

The KB's Core View

11월 말까지 신흥시장 반등흐름 지속

글로벌자산배분전략: 신흥시장 반등흐름을 통한 환매와 이익실현

미국의 중국산 수입품에 대한 2천억 달러 관세 부과와 미중 무역협상의 전격 취소에도 불구하고 신흥시장의 반등흐름은 11월 말 G20 정상회담까지 이어질 것으로 예상된다. 잭슨홀과 9월 FOMC를 거치면서 연준의 조심스러운 통화정책 기조 전환이 확인되었다. 완화적 금리인상은 단기적으로 달러약세와 원자재가격 반등을 통해 신흥시장의 반등 분위기를 강화시킬 것이다. 반면 글로벌경제에 미칠 무역분쟁의 부정적 효과는 중국을 중심으로 2019년 1분기에 집중될 것이다. 신흥시장의 반등을 활용한 환매와 이익실현을 권고한다. 포트폴리오의 두 축은 여전히 미국주식(환노출)과 한국채권이다. 신흥시장 내 인디아는 투자 의견을 중립으로 하향조정한다.

경제: 선진국과 신흥국 경기 차별화 심화 예상

선진국의 성장세는 지속될 전망이다. 미국은 감세에 따른 양호한 소비와 투자, 유로존은 체감경기와 내수지표의 개선, 일본은 재해 복구정책 등이 예상된다. 반면, 신흥국은 중국의 소비와 고정투자 부진 지속, 브라질의 정치적 불확실성 여파, 비자발적 금리인상 등으로 하반기 성장세 약화가 두드러질 전망이다. 2019년부터 미국이 중국산 수입품에 20% 이상의 관세를 부과할 경우, 중국과 글로벌 경제에 미치는 여파는 상당할 것이다. 중국의 대미국 수출이 전기비 마이너스로 전환되고, 중국은 6%대 성장을 장담하기 어렵다. 글로벌 경제의 성장모멘텀 약화가 예상된다.

채권: 한미 및 신흥국 간 금리 각각 디커플링

연준은 향후 조심스러운 통화정책 기조를 시사했다. 완화적 금리인상 속도조절은 향후 중립금리 추정치 상향과 장기금리 상승을 이끌 것이다. 미 국채10년 금리는 3%에 안착할 것이다. 러시아와 터키의 금리인상 대응 등과 달러약세로 신흥국은 숨고르기 국면이 예상된다. 브라질 대선은 2차 투표까지 확인이 필요한데, 좌파 당선 시에는 약 10~20%의 해알화 약세, 친시장 후보 당선 시에는 10% 이상 강세가 예상된다. 한국 금리는 10월 금리인상 시 직전 고점 도달 후 하락하겠지만, 동결 시 국고 10년 금리는 2019년 상반기 중 2.0%까지 천천히 하락할 것이다.

주식: 불필요한 미국 중간선거 우려. 지나친 일본 상승세

글로벌산업분류기준 (GICS) 변경으로 미국 IT주의 변동성이 높아졌다. 그러나 IT 이외 업종으로 성장매력이 분산되는 것이므로 크게 우려하지 않는다. 인프라투자는 감세안과는 달리 양당 합의가 가능하다. 중간선거 후 정책추진력 약화 우려는 지나치다. 미국주식의 상승 흐름을 예상한다. 유로존은 경제지표 반등세가 둔해졌다. 밸류에이션 매력도 신흥시장에 비해 덜하다. 상대 매력이 낮아 상승세는 제약될 것이다. 일본은 아베 3연임 이후 개헌 가능성으로 엔 약세, 주가상승 흐름이 나타났다. 2017년 총의원 선거 전후와 비슷한 흐름인데, 마찬가지로 상승세는 제한될 전망이다.

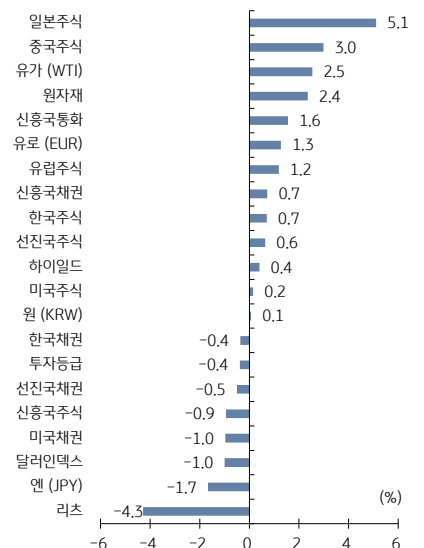
대체투자: 미국 정유/화학 ETF에 주목, 리츠는 중립

높은 정제 설비가동률과 박스권인 유가를 감안해 미국의 정유/화학 ETF 매수를 추천한다. SPDR Fund (티커: XLE)를 추천한다. 미국의 이란 제재는 국제유가의 하방경직성을 높여 WTI는 연말 75달러까지 상승할 것이다. 금리상승 기조 종료 시까지 부동산/리츠는 중립을 유지한다.

글로벌자산배분전략

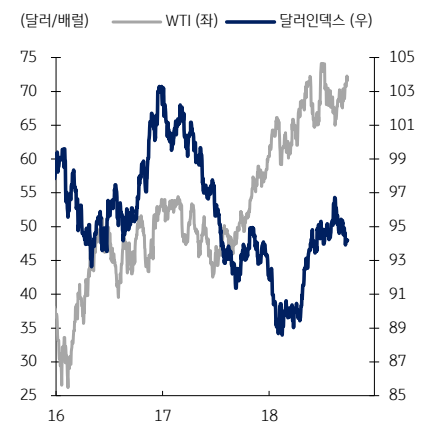
2018년 9월 27일

9월 이후 자산군별 수익률



자료: Bloomberg, KB증권

완화적 연준: 달러약세와 유가반등



자료: Bloomberg, KB증권

Contents

자산배분전략: 신흥시장 반등흐름을 통한 환매와 이익실현	3
경제: 선진국과 신흥시장국 경기 차별화 심화 예상	11
신흥국 경제: 중국 지준을 동결 예상	12
환율: 4분기, 달러 강세압력 다소 완화	13
선진주식: 불필요한 미국 중간선거 우려. 지나친 일본 상승세	14
신흥주식: 위험선호 이어지며 제한적 반등을 기대	15
국채: 한미 및 신흥국 간 금리 각각 디커플링	16
크레딧: 높아지는 캐리 매력, 국내 크레딧물 투자 우위	17
대체투자: 미국 정유/화학 ETF에 주목	18
ELS/ELB: 어두운 발행 감소 터널의 끝은?	19

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

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

Economist 문정희
02-6114-2097 jhmoon1106@kbfg.com

Economist 김두연
02-6114-2949 kimdooun@kbfg.com

Economist 임재균, CFA
02-6114-2952 jk.lim@kbfg.com

주식 Strategist 이은택
02-6114-2958 et.lee@kbfg.com

크로스애셋/해외주식 Strategist 김일혁, CFA
02-6114-2951 holistic@kbfg.com

중국시장 Analyst JIN LING (핀링)
02-6114-1688 ling.jin@kbfg.com

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

해외크레딧 Analyst 손은정 02-6114-2964
eunjungson@kbfg.com

크레딧 Analyst 전해현 02-6114-2094
haehyun.jeon@kbfg.com

대체투자 Analyst 구경희
02-6114-2903 kh.koo@kbfg.com

자산배분 Analyst 오온수
02-6114-1661 ohonsu@kbfg.com

자산배분 Analyst 이창민
02-6114-0261 brad.lee@kbfg.com

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

자산배분전략: 11월 말까지 신흥시장 반등흐름 지속

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

신흥시장 반등흐름 11월 말 G20 정상회담까지 연장, 환매와 이익실현

미국의 중국산 수입품에 대한 2천억 달러 관세 부과와 미중 무역협상의 전격 취소에도 불구하고 신흥시장의 반등흐름은 11월 말 G20 정상회담까지 이어질 것으로 예상된다. 잭슨홀과 9월 FOMC를 거치면서 연준의 조심스러운 통화정책 기조 전환이 확인되었다. 완화적 금리인상은 단기적으로 달러약세와 원자재가격 반등을 통해 신흥시장의 반등 분위기를 강화시킬 것이다. 반면 글로벌경제에 미칠 무역분쟁의 부정적 효과는 중국을 중심으로 2019년 1분기에 집중될 것이다. 신흥시장의 반등을 활용한 환매와 이익실현을 권고한다. 포트폴리오의 두 축은 여전히 미국주식(환노출)과 한국채권이다. 신흥시장 내 인디아는 투자이견을 중립으로 하향조정한다.

연준의 완화적 통화정책 기조 전환, 단기적으로 달러약세와 신흥시장 반등 연장

9월 말로 예정되었던 미중 고위급 무역회담은 일주일을 앞두고 전격 취소되었다. 그러나 여전히 11월 말 G20 정상회담을 앞두고 협상 가능성이 남아있는 만큼 글로벌 금융시장, 특히 신흥시장은 8월 중순 이후의 긍정적 흐름을 이어가고 있다. 오히려 11월 초 미국의 중간선거까지 예상했던 긍정적 반등 흐름은 11월 말 G20 정상회담까지 연장된 상황이다.

잭슨홀 이후 연준의 통화정책은 완화적 기조로 전환. 9월 FOMC에서 재확인

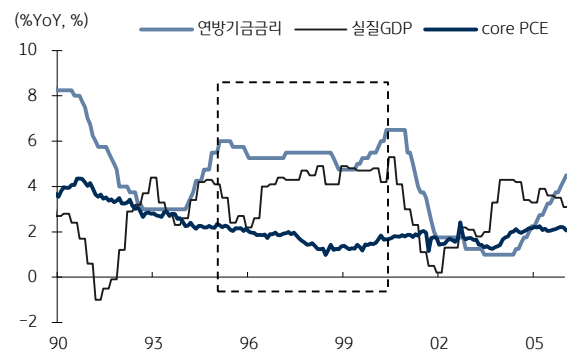
더구나 9월 말 FOMC에서 연준 (Fed)은 "통화정책 기조는 완화적 (accommodative)으로 남아 있으며"라는 문구를 삭제했다. 이번 금리인상으로 기준금리 (2.25%)는 연준이 제시하고 있는 중립수준 범위인 2.5~3.5%에 바짝 다가섰다. 지금부터 연준은 불확실한 경제지표 추정치에 기반하기보다는 인플레이 등 경제지표를 확인해가면서 더욱 조심스러운 통화정책 기조를 펼칠 계획임을 시사한 것으로 판단한다. 파월 연준의장이 잭슨홀 연설에서 밝혔던 내용과 같은 맥락이다 ([9월 12일, 미국통화정책: 연준이 기준금리 인상을 멈춘다면?](#)).

