽히곤 한다.



KOSDAQ의 계절성 - 월별 KOSPI보다 많이 올랐던 비율



자료: KRX, KB증권

금리차에서 힌트를 얻는 성장주 강세 기회

수급이나 심리요인이 아닌 뚜렷한 인과관계로 성장주와 KOSDAQ의 1월 강세여부를 예측하기는 어렵다. 하지만 업종까지 범위를 넓혀보면 가능성을 엿볼 수 있는 유의미한 변수가 있었다. 바로 '장단기 금리차'다. 장단기 금리차는 장기금리에서 단기금리를 뺀 값으로, 미국의 10년만기 국채금리-2년만기 국채금리가 주로 쓰인다. 장기금리는 긴 기간 돈을 빌려줄 때, 단기금리는 짧은 기간 돈을 빌려줄 때의 이자율이다. 보통은 장기로 갈수록 경제가 성장하며 물가도 단기보다 많이 오르기 때문에 장기금리가 높은 것이 정상이다. 단기금리가 장기금리보다 높아지는 것은 장기로 돈을 빌리려는 수요가 줄어든 때 발생한다. 미래에 대한 전망이 불확실해지기 때문이다. 그래서 장단기 금리차가 줄어들거나 역전되는 현상은 경기 둔화에 대한 우려가 금리에 반영될 때 일어난다.

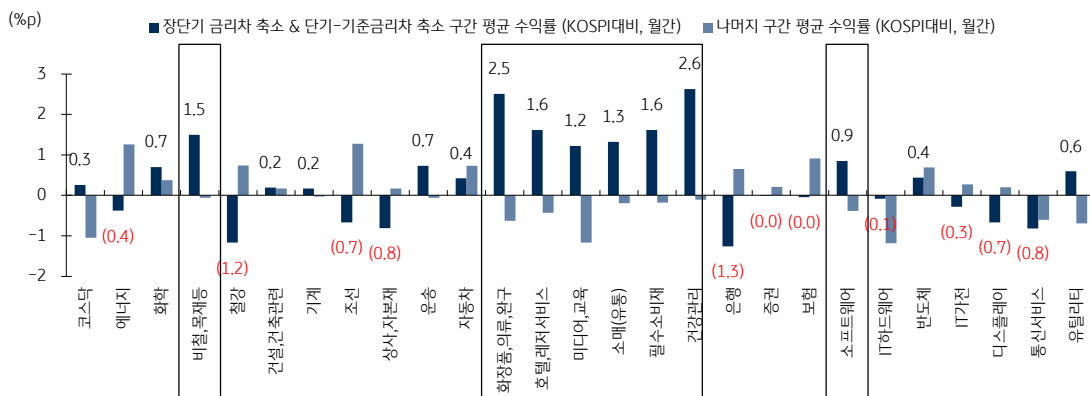
2017년 이후 장단기 금리차는 축소됐고, 현재 역전을 눈앞에 두었다. 과거 금리차가 축소될 때 한국 주식시장에 발생했던 현상을 분석해보았다. 아래쪽 그림처럼 장단기 금리차 축소구간에서 KOSDAQ과 업종의 KOSPI 대비 월간 평균 수익률을 살펴보는 것이다. 업종별로 살펴보면 화장품, 호텔레저, 미디어, 건강관리, 소프트웨어 등이 금리차 축소구간에서 수익률이 좋았다. 이들은 성장주이며 KOSDAQ 비중이 크다는 공통점을 갖고 있다. 그런데 성장주는 변동성과 경기민감도 역시 높다. 경기가 좋지 못하면 당연히 기업이 벌어들이는 이익도 좋지 못하다.

자연스레 성장주는 이익성장률과 주가가 더 크게 떨어진다. 따라서 금리차 축소구간에서 성장주 강세가 역설적일 수 있다.

하지만 '성장주'의 개념을 과거의 성장률이 높은 기업이 아닌, 성장률을 계속해서 유지하는 기업으로 범위를 좁히면 역설적이지 않다. 금리차 축소구간에서 높은 성장률을 유지하는 기업을 선택하는 것은 수요-공급의 원리를 생각해보면 더 유리한 선택일 수 있다. 수요-공급의 원리에 따르면 희소 가치가 있는 물건의 가격이 올라간다. 주식시장도 마찬가지다. 주식시장에서 물건은 기업이고 가격은 주가다. 경기가 좋지 않을 때에는 성장주의 희소 가치가 더 부각될 수 있다. 예를 들어 KOSPI 영업이익이 줄어들던 2013~2014년에 화장품과 헬스케어, IT가전 등은 오히려 성장성을 유지하면서 더 큰 주가상승을 경험한 바 있다. 시간을 더 과거로 돌려보면 2005~2006년 KOSPI 영업이익은 줄었지만 조선과 소프트웨어는 반대의 모습을 보였던 예도 있다.

과거에 성장했던 성장주를 고르는 것이 아니라 앞으로의 성장주를 짚어내는 어려운 것이 틀림없다. 하지만 희소한 것의 가격이 오르는 시장의 원리가 제대로 작동하고 있다면 성장주의 주가 차별화는 과거보다 더 클 가능성이 높다. 1월효과로 이야기를 시작했지만, 1월 이후에도 성장성이 빛을 발할 기업을 찾을 때이다.

금리차 축소구간에서 KOSDAQ 및 업종별 수익률 (월간평균, KOSPI 대비)



자료: Bloomberg, Quantwise, KB증권

주: 월간단위로 미국채 10년-2년물 금리차와 2년-기준금리차가 모두 줄어드는 구간 대상



1분기 달러/원 환율 상승 예상

문정희 연구위원 | jhmoon1106@kbfk.com

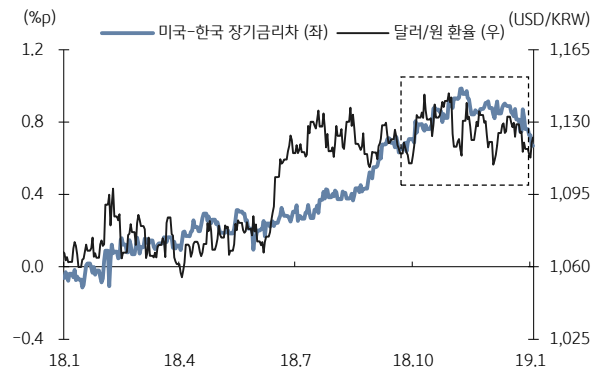
2018년 4분기에도 달러는 강세, 속도는 둔화

지난 2018년 4분기 달러/원 환율은 평균 1,127.5원을 기록하여 전분기 1,121.2원에 비해 6.3원 (0.6%) 상승했다. 월별로는 10월 초 환율이 1,143원까지 상승했으나, 12월 말에는 1,114원으로 하락하면서 상고하저 흐름을 보였다. 달러/원 환율이 분기 후반으로 갈수록 하락한 배경은 두 가지이다. 첫째는 12월 초, 미국과 중국은 무역협상을 3개월 연장하는 데 합의함으로써 미중 무역분쟁에 대한 우려가 완화되었다. 둘째는 미국 연준이 12월에도 예상대로 기준금리를 인상했지만, 2019년 금리인상 횟수를 세 차례에서 두 차례로 하향하였다. 이에 미국의 장단기 금리가 모두 하락하였으며, 미국과 한국의 장기금리 격차가 축소되어 달러/원 환율에는 하락 영향을 끼쳤다. 특히 미국 연준의 금리인상 횟수 하향, 시장의 금리인상 기대 약화 등은 글로벌 경기와 함께 미국의 경기둔화 우려가 반영된 것으로 판단된다.

2019년 1분기, 불확실성에 따른 위험회피 (risk-off), 달러/원 환율 상승 예상

2018년 4분기 금융시장의 변동성은 크게 확대되었다. 금융시장의 변동성 확대는 그만큼 시장에 불확실성이 커졌음을 의미하며, 이러한 불확실성은 향후 경기에 대한 우려가 증폭되었기 때문이다. 첫 번째 불확실성은 미국 경제성장률에 대한 우려이다. 11월 중간선거 결과, 민주당이 하원에서 승리함에 따라 트럼프 정부의 추가 감세정책 가능성이 희박해졌다.

12월 미국과 한국 장기금리차 축소로 달러/원 환율 하락



자료:

또한, 12월부터 의회에서 예산안이 통과되지 않아 연방정부의 일부 기능이 정지되었다. 2018년 4분기와 2019년 1분기 미국의 경제성장률은 둔화될 것이 확실해졌다.

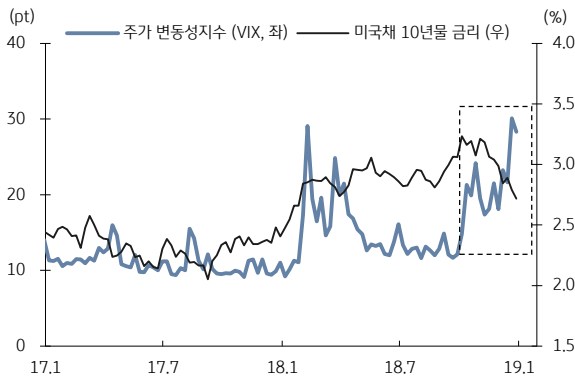
두 번째 불확실성은 유로 지역에 대한 정치적 불확실성이다. 특히 3월 말 유로를 완전 탈퇴해야 하는 영국은 아직도 탈퇴절차를 정하지 못하고 있다. 3월 말까지 영국과 유로의 결별이 순조롭게 협의되지 않는다면 영국 경제는 물론 유로 경제 역시 관세 등으로 손실을 부담해야 한다. 마지막으로 3월 초까지 예정된 미중 무역협상의 합의 여부도 불확실하다. 1월에 양국의 차관급 회담, 장관급 회담 등이 연이어 개최될 예정이나, 최종적으로 협상 마감 시한까지는 지켜봐야 할 것

으로 판단된다. 동 기간에 중국의 경기 하강 우려는 더욱 커질 것으로 예상된다.

이러한 글로벌 불확실성은 1분기에 더욱 고조될 것으로 예상되며, 불확실성의 고조는 결국 시장의 변동성 확대 요인으로 작용할 것이다. 시장은 불확실성을 회피하기 위해 안전자산을 선호할 것이다. 이에 2019년 1분기는 불확실성에 따른 위험회피로 달러화

강세 및 달러/원 환율의 상승이 예상된다. 1분기 달러/원 환율은 평균 1,135원 수준을 예상하며, 2018년 4분기 환율 1,128원에 비해 7원 (0.6%) 상승할 전망이다.

주가 변동성 확대와 미국 장기금리 하락, 안전자산 선호 시사



자료: Bloomberg, KB증권

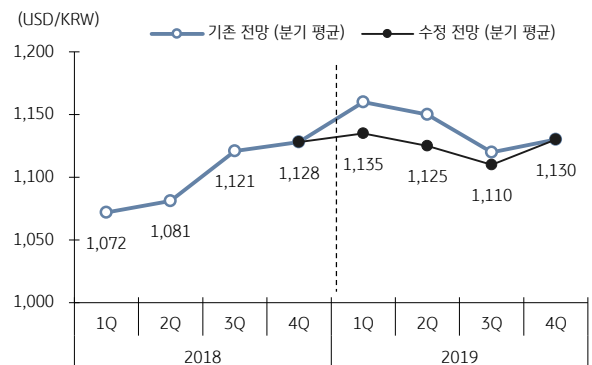


2019년 2분기부터 달러/원 환율은 완만한 하락 흐름 예상

2분기부터는 달러의 강세압력이 약화될 것으로 예상되고, 이에 달러/원 환율도 완만한 하락 흐름이 예상된다. 2분기 평균 환율은 1,125원 수준으로 1분기 평균 환율에 비해 10원 (0.9%) 하락, 3분기에는 평균 환율이 1,110원에서 등락할 전망이다. 하지만 4분기에는 2020년 글로벌

경기에 대한 불안으로 다시 안전자산 선호에 따른 달러 강세가 나타날 전망이다. 2019년 연평균 달러/원 환율은 1,125원으로 예상되며, 기존 전망 1,140원에 비해 15원 하향 조정한다. 달러/원 환율의 경로는 기존 전망과 유사하나, 변동폭이 다소 줄어든 것이라는 점에서 차이가 있다. 수정 전망의 근거로는 1) 미국 연준의 금리인상 확률 저하로 미국과 한국의 금리차가 당초 전망보다 줄어든 것으로 예상되고, 2) 미중 무역분쟁이 여전히 중요한 변수이나, 미국의 경제성장 둔화로 오히려 양국의 협상 가능성이 높아졌으며, 3) 중국과 한국에서는 경기 방어를 위해 통화 및 재정정책을 확대할 것으로 예상되기 때문이다.