그림 1. 신흥시장 미약한 반등 흐름



자료: Bloomberg, KB증권

그림 2. 조심스러웠던 1990년대의 연준



자료: Bloomberg, KB증권

일반적인 평가와는 달리, 연준의 통화정책은 8월 말 잭슨홀 연설을 기점으로 완화적 기조로 전환되었다고 판단한다. 파월 연준의장은 1) 불확실한 추정치에 과도하게 의존했던 1960~1980년대와는 달리 조심스러웠던 1990년대 연준을 추구해야 한다고 밝혔다. 자연실업률이라는 불확실한 경제지표 추정치에 의존하다 대대적인 인플레이를 야기했던 과거에 대한 반성이자, 현재 자연실업률을 근거로 긴축적 금리인상을 주장하는 매파에 대한 반론이다. 2) 1990년대 연준은 인플레이 조짐을 눈으로 확인한 후에야 후행적으로 금리인상에 나섰다.

당시 견조한 경제성장에도 불구하고 IT를 기반으로 한 '신경제' 도래로 인플레이가 안정되어 있었기 때문이다. 이번 책스홀에서는 유통혁명을 기반으로 한 '아마존효과'가 인플레이 안정의 키워드로 제시되었다 (9월 19일, [미 국채10년은 3% 위에 안착할 것, 미국주식에는 긍정적](#)).

연준은 일드커브와 인플레이 지표를 확인해 나가면서 금리인상 속도조절에 나설 것

기준금리가 중립금리 추정치에 근접한 이후 연준은 향후 금리인상 속도조절에 나설 것이다. 조금 확대되던 듯 하던 미국의 장단기 금리차 (10년-2년)는 다시 23bp로 축소되었다. 12월 인상을 포함하여 추가 금리인상은 일드커브 역전과 이에 따른 경기침체 논란을 감수해야 한다는 의미다. 인플레이 조짐이 뚜렷하지 않은 상황에서 이를 감수하면서까지 서둘러 금리인상에 나서야 할 이유는 없다. 9월 인상 이후 연준은 일드커브를 포함한 금융시장 반응과 인플레이 지표를 동시에 확인해 나가면서 조심스러운 금리인상 행보를 보일 것이다. 예를 들면, 2019년 상반기까지 두세 차례를 인상하고 멈추는 것이 아니라, 1년에 한 두차례를 올리더라도 향후 2~3년간 천천히 꾸준히 인상해 나갈 것이라는 의미다.

조심스러운 통화정책은 중립금리 추정치 상향과 장기금리 상승을 이끌어 낼 것

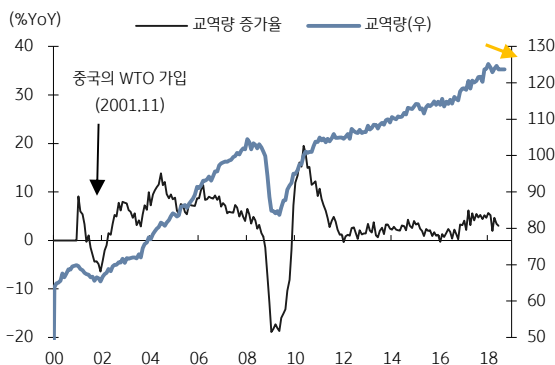
조심스럽고 완화된 속도의 금리인상은 1) 중립금리 추정치의 점진적 상향과 함께, 2) 역설적으로 미래의 성장과 인플레이 기대를 높여 장기금리를 끌어올린다. 이 과정에서 미 국채 10년 금리는 3.0~3.3% 수준으로 레벨업 될 것이다. 다만, 큰 틀에서 연준의 통화정책이 완화된 기조로 전환된 데다, 파월 의장은 기자회견을 통해 매파적 요소들의 차단에 치중하면서 금융시장의 장기성장과 인플레이 기대는 여전히 충족시키지 못했다. 단기적으로 장기금리와 주가가 모두 반락한 이유다.

금리인상 속도조절은 달러약세와 유가반등, 신흥시장의 반등으로 연결

연준의 조심스러운 통화정책 기조와 금리인상 속도조절은 달러강세의 모멘텀 둔화를 의미한다. 9월 말 OPEC+ 산유국 장관회의는 증산결정을 내리지 못했다. 11월 미국의 대이란 제재와 맞물려 국제유가의 저점은 더욱 견고해질 가능성이 높다. 연준의 금리인상이 중반부를 넘어서고 있다는 인식과 달러약세 전환, 그리고 국제유가 등 원자재 가격 상승은 단기적으로 신흥시장의 반등에 힘을 더해줄 것이다.

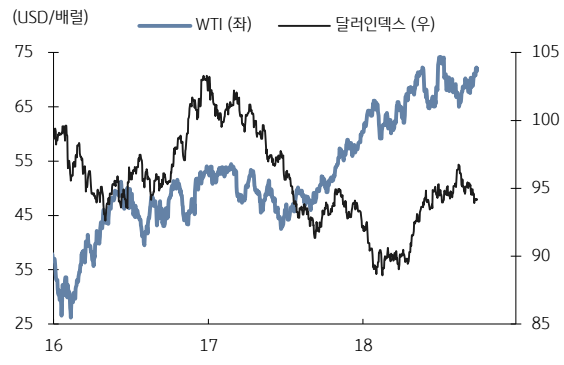
다만, 반등폭은 제한적이다. 1) 제조업 기반의 신흥아시아는 미중 무역분쟁으로 교역량 위축에 대한 부담이 있고, 2) 원자재 기반의 신흥시장은 브라질, 러시아 등을 비롯하여 정치적 불확실성이 높다. 3) 유가상승으로 경성적자가 다시 확대되고 있는 인디아 등 원유수입 비중이 높은 국가들은 오히려 펀더멘털 위험이 부각될 수 있는 여건이다. 2월 이후 제시했던 인디아의 터어라운드 스토리와 비중확대는 이익실현을 통해 중립으로 전환한다.

그림 3. 5월을 정점으로 글로벌 교역량 둔화



자료: Bloomberg, KB증권

그림 4. 달러약세 전환과 국제유가 반등 예상



자료: Bloomberg, KB증권

미국의 대 중국 요구 목록, 11월 말까지 타협점을 도출하기 어려울 것

8월17일, 미 재무부는 중국에 대한 요구목록을 작성하고 있다고 WSJ을 통해 밝힌 바 있다. 목록에는 1) 보조금 삭감, 2) 철강, 알루미늄 등 여타 산업에서의 과잉생산능력 조정, 3) 미국기업에 대한 기술이전 압력 중단, 4) 미국 상품 및 서비스 추가구매, 5) 중국에서 미국 제품을 더 싸게, 미국에서 중국제품을 더 싸게 만드는 4월 이후 10%나 약해진 달러 대비 위안환율의 절상, 6) 지식재산권 이전과 도난에 대한 중국정부의 신뢰할 만한 노력 등 여섯 가지가 담겼다. "요구목록을 8월 말 열린 차관급 협상에서 방미한 중국 상무부 부부장에게 전달할테니, 미국에 무엇을 줄 수 있는 지 돌아가서 검토하고 제출하라"는 의미였다. 9월 7일 커들로 백악관 국가경제위원회 (NEC)위원장은 "현재까지는 중국은 미국의 요청을 충족시키지 못했다. 미국이 추구하는 것은 제로 관세, 제로 비관세 장벽, 제로 보조금, 지식재산권 도용 중단, 기술이전 중단, 미국인의 기업소유 허용"이라며 요구사항을 재확인했다. 미국이 원하는 것들은 분명해졌다. 이제 공은 중국으로 넘어갔다. 그러나 요구 목록의 면면을 보면 무게가 만만치 않다. 위안화 강세와 이미 실행 중인 보조금 축소 정책을 제외하면, 11월 말 G20 정상회담까지 타협점을 도출하기는 어려울 것이다.

미국의 중국산 수입품 2천억 달러 관세 부과

관세부과에 따른 신흥시장의 부정적 영향은 2019년 1분기가 가장 클 것

미국의 중국산 수입품 2천억 달러에 대한 관세와 중국의 600억 달러 보복관세가 9월 24일부터 시행되었다. 11월 중간선거 이후에 시행될 것이라는 컨센서스보다 빨랐다. 경제적 파급효과 측면에서 시행 시기보다 중요했던 관세율은 다행히 10%로 시작되었지만, 연말까지 25%로 상향 예고되었다는 점에서는 상당히 부정적이다.

관세부과의 부정적 영향 분석

중국에 부과될 관세를 수준이 중국과 한국경제에 끼칠 부정적 영향을 가늠해보자 ([8월 23일, 미중 무역분쟁 시나리오 분석](#)). 1) 시나리오2: 2019년 1분기부터 중국산 수입품 2천억 달러에 대한 관세율 20%가 시행되고, 2019년 하반기부터는 무역분쟁 완화로 이전까지 부과되었던 총 2,500억달러에 대한 관세율을 10%로 낮춰준다는 긍정적 가정이다. 중국과 한국의 2019년 GDP성장률은 각각 5.9%, 2.4%로 낮아지는 것으로 추정된다. 연말부터 시행될 25%의 관세율이 시나리오2를 넘어서는 것은 물론, 약 3천억 달러의 수입품에 대한 추가 관세와 미국경제에 미칠 부정적 영향 등은 가정하지도 않았다. 2) 시나리오3: 2019년 1분기부터 2천억 달러의 수입품에 대하여 관세율 25%가 부과되고, 2019년 하반기부터는 3천억 달러 제품에 대한 추가 관세로 총 5,500억 달러에 20% 관세가 부과된다는 가정이다. 중국과 한국의 2019년 성장률은 각각 5.5%, 2.2%까지 낮아진다.

시나리오 2~3은 모두 관세부과에 따른 가격상승이 미국의 대중국 수입수요를 줄인다는 단순한 가정 하에서 중국과 한국경제에 미칠 관세 효과만을 분석한 결과다. 수출부진에 따른 투자위축, 금융시장 변동성에 따른 부정적 영향 등 미국을 포함한 글로벌경제 전반과 산업, 그리고 투자심리에 미치게 될 충격들은 고려되지 않았다. 연중 미중분쟁이 긍정적인 방향으로 가닥이 잡히지 않는 한 어떤 시나리오 하에서도 중국경제 성장률은 5%대로 대폭 하락한다.

경제에 미칠 부정적 파급효과는 2019년 2분기, 금융시장은 1분기부터 반응할 것

글로벌 성장률에 미치는 부정적 파급효과는 2019년 2분기 지표에 가장 크게 나타나겠지만, 금융시장은 1분기부터 반응할 가능성이 높다. 1) 중국정부는 경기둔화를 방어하기 위해 유동성공급과 재정, 금융지원책들을 발표했지만, 본질적인 전환은 아니다. 중국경제 둔화와 경기회복이 덜 된 신흥국의 비자발적 금리인상은 신흥국의 금융환경을 빠르게 긴축시키고 있다. 달러강세에 따른 신흥시장의 자금이탈, 그리고 신흥시장 통화약세에 따른 신흥국의 구매력 축소 등은 자연스럽게 글로벌 교역량을 감소시킬 것이다. 이는 시차를 두고 해외수익 비중이 높은 미국기업들의 실적에 부정적인 영향을 줄 수 있다. 반도체를 포함한 기술업종과 에너지, 소재 등의 해외수익 비중은 50%를 넘는다. 2) 4월 저점 이후 달러가치는 8월 중순까지 8.2% 상승했다. 달러강세가 누적되면 수입이 늘면서, 미국의 수요는 해외로 빼앗기게 된다. 시차를 두고 GDP의 국내소비와 투자에 부정적인 영향으로 나타날 수 있다.

신흥아시아에 집중된 2019년 1분기 부정적 요인들, 11월 말까지 단기반등을 활용한 환매 권고

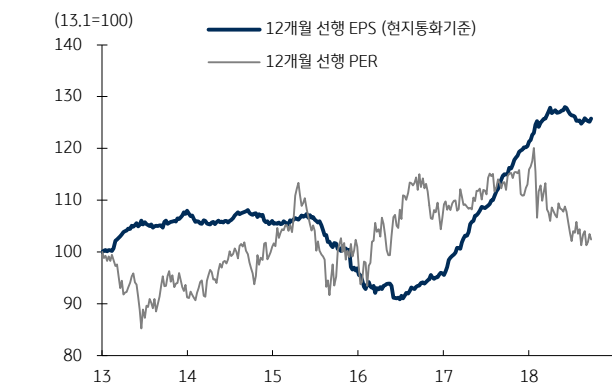
2019년 1분기에는 대미 자동차 수출국들의 자동차 및 부품에 대한 25% 관세가 예고되어 있다. 또한 그동안 두 자릿수를 기록하던 중국의 대미 수출증가율도 전년대비 마이너스 증가율로 급락할 것으로 예상된다. 대중국 수출이 GDP의 10% 이상인 대만, 베트남, 말레이시아, 한국, 싱가포르 등의 부정적 영향이 클 것으로 전망되는 가운데, 이들이 속해 있는 신흥아시아의 기업이익 전망은 여전히 하향 중이다. 신흥아시아의 통화약세가 이익전망을 높일 정도로 충분치 않다는 의미다. 밸류에이션 (PER)은 2015년 신흥시장 위기 당시보다 약 10% 정도 여전히 더 비싸 아직 매력적이지 못하다. 펀더멘털이 강하지 못하기 때문에 G20 이후 무역분쟁이 재개되면 추가조정 가능성이 있다. 단기적으로는 신흥아시아 주식은 반등세를 이어가겠지만 투자매력도를 상향할 정도는 아니라는 판단 하에 중립을 유지한다. 신흥시장에 대한 단기투자자는 11월 말 G20 정상회담 이전의 휴지기를 활용하여 이익실현 또는 환매에 나설 것을 여전히 권고한다.

글로벌경제와 금융시장에 미치는 충격은 중국을 중심으로 2019년 1분기부터 집중적으로 나타날 것으로 예상된다. 특히 2019년 중국경제는 미중분쟁의 긍정적 협상이 없다면 5%대 성장으로 내려앉는 것이 불가피해 보인다. 중국만큼은 아니겠지만 미국경제에 미치는 부정적 영향도 피하기는 어려울 것이다.

미중 양국의 위기의식은 역설적으로 협상을 통한 반전의 계기가 될 것으로 기대

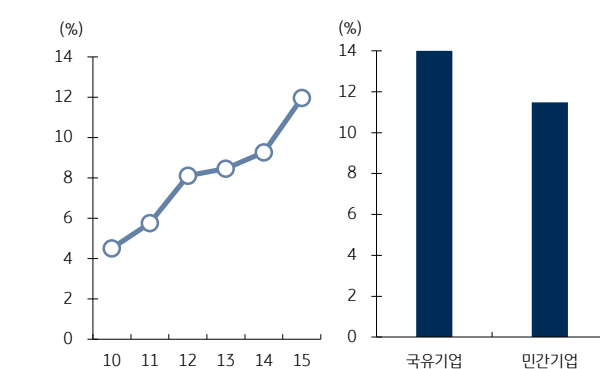
역설적으로 이러한 위기의식은 시진핑 중국주석과 트럼프 미국대통령을 협상의 장으로 이끌 것으로 기대한다. 중국당국이 앞에서는 강한 대응과 양보없는 싸움을 펼치고 있지만, 뒤에서는 고통스럽지만 조용히 미국의 요구에 부응하는 정책기조로 전환 중이다. WSJ에 따르면 2010년부터 2015년까지 상장기업의 순이익 대비 정부보조금 비율은 12%로 3배나 증가했다. 수출환급세 등을 고려하면 20%에 육박할 것이라는 추정이다. 민간부문의 97%가 보조금을 받고 있다. 그러나 올해 들어 전기차, 태양광, 전자, 헬스케어, 교육, 미디어/콘텐츠 등의 산업규제를 통해 순이익 대비 보조금 비율은 10% 이하로 급락한 것으로 추정된다. 중국 대형주가 부진했던 원인 중 하나다. 마침 9월 25일 중국정부는 미국과 서방이 불공정 무역의 주범 중 하나로 문제삼고 있는 보조금 정책을 개선하고 개혁할 것이라는 방침을 밝혔다. 미국주식 역시 은행규제 완화와 인프라 건설 프로젝트에 자국물품을 사용하도록 하는 '바이 아메리카 (Buy America)' 행정명령이 결함되면 부진했던 대출증가율이 반등하면서 긍정적인 영향이 예상된다. 11월 말까지 반등을 활용하여 확보된 유동성으로 2019년 1분기 중에 신흥아시아 주식에 진입한다면 연말까지는 양호한 수익률을 향유할 수 있을 것으로 기대한다.

그림 5. 신흥아시아의 12개월 선행 주당순이익과 주가수익비율



자료: Thomson Reuters, KB증권

그림 6. 중국 상장기업 순이익 대비 정부보조금 비율



자료: WSJ, Wind, KB증권

The KB's Core View (3개월)

자산그룹	자산군	투자매력도	투자포인트	상대가치 (섹터, 지역, 스타일)	
				선호 (OW)	비선호 (UW)
주식	미국	★★★★★☆☆	IT 주의 변동성 확대는 GICS (글로벌산업분류기준) 분류 변경에 따른 일시적 영향으로 판단. 중간선거에서의 공화당 하원 의석수 감소 우려는 지나침. 상승 흐름 지속될 전망	에너지·소재·산업·통신·육상운송	
	유로존	★★★★☆☆☆☆	경기회복세가 여전히 확인되지 않고 있으며 심리지표 반등세는 9 월 들어 둔해지고 있음. 낮은 밸류에이션 외에 특별한 매력을 갖고 있지 않음. 상승 추세로의 전환 가능성은 여전히 낮음		
	일본	★★★★☆☆☆☆	3 연임에 성공한 아베 총리가 개헌에 박차를 가하겠다고 선언하면서 엔화 약세, 주가지수 급등. 2017 년 10 월 중의원 선거 전후와 비슷하게 엔 약세와 니케이 상승세는 지속되기 어렵다고 판단	선진시장: 미국>>유로존>일본	
	중국	★★★★☆☆☆☆	지난 1 개월간 상해종합지수는 과거 저점 확인 과정. 인프라 및 소비 관련 정책 호재에 힘입어 추석 및 국경절 전후로 단기밸리 시험 가능성. 단 이를 장기간의 투자심리 회복이라고 해석하기에는 아직 이름	소비, 금융	제약
	신흥시장	★★★★☆☆☆☆	달러약세에 무역분쟁 관련 불확실성 낮아지면서 위험자산 선호 회복. 제한적 반등을 기대하지만, 2019 년 1 분기까지는 보수적 전망 유지. 단기투자자는 환매 기회, 중장기 투자자는 분할매수 관점 접근	베트남 > 중국, 한국, 인디아 (-1) > 러시아, 브라질	
	한국	★★★★☆☆☆☆	무역갈등과 신흥국 불안 여전하나, 11 월 미 중간선거 전까지는 대체로 반등세 이어질 것. 10 월엔 한국증시 개별이슈도 주목. 종전선언 가능성과 사드 보복 완화, 주택공급 확대정책 등의 긍정적 영향 기대	산업재, 중국 소비주 (미디어 엔터, 화장품 등)	유틸리티, 반도체
국채	선진국	★★★★☆☆☆☆	잭슨홀에 이어 9 월 FOMC 를 통해 연준은 향후 조심스러운 통화정책 기조를 시사. 완화적 금리인상 속도 조절은 중립금리 추정치 상향과 장기금리 상승을 이끌 것. 미 국채 10 년 금리는 3% 위에 안착할 것		단기물
	신흥국	★★★☆☆☆☆☆☆	러시아와 터키의 금리인상 대응 등과 달러약세로 신흥국 우려는 다소 숨고르기 국면. 브라질은 2 차 대선까지 확인 필요. 좌파 당선 시 헤알화 추가 10~20% 약세, 친시장 후보 당선 시 10% 이상 강세 전망		터키
	한국	★★★★★☆☆	10 월 금통위 금리인상 시 장기금리는 금통위 직전 고점 형성 후 하락 예상. 반면 동결 시 장기금리는 반락 예상되나 추가 인상 경계감으로 국고 10 년 금리는 2019 년 상반기 중 2.0%까지 천천히 하락할 것	장기물	
크레딧	투자등급	★★★★☆☆☆☆	투자수요 회복으로 스프레드 축소 예상하나 금리 하단 제한으로 트레이딩은 어려운 환경. 장기투자자는 점점 높아지는 회사채 금리가 환헤지 비용을 상쇄할 것으로 예상되는 만큼 투자 기회를 모색할 때	장기물	중/단기물
	하이일드	★★★★☆☆☆☆	안정적 흐름에도 불구하고, 가격 부담은 더욱 높아진 상황. 중장기 관점에서 리스크 대비 투자 매력이 높지 않은 만큼 신규 투자보다는 점진적 차익 실현이 필요한 시점	시니어론	하이일드
	한국	★★★★★☆☆	높아진 국채금리 레벨로 가격부담이 완화된 가운데, 금리 인상이 단행되더라도 채권금리 반등폭이 크지 않을 것으로 예상되어 크레딧 채권 투자매력은 유효	회사채 A 급 여전채	
대체투자	원자재	★★★★☆☆☆☆	높은 정제 설비가동률 (93.4%)과 박스권인 유가로 인해 미국의 정유/화학 ETF 매수를 추천. 미국의 이란제재는 국제유가의 하방 경직성을 높여줄 것. WTI 는 연말까지 배럴당 75 달러까지 상승 전망	정유/화학 ETF	
	리츠	★★★★☆☆☆☆	미국 부동산 시장은 호조세를 이어가고 있지만 금리상승 사이클이 종료되기 전까지는 중립 의견 유지. 3 분기에 나타난 리테일과 주거용 부동산 리츠의 상승세는 일시적인 반등으로 해석	Industrial	Retail
하이브리드	ELS/ELB		기초자산의 풀림 완화 현상이 진행되고 있으며, 이에 따른 발행 감소, 투자집행 연기 등 발생. 저점을 확인하는 과정이 진행되고 있는 것으로 보이며, 무역분쟁이 해소되는 합리적인 투자 시점을 찾는 것이 효율적	S&P500, STOXX50, 저 KI ELS No-KI ELS	HSCEI