달러/원 환율, 2분기부터 완만한 하락 예상



자료: Bloomberg, KB증권

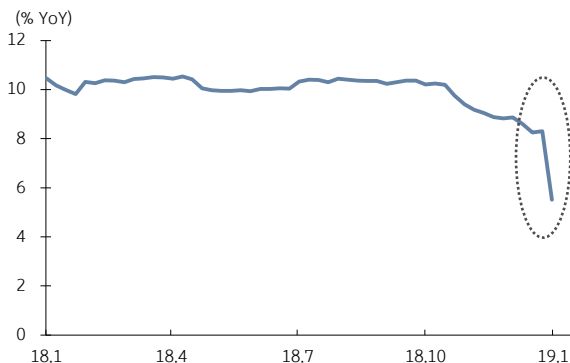


짐을 내려놓고 다시 오른다

김일혁 수석연구원 | holistic@kbfg.com

경기감속이 확인되면서 기업 실적 전망은 하향 조정될 것
S&P 500이 2018년 9월 말에 형성한 고점 대비 20% 하락했다. 주가가 큰 폭의 조정을 받았지만 경기 우려는 높아지고 있다. 작년 말에는 중국과 유로존에서 경기 우려가 높아지는 가운데 ‘그래도 미국은 괜찮다’는 인식도 있었다. 하지만 글로벌 경기둔화의 소용돌이에서 미국도 예외가 아닐 수 있다는 신호들이 나오고 있다. 주가가 큰 폭으로 하락하고 경기감속이 경제지표를 통해 더욱 확인되면서 미국 기업들의 올해 실적 전망도 하향 조정되고 있다.

2019년 S&P 500 주당순이익의 증가율 전망치 추이



자료: Bloomberg, KB증권



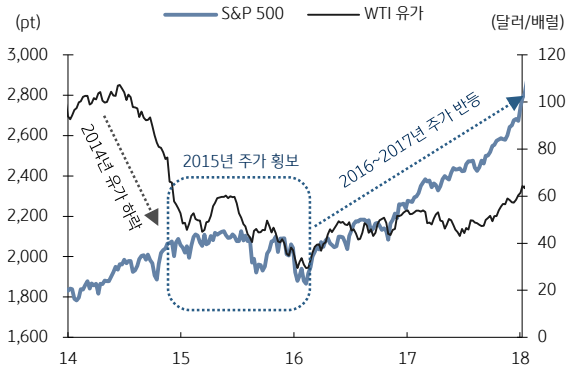
KB증권은 미국 경기가 2019년 4분기를 정점으로 둔화될 것으로 전망한다. 경기둔화는 1~2년에 걸쳐 진행될 수 있다. 성장세가 약해질 것이라는 예상은 나올 때 가장

먼저 반응하는 것은 밸류에이션이다. 성장기대 약화를 반영해 밸류에이션이 낮아지기 때문이다. 최근 12개월 선행 PER은 2014년 미국 연방준비제도이사회 (FOMC)가 통화정책 정상화를 시작한 이후 최저치인 14.5배를 하회하기도 했다.

하지만 밸류에이션 하락은 끝이 아닌 시작이다. 경기 둔화에 예민한 밸류에이션이 하락하면 뒤이어 기업 실적 전망 하향이 본격화되기 때문이다. 실적 전망 하향은 이제 막 시작됐다. 그러나 실적 전망이 주가에 후행하는 특성상, 추가 하향 조정될 가능성이 높다.

작년에 제시한 2019년 미국 주식시장 전망에서는 2019년 S&P 500의 전년대비 주당순이익 (EPS) 증가율 전망치가 2019년 1분기에 0% 부근까지 하락할 수 있다고 봤다. 2015년 유가 급락으로 에너지 업종의 EPS 전망치가 급락하던 당시와 유사한 흐름이다.

2014~2017년 WTI 유가와 S&P 500 추이



자료: Bloomberg, KB증권

불확실성: 시장의 희망에서 불안 요인이 된 트럼프

트럼프 대통령을 둘러싼 정치 불확실성은 2019년 연간전망에 충분히 반영되지 않은 변수다. 트럼프 측근 수사를 통해 트럼프가 지난 2016년 대선 전후에 측근들에게 불법적인 일을 지시했다는 진술이 계속 나오고 있다. 탄핵 가능성은 여전히 높지 않지만, 민주당은 올해 중반부터 달궈질 2020년 대선을 위해서라도 트럼프의 흠집을 잡기 위해 노력할 것이다.

지난 1월 3일부터는 민주당이 하원 다수당이 됐다. 하원 모든 위원회의 위원장직을 꿰찬 민주당은 트럼프 행정부의 정책들을 살살이 들여다볼 것이다. 민주당의 견제로 트럼프의 정책 추진력은 더욱 약해질 수 있다. 물러 특검으로 운신의 폭이 좁아지는 상황에서 민주당까지 압박하면 경기둔화에 대응할 여력은 더욱 약해질 수 있다. 정책에서 성장 동력을 찾고 있는 시장에는 부정적인 소식이다.



취임 후 다소 극단적인 정책 스타일을 보였지만 트럼프 대통령의 지지가 약해지지 않은 데에는 강한 경제가 큰 기여를 했다. 그러나 금융시장 변동성이 상승하고 경기감속 우려가 높아지면서, 양당 중 어느 정당에도 강한 지지를 보이지 않는 중도층의 민심 이반이 조금씩 나타나고 있다.

2년 앞으로 다가온 차기 대선에서 트럼프의 재선 가능성이 낮아지면 민주당 경선이 사실상 대선이라는 인식이 강해질 수 있다. 민주당 경선에서 후보로 선출되기 위해 후보들이 진보적 의제를 강화할 수 있다는 점은 독점적 성장을 누리왔던 초대형 기업들, 특히 초대형 IT 기업들에게는 부담이다. 이미 민주당의 유력 대권 주자인 버니 샌더스 상원의원 (민주당)은 지난 9월 베조스 저지법 (Stop BEZOS Act, Stop Bad Employers by Zeroing Out Subsidies Acts)을 제출했다. 근로자가 정부로부터 생계 지원을 받을 정도로 낮은 임금을 주는 대기업에 과세하겠다는 것이다. FANG으로 대표되는 초대형 IT주들이 기존의 상승 추세로 복귀할 가능성을 낮게 보는 이유 중 하나이다.



작심하고 비둘기로 전향한 파월, 경기우려 완화

하지만 최근 파월 연준 의장은 통화정책을 보다 완화적으로 펼칠 것이라고 밝혔다.

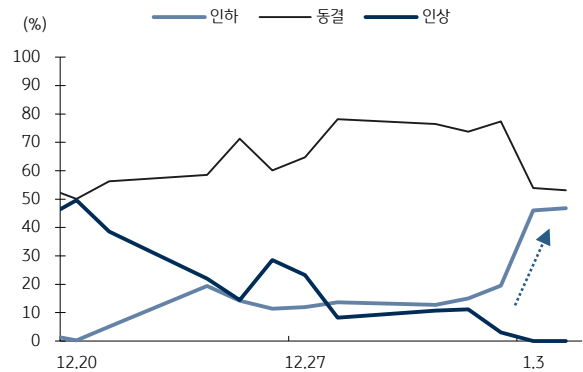
1) 연준의 통화정책이 미리 정해지지 않았다는 점을 다시 강조했다. 경제 전망과 시장 상황이 어떠하든지 이미 정해 놓은 계획대로 기준금리를 올리고 있다는 의심을 떨치기 위한 발언이다. 2) 통화정책 정상화 시기에 앨런이 자주 사용했던 ‘인내심’ (be patient)이라는 표현까지 꺼냈다. 연준의 조심성을 강조하기 위해 ‘통화정책 정상화 개시를 인내하며 기다리겠다’는 방식으로 주로 사용했던 표현이다. 파월이 시장을 달래기 위해 얼마나 노력하는지를 보여줬다. 3) 필요하다면 상당히 정책 기조를 변경할 수 있다고도 했다. 현재 시장에는 연내 기준금리 동결뿐만 아니라 인하 기대도 생겼다. 시장의 기대를 충족하기 위해 2016년 3월처럼 오는 3월 FOMC에서 2019년 점도표 중간값을 2회 (50bp) 하향 조정할 가능성도 있다.

4) 필요할 경우 대차대조표 축소 정책도 주저하지 않고 변경하겠다고 했다. 12월 FOMC 기자회견에서는 대차대조표 축소가 자동항법 (autopilot)에 의해 꾸준히 진행될 것이라고 했다. 대차대조표 축소를 요청한 트럼프 대통령의 요구를 거절한 것이나 다름 없었다. 그러나 기준금리 인상과 대차대조표 축소를 통해 진행하는 이중긴축을 모두 멈출 가능성을 높였다. 5) 시장이 주는 신호를 주시하고 있다면서 시장의 혼란을 좌시하지 않겠다는 점도 분명히 했다. 정책 결정을 내릴 때 시장이 경고하는 하강 위험을 고려할 것이라고도 했다. 데이터에 의존 (data-dependent)하겠다는 연준이 데이터의 범위를 ‘경제 데이터’ (economic data)에서 ‘시장 데이터’ (market data)로 확장하겠다는 의미다. 다른 해석이 필요 없는 명확한 경기우려 제한 및 시장 방어 노력이다.

이 영향으로 2019년 S&P 500의 전년대비 EPS 증가율 전망치의 하향 조정은 3~5% 수준에서 마무리될 전망이다. 밸류에이션도 하방이 단단해질 것이다. S&P 500 12개월 선행 PER 14.5배가 강한 지지력을 발휘할 전망이다.

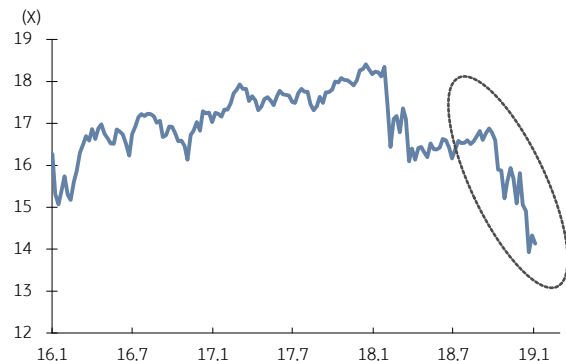


2019년 기준금리 인상 횟수 전망치 추이



자료: Bloomberg, KB증권

S&P 500 12개월 선행 PER 추이



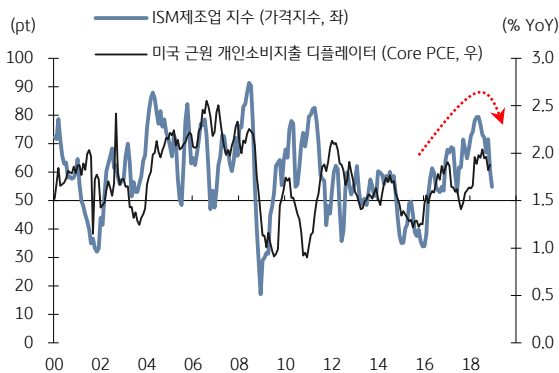
자료: Bloomberg, KB증권

추세적 하락은 모든 카드가 사라졌을 때 나오는 것. 여전히 반등 기대

금융위기 이후 반등 흐름을 이어가던 증시가 큰 폭의 조정을 보이면서 하락 추세로 전환됐을 수 있다는 우려가 있다. 그러나 경기 하강을 방어할 수 있는 카드가 모두 사라지기 전까지는 추세적 하락 전환이라고 선부르게 예상할 수 없다.

먼저, 이번 경기감속이 경기하강은 아니라는 희망이 점차 생길 수 있다. 미국 역사상 두 번째로 긴 9년 반의 경기확장세가 늘었다는 인식 때문에 '경기감속'이 '경기하강' 우려로 이어지고 있다. 이 정도로 긴 경기확장세가 나타났다면 이제부터 나타날 경기둔화는 단순한 둔화가 아니라 하강의 시작이라는 것이다. 하지만 경기확장세의 끝자락에서 여김없이 관찰되는 거품의 징후는 크게 확인되지 않는다. 전현직 연준 의장들도 경기확장세의 종료는 인플레이션 상승을 막기 위해 연준이 긴축할 때 나타난다고 했다. 인플레이션 압력이 낮고 연준이 완화 기조를 보인다면 경기하강을 크게 우려할 필요는 없다.