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

경제: 선진국과 신흥시장국 경기 차별화 심화 예상

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

**선진국 경기는 호조세를 지속하는 반면,
신흥시장국은 중국과 브라질의 부진으로
성장세 약화가 가시화될 전망**

선진국 중 유로지역은 최근 체감경기와 내수 개선 등으로 경기 반등에 대한 기대가 크다. 일본은 태풍과 지진에 따른 3분기 경제성장의 하방리스크에도 불구하고 4분기에 예상되는 정부의 복구정책으로 인한 경기부양 효과에 힘입어 2018년 연간 성장률을 1.2%로 유지할 전망이다. 미국은 미중 무역분쟁과 강한 달러에도 불구하고 감세에 따른 양호한 소비와 투자 증가로 인해 2분기 (4.2%)에 이어 3분기에 전년대비 연율 3% 이상의 성장이 예상된다. 한편, 신흥시장 중 인디아는 2분기 성장률이 소비와 투자 호조로 전분기 (7.7%)보다 높은 전년대비 8.2%를 기록했으나, 하반기에는 경상수지 적자로 인한 루파화 약세를 방어하기 위한 금리 인상이 예상된다. 중국은 감세 등 재정확대에도 고정자산투자와 소비 부진이 지속되어 하반기 성장률이 상반기 (6.7%)보다 낮은 6.5%를 하회할 전망이다. 브라질 또한 트럭 파업의 여파와 정치적 불안정성으로 하반기의 성장세 약화가 예상된다. 종합하면, 선진국 경제는 향후 3~6개월의 시계에서 현재와 같은 경기 호조세를 지속할 것으로 보이나, 신흥시장국은 성장세가 약화되어 글로벌 경제 전체로서는 성장모멘텀 둔화가 점차 가시화될 것으로 보인다.

**미중 무역분쟁의 전개 양상이 향후 글로벌
경제의 변곡점을 형성할 가능성**

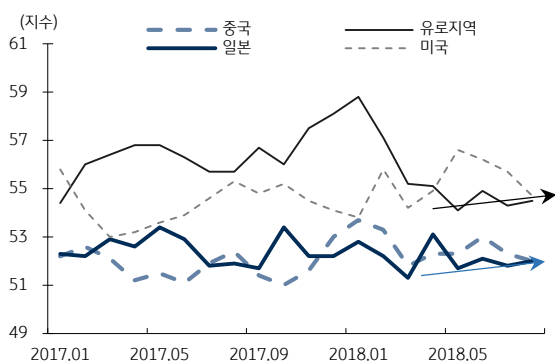
**미국의 2천억 달러 규모 중국 수입품에
대한 25% 관세 부과는 중국과 글로벌
경제성장률을 각각 0.4%p, 0.2%p
하락시키는 요인**

이러한 전망은 미중 무역분쟁의 전개 양상에 따라 크게 수정될 것으로 보인다. 최근 미국은 기존의 500억 달러 규모에 대한 25% 관세 이외에 추가로 2,000억 달러 규모의 중국 수입품에 대한 10% 관세를 부과했다. 2019년 1월부터는 관세율을 25%로 인상한다고 예고했다. 이는 지난 9월 KB매크로 월보 [‘미중 무역분쟁 시나리오 분석’](#)에서 제시했던 시나리오 2와 시나리오 3의 중간 정도 되는 경우이다. 관세 부과 시점도 11월에서 9월로 앞당겨진 것이다. 이러한 관세 부과는 중국의 2019년 경제 성장률 (6.4%)을 약 0.4%p 낮출 것으로 보여 6%의 경제성장을 장담하기 어려운 상황이다. 글로벌 경제도 3.0% 성장에 그쳐 약 0.2%p의 성장률 하락이 예상된다. 이러한 중국의 무역손실과 글로벌 경제의 충격으로 중국의 성장률이 급락함에 따른 글로벌 금융시장의 변동성 확대까지 고려하면 그 효과는 더 크게 나타날 것으로 추정되었다.

**미국의 대중국 수입품에 대한 관세율이
20%를 초과할 경우, 중국의 대미 수출은
2019년 1분기부터 마이너스 전환 예상
(위안화의 추가 약세가 없고, 관세의 중국
상품가격 전이율을 0.7로 가정)**

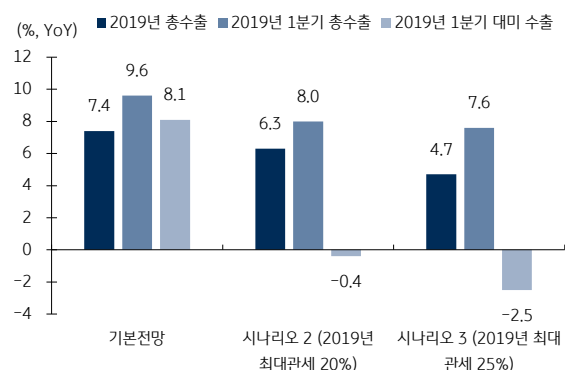
따라서 KB증권은 11월 말 아르헨티나에서 열리는 G20 모임에서 트럼프 대통령과 시진핑 주석의 정상회담을 주목한다. 이 회담에서 무역분쟁 해소를 위한 구체적인 합의가 없을 경우, 트럼프 대통령은 최근 부과한 10%의 중국 수입품 관세를 25%로 인상하고, 관세 부과 범위를 전체 중국 수입품으로 확대할 가능성이 크다. 이 경우 2019년 초부터 무역분쟁의 여파가 미국과 중국의 주요 경제지표에 본격적으로 가시화될 전망이다. 특히 중국의 대미 수출 증가는 관세율이 20%를 상회하면 2019년 1분기부터 전년대비 마이너스 전환될 것으로 예상된다.

그림 7. Markit 종합 구매관리자 지수: 유럽, 일본 완만한 상승세



자료: CEIC, KB 증권

그림 8. 미중 무역분쟁 시나리오에 따른 중국 수출 증가율 변화



자료: CEIC, KB 증권 정리

신흥국 경제: 중국 지준을 동결 예상

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

중국경제의 성장세 약화에도 중국 인민은행(PBoC)은 4분기에 지준을 동결할 전망

24일 (월)을 기점으로 미국 행정부의 3차 관세부과와 중국 정부의 대응 등으로 향후 중국 수출 경기에 대한 전망도 밝지 않다

KB 증권은 인민은행의 추가적인 RRR의 인하를 단행하지 않을 것으로 전망

첫째, 중국 정부의 경기 부양책이 펼쳐지고 있다

둘째, 10월 미 재무부의 환율보고서를 앞두고 중국 정부의 개입은 조심스럽다

셋째, 중기유동성지원창구를 통해 유동성을 공급한다

중국경제의 성장 모멘텀이 약화되고 있다. 특히 중국 GDP 성장률의 선행지표로 인식되고 있는 투자부문에서 둔화세가 확대됐다. 지난 8월까지 누적고정자산 투자 증가율이 통계가 작성된 1996년 이래 가장 낮은 전년비 5.3%를 기록했다. 지난 상반기를 기점으로 PPP (민관협력 프로젝트: Public-Private Partnership) 구조조정이 마무리되었다는 국가 통계국의 발표와 인프라 투자 촉진을 위한 중국 정부의 법률개정 및 유동성 공급 조치 등에도 불구하고 고정투자 증가율의 반등이 나타나지 않고 있다. 여기에 9월 24일 (월)을 기점으로 미국 행정부가 2천억 달러 규모의 3차 관세를 부과하고 중국 정부도 이에 대응하면서 향후 중국 수출 경기에 대한 전망도 밝지 않다.

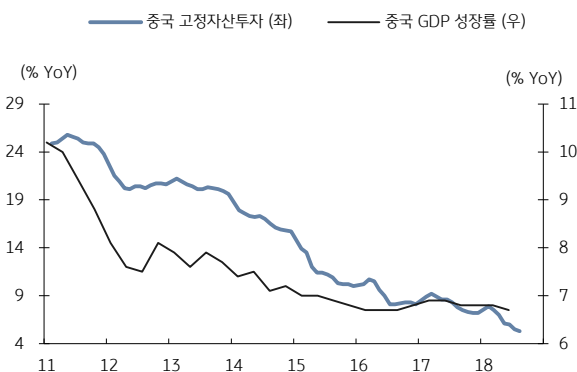
이러한 경기 둔화와 불확실성 속에서 중국 인민은행이 4분기에 추가적으로 필요지불준비율(RRR)을 인하할 것이라는 전망이 있다. 그러나 KB증권은 인민은행이 추가적인 RRR의 인하를 단행하지 않을 것으로 예상한다.

이는 우선 첫째, 중국 정부가 경기 둔화를 방지하기 위해 세제감면 확대, 인프라 투자 촉진 그리고 소기업 자금 조달 확대 등의 경기 부양책을 펼치고 있기 때문이다. 다만 지난 2009년과 같은 효과를 기대하기에는 규모뿐만 아니라, 대내외 여건이 다르다는 점에서 이번 경기부양책에 대한 효과는 이전보다 제한적일 것이라는 판단이다.

둘째, RRR의 추가 인하는 금리인하 압력을 증가시키고, 이는 다시 위안화의 절하요인으로 작용할 수 있다. 10월 중순 미 재무부의 환율보고서와 가중되는 미국의 통상압박을 앞에 두고 중국이 통화정책을 더 완화적으로 함으로써 환율을 조작한다는 비판을 듣기를 원하지 않을 것으로 보기 때문이다.