ISM제조업 가격지수와 미국 Core PCE 추이



버니 자료: Bloomberg, KB증권

주: ISM제조업 가격지수는 제조업계가 느끼는 가격 변화를 가장 민감하게 반영. Core PCE는 FOMC의 기준 인플레이션 지표

둘째, 투자를 위축시킨 미중 무역협상이 합의에 이르면 관련 불확실성도 낮아질 것이다. 최근 트럼프 대통령이 금융시장 불안과 경기감속 우려를 감안해 무역협상 합의를 바라고 있다는 보도가 나오고 있다.

셋째, 성장 기대가 낮아진 만큼 시장은 1월 29일로 예상되는 트럼프의 연두교서에 주목할 것이다.

인프라스트럭처 투자안과 추가 감세 관련 언급이 나올 수 있기 때문이다.

넷째, 미국의 세일 혁명으로 낮아진 유가는 경기부양책이나 다름 없다. 지금은 유가 하락이 에너지 업종의 이익 전망 하향의 주 요인이 되고 있다. 그러나 2014년 하반기 유가 급락이 2015년 주식시장 횡보장을 거친 후인 2016~2017년 주식 상승장의 근간이 되었던 것처럼, 지금 유가 하락은 긴 호흡에서 보면 경기와 주식에 긍정적 요인이다.

당분간 부정적 요인들이 투자심리를 간헐적으로 위축시킬 수 있다. 그러나 연준의 완화적인 정책 기조가 재확인되면서 미국 경제의 장기 성장세와 주식의 장기 상승세에 대한 의구심은 점차 약해질 것이다. 미국 주식은 1분기에 큰 짐을 덜고 상승할 전망이다.



브렉시트, 유럽을 흔드는 폭탄이 될 것인가

오재영 선임연구원 | jaeyoung.oh@kbf.com

브렉시트를 앞두고 노 딜 브렉시트 가능성 확대

영국이 EU를 탈퇴하는 시한인 2019년 3월 29일이 이제 코앞으로 다가왔다. 영국과 EU는 지난 11월 말 브렉시트 합의안 작성에 성공하였다. EU에서도 승인된 합의안은 이제 영국 의회 승인과 EU 국가들 승인 절차만 남겨두고 있다. 그러나 절차적으로는 어느 정도 진전이 있어 보이지만, 실상은 혼란이 더욱 가중되는 모습이다.

가장 큰 우려는 ‘No deal Brexit (노 딜 브렉시트)’이다. 노 딜 브렉시트란 영국이 3월에 EU를 탈퇴하면서, 아무런 관련 협정을 맺지 못하고 탈퇴하는 것을 말한다. 합의안은 마련되었지만 영국 의회 승인을 통과하기 어려워, 결국 영국 정부에서 새로운 합의안을 제시하거나 기한 안에 합의하지 못하고 3월 29일 자동탈퇴를 맞이하게 될 가능성이 높아졌다.

실질적인 합의 기한은 당초 10월 말 늦어도 11월 중순까지였다. 이때까지는 합의안이 마련되어야 영국 의회 승인과 EU 국가들 승인 절차를 거쳐 3월 29일까지 ‘질서 있게’ 영국이 EU를 탈퇴할 수 있기 때문이다. 따라서 합의안을 두고 여전히 마찰이 일어나고 있는 현재 상황에서는 노 딜 브렉시트 우려가 높아지는 것이 당연하다.

그럼에도 ‘노 딜 브렉시트’를 기정사실화하지 않는 것은 EU와 영국 양측이 노 딜 브렉시트로 인하여 잃을 것이 많기 때문이다. 3월 29일 안에 어떤 식으로든 합의에만 이룬다면 기한은 어느 정도 연장될 것이라는 기대감이 있다. 리스본 조약 50조에 따르면, EU 국가들의 만장일치에 따라 기한을 연장할 수 있기 때문이다.

1월 15일, 영국 의회 부결로 혼란 지속 예상

메이 총리는 1월 21일까지 이전에 마련한 브렉시트 합의안을 영국 의회에 통과시켜야 한다. 지난 12월 11일 연기된 의회 표결은 1월 15일에 예정되어 있다. 12월 당시와 마찬가지로 현재로서도 의회 부결 가능성이 높다. 메이 총리가 소속되어 있는 보수당을 제외하면 대부분의 야당이 모두 합의안에 대해서 반대하고 있으며, 보수당 내부에서도 강경파는 반대하기 때문이다.

향후 예상되는 시나리오는 1) 기존 합의안 부결과 새로운 협상안 도출, 2) 조기총선, 3) 제 2 브렉시트 국민투표 상정, 4) 노 딜 브렉시트 현실화이다.

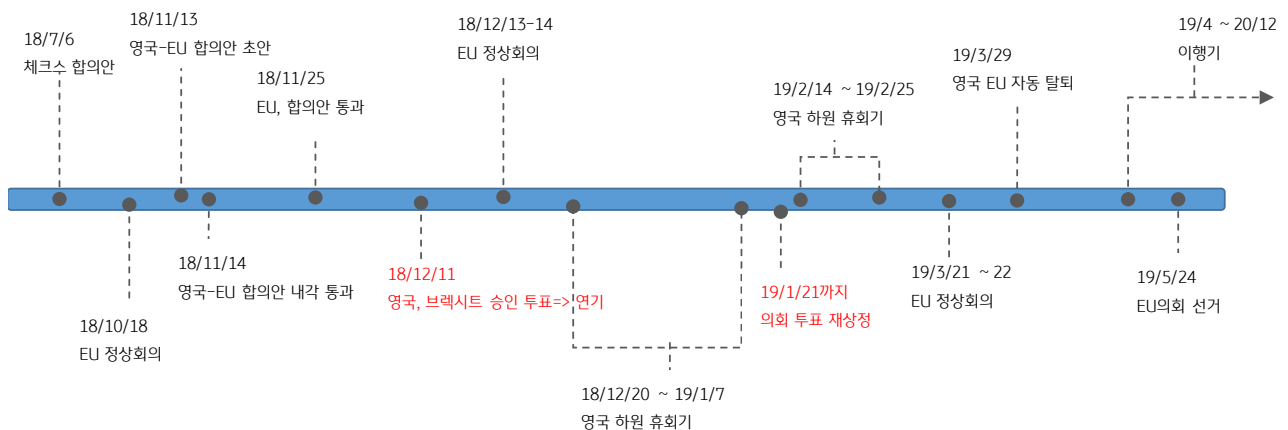
1월 15일 의회에서 브렉시트 부결된다면, 정부가 3일 내로 ‘플랜 B (Plan B)’를 제시해야한다는 법안이 지난 9일

통과되었다. 기존에는 21일 내에 대안을 제시하도록 되어있었지만, 이제 더욱 시간이 촉박해진 셈이다. EU 측은 작년 11월 협상안 외 다른 안은 없다고 강경하게 나오고 있는 상황이기 때문에, 3일 안에 메이총리가 플랜 B를 제시할 가능성은 매우 낮다고 보인다. 따라서 1월 중순 이후에도 혼란스러운 정국이 지속될 가능성이 높으며, 이 경우 조기총선에 돌입하거나 브렉시트 제 2국민투표를 실시하는 것 역시 가능성이 있다. 최근에는 브렉시트 제 2국민투표 가능성 또한 부상하고 있다. 현재는 메이 총리가 국민투표를 실시하지 않겠다는 입장이지만, 의회 내에서 과반이상의 요구가 발생한다면 총리를 압박하는 수단이 될 것이다. 제 1야당인 노동당의 제레미 코빈은 조기총선을 본격적으로 주장하기 시작했다. 조기총선을 통해 집권 여당이 노동당으로 변경될 가능성 또한 배제할 수 없으며, 노동당이 집권하게 되면 제 2국민 투표 가능성이 높아진다. 지난 12월 10일, 유럽사법재판소는 영국이 다른 27개 EU 국가의 승인 없이 일방적으로 브렉시트를 취소할 수 있다는 판결은 이를 뒷받침한다.

브렉시트, 유럽을 뒤흔드는 트리거가 될 것인가?

어떠한 형태로든 합의안만 작성된다면, 노 딜 브렉시트를 막을 수 있다는 기대감은 여전히 남아 있다. 다만 지금 마련된 합의안에 대한 영국 내부의 강한 반감과 더 이상의 협상은 없다는 EU의 태도를 고려하면 그 과정은 쉽지 않을 것이다.

브렉시트 관련 향후 일정



자료: KB증권

만약 영국과 EU가 협상에 성공하게 된다면 달러 대비 파운드화와 유로화 모두 강세를 보일 것으로 예상된다. 영국의 EU 탈퇴는 장기적으로 영국과 EU 경제에 모두 부정적일 것으로 예상되지만, 노 딜 브렉시트만 피한다면 단기적인 충격은 제한적일 것으로 예상된다. 영국과 EU는 2020년 12월까지 전환기간 동안은 기존의 지위를 대부분 유지할 수 있도록 사전에 협의했기 때문이다. 하지만 노 딜 브렉시트가 현실이 된다면 영국뿐만 아니라, 전세계적으로 경제적인 타격이 예상된다. 당장 3월 29일부터 영국은 무합의 상태에서 EU를 탈퇴하게 되며, 제 3국가의 지위로서 주변국가들과 차례차례 개별 협정을 맺어야 한다. 그 과정에서 혼란이 야기될 것으로 예상되어 파운드화는 지금보다 하락(약세)할 전망이다. 영국뿐만 아니라 EU 등 글로벌 금융시장에도 영향이 클 것으로 예상된다. 2019년에는 브렉시트 뿐만 아니라, 유럽 내 정치적으로 우려되는 것들이 많다. 대표적으로 5월 23일~26일 치러지는 유럽의회 선거에서는 EU 통합을 지지하지 않는 극우정당 연대의 세력 확대가 예상된다. 극우와 반EU 정당이 집권하고 있는 이탈리아 정부는 예산안을 두고 EU와 어느 정도 합의에 이르렀지만 여전히 불확실성은 남아있다. 유럽중앙은행(ECB)이 통화정책 정상화를 시작하면서 이탈리아와 스페인 등 은행들의 부담이 확대될 것으로 예상되며, 극단적인 경우에는 또 다른 국가들의 EU 탈퇴 운동을 가져올 가능성이 있다.



2019년 주목받는 美 사이버 보안주

김세환 연구위원 | usa@kbfg.com

“2019년은 미국 사이버 보안 관련 기업들에 대한 재평가가 시작되는 해다.”

IT기업의 끊이지 않는 개인정보 유출이 보안에 대한 사회적 관심을 높이고 있으며, 미 정부의 요구조사 (청문회 등)도 계속 이어지고 있다. 새롭게 적용된 유럽 개인정보보호법 (GDPR)도 보안에 대한 중요성을 크게 강조하고 있다.”

페이스북 개인정보 유출, 해킹 우려감 ‘트리거’ 역할

페이스북의 대규모 개인정보 유출은 생각보다 시장에 큰 파장을 안겨줬다. 지난 2018년 3월 페이스북은 8,700만명 개인정보 유출 사건이 터지면서 주가가 열흘간 17.8% 급락했고, 7월에 FBI, 증권거래위원회 등으로 조사기관이 확대되자 4일 만에 또 21.4% 하락했다. 4일간의 주가 조정으로 페이스북의 시가총액은 1,120억 달러가 증발했다. 이는 우크라이나 연간 GDP (2017년 기준)와 맞먹는 규모다. 페이스북의 개인정보 유출은 IT 기업 전체 (특히, 인터넷 섹터)로 불안감을 증폭시키는 기폭제 역할을 했다.

스파이칩, IT 기업 전체의 불안감으로 확대

지난 2018년 11월 4일, 블룸버그 비즈니스위크는 중국의 군사유닛이 중국의 최대 마더보드 생산 기업인 슈퍼마이크로를 통해 미국의 약 30개 기업 및 공공기관을 해킹했다고 보도했다. 피해 예상 기업으로 애플과 아마존 등 미국의 거대 기업들이 포함되어 있었지만, 이들 기업은 사실을 부인하고 있다. 기사가 나간 당일, 미국 나스닥 지수는

1.8% 하락했다. 스파이칩의 존재 여부를 떠나 이러한 사건은 다시 한 번 미국 기업들의 사이버 보안에 대한 경각심을 증폭시키는 계기가 되었다.