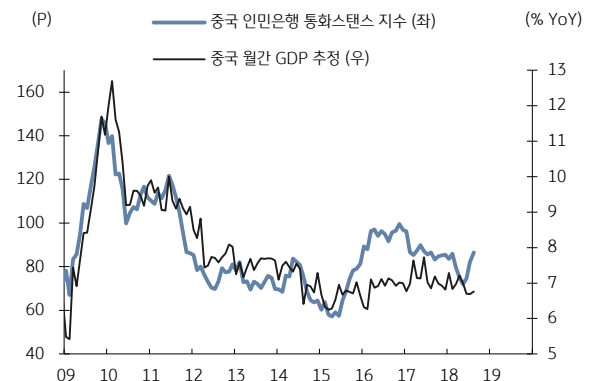
셋째, 인민은행은 지난 9월 17일, 1년 만기 중기유동성지원창구를 통해 2,650억 위안의 유동성을 공급했다. 이러한 유동성 공급은 경제 내의 신용 상태를 개선시켜 부채 축소 과정에서 나타나는 부작용, 즉 기업들의 디폴트 문제를 완화시키는 데 기여할 전망이다. 게다가 점차 증가하고 있는 중국의 물가상승 압력도 추가적인 RRR의 인하를 제약하는 요인으로 작용하고 있다.

그림 9. 중국 고정자산투자 증가율 전년비 5.3%로 부진



자료: CEIC, KB증권

그림 10. 인민은행의 완화적 기조는 하반기 중국경제 하단을 지지



자료: CEIC, KB증권 정리

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

환율: 4분기, 달러 강세압력 다소 완화

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

4분기 평균 원/달러 환율 1,127원으로 3분기보다 평균 5원 상승 전망

KB증권은 4분기 평균 원/달러 환율을 1,127원으로 전망한다. 3분기 평균 환율 1,122원 대비 5원 (0.4%) 상승한 것이나, 지난 달의 4분기 평균 환율 전망, 1,135원에 비해서는 8원 (0.7%) 낮은 수치이다. 이는 다소 정도의 차이는 있으나 다양한 불확실성 속에서도 원/달러 환율이 1,120원을 하회하고 있는 것을 반영한 것이다. 그러나 향후 예상되는 미중 무역분쟁 심화, 연준의 통화정책 및 브렉시트 등의 불확실성 등의 달러 강세 요인은 지속될 전망이다.

4분기에도 '강한 달러' 지속

1) 예고대로 미국은 중국에 관세 부과, 향후 협상은 쉽게 타결되기 어려울 것

우선 미중 무역분쟁을 보면, 지난 9월 18일 미국은 중국산 수입품 2천억 달러에 대해 10%의 추가 관세를 부과했다. 이는 시장에서 우려했던 25% 고율관세 부과에 비해 낮은 수준이며, 이를 시장은 불확실성 완화로 해석했다. 그러나 미국과 중국의 무역협상이 향후에도 지속된다고 해도 양국이 순조롭게 타협할 가능성은 여전히 낮다고 판단한다. 미중 무역분쟁이 지속되고, 2019년 연초부터 25%의 고율관세가 예고되어 있다. 미중 무역협상이 장기화될수록 미국의 대중국 압박은 더 커질 가능성이 크며, 이는 달러 선호 증가 요인이다.

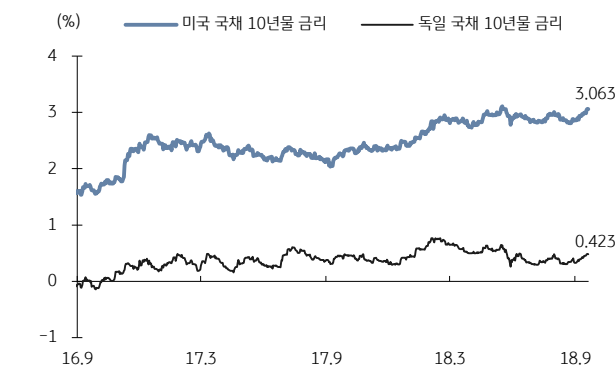
2) 미 연준은 더욱 긴축적 행보, 유로와 일본은 통화완화 기조 유지 예상

둘째, 미국의 양호한 경제상황에 근거해 연준은 9월 금리인상에 이어 12월에도 금리인상을 예고했다. 9월 FOMC 회의에서 특이점은 연준이 '완화적'이라는 문구를 삭제했다는 점이다. 국제유가 상승과 중국에 대한 관세부과는 미국의 물가상승압력으로 작용할 수 있어 향후 연준은 경기보다 물가에 집중할 전망이다. 반면 유로는 ECB의 자산매입 축소에도 영국과의 결별 과정이 순탄치 않을 것이라는 점에서 ECB의 통화정책 정상화는 시간이 더 필요할 것으로 판단되며, 일본은 아베의 3선 성공으로 BOJ의 통화완화 기조는 지속될 전망이다.

3) 영국의 EU 탈퇴는 순탄치 않을 것, 중국의 환율조작국 지정 가능성 (1988년 종합무역법), 11월 이란 제재 발효 등 향후 불확실성 요인들로 달러 선호 지속

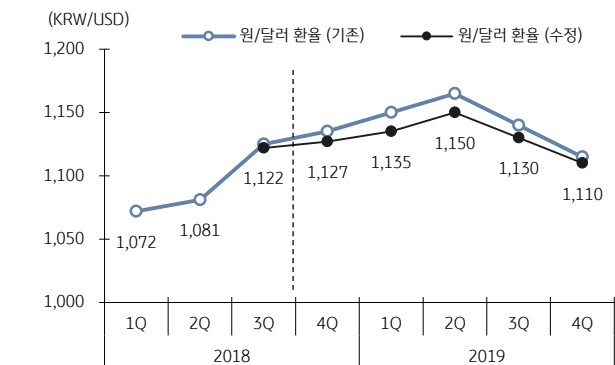
10월의 주요 이벤트를 보면, 중순에 있을 EU 정상회담에서는 영국의 EU 탈퇴가 논의될 전망이다. 'No Deal (무질서한 탈퇴)'보다는 'Hard Brexit (EU와 완전한 결별)'에 대한 기대가 높으나, 아직 불확실성이 높은 것이 사실이다. 또한 미국 재무부의 환율보고서가 발간될 예정인데, 중국에 대한 환율조작국 지정 여부가 이슈이다. 그 가능성은 높지 않지만, 1988년 제정된 종합무역법으로 중국을 환율조작국 및 심층분석대상국으로 지정할 가능성을 배제할 수 없다. 지난 1994년에도 이 법을 근거로 중국을 환율조작국으로 지정한 사례가 있다. 11월 초에는 이란에 대한 제재 발효 등은 지정학적 리스크로 작용할 소지가 있다. 이러한 일련의 불확실성 요인들이 결국 달러에 대한 선호로 이어질 전망이다.

그림 11. 미국과 독일 (유로) 장기금리 격차는 여전히 확대



자료: Infomax, KB증권

그림 12. 4분기 '강한 달러'는 2019년 상반기까지 지속될 전망



자료: Bloomberg Consensus (2018.08.24), KB증권 전망

선진주식: 불필요한 미국 중간선거 우려. 지나친 일본 상승세

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

선진시장은 신흥시장에 비해 안정적이었다. 그러나 조정폭이 작았던 만큼 반등기에는 신흥시장에 비해 덜 매력적이다. 선진시장 내에서 보다 확실한 성장 기대를 갖고 있는 미국의 독보적 상승 흐름을 예상한다.

미국: IT주의 변동성 확대는 GICS 분류 변경에 따른 일시적 영향. 중간선거에서 공화당 하원 의석수 감소 우려는 지나침. 상승 흐름 전망

IT 업종의 변동성이 커지고 있지만, 미국 주식시장에서 자금이 유출되는 조짐은 없다. 통신 서비스 업종이 커뮤니케이션 서비스 업종으로 변경되고, IT와 경기소비 업종의 대표주들이 대거 편입된다. 현재 S&P 500의 1/4 이상을 차지하는 IT 업종의 비중은 낮아질 예정이다. IT 업종의 독보적인 성장 매력력이 다른 업종으로 분산되면 시장 전반의 안정성은 높아질 것이다. 최근 나타나는 IT주의 변동성 상승은 업종 변화에 의한 일시적 마찰이라고 판단한다. 중간선거를 앞두고 다양한 선거 결과 시나리오가 논의되고 있다. 중간선거는 일반적으로 집권 여당이 의석을 잃는다. 따라서 공화당의 하원 의석수 감소를 지나치게 경계할 필요는 없다. 트럼프 대통령의 첫 2년은 상하원 모두에서 다수당 지위를 확보한 공화당이 '감세안'을 통과시켰다. 양당의 의견 대립이 심했던 법안이다. 그러나 트럼프의 후반 2년은 양당 모두가 원하는 '인프라투자안'이 추진될 예정이다. 중간선거 이후 트럼프의 정책 추진력 약화 우려는 지나치다. 중간선거 전후로 미국 증시의 상승 흐름은 계속될 전망이다.

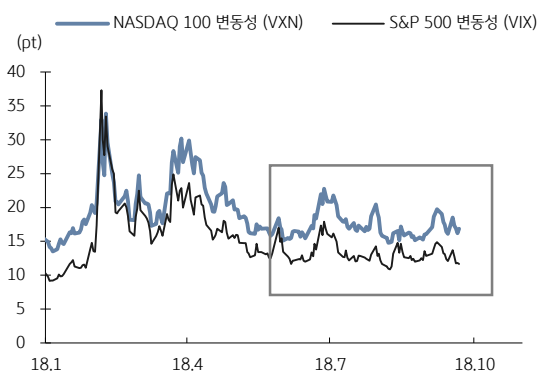
유로존: 위로 올라갈 체력 확인되기 전까지 중립적 의견 유지

유로스톡스의 하단 지지력이 계속 확인되고 있다. 하지만 경기회복세가 여전히 확인되지 않는 가운데, 심리지표 반등세는 9월 들어 둔해지고 있다. 선진시장 내에서 낮은 밸류에이션 외에 특별한 매력을 갖고 있지 않기도 하다. 상승 추세로의 전환 가능성은 여전히 낮다.