점차 증가하는 글로벌 해킹 건수

IBM과 포네몬 (Ponemon)은 ‘2018 데이터 브리치 비용 (2018 Cost of a Data Breach Study: Global Overview)’ 발간을 통해 지난 12개월간 데이터 브리치 (해킹, 유출 등을 말함)를 겪은 주요 기업 477개 (기관 포함)에 대해 조사했다. 조사 결과, 데이터 브리치와 관련한 기업별 평균 피해액 규모는 386만 달러로 전년동기 대비 6.5% 증가한 것으로 나타났다. 데이터 손실 건당 평균 비용은 148달러로 집계되었으며, 이는 전년동기 대비 4.8% 늘어난 것이다.

와이프루 리미티드 (Wipro Limited 인디아 IT 컨설팅 기업)도 ‘The State of Cybersecurity 2018’ 리포트를 통해 11개 국가의 203개 기업 (기관 포함)을 조사한 결과를 내놓았다. 2017년 해킹으로 인해 27억개의 데이터가 손실 (+95.7% YoY)되었고, 초당 88개의 기록 데이터가 해킹으로 손실되고 있다고 밝혔다 (2016년 초당 43개).

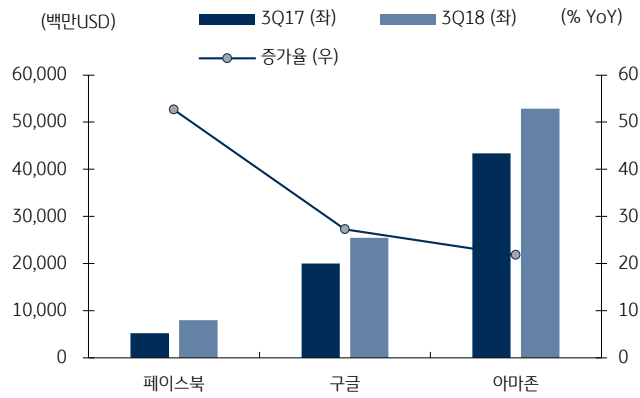
개인정보보호 규제 강화

해마다 증가하는 해킹과 개인정보 유출에 대해 유럽이 가장 먼저 강력한 규제안을 들고 나왔다. 유럽의 데이터 보호 감독기관인 ICO (Information Commissioner's Office)는 데이터 보호와 관련된 벌금을 강화했다. 2018년 5월 GDPR (유럽 일반 개인정보보호법)을 통해 규정위반 기업에게 매출액의 최대 4%를 벌금으로 내는 방안을 만들었다. 이러한 유럽의 규제는 미국의 감독 기관에도 영향을 미칠 것으로 예상된다. GDPR법 적용으로 페이스북은 최대 16.3억 달러에 달하는 벌금을 납부할 위기에 처했다.

기업에 미치는 영향 분석

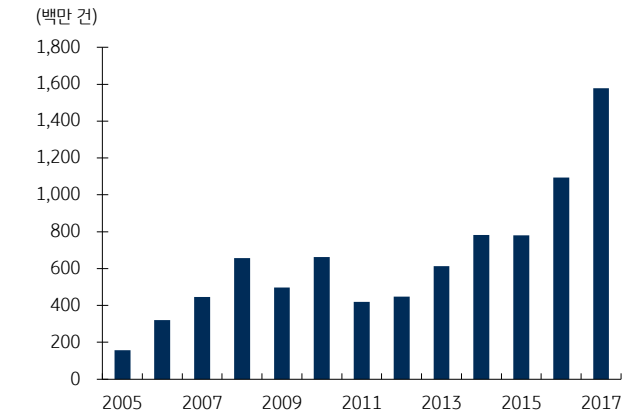
사이버보안에 대한 경각심과 규제 강화는 IT 기업에게 1) 신뢰도 하락에 따른 고객 이탈 증가, 2) 보안 비용 (인프라, 법률, 인력 등) 증가 등의 영향을 끼칠 수 있다. 이탈 고객의 증가는 매출액 감소로 이어지고, 비용증가는 이익 성장률을 낮추어 주가 하락을 야기한다. 특히 애플과 아마존 등 첨단 기술을 활용해 이익 극대화를 이루고 있는 기업들에게 추가비용 증가는 커다란 부담일 수밖에 없다. FANG 기업인 페이스북의 2018년 3분기 총영업비용은 전년동기 대비 52.6% 증가했으며, 구글, 아마존도 각각 27.2%, 21.8% 증가했다. 페이스북은 이미 2018년에 보안 전문가를 기존 1만명에서 2만명 (2018년 6월 기준)으로 증원했고, 최근 인터뷰에서 3만명으로 늘렸다고 보도한 바 있다.

주요 FANG 기업 연간 비용 현황



자료: 각 기업 분기 실적 보고서, KB증권

글로벌 데이터 브리치 건수



자료: United States; Identity Theft Resource Center; CyberScout; 2005 to 2017, KB증권

주요 사이버 보안기업

사이버 보안기업 체크 포인트는 1) 페이스북, 아마존, 구글 등 대기업에 의한 인수합병, 2) 동종기업 간 인수합병, 3) 보안 수요 증가로 인한 매출액 상승을 들 수 있다. 정부로부터의 개인정보 강화 요구가 이어지고 있기 때문에 대기업들은 사이버 보안 외주 업체의 비중을 높이거나, 관련기업을 인수하여 자체 사이버 보안 능력을 강화해야 하는 상황이다. 동종기업 간의 M&A도 가속화될 것으로 예상된다. 최근 사이버 보안기업들의 합병 건수는 지속적인 증가 추이에 들어섰다. 미국 의원들의 SNS기업 청문회 요구, 유럽 개인정보보호법 강화 등 전반적인 사회 분위기와 법규 강화는 결국 사이버 보안기업들의 수요 증가로 이어질 것으로 예상된다

사이버 보안 주요 종목

기업명	종목코드	개요
시스코	CSCO	종합 보안 플랫폼 제공
체크포인트	CHKP	클라우드 보안력 강화
소프트웨어		
포티넷	FTNT	ZoneFox 인수, 보안력 강화
파이어아이	FEYE	美 정부의 해킹 조사관 역할
사이버아크	CYBR	통합계정 보안 시스템 솔루션



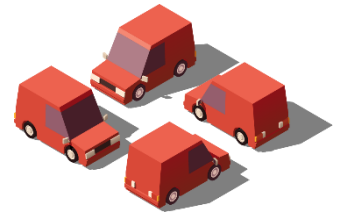
중국 자동차, 올해도 만만치 않은 한 해

Jin Ling (찐링) 연구위원 | ling.jin@kbfq.com

2018년 中 승용차 판매량 둔화: 상반기는 소폭 증가했으나, 하반기 들어 둔화세 지속

2018년 1~10월 중국 승용차의 누적 판매량은 1,926만대 (-1.21% YoY)로 집계되었다. 전년대비 둔화된 원인은 2016~2017년 승용차 구매세 인하로 인한 선소비에 따른 기저효과, 중서부지역 성장성 둔화, 3선 도시 부동산 가격 상승, 북방 경기둔화 가속화에 따른 승용차 구매의욕 약화 등이다. 차종별로 세단 (Sedan) 941.1만대 (-0.15% YoY), SUV 807.8만대 (+1.22% YoY), MPV 140.2만대 (-14.55% YoY)다. 2018년 (12/11 종가 기준) 중국중시 자동차섹터의 수익률은 -31%로 상해종합지수 (-21%)의 수익률을 하회했다 (이하 모두 2018년 1~10월 누적 기준).

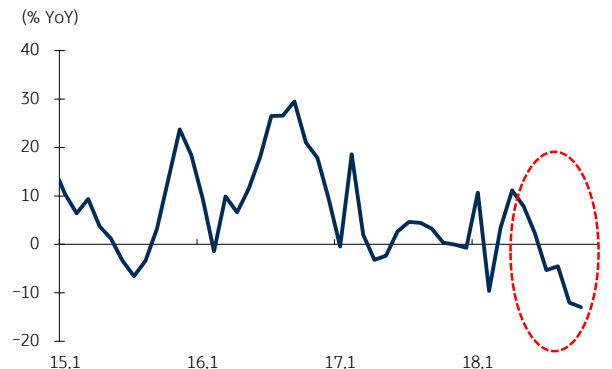
YoY)로 소폭 증가했다. 반면 1.6L 이하 (1.6L 포함) 판매량은 1,282만대 (-3.8% YoY)로 감소했다. 구매세 혜택 취소, 중소도시 소비 둔화 등의 영향이 컸다.



2018년 中 승용차 시장의 특징 1: ① 하반기 재고↑, ② SUV 성장성↓, ③ 저배기량↓

① 하반기 재고 증가: 6월 이후 성수기에도 불구하고, 판매량이 전반적으로 둔화된 가운데 재고가 늘었다. 특히 하반기 재고지수가 2015~2017년 수준을 크게 상회했다. ② SUV 성장성 둔화: 2017년에 호황기를 누렸던 SUV가 2018년 상반기까지만 해도 10% 이상의 판매 증가율을 기록했으나, 6~10월 둔화세가 뚜렷해졌다. 승용차 시장에서 차지하는 비중이 2017년의 40.2%에서 2018년에 42.0%로 확대된 가운데 여전히 중요한 성장동력이다. ③ 저배기량 판매 둔화: 1.6L 이상 판매량은 589만대 (+0.6%

중국 승용차 판매량 증감률 동향



자료: 중국자동차공업협회, Wind, KB증권

2018년 中 승용차 시장의 특징 2: ① 獨•日계↑, ② 美•佛계↓, ③ 中 로컬 둔화 속 차별화

- ① 獨•日계 판매 증가: 독일계JV의 판매량은 417.3만대 (+4.68% YoY), 세부적으로는 상해VW +4.3%, 북경Mercedes-Benz +38.3%, 화천BMW +23.9%였다. 일본계JV 판매량은 358.9만대 (+4.79% YoY)이며, Toyota (이치토요타+광치토요타)가 +11.1%, Honda (동평혼다+광치혼다)가 +22.2%를 기록했다.
- ② 美•佛계 판매 감소: 미국계JV의 판매량은 206.3만대 (-13.66% YoY), 이 중 상해GM은 +6.2%, 장안Ford는 -12.0%를 기록했다. 프랑스계JV가 27.4만대 (-20.15% YoY)로 둔화폭이 가장 컸다.
- ③ 中 로컬 브랜드 둔화 속 차별화: 중국로컬 브랜드의 판매량은 809.8만대 (-3.51% YoY)이며, 1군과 2군 기업 간의 차별화 현상이 뚜렷했다. 상해자동차그룹 (600104.SH) 자사브랜드, 길리자동차 (00175.HK), 광주자동차그룹 (601238.SH; 02238.HK) 자사브랜드의 판매 증가율이 각각 +38%, +33%, +5%인 반면, 장성자동차 (601633.SH; 02333.HK), 장안자동차 (000625.SZ)는 -1.1%, -22%다.
- ④ 시장점유율: 中 로컬 42.03% (-0.57%p YoY), 獨 21.66% (+1.16%p YoY), 日 18.62% (+0.42%p YoY), 美 10.71% (-1.29%p YoY), 韓 4.72% (+0.5%p YoY)를 기록했다.

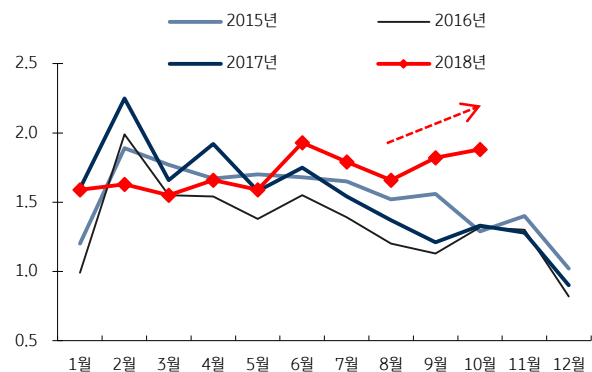
2019년 中 승용차 시장 전망: ① 저성장 지속, ② 獨•日계↑, ③ 中 로컬 산업집중도 상승↑

중국 승용차 시장의 저성장은 2018년에 이어 2019년에도 지속될 것으로 전망한다. 국가별JV 간의 차별화 현상이 지속되는 가운데, 獨•日계JV의 상승 사이클이 이어질 것으로 보인다. 산업 둔화와 산업집중도 상승이 지속되면서 중국로컬 업체 중 1군 기업들의 시장점유율이 점차 확대될 것으로 보인다. 2017년 중국의 천명당 승용차 보유량은 156대였다. 세계자동차공업협회 (OICA)에 의하면, 일본의 천명당 승용차 보유량이 22대 (1964년)에서 116대 (1973년)로 늘어나는 동안 연평균 판매량 증가율이 14.7%이었고, 116대 (1973년)에서 230대 (1985년)로 늘어나는 동안 연평균 판매량 증가율은 1.9%로 둔화했다.