일본: 작년 중의원 선거 당시와 비슷한 일시적 엔 약세, 추가 상승세. 이익전망 회복되기 전까지 상승 추세로의 전환 어려울 전망

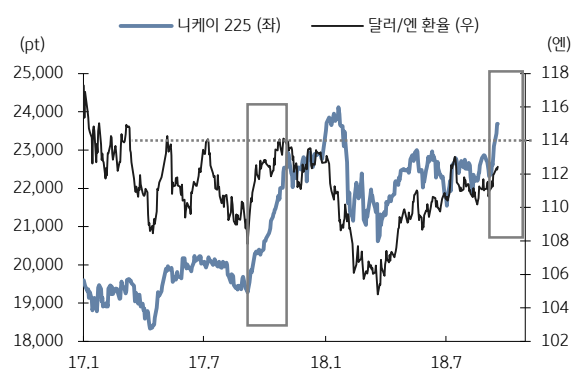
아베 총리가 자민당 총재 선거에서 승리했다. 3연임에 성공하면서 개헌에 박차를 가하겠다고 선언했다. 2017년 10월에 치러진 중의원 선거 전후와 비슷한 시장 흐름이 나타났다. 일본은 전쟁을 할 수 없고 경상수지 흑자폭과 대외순자산이 크다. 엔화가 안전자산으로 여겨지는 이유다. 당시 개헌지지 의석수가 헌법개정 발의 정족수를 웃돌 것으로 예상됐다. 전쟁이 가능한 국가로 변모할 가능성이 제기되면서 엔화가 약세를 보였고 지수는 급등했다. 그러나 엔화는 114엔을 넘지 못했고 니케이가 글로벌 증시에 비해 상대적으로 강세를 보인 기간도 짧았다. 이번에는 10월 미국의 환율보고서 발표를 앞두고 있기도 하다. 작년 중의원 선거 이후와 비슷하게 엔 약세와 니케이 상승세는 지속되기 어렵다고 판단한다.

그림 13. 시장보다 높게 유지되는 기술주 변동성



자료: 애틀랜타 연은 웹사이트, KB증권

그림 14. 개헌 가능성에 동반 상승한 달러/엔 환율과 일본주식



자료: Bloomberg, KB증권

신흥주식: 위험선호 이어지며 제한적 반등을 기대

주식 Strategist 이은택 / 중국시장 Analyst JIN LING (편령)
자산배분 Analyst 오은수 / 자산배분 Analyst 이창민

신흥시장, 위험선호가 높아지고 있으며 제한적 반등을 기대

불안요인이 해소된 건 아니지만, 시장의 위험선호가 높아지고 있다. 달러화 가치를 나타내는 달러인덱스는 94를 하회하며 약세를 기록 중이다. 중국에 대한 2,000억 달러 관세 부과 조치는 10%의 세율이 적용되며 시장 예상만큼 강도가 높지 않았다. 국제통화기금(IMF)이 아르헨티나에 신속한 금융지원을 약속하면서 취약 신흥국들의 자산시장도 진정세를 보이고 있고, 대장격인 뉴욕증시는 연일 신고가 행진이다. 분위기는 호전되고 있지만, 아직 신흥시장의 상단을 돌파할 정도는 아니다. 낙폭 과대 인식에 따른 반등 정도로 해석해야 할 것이다.

한국, 11월 중간선거 전까지 상승세 의견 유지. 종전선언, 사드문제 해결, 주택공급확대 등의 개별 이벤트 주목

한국증시에는 무역분쟁과 신흥국 불안 등의 요인들이 여전히 존재하나, 11월 미국 중간선거 이전까지 대체로 상승세를 보일 것이라는 의견을 유지한다. 10월엔 한국증시를 둘러싼 개별 이벤트도 주목해야 하는데, 먼저 주목할 것은 ‘북미 정상회담’과 ‘종전선언’이다. 아직 불확실한 이벤트이지만, 그간 트럼프의 태도나 중간선거 일정 등을 고려했을 때, 합의 가능성은 높다고 본다. 이는 사드 문제 해결 기대감으로까지 이어질 수 있다. 미중 무역분쟁은 지속될 것이나, 이 이슈에 대한 시장의 민감도는 낮아진 상황이다. 또한 중간선거 이전에 한미FTA, 일본과의 무역협상, NATFA 재협상, 그리고 EU와의 무역협상 등의 방향이 결정될 가능성이 높은 것도 다소 긍정적인 재료라고 할 수 있다. KOSPI는 61.8% 되돌림 수준인 2,450pt까지의 반등을 예상한다.

중국, 바닥 확인 후 단기 랠리, 정책적 호재 과대해석 불필요

상해종합지수는 8월 중순 2016년 1월 말의 저점에 근접한 후 지지선이 확인되는 과정이다. 지지선은 확인됐으나, 미중 무역분쟁 장기화, 경기둔화, 부동산 규제 등 굵직한 부담요인들은 여전하다. 중국정부는 경기의 추가 하방 압력을 완화하기 위해 1) 인프라 취약점 보완, 2) 소비 잠재력 자극 정책을 발표했다. 동 조치들은 경기 하방 압력 완화와 투자심리 개선에는 긍정적인 것이나, 경기부양 및 증시 진작 효과에 대한 확대해석은 지양할 필요가 있다. 9월 추석에 이어 10월 국경절 전후로 단기 랠리가 나타날 가능성은 있으나, 이를 장기간의 대내외적 요인으로 인해 약해진 투자심리의 회복이라고 해석하기에는 아직 이르다는 판단이다.

인디아, 중장기 스토리는 유효하지만 단기적으로 투자이견 하향

인디아 증시에 대한 투자이견을 비중확대에서 중립으로 하향 조정한다. 인디아에 대한 중장기 투자 스토리는 유효하지만, 연말을 앞두고 통화 변동성이 확대될 가능성이 높아 기대치를 낮출 필요가 있다고 보기 때문이다. 모디 정부는 내년 총선 일정을 앞두고 경기부양을 지속하고 있어 성장을 위한 기본적인 원유 수요가 높다. 여기에 이란 제재를 앞두고 유가의 하방경직성이 강화되고, 인디아 역시 이란산 원유 수입을 줄일 것으로 예상되어 무역적자는 연말까지도 확대될 가능성이 높다. 9월 들어 12개월 선행 추가수익비율(PER)은 19.7배까지 상승하면서 2008년 이후 가장 높은 수준에서 거래되고 있어 밸류에이션도 부담스러운 영역에 진입했다.

베트남, 4분기 900~1,100pt 전망 유지

베트남 증시는 8월 이후 점진적인 반등세다. 변동성이 크게 완화된 가운데, 반등의 필수 요건인 거래대금 및 외국인 공급의 회복이 9월에도 확인됐다. 대형주 신규상장 효과를 제외하면 사실상 5개월 만에 외국인의 순매수 기조가 이어지고 있어, 남은 4분기 증시의 추가 반등 가능성은 높다. 대외 불안요인 지속에도 불구하고 물가 압력은 완화되었으며, 제조업 지표는 수요 증가에 따른 신규 주문 확대로 견조하다. 베트남 증시(VN Index)의 12개월 선행 추가수익비율(12MF PER)은 15배로 상반기 고점인 20.3배 대비 크게 하락했다. 상장기업의 순이익 추이 역시 우상향 추세를 이어가고 있다는 점에서도 중장기 관점의 베트남 투자 매력도는 증대될 것이다. 무역/경상수지 흑자, 외환보유고 감안 시 환율 급등 가능성은 낮다.

국채: 한미 및 신흥국 간 금리 각각 디커플링

채권 Strategist 김상훈 02-6114-2090 hoonn.kim@kbfq.com

선진국 국채, 통화정책 경계감은 다소 완화

통화정책에 대한 경계감 등으로 선진국 금리는 반등했으나 9월 FOMC가 비둘기파적으로 해석되면서 이에 대한 경계감은 다소 완화될 전망이다. 새로 공개된 2021년 점도표가 2020년과 같은 수준으로 발표되면서 중립금리 3.0% 상향에도 시장은 금리인상 중반 국면이 지났다고 인식한 것으로 판단된다. FOMC 이후에는 중국 환율조작국 지정 여부, 미 중간선거, G20 등 정치적 변수가 다시 변동성 요인으로 작용할 전망이다.

신흥국 국채, 숨고르기 속 개별 국가 이벤트 대응

달러화의 강세가 제한되는 가운데 터키, 러시아 등 우려되던 신흥국들이 금리인상 등으로 대응에 나서면서 신흥국 우려의 추가 확대는 제한되고 있다. 9월 FOMC가 비둘기파적으로 해석되어 이러한 숨고르기 국면은 이어질 전망이다.

브라질은 가장 중요한 이벤트인 대선이 예정되어 있다. 30여년 만에 가장 혼전인 가운데, 룰라 전 대통령의 불출마로 후계자인 좌파 아다지 후보의 지지율이 상승하고 있다. 현재 후보들의 지지율로는 10월 7일 1차 투표에서 결판이 나기는 어려우므로 10월 28일 2차 투표까지 연장이 예상된다.

현재 1위인 보우소나루 후보 당선 시에는 일부 선반영, 불확실성 해소 등으로 브라질 금리, 환율은 5% 수준의 강세가 예상된다. 좌파 후보들이 당선 시에는 재정 개혁에 대한 불안 등으로 10~20% 수준의 약세가 예상된다. 친시장적인 아우키민 후보의 당선 시에는 10% 이상의 강세가 예상되나 결선 투표 진출을 위해서는 지지율이 2위로 상승해야 한다.

한국 국채, 금리인상 재부각. 중기 시장금리 하락 전망은 유지

한국은 고용 부진 등으로 연내 동결 인식이 확대되었으나 국무 총리의 “금리인상 생각할 때” 발언 등으로 금리 인상 가능성이 재부각되며 금리들이 반등했다. 8월 금통위 의사록으로 추정해본 결과 고용 부진에도 매파 2: 중립 2: 비둘기파 2의 구도는 유지되어 비둘기파적은 아닌 것으로 판단된다. 연준의 12월 인상 시사도 금융안정 측면에서의 인상 요인이다.

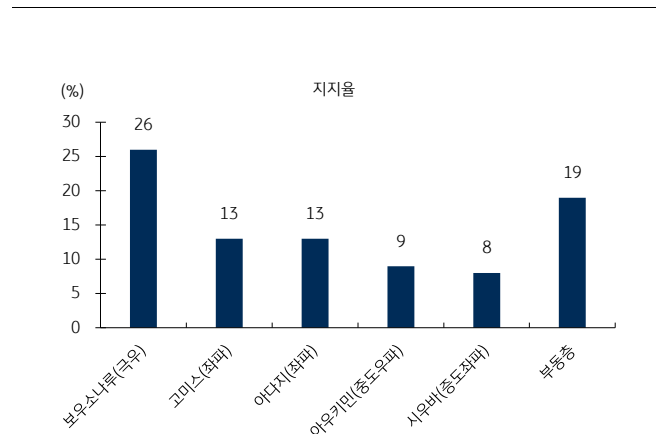
10월 금통위에서 금리인상 시 시장금리는 금통위 직전 고점을 형성 후 추가 인상이 없다는 인식 등으로 하락할 것이라는 전망을 유지한다. 동결 시에는 최근 상승분을 되돌리며 금리 반락하겠으나 11월 금통위에 대한 경계감 등으로 하락속도는 천천히 진행될 전망이다.

그림 15. 금통위원 성향 추정

성명	성향	주요 발언
이일형	매파	금융 불균형 해소위해 금리 인상
윤면식	매파	금리인상 필요하지만 상황 확인
임지원	중립	성장 불확실성 확대. 관리물가 고려
고승범	비둘기→중립	거시지표 모니터링, 금융안정 더 유의
신인석	중립→비둘기	불확실성 확대. 인상은 물가 확인 필요
조동철	비둘기파	거시 하방 위험 완충 위해 동결

자료: 한국은행, KB증권

그림 16. 브라질 주요 대선 후보 지지율



자료: Datafolha, KB증권

크레딧: 높아지는 캐리 매력, 국내 크레딧물 투자 우위

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

투자등급 (Investment Grade), 투자 기회를 기다릴 때

투자등급 회사채 (IG) 신용스프레드 축소에도 불구하고, 금리 상승으로 투자 성과는 부진했다. 9월 신규 발행이 크게 증가했으나 투자수요의 회복으로 수급은 안정적인 상황이다. 미중 무역분쟁 영향도 아직은 미미하다. 국채 금리가 상승할 경우 투자등급 회사채 스프레드는 오히려 축소될 가능성이 높아진다. 그러나 금리 하단이 제한되면서 트레이딩 기회는 제한된다. 장기투자자의 경우, 점점 회사채 금리 상승이 환헤지 비용을 상쇄할 정도로 투자 매력이 부각될 것으로 예상되는 만큼 투자기회를 모색할 때이다. 최근, 유로화채권 환헤지 프리미엄이 다시 상승하면서 유로화채권 투자에 대한 관심이 높아지고 있다. 그러나 연말 QE 종료 시 가격 하락 위험이 존재하는 만큼 지금은 신중한 투자가 필요하다고 판단된다.

하이일드 (High Yield), 더욱 높아진 가격 부담

대내외 불안요인과 금리상승에도 불구하고, 하이일드 시장은 여전히 안정적 흐름을 보이고 있다. 그러나 하이일드 신용스프레드가 연저점 수준 (324bp)에 도달하면서 신용스프레드의 추가 축소는 제한될 것으로 예상된다. 금리 상승이 지속되면서 시니어론의 가격도 소폭 상승했다. 투자자금 유입 강도가 높진 않지만 자금 유입도 꾸준하다. 단기적으로는 현 수준의 투자 수익은 유지될 전망이다. 그러나 중장기 관점에서는 리스크 대비 투자 매력이 높지 않다. 금리 상승에 따른 추가 수익은 제한되는 반면 대출 리파이낸싱 물량 증가로 가격 하락 위험이 존재하기 때문이다. 신규 투자보다는 점진적 차익 실현이 필요한 시점이다.

한국 크레딧, 수급은 우호적, 금리인상 불확실성 해소 여부가 관건

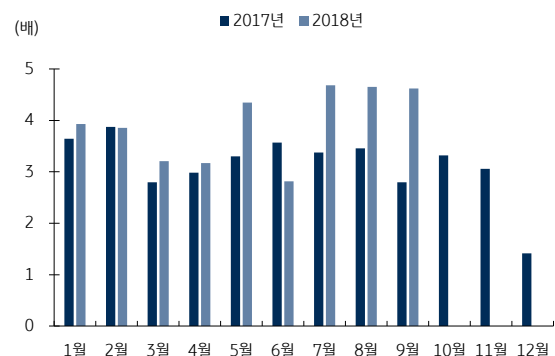
한국 크레딧물은 강보합 흐름이 예상된다. 높아진 금리 레벨로 가격 부담이 완화된 가운데, 금리 인상 단행 시에도 금리 상승 폭이 크지 않을 것으로 예상되면서 크레딧 채권 투자매력은 유효하다는 판단이다. 금리 인상 불확실성 해소로 투자심리도 급격히 개선될 전망이다. 금리인상 지연 시에는 스프레드 축소 폭은 크지 않겠지만 기관들의 자금 집행 여력은 남아 있다는 판단이다. 발행시장 자금유입 강도와 발행 스프레드는 연내 최고 수준이며, 지난해 보다 상당히 높다. 높은 수요를 반영해 발행규모 증액이 이뤄지고 있으나, 아직 집행하지 못한 자금이 남아 있기 때문에 유통시장 경계감 완화 시 우호적 수급이 스프레드 축소를 견인할 전망이다.

그림 17. 유로화 환헤지 프리미엄 상승하지만 신중한 투자 필요



자료: Bloomberg, KB증권

그림 18. AA급 회사채 발행시장 자금유입강도



자료: 전자공시시스템, KB증권

대체투자: 미국 정유/화학 ETF에 주목

Economist 임재균, CFA 02-6114-2952 jk.lim@kbfg.com

대체투자 Analyst 구경희 02-6114-2903 kh.koo@kbfg.com

원자재의 투자 매력도 중립으로 유지

원자재의 투자 매력도를 지난달과 마찬가지로 중립 (4)으로 유지한다. 미국의 3차 관세 부과 발표 이후 나타난 비철금속과 농산물의 가격 상승은 기술적 반등으로 판단한다. 비철금속은 미중 무역분쟁의 봉합 혹은 미국의 구체적인 인프라 투자 계획 발표 전까지 추세적인 가격 반등은 어렵다는 판단이다.

미국의 이란 제재에도 국제유가의 급등 가능성은 제한적

WTI는 배럴당 70달러 내외에서 등락을 거듭하면서 연말 75달러까지 상승할 전망이다. 오는 11월 5일 미국의 이란 제재 발효를 앞두고 국제유가의 급등 우려가 있다. 하지만 KB증권은 이란제재가 국제유가의 하방을 지지하겠지만 급등 가능성은 크지 않다고 판단한다. OPEC의 유가 안정화 의지 때문이다. 지난 6월 OPEC의 증산 결정 이후 8월 OPEC의 생산량은 3,256.5만배럴로 지난 5월 대비 43.6만배럴/일 증가했다. OPEC의 추가 생산 여력도 충분하다. 8월 기준으로 이란과 베네수엘라를 제외한 OPEC의 추가 생산여력은 188.5만배럴/일인데, 8월 이란의 수출량 (182.7만배럴/일)과 유사한 수준이다. 두 번째는 미국의 유가 안정화 의지이다. 지난 20일 미 트럼프 대통령은 4월과 6월에 이어 OPEC에 추가 생산을 요구했다. 미국 내에서도 유가 안정화를 위해 노력하고 있다. 1,100만배럴의 전략적 비축유가 오는 10~11월 사이 인도된다.

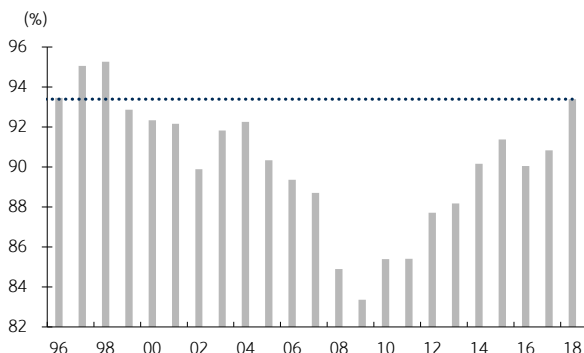
높은 설비가동률과 박스권인 국제유가로 미국의 정유/화학 ETF 매수 추천

미국의 높은 정제 설비가동률과 박스권인 국제유가를 근거로 미국 내 상장된 정유/화학 ETF 매수를 추천한다. 정유/화학 ETF는 Energy Select Sector SPDR Fund (티커: XLE)가 있다. 미국의 정제 설비가동률은 97.6%로 5년 평균 (89.7%) 및 5년 최대 (93.9%)를 상회하고 있다. 올해 평균은 93.4%로 1998년 95.3% 이후 최고치이다. 경기 호조를 기반으로 수요가 강한 것이다. 박스권에서 움직인 국제유가도 정유/화학 기업들에게 긍정적이다. 수요 증가로 정제 마진이 증가하는 상황에서 원재료 가격은 안정적인 움직임을 보이기 때문이다.

부동산/리츠에 유리한 금리하락의 가능성이 높지 않아 '중립' 유지

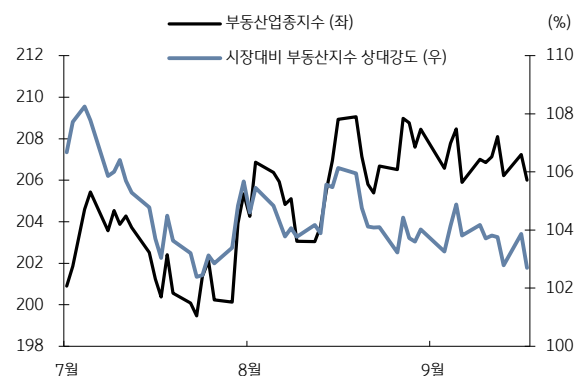
미국 부동산 시장은 호조세를 이어가고 있다. 하지만 상업용 부동산의 Cap Rate (=순운용수익/부동산가격)가 지난 7월 6.25% (가장 최근 발표치)로 역사상 최저점을 경신한 점은 부담스럽다. 부동산업종의 높은 밸류에이션 부담을 줄이기 위해서는 금리 하락이 필요하다. 그러나 최근의 금리 추세를 보면 하락세 반전의 가능성은 낮다. 10월 미 부동산/리츠는 급등하지도, 급락하지도 않는 중립 수준의 흐름이 예상된다.

그림 19. 미국의 정제 설비가동률 평균



자료: Bloomberg, KB증권, 주: 2018년 현재까지의 평균

그림 20. 3Q18 미국 부동산/리츠의 주가 흐름



자료: Bloomberg, KB증권

ELS/ELB: 어두운 발행 감소 터널의 끝은?

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

**ELS/ELB 발행 감소가 나타나고 있으며,
당분간 눈치보기를 피할 수 없는 상태**

ELS/ELB의 발행 규모는 감소했다. 무엇보다 시장에서 지속적으로 HSCEI지수의 쏠림 위험에 대한 반응이 나타났기 때문이다. 지난 7월 발행에서 HSCEI지수 점유율이 65.5%로 추락했으나 8월 발행에선 점유율이 56.2%까지 하락했다. 79.8%까지 상승했던 추세가 20%이상 하락하며 쏠림의 완화, 과열의 해소 양상이 나타난 것이다. HSCEI지수를 대체할 신규 기초자산을 활용하고 있지 못하다는 측면에서 단기적으로 ELS/ELB 투자자들은 눈치보기를 피할 수 없을 것이란 의미이다.