경제성장률의 차이를 감안했을 때 향후 중국의 승용차 판매량은 2~3%의 저성장을 장기간 유지할 가능성이 높아 보인다.

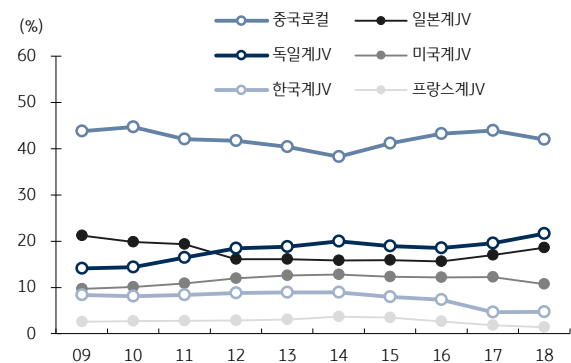
리스크 요인: 경기 둔화, 자동차 판매 둔화, 전기차 보조금 정책 약화, 원자재 가격 상승 등

중국 승용차 딜러 재고지수



자료: 중국자동차공업협회, Wind, KB증권

중국 승용차 시장 시장점유율 분포



자료: 중국자동차공업협회, Wind, KB증권

주: 2018년은 1~10월 누적 기준



국내외 금리 하락 전망 유지

김상훈 수석연구위원 | hoon.kim9@kbfg.com

미 연준, 2019년 금리인상 횟수 2회로 하향 조정

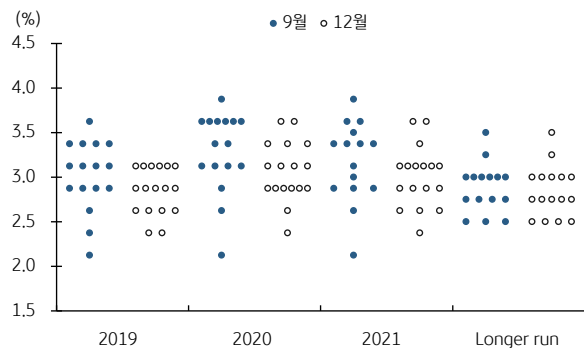
파월 미 연준 의장이 10월 초 “미국의 정책금리 (당시 2.00~2.25%)는 중립금리 (당시 3.0% 수준)에 한참 미치지 못하는 수준이며, 중립금리 이상으로 인상할 수도 있다”라고 언급하면서 시장금리는 상승했다. 그러나 11월 말에 “현재 정책금리는 중립금리 바로 아래 수준으로 추정된다”라고 언급해 금리인상 횟수가 축소될 수 있다는 인식을 주면서 시장금리는 하락했다.

2018년 12월 FOMC에서 미 연준은 정책금리를 2.25~2.50%로 25bp 인상했다. 파월 의장의 발언 등으로 시장의 관심이 집중되었던 점도표에서 연준 인사들은 2019년 금리 인상 횟수를 기존의 3회에서 2회로 낮추었다. 경기를 과열시키지도, 침체시키지도 않는 수준의 금리를 뜻하는 장기중립 (Longer-run) 금리는 3.0%에서 2.8% 수준으로 소폭 하향되었다.

미국의 경기 둔화 가능성 부각, 주가 하락 등 안전자산 선호로 미국채 10년물 금리는 3.0%를 하회했다. 과거 미국의 금리인상 시기 막바지 국면에 국채 10년물 금리가 정책금리에 수렴한 사례를 적용하면, 현재 금융시장은 올해 미국의 금리인상이 1회 (2.50%~2.75%) 이상은 어려울 것이라는 예상을 반영하고 있다. 당분간 미 국채 10년물 금리는 이 수준에서 등락할 전망이다.

1월 말에 있을 FOMC에서 연준의 3월 금리인상 시작이 어렵다는 내용이 시사될 경우에는 이러한 인식이 더 확대될 전망이다. 실제로 금리선물 시장에서는 동결 또는 인하 전망도 부각되고 있다. 단기적으로는 미 정부의 섣다운 등 정치적 리스크 해소와, 중기적으로는 무역분쟁의 타결을 제외하고는 금리 상승 요인이 많지 않아 보인다.

12월 FOMC 점도표



자료: Fed, KB증권



한국 기준금리는 미국 동조 인상보다는 동결

한국은행은 지난 11월 금통위에서 기준금리를 1년 만에 1.75%로 인상했다. 향후 국내 기준금리는 동결이 예상된다. 한국은행의 목표인 물가안정과 금융안정 두 가지 모두 금리를 인상할만한 여건이 아니라고 판단되기 때문이다. 물가안정 (경기) 측면에서는 국내 성장률이 지난해의 2.7%보다 둔화될 것으로 예상되며, 소비자물가 상승률도 지난해의 1.5%보다 높아지지는 않을 전망이다.

금융안정 측면에서는 한미 금리차로 인한 자본 유출 우려 가운데서도 외국인의 채권 잔고가 사상 최고 수준에서 등락하고 있으며, 미국의 금리인상 횟수 축소 시 이러한 부담은 경감될 것으로 예상된다. 따라서 국내 기준금리는 동결이 예상된다.

국내 시장금리는 글로벌 안전자산 선호에 동참하는 가운데 국내 경기 둔화를 반영해 국고채 10년물 금리는 1.80% 중반대까지 하락하면서 장단기 금리차 축소가 예상된다. 금리 방향성의 추가 변화를 위해서는 연준의 금리인상이 멈추고 국내 경기가 예상보다 더 악화되어 금리인하 전망이 형성되거나, 추경 등 재정정책의 가시화가 필요하다.

미국 정책금리와 시장금리 추이



자료: Bloomberg, KB증권

용어설명

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



브라질, 재정개혁이 방향성 결정

김상훈 수석연구위원 | hoon.kim9@kbf.com

이창민 수석연구원 | brad.lee@kbf.com

2019년 브라질 경제는 안정 예상

2018년은 브라질 경제 및 증시가 턱어라운드 성공한 해로 기록될 것이다. 물론 쉽지만은 않았다. 연초에는 국제 신용평가사 S&P와 피치가 브라질 국가신용등급을 하향했다. 연금개혁 지연에 따른 공공지출 확대와 정치 불확실성이 등급 하향의 주 원인으로 작용했다. 5월 트럭 기사 파업은 제조업 경기 회복을 지연시키고 생산자 물가 상승을 초래하여 상반기 경제성장률을 낮추는 요인이 됐다. 자연스럽게 보베스파 (Bovespa) 증시 역시 연초 이후의 상승률을 반납했고, 6월에는 70,000pt를 하회하는 저점을 형성했다.

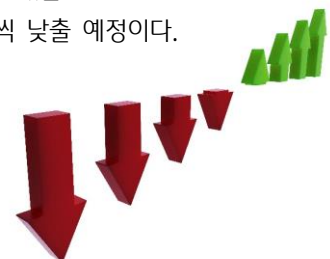
하반기 브라질은 시계 (視界) 제로의 대선 정국이었다. 룰라 전 대통령은 수감자 신분임에도 여론조사에서 1위를 고수 중이었다. 그와 동시에, 월드컵 종료와 함께 지지율이 회복될 것으로 예상됐던 시장 친화적 (또는, 투자자가 원하는) 인물은 후보단일화 구성에도 불구하고 지지율이 밀리는 상황이 지속됐다. 이유는 다름 아닌 보우소나루 광풍이 몰아쳤기 때문이다.

2019년 1월, 말 많고 탈 많던 (심지어 유세 기간 동안 테러를 당하기도 했던) 보우소나루가 브라질 대통령으로 취임했다. 대선 기간 동안 보우소나루를 폄하했던 수많은 부정적 단어들 ('브라질 트럼프'는 양호한 편이며, '여성 혐오', '독재 옹호', '인종주의' 등이 대표적이다)이 생선포했다.

그럼에도 불구하고, 브라질은 '부패'한 기성 정치보다는 국민이 염원하는 '변화와 개혁'이라는 시대적 사명에 부응할 최적의 인물로 그를 선택하게 됐다.

또 다른 한편에서 보면, 변화를 추구하는 브라질 국민의 과감한 선택은 경기 회복세가 가시화되는 과정에 있었기 때문에 가능했다. 차기 경제팀에 대한 신뢰도 역시 한몫을 했을 것이다. 가장 최근에 발표된 브라질 3분기 경제 성장률은 전년비 1.3% 증가해 2017년 4분기 이후 최고치를 기록했다. 4분기 성장률은 1.9% 증가하면서 연간으로는 1.4% 성장할 것으로 예상된다. 2019년은 2.3%의 성장으로 브라질 경제는 2018년의 완만한 회복세를 이어갈 전망이다.

안정적인 물가는 매파적 통화정책 가능성도 낮춰주는 모양새다. 11월 물가 상승률은 전년 대비 4.1%를 기록해 브라질 중앙은행의 인플레이션 목표 밴드 (3.0~6.0%) 내에 머물고 있고, 이에 따라 12월 정책금리는 동결 (6.5%)됐다. 2019년 물가 상승률은 3.9%로 예상되는 가운데, 브라질 중앙은행은 물가 목표 중간값을 기존의 4.50%에서 2021년 3.75%까지 매년 0.25%씩 낮출 예정이다.



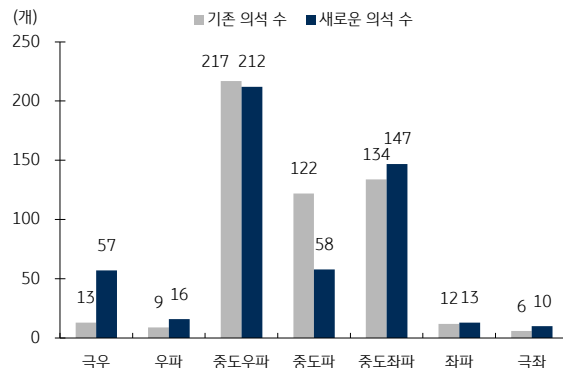
재정 개혁을 위한 연정 여부가 방향성 결정

이처럼 브라질의 경제 펀더멘털은 나아지는 상황이다. 헤알화의 추가 안정세가 진행되는 과정 속에서 미 금리 하락과 달러화 강세 제한으로 자본유출을 막기 위한 비자발적 긴축 가능성도 높지 않다. 하반기 내내 극심한 변동성을 나타냈던 주식시장은 ‘보우소나루 모멘텀’을 선반영하면서 신고가를 경신하고 있다. 지금부터 중요한 것은 브라질의 가장 약점인 재정적자를 보우소나루 정부가 어떻게 그리고 얼마나 신속히 해소하는가이다. 2018년 8월 기준 GDP 대비 정부부채는 73%까지 증가했다. 정부 지출 사회보장 비용은 2011년 76억 헤알에서 2017년 1,825억 헤알로 폭증했다. 2016년 공공지출 상한선을 두는 헌법 개정으로 재정수지는 소폭 개선세를 보였지만, 적자 규모는 GDP 대비 7.5%로 여전히 높다.

보우소나루 대통령이 친시장 성향으로 알려진 파울로 게지스를 재무장관에 임명하면서 시장의 기대는 커지고 있다. 다만 1분기에 속도감 있는 재정개혁을 추진하기 위해서는 의회 연정이라는 큰 산을 넘어야 한다. 보우소나루 대통령의 극우 성향 사회자유당 (PSL)은 이번 선거에서 약진을 이루었지만, 연정을 위해서는 일부 중도 성향 정당까지 포섭이 필요하다. 제1당인 노동자당 (PT)을 견제하기 위해서는 주요 관직의 ‘나눔’ 또한 현명하게 이뤄져야 할 것이다.

상장기업의 실적 상승세가 지속되는 환경 속에서 2015년 이후 평균 밸류에이션을 적용할 경우 보베스파 증시는 97,000pt까지는 완만한 상승세를 이어갈 것으로 전망한다. 금리는 안정적인 물가 등을 반영해 하락하고 있지만, 헤알화는 재정개혁 윤곽이 드러나기 전까지는 현 수준의 등락이 예상된다. 재정개혁이라는 정치적 변수가 남아있지만, 개선되고 있는 브라질 펀더멘털은 금융시장의 가격들을 지지할 전망이다.

브라질 하원 의석 변화



자료: 브라질 의회, KB증권

브라질 금리와 환율 추이



자료: Bloomberg, KB증권





부동산경기 침체에도 PF ABCP, PF ABSTB의 ‘소확행’ 인기는 지속

김세용 연구위원 | seyong.kim@kbfq.com

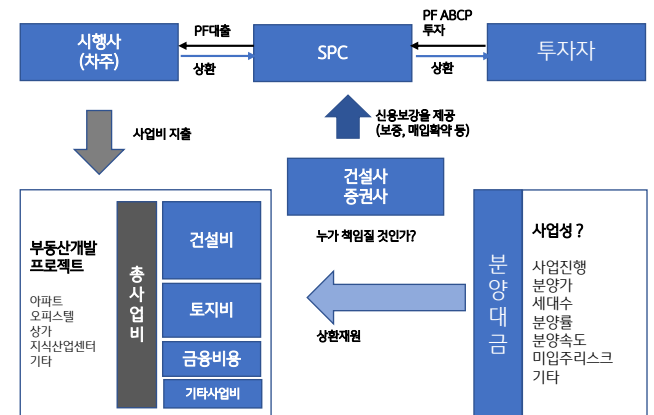
최근 소확행이라는 줄임말이 자주 등장한다. 소확행이란 일상에서 느낄 수 있는 작지만 확실하게 실현가능한 행복을 말한다. 불확실한 글로벌 환경 하에서 투자의 ‘소확행’은 단기금융상품이라고 생각한다. 그 중에서도 위험을 조금 더 부담하더라도 상대적으로 높은 금리를 제공하는 PF ABCP (Project Finance Asset-backed Commercial Paper)와 PF ABSTB (Project Finance Asset-backed Short-term Bond)의 인기는 지속될 전망이다.

프로젝트 파이낸싱 대출을 기반으로 한 PF ABCP와 PF ABSTB

PF ABCP와 PF ABSTB는 아파트, 주상복합, 오피스텔, 상가, 지식산업센터 등의 부동산 개발 프로젝트를 추진하고 운영하는 시행사 (차주)에 대한 프로젝트 파이낸싱 (PF) 대출을 기초자산으로 유동화한 기업어음 (PF ABCP)과 전자단기사채 (PF ABSTB)이다. 쉽게 말하면 페이퍼 컴퍼니인 SPC (Special Purpose Company; 특수목적회사)가 프로젝트의 사업주체인 시행사에 대출을 해주고, 그 대출을 담보로 기업어음을 발행하는 것을 말한다. 시행사는 PF대출을 통해 부동산 개발 프로젝트에 필요한 자금을 조달하고, 프로젝트 진행에 따라 토지구입, 건설비 (시공비), 금융비용, 기타 사업비 등으로 지출한다. 또한

시행사가 각종 허가를 받아 분양하면 계약금, 중도금, 잔금 형태로 현금이 유입되며, 이를 사업비와 대출 등 상환에 사용하게 된다.

PF ABCP 구조도



자료: KB증권

PF ABCP와 PF ABSTB는 구조는 같으나, 만기와 투자금액이 다르다. 증권신고서 제출의무 면제를 위해 PF ABSTB는 대부분 만기 3개월 이하, PF ABCP는 만기 1년 미만으로 발행된다. 특히 PF ABCP의 경우 증권신고서 제출 면제를 위해서는 투자자가 50인 미만이 되어야 하기 때문에 작은 단위로 나누기가 어려워 거래단위가 상대적으로 크다.



프로젝트의 사업성보다는 신용보강이 신용등급을 좌우

장기 프로젝트에 필요한 자금을 단기로 조달하면 현금흐름의 불일치가 나타나고, 프로젝트의 사업성과 원금상환 가능성을 평가하는 것은 쉽지 않다. 이러한 어려움을 건설사 또는 증권사가 보증, 자금보충, 매입약약, 매입약정 등의 다양한 형태로 신용보강을 제공하면서 메워주는 역할을 한다. 따라서 PF ABCP와 PF ABSTB의 실질적인 신용등급은 프로젝트 자체의 사업성보다는 신용보강을 제공하는 건설사나 증권사의 신용도에 의해 좌우된다. PF의 구조는 복잡하지만 건설사나 증권사의 신용도를 보고 쉽게 투자할 수 있는 것이다. 신용보강 주체 (건설사/증권사)에 따라 신용등급과 금리 수준, 기관투자자 비중 등이 상이하다. 다만, 상당기간 지속된 부동산 경기 호황에 힘입어 건설사의 재무구조가 크게 개선되면서 기관 및 개인 투자자들의 관심이 모두 높아진 상태이다.

또한 개별 사업성보다는 신용보강을 제공하는 건설사나 증권사의 신용도 변화에 영향을 받기 때문에 안정적이다. 특히 증권사보다 상대적으로 등급이 낮은 건설사의 경우 2015년 이후 주택시장 호조로 실적이 개선되면서 재무안정성도 크게 개선되었다. 또한 대형 건설사들에게 심각한 타격을 주던 해외 문제사업들의 준공이 이루어지고 있어 추가적인 대규모 손실 발생 가능성은 크게 낮아진 것으로 판단된다.

2019년에는 주택 사업 공사진행 물량이 감소할 것으로 예상된다. 그러나 수주산업의 특성상 기존에 진행 중인 공사물량의 영향으로 2019년에도 양호한 영업수익성과 재무안정성을 유지할 것으로 전망된다. 다만, 이러한 전망은 전반적인 건설사들에 대한 흐름이기 때문에 개별 건설사와 관련된 각종 현안 이슈에 대해서는 투자 시 별도의 분석이 필요하다.

신용보강 주체에 따른 차이

신용보강의 주체	증권사	건설사
신용등급	A1~A2	A2~A3 (건설사 신용등급에 따라 달라짐)
기관투자자 비중	높음	낮음
금리	낮음	높음

자료: KB증권

투자에 앞서 고려해야 할 사항이 있다면?

두 상품 모두 단기투자상품이나 상장 주식과 같은 장내 시장이 형성되어 있지 않고, 짧은 만기 대비 거래비용이 높기 때문에 수시로 매매하는 것이 쉽지 않다. 만기 이전에 중도매도를 하려는 개인 투자자들은 대부분 해당 상품을 판매한 증권사에 의존하게 되는 점은 투자 이전에 고려해야 할 부분이다.

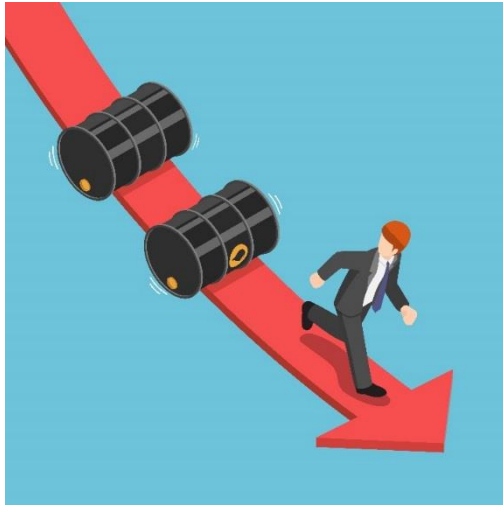
부동산 경기침체 영향은?

최근 국내 부동산 경기 침체에 대한 우려가 높다. 그러나 PF ABCP와 PF ABSTB의 '소확행' 인기는 지속될 전망이다. ABCP나 ABSTB와 같은 단기금융상품은 중장기적 영향보다 현재 재무상태에 따른 영향이 더 크기 때문이다.

PF ABCP (Project Finance Asset-backed Commercial Paper)

PF ABSTB (Project Finance Asset-backed Short-term Bond)

: 아파트, 주상복합, 오피스텔, 상가, 지식산업센터 등의 부동산 개발 프로젝트를 추진하고 운영하는 시행사 (차주)에 대한 프로젝트 파이낸싱 대출을 기초자산으로 유동화한 기업어음 (PF ABCP)과 전자단기사채 (PF ABSTB)



유가 하락에 하이일드도 몸살

손은정 수석연구원 | eunjungson@kbfg.com

유가 하락으로 인한 하이일드 가격 하락폭 확대

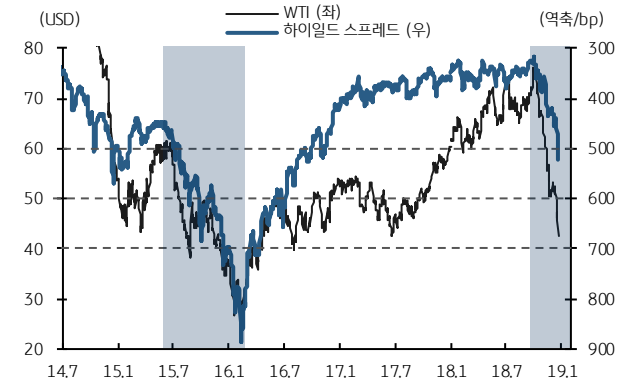
유가 하락으로 하이일드 스프레드의 조정이 예상보다 빠르고 크게 진행되었다. 유가는 공급 과잉 우려가 지속되는 가운데, 경기 둔화로 인한 수요 감소 가능성까지 더해지면서 12월 말 WTI 기준 배럴당 42.53달러까지 하락했고, 하이일드 스프레드는 일시적으로 540bp를 넘어서기도 했다. 현재 하이일드 인덱스 내 에너지섹터는 약 16.8%로 전체 산업 중 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 상대적으로 B, CCC 등 신용등급이 낮은 업체들의 발행물이 많아 유가 변동에 매우 민감할 수밖에 없는 상황이다. 최근 유가가 소폭 반등하긴 했으나 지난 2015~2016년 초까지 이어진 유가 하락으로 하이일드자산의 손실을 경험했던 만큼 유가 변동에 따른 하이일드 가격 조정에 대한 우려는 지속되고 있다.

2015~2016년 초 유가 하락으로 하이일드 가격이 폭락했지만 빠르게 반등

유가 하락의 영향으로 2015년 하이일드 연간 투자수익률은 -4.5%로 2008년 이후 처음으로 마이너스 (-) 수익률을 기록했으며, 유가 하락폭의 확대로 2015년 12월에는 투자심리가 급격히 위축됨에 따라 하이일드펀드 판매 중단사태가 발생하기도 했다. 그리고 2016년 2월 WTI가 26달러 선까지 하락하면서 하이일드 스프레드는 887bp까지 확대되었고, 유가 하락의 여파로 에너지 기업들의 도산이 증가하면서 후행지표인 부도율은 2016년 8월 5.84%까지 상승하기도 했다. 그러나 미국 경제지표의

호조와 중국의 경기부양책에 힘입어 유가와 원자재 가격이 상승하면서 하이일드 가격은 빠르게 반등했고, 미국의 경기 개선에 따른 미국 기업 신용 위험의 축소로 2018년 초까지 랠리를 이어왔다.

WTI와 하이일드 스프레드



자료: Bloomberg, FRED, KB증권



과거처럼 빠르게 회복하기 어려운 시장 환경

그러나 현재의 상황은 지난 2015년 말 하이일드 시장과는 차이가 있다. 가장 큰 차이점은 미국의 경기 상황과 높아진 금리 레벨로 판단된다. 당장 미국의 경기 침체를 우려하는 것은 아니지만 좋아지는 것보다는 나빠질 게 더 많아진 상황이며, 저금리 하에서 발행이 크게 증가했던 하이일드채권 (및 시니어론)의 만기도래가 돌아오는 만큼 투기등급기업 전반의 부채 상환 부담이 확대 (2019년 투기등급 채권/대출 만기도래 물량이 2018년 대비 3배 증가)되고 있기 때문이다. 특히, 채권 발행이 많았던 미국의 세일 기업은 손익분기점이 WTI 기준 50~52달러 수준으로 알려진 만큼 유가 하락과 저유가가 장기화되면서 손익분기점을 하회할 경우에는 수익성 하락으로 인한 부채 상환부담 확대와 부도 가능성에 유의해야 한다.

단기간 내 투자심리 회복은 어려울 것

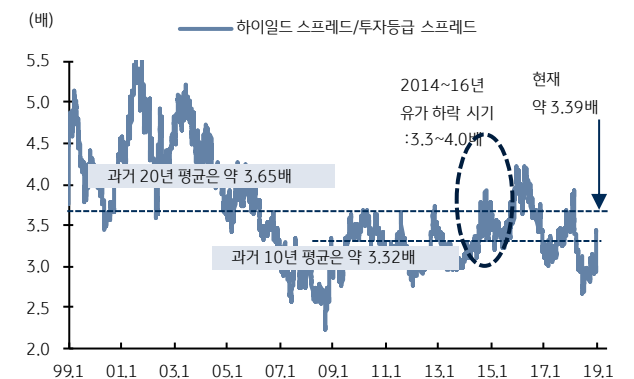
유가가 회복될 경우 스프레드 되돌림을 기대할 수는 있겠으나, 1) 리스크 대비 여전히 높은 가격 부담과 2) 금리 상승에 따른 투기등급기업의 부채 상환 부담 확대, 3) 미중 무역분쟁에 따른 경기둔화 우려, 4) 연방정부 섣다운 등이 복합적으로 작용하면서 단기간 내 투자심리 회복은 쉽지 않을 전망이다. 여기에 지속되는 투자자금 유출과 하이일드 시장 유동성 축소는 하이일드 가격 낙폭 확대 요인인 만큼 주의해야 한다.

최근 조정은 하이일드 재투자 시점을 앞당길 것

그럼에도 불구하고 하이일드채권의 높은 금리 수준과 투자수익률 (2000년 이후 연평균 6.7%)을 감안하면 포트폴리오에서 제외하기 아쉬운 자산인 만큼 조정 후에는 재투자를 고려해 봐야 한다. 최근 가파른 조정으로 당초 하반기 이후로 예상했던 하이일드 재투자 기회도 당겨질 것으로 예상된다. 유가가 안정적인 일반적인 시장 상황에서는 하이일드 재투자 시점의 적정 하이일드 스프레드 레벨을 투자등급 스프레드 대비 최소 3.32배로 판단한다 (과거 평균: 3.32~3.65배). 그러나 유가 하락 시기에는 하이일드 스프레드 레벨이 투자등급 대비 3.5~4.0배 수준에 형성되었던 점을 감안해 유가가 50달러 선을 계속 하회할 경우 투자등급 대비 하이일드 스프레드가 최소 3.5배 이상 될 때 신규투자를 고려해야 한다.



하이일드-투자등급 스프레드 상대배수



자료: FRED, KB증권



초과공급 우려 완화로 반등할 국제유가

임재균 선임연구원 | jk.lim@kbfq.com

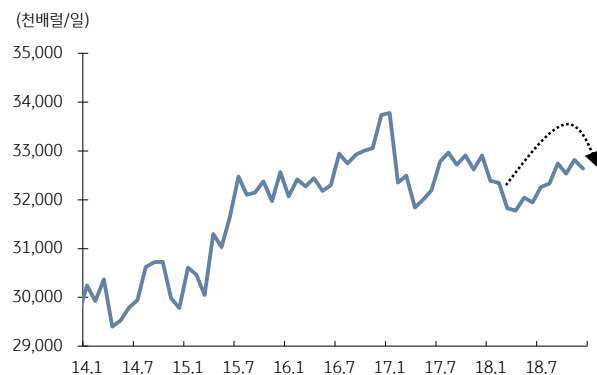
국제유가, 초과공급 우려 완화되면서 반등 예상

국제유가는 초과공급 우려와 위험자산 회피 심리로 인해 10월 고점대비 40%가량 하락했다. 1) 글로벌 경기 둔화 우려, 2) 미국 정치 불확실성이 (민주당과 공화당의 갈등 및 실현 가능성은 낮지만 트럼프 미 대통령의 탄핵 가능성) 지속된다는 점에서 국제유가가 9~10월 수준까지 반등할 가능성은 낮다. 하지만 현재 가격하락은 과도하다고 판단하며 WTI는 2분기 배럴당 60달러까지 반등할 것으로 예상한다. 국제유가가 반등할 것으로 예상하는 근거는 1) OPEC+의 감산, 2) 셰일 생산원가를 하회하고 있는 국제유가, 3) 낮은 추가 수요 둔화 가능성 등 때문이다. 즉, 초과공급 우려가 완화되었다.

유가가 현재보다 상승할 것으로 예상하는 첫 번째 근거는 OPEC+의 감산 지속이다. 글로벌 원유 생산량의 53%를 차지하는 OPEC+ (석유 수출국가들의 모임인 OPEC과 감산에 동참하고 있는 비OPEC 11개국들의 모임)는 2019년 1월부터 6개월간의 감산에 돌입했다. 감산에 대한 의구심이 있으나 사우디의 주도하에 OPEC+의 12월 생산량은 지난 11월 대비, 일일 46만 배럴이 감소했다. 사우디는 유가 상승을 위해 1월 말까지 수출량을 710만 배럴로 지난 11월대비 80만 배럴을 줄인다고 발표했다. 또한 OPEC+는 이번 감산으로 유가가 상승하지 않을 경우 추가 감산을 시사하고 있다. OPEC+의 감산 기조는 장기간 유지될 가능성이 높다. 저유가를 경험하면서 원유에

의존하는 경제 구조를 바꾸기 위해 노력하고 있는데, 이를 위해서는 원유에 의존할 수밖에 없기 때문이다.

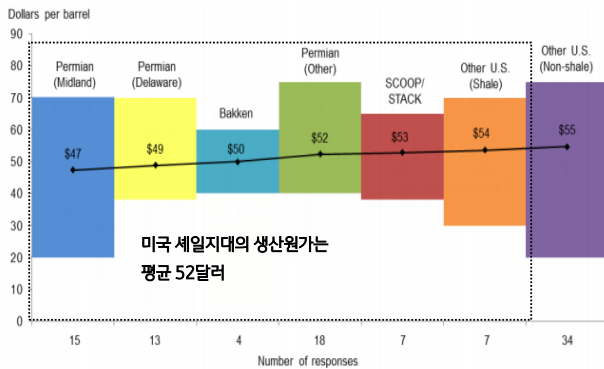
OPEC의 원유 생산량



자료: Bloomberg, KB증권

둘째, 미국 원유 생산량의 추가적인 증가 가능성은 낮다. 미국의 원유 생산량이 증가한 이유는 미국 원유 생산기업의 유가 전망치가 68.8달러 (2018년 말이며 WTI 기준)로 높았기 때문이다. 유가 전망을 높게 예상한 만큼 생산량을 늘리는 것이 기업들에게 이익이 된다고 판단한 것이다. 하지만 현재 유가는 미국 셰일 기업들의 평균 손익 분기점 (WTI 기준 52달러)수준이다. 미국은 다른 산유국들과 달리, 수익 확보가 목적인 개별 기업들이 원유를 생산하는 만큼 수익성이 나지 않는 구간에서는 생산량을 줄일 수밖에 없다.

미국 셰일 생산원가



자료: FRB of Dallas, KB증권

마지막으로 추가적인 수요 둔화 가능성은 낮기 때문이다. 원유 수요가 둔화될 것이라는 우려는 글로벌 경기 둔화 우려와 높은 유가 수준이 동시에 작용해서 생겨났다. 하지만 수요 둔화는 ‘수요 증가 속도’의 둔화이지 ‘수요 감소’가 아니다. 서브프라임 직후인 2009년을 제외하면 글로벌 원유 수요가 감소한 경우는 없었다. 2019년은 글로벌 ‘경기 둔화’이지 ‘경기 불황’은 아니라는 점에서 수요는 2018년보다 증가할 것이다. 또한 유가가 10월 고점대비 40% 하락한 만큼 추가적인 원유 수요 둔화 우려는 크지 않을 것이다.



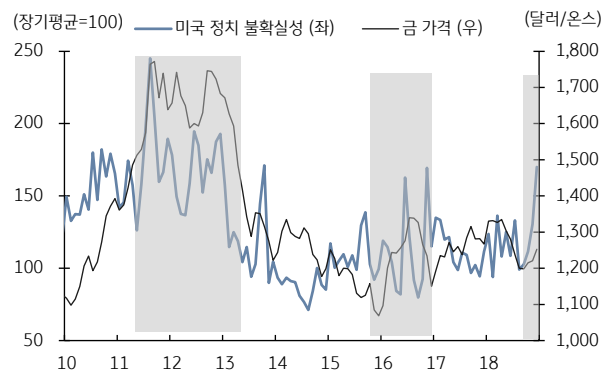
불확실성 확대로 상승한 금 가격

금 가격은 2018년 말, 금 가격과 역의 상관관계를 가지고 있는 달러의 강세에도 불구하고 상승했다. 금 가격이 상승한 이유는 불확실성이 확대되면서 안전자산 선호 심리가 커졌기 때문이다. 2018년 말 미국의 경제지표가 둔화되는 모습을 보이면서 경기 둔화 우려는 확대됐다. 또한 미국과 멕시코 국경의 장벽 건설에 소요되는 예산을 둘러싼 공화당과 민주당의 갈등으로 미 연방 정부의 섯다운도 장기화될 가능성이 높다. 게다가 실현 가능성은 낮지만 지속적으로 제기될 수 있는 트럼프의 탄핵 가능성 등은 미국의 정치 불확실성을 확대시키는 요인으로 작용할 전망이다.

단, 금 가격의 상승 요인으로 작용했던 경기 둔화 우려는 미 연준의 통화정책 기조 변경 가능성으로 소폭 완화되는 모습이다. 지난 1월 4일 애틀랜타에서 열린 전미경제학회 연례총회에서 파월 미 연준 의장은 최근 인플레이션이 둔화된 상황에서는 연준이 긴축 행보를 보일 필요성이 낮아졌다고 언급했으며, 옐런 전 연준 의장이 통화정책의 조심성을 강조하기 위해 사용했던 ‘인내심 (patient)’이라는 표현도 사용했다. 또한 미국의 경기 둔화 우려를 가속시키는 요인이었던 미중 무역분쟁도 극단적인 상황은 피해가는 모습이다. 지난 12월 1일 미중 정상회담에서 90일간의 ‘조건부 휴전’에 돌입한 이후 무역분쟁 해결을 위해 협상을 진행하고 있기 때문이다.

따라서 수익률을 고려했을 때 국제유가를 매수하는 전략이 금을 매수하는 전략보다 유효하다고 판단한다.

미국 정치 불확실성 지수와 금 가격 추이



자료: Bloomberg, KB증권



상승률이 둔화되어도 급락은 없다

구경희 이사대우 | kh.koo@kbf.com

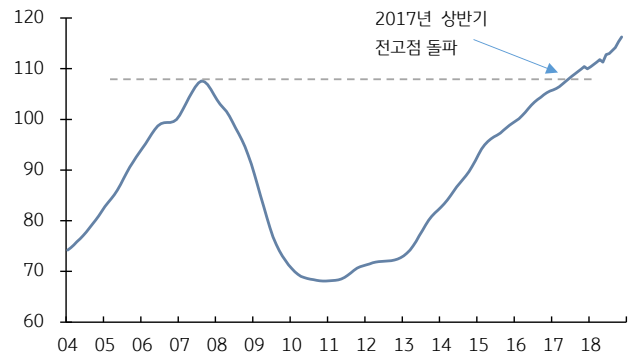
2019년 미국 상업용부동산 시장은 가격 상승률이 둔화될 전망이다

왜냐하면 1) 장기간 실물 가격 상승에 의한 밸류에이션 부담감이 생겼고, 2) 미국 경제성장률이 낮아지면서 임대료 상승세 둔화와 공실률 상승의 가능성이 있기 때문이다. 그리고 3) 중국으로부터의 부동산 투자금액이 감소하는 점도 부정적으로 작용할 전망이다.

상업용부동산 실물 가격의 상승세 지속으로 가격 부담감이 높음

2010년 저점 이후 미국 상업용부동산 가격은 68% 상승하면서, 2007년 전고점을 상회한지 오래다. 미 증시에서는 부동산 관련 주식들이 등락을 거듭하고 있는 최근에도 실물 가격은 매월 최고치를 경신하고 있는 중이다. 역설적으로 미국 상업용부동산에 제일 큰 부담은 ‘그동안 많이 올랐다’는 사실이다. 모든 투자자산의 경우 과거의 가격 상승은 미래의 상승 여력을 줄이는 효과를 가져온다. 가격이 크게 오른 결과, 상업용부동산의 밸류에이션인 Cap Rate (순영업수익을 자산가격으로 나눈 비율)가 많이 낮아졌다. Cap Rate의 하락은 상업용부동산의 밸류에이션이 높다는 것을 의미한다. 가장 최근치인 2018년 11월 말 Cap Rate는 6.1%로 사상 최저치를 기록했다.

미국 상업용부동산 가격 추이



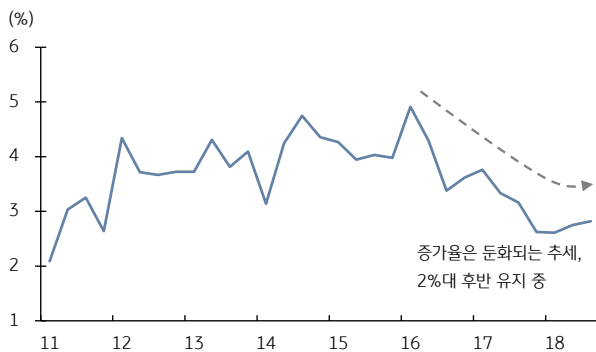
자료: Bloomberg, KB증권



경제 성장률의 둔화는 임대료 상승세 둔화와 공실률 상승을 불러올 수 있음

미국 상업용부동산 가격의 상승률이 둔화될 것으로 보는 두 번째 이유는 미국 경제성장률이 낮아지면서 1) 임대료 상승세가 둔화되고, 2) 공실률이 올라갈 수 있기 때문이다. KB증권은 2019년 미국 경제가 전년대비 2.3% 성장할 것으로 예상한다. 감세와 재정확대 효과의 소멸을 감안해 볼 때, 2019년 미국 경제의 성장 속도는 2018년 (2.9%)에 비해 둔화될 것이다. 2016년 하반기부터 임대료 상승세는 이미 둔화되고 있다. 미국 상장 리츠사들은 최근 2%대 후반의 순영업수익 증가율을 보이고 있는데, 만약 미국 경제성장률이 둔화되면 이 수치는 더 낮아질 가능성이 있다. 상업용부동산의 임대수익 증가율은 근본적으로 부동산 수급에 의해 움직이고, 수요는 결국 경제성장률에 의해 좌우된다. 2019년 미국 상업용부동산의 순영업수익 증가율은 둔화될 것으로 예상한다. 경제성장률의 둔화는 공실률이 낮아지는 추세에 제동을 걸 수도 있다. 미국 상장 리츠사들의 공실률은 2018년 3Q 현재 5.7%로 매우 낮지만, 향후 개선세가 약화될 가능성도 존재한다.

미국 상장 리츠사들의 순영업수익 증가율



자료: NAREIT, KB증권



무역분쟁으로 인한 중국발 투자자금의 미국 시장 유입 감소

미중 무역분쟁으로 인한 중국인 투자자금의 감소는 미국 상업용부동산 수급에 부정적인 영향을 줄 수밖에 없다. 미국 자산운용사인 '쿠쉬먼 & 웨이크필드'에 따르면, 2017년 기준 맨하탄의 오피스 시장에서 매수자의 65%는 외국인이고, 외국인 자금 중에서 39%가 중국 투자자이다. 미국 상업용부동산 시장에서 차이나 머니는 매우 큰 비중을 차지하고 있다. 중국의 해외 부동산 투자 규모는 2017년부터 이미 감소 중이다. 2017년 중국의 해외부동산 투자 규모는 68억 달러로 전년대비 55% 감소했다. 다른 각도에서 보면 2016년의 152억 달러가 너무 과도했던 수치일 수도 있다. 중국의 미국 부동산 투자액은 당분간 감소할 전망이다.

2019년 시장의 정체나 약세는 있어도 급락은 없다

2007~2010년 미국 부동산시장의 급락을 경험한 투자자들은 2019년의 상황에 대해 불안감을 가질 수 있다. 그럼에도 불구하고 2007년과 2019년의 기초 환경이 매우 다르기 때문에, 미국 부동산시장의 급락 가능성은 낮을 것이라고 전망한다. 2007년 부동산 버블 당시와 현재의 차이는 1) 임대수익 증가세와 부동산 가격 상승의 동행 여부, 2) 부동산 시장의 낮아진 레버리지, 3) 이자비용의 감소, 4) 부동산 구조화상품의 감소 등을 들 수 있다.

2010년 이후 부동산 상승 사이클은 임대수익 상승세가 동반되고 투자 주체들의 부채비율이 낮음

첫째, 2010년 이후의 미국 상업용부동산 상승 사이클은 적절한 임대수익 상승을 동반하고 있다. 미국 부동산 버블이 붕괴되기 전인 2004~2007년에는 임대수익에 비해 부동산 상승 폭이 과도하게 높았으나, 최근에는 그렇지 않다. 둘째, 미국의 상업용부동산에 투자하는 주체들의 부채비율이 낮아졌다. 미국 상장 리츠들의 부채비율 (부채/자기자본)은 금융위기 직후인 2008년 말 200%를 상회했으나, 2018년에는 120%대 초반에서 움직이고 있다. 투자자들의 수익률 제고를 위해 전통적으로 부채를 많이 활용하는 부동산업계의 운용 형태를 감안할 때, 지금은 최저 수준의 부채비율을 기록하고 있는 상황이다.



ELS/ELB, 70조원 잔고가 이야기해 주는 것

이중호 수석연구위원 | jho.lee@kbfg.com

잔고 사상 최대 규모 돌파

ELS/ELB 시장에서 홍콩 중국본토 (HSCEI)지수의 위력이 얼마나 큰지 실감 중이다. 하지만 동시에 ELS/ELB 시장의 성장세 역시 전혀 문제가 없음을 확인했다. 2018년 ELS/ELB 잔고가 72조 8,000억원을 돌파하면서 사상 최대 수준을 달성했기 때문이다. 수익률보다는 조기상환 조건이 쉬운 것 [혹은 손실 기준 (KI)이 낮거나 (저 KI), 혹은 없는 것 (No-KI)]을 기준으로 투자할 것을 권고한 것이 잔고 증가로 어느 정도 시장에서 적중하고 있다는 의미도 될 것이다.

신규 투자자의 경우 홍콩 중국본토 (HSCEI)지수가 포함된 ELS에 투자하는데 주저함이 없을 것이다. 하지만 기존 투자자 역시 상대적으로 방어적인 지수형 ELS/ELB에 투자한다면 큰 문제가 될 것이 없다는 판단이다. 잔고가 증가하고, 시장이 커지고 있으며, 아직까지는 새로운 기초자산이 속속 등장하고 있기 때문이다.

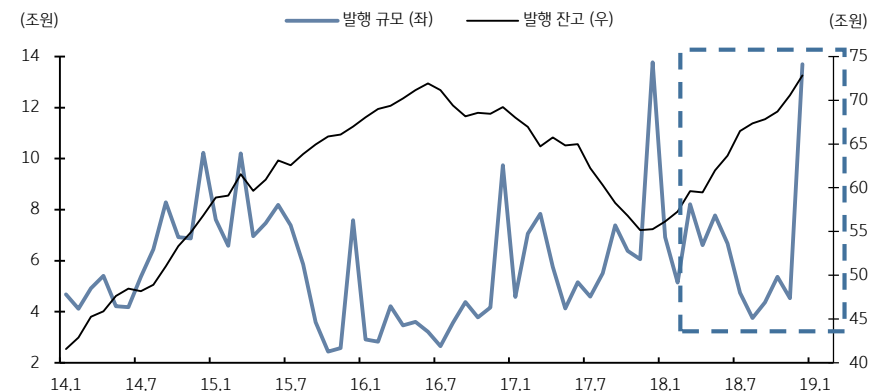
현재 HSCEI지수의 활용 비중은 11월 말 기준으로 41.6%에 불과하다. 분명 HSCEI지수가 문제가 되었을 당시인 2018년 5 ~ 6월 (79.8%)보다는 낮은

수준이다. 또한 새로운 기초자산으로 일부 해외지수와 종목이 등장하고 있는데, 기존에 익숙한 해외지수가 아니라서 투자자 입장에서 선택하기 쉽지는 않지만, 적어도 ELS/ELB 시장이 커지고 있음에는 부정할 수 없는 근거가 될 것이다. KB증권은 기본적으로 투자자들에게 ELS/ELB 투자가 크게 위험한 상태는 아니라는 전망을 유지하고 있다.

용어설명

홍콩 중국본토 (HSCEI)지수: 홍콩 H지수, 또는 홍콩항셍중국기업지수라고 함. 중국 본토기업이 발행했지만 홍콩거래소에 상장되어 거래되는 주식 (H주) 중 시가총액, 거래량 등을 고려한 우량 40개 종목으로 구성된 지수

ELS/ELB 발행 규모 및 발행 잔고



자료: KSD, Dart 전자공시, KB증권

신규 기초자산 계속 나올 것

계속 출시되는 신규 기초자산을 주목하자. 다만 투자에 있어서는 종목이 많기 때문에 주의가 필요하다. ‘신규 기초자산 활용 추이’는 2014년 이후 지속적으로 감소세를 보이고 있지만, 이번 2018년에는 무려 40개의 신규 기초자산이 시장에 새롭게 소개되었다. 최근 10년 내 최대 수준이며 국내와 해외, 종목과 지수를 망라한 다양한 기초자산이 ELS/ELB 상품으로 출시되고 있음을 보여주고 있다.

신규 기초자산 ELS/ELB 투자 역시 기존과 다르지 않다. 해당 기초자산의 등락이 얼마나 발생하는지 판단해야 하며, 기초자산의 장기적인 성장세가 유망한지에 대한 판단을 내리면 된다. 지수보다는 종목이, 특히 국내종목보다는 해외종목의

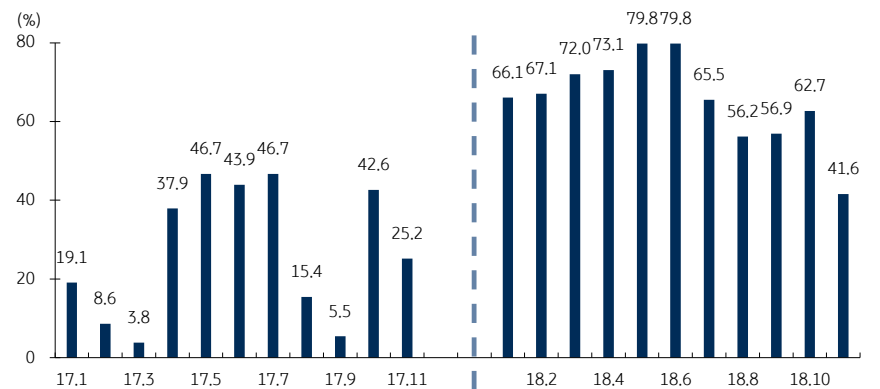
변동성이 더욱 클 수 있음에 주의해야 한다. 다만 강조하고 싶은 것은 기본적으로 신규 기초자산이라 하더라도 그 특성은 다른 ELS/ELB 기초자산과 다르지 않다는 점이다.

결론: 잔고 70조원이 말해주는 것은 시장 회복 가능성

결론적으로 ELS/ELB 시장에 대한 투자매력은 여전히 높다. 기존 전망에 서술한 것과 같이 조기상환 조건이

쉬운 것을 기준으로 투자할 때는 큰 문제가 없을 것이기 때문이다. 물론 재투자의 순환이 잘 이루어지지 못하는 측면이 발생할 수는 있다. 하지만 이것 역시도 시간이 가면서 해소될 수 있는 문제라는 판단이다 (보통은 시간이 지날수록 조기상환 조건이 낮아짐). 조심스럽게 접근하되 저점 매수의 기회가 존재할 수 있는 상황이 현 시점이다.

월간 발행 규모 대비 HSCEI지수 점유율 추이



자료: KSD, Dart 전자공시, KB증권

2018년 ELS/ELB 신규 기초자산 활용 추이

국내 기초자산		해외 기초자산
1 월	우리기술투자, 일양약품, 에프티이앤이, 비덴트, 네이처셀, 송원산업, 셀트리온헬스케어	귀주마오타이, 항서제약, AMD, Domino's Pizza
2 월	코웨이	FANG Index, GM
3 월	KRX300 지수	
4 월	KMH, 신대양제지, 현대엘리베이터	
5 월	넷마블, 인스코비, 컴투스, 현대로템	
2018 년 6 월		SH CarryEdge Index
7 월	JYP, YG 엔터	MSCI World Index
8 월	동성제약, 유진기업	
9 월		
10 월	한국정보통신, NICE 정보통신, 한국사이버결재	
11 월	솔브레인	MSCI Korea, CSI HongKong 1.3 배
12 월		AIA, 길리자동차, 바이두, 석약그룹, 웨이보, 평안보험

자료: KSD, Dart 전자공시, KB증권

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 어떠한 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

케 이 비 증 권 글 로 벌 자 산 배 분 전 략