**발행 규모 감소의 원인은 2가지. 또한
상대적으로 투자자들은 아직까지 대체되는
기초자산을 찾지 못하고 있음**

ELS/ELB의 발행 규모 감소 원인은 다음과 같다. 첫째, HSCEI지수에 대한 활용이 감소하면서 기타 투자 대상 중에 적절한 ELS/ELB의 기초자산을 찾지 못하고 있다. 둘째, HSCEI지수가 하락하며 상당부분의 ELS가 조기환매되지 못하여 재투자 및 발행이 감소하고 있는 것으로 판단된다. 결과적으로 핵심은 쏠림의 완화 현상이 나타나고 있는 것이며, 상대적으로 투자자들은 아직까지 대체되는 기초자산을 찾지 못하고 있는 것이다. 현 상황은 기존 기초자산을 더욱 확대하든지 혹은 투자자의 인식 개선을 통해 새로운 기초자산에 대한 이해가 필요한 시점인 것이다. 이런 과정 중에서 일시적인 발행 감소나 투자 집행 연기 등은 언제든지 나타날 수 있는 상황이며, 현재 해당 상황이 나타나고 있는 것으로 보인다.

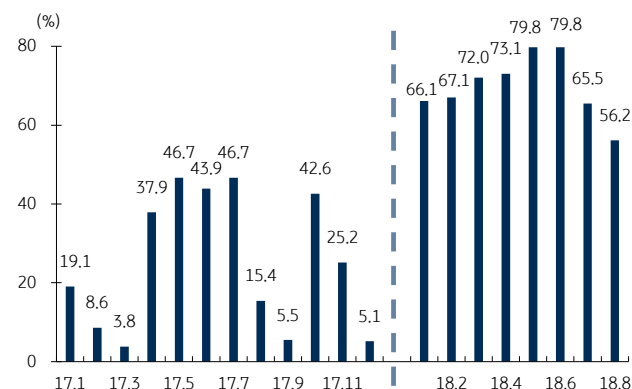
**선별적 해외지수를 활용하는 데
긍정적이며, 시중의 투자심리 위축은 다소
완화될 것**

KB증권은 선별적 해외지수를 기반으로 한 ELS/ELB 투자는 긍정적이라는 판단이다. 또한 시중의 투자심리 위축은 다소 완화될 것으로 전망한다. ELS/ELB의 상환 자금 규모 추정을 보면 2018년 8월에 오히려 늘어나는 모습을 보이고 있기 때문이다. 극단적인 상환 고갈, 투자 절벽의 상태는 아니라는 것이다. 가장 긍정적으로 고려하고 있는 지수는 S&P500, NASDAQ 등이며, SX5E지수나 DAX지수 (독일), NIKKEI225지수 등은 상황에 따라 활용 가능한 지수라는 의견이다. 다만 HSCEI지수 경우 무역분쟁이 해소되는 투자 시점을 찾는 것이 효율적이라고 생각된다. 무역분쟁 상황에 따라서 변동성이 발생할 수도 있기 때문이다.

**저KI, No-KI에 대한 선호를 유지하며,
다만 필요 이상의 위축은 지양**

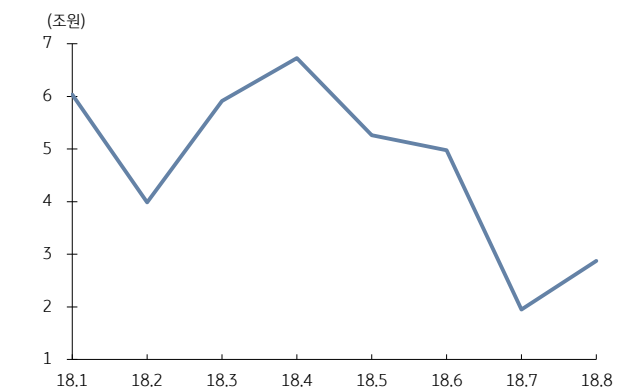
상대적으로 KI (Knock-In)이 낮은 수준에 있는 저KI 상품이나 KI이 없는 No-KI 상품이 더 유리하다는 판단이다. 더불어 공격적인 ELS에 투자하는 측면보다는 상대적으로 방어적인 관점에서 ELS 투자에 나서야 한다. 다만 너무 필요 이상으로 위축될 필요는 없으며, HSCEI지수가 빠르게 반등할 때 ELS 시장 역시 급한 발행 확대가 나타날 수도 있을 것이다.

그림 21. 월간 발행 규모 대비 HSCEI지수 점유율 추이



자료: KSD, KB증권

그림 22. 2018년 상환된 것으로 추정되는 ELS/ELB 자금 추이



자료: KSD, KB증권

KB증권 글로벌 경제지표 전망 - 2018년 9월 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	3.3	3.3	3.3	3.2	3.2	3.2	3.3	3.2	3.1	3.0	3.0
	CPI	% YoY	1.9	2.0	2.2	2.4	2.3	2.3	2.3	2.2	2.5	2.2	2.3	2.2	2.2	2.3
선진국	GDP	% YoY	2.2	2.2	2.4	2.4	2.3	2.1	2.0	2.1	2.0	2.3	2.1	1.9	1.8	1.7
	CPI	% YoY	1.7	1.7	2.0	2.2	2.0	1.9	1.9	1.9	2.1	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7
신흥시장국	GDP	% YoY	5.3	5.4	5.5	5.2	5.2	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.2	5.1	5.2
	CPI	% YoY	2.4	2.6	2.5	2.9	2.9	3.1	3.0	2.9	3.1	2.6	3.0	3.0	3.0	3.1
미국	GDP	% QoQ 연율		2.2	4.2	3.0	2.6	1.4	2.6	2.6	2.2					
		% YoY	2.2	2.6	2.9	2.9	3.0	2.8	2.4	2.3	2.2	2.8	2.4	2.1	2.0	1.9
	CPI	% YoY	2.1	2.3	2.6	2.7	2.5	2.3	2.4	2.4	2.3	2.5	2.3	2.0	2.1	2.0
	정책금리	%	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	0.4	0.3	0.5	0.7	0.5	0.6					
		% YoY	2.4	2.1	2.2	2.1	1.7	1.4	1.8	2.0	2.3	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7
	CPI	% YoY	1.5	1.3	1.7	2.0	1.7	1.7	1.5	1.5	1.9	1.7	1.7	1.6	1.6	1.7
	정책금리	%	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.30	0.00	0.30	0.50	1.00	1.50
일본	GDP	% QoQ 연율		-0.9	3.0	1.4	1.2	1.2	1.2	2.0	-2.6					
		% YoY	1.7	1.0	1.3	1.1	1.2	1.7	1.3	1.4	0.4	1.2	1.2	0.9	0.6	0.7
	CPI	%	0.5	1.3	0.6	0.9	0.9	1.0	1.1	1.0	2.1	0.9	1.3	1.4	0.7	0.8
한국	GDP	% YoY	3.1	2.8	2.8	2.1	3.1	2.6	2.5	2.7	2.9	2.7	2.7	2.7	2.6	2.8
	민간소비	% YoY	2.6	3.5	2.9	2.6	2.3	2.2	2.3	2.5	2.4	2.8	2.3	2.5	2.4	2.5
	CPI	% YoY	1.9	1.3	1.5	1.4	1.9	1.6	1.7	1.8	2.0	1.5	1.8	1.9	2.0	2.0
	실업률	%	3.7	3.7	3.8	4.0	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7
	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	6.4	6.3	6.3	6.4	6.5	6.4	6.0	5.8	5.7
	CPI	% YoY	1.6	2.2	1.8	2.2	2.3	2.5	2.4	2.3	2.4	2.1	2.4	2.3	2.4	2.5
브라질	GDP	% YoY	1.0	1.2	1.0	1.5	1.9	2.3	2.4	2.6	2.2	1.4	2.4	2.4	2.6	2.5
	CPI	% YoY	3.4	2.8	3.3	4.1	3.9	4.5	3.8	3.9	4.2	3.5	4.1	4.2	4.3	4.0
러시아	GDP	% YoY	1.5	1.3	1.9	1.6	2.1	2.0	1.9	1.7	1.5	1.8	1.8	2.3	2.1	2.4
	CPI	% YoY	3.7	2.2	2.4	3.3	3.7	4.2	4.0	3.8	4.1	2.9	4.0	4.0	4.1	4.2
인디아	GDP	% YoY	6.2	7.7	8.2	7.5	7.2	7.2	7.3	7.4	7.2	7.6	7.3	7.5	7.7	8.3
	CPI	% YoY	3.3	4.6	4.8	5.0	4.5	4.4	4.7	4.5	4.9	4.7	4.6	4.5	4.4	4.6
멕시코	GDP	% YoY	2.0	1.4	2.6	2.5	2.1	2.0	2.0	2.1	2.2	2.1	2.0	2.1	2.2	2.4
	CPI	% YoY	6.0	5.3	4.6	4.4	4.0	3.8	4.2	4.1	4.3	4.6	4.1	4.3	4.2	4.3
환율	원/달러	기말	1,067	1,061	1,115	1,120	1,135	1,145	1,140	1,120	1,095	1,135	1,095	1,080	1,070	1,050
		평균	1,131	1,072	1,081	1,122	1,127	1,135	1,150	1,130	1,110	1,125	1,131	1,100	1,075	1,050
WTI	달러/배럴	평균	50.9	62.9	67.9	69.5	70.0	72.3	73.0	71.0	71.5	67.6	72.0	71.0	70.0	70.0

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	12MF
전세계	0.1	4.0	2.4	14.8	15.9	14.5	11.0	15.8	9.8	0.1	0.7	2.1	2.6
선진시장	0.4	4.8	4.1	15.4	16.6	15.1	10.7	16.1	9.5	0.1	1.0	2.6	2.5
북미	0.1	6.3	8.1	16.8	18.2	16.5	12.7	22.7	10.7	0.2	1.3	3.3	2.0
미국	0.2	6.5	8.8	17.0	18.5	16.7	12.8	23.4	10.6	0.2	1.2	3.2	1.9
캐나다	-1.7	-0.7	-0.2	13.6	14.9	13.3	11.9	13.8	11.8	0.5	2.3	4.8	3.2
선진유럽	0.6	2.8	-3.4	13.4	14.3	13.1	9.1	8.4	9.4	0.0	0.3	1.3	3.9
영국	-0.6	-0.1	-2.4	12.4	13.2	12.2	8.1	10.3	8.1	0.1	1.1	4.3	4.6
스위스	-0.4	6.8	-2.4	16.2	17.5	15.8	11.8	15.1	10.7	0.2	0.3	-0.4	3.4
독일	-1.8	1.3	-5.9	12.4	13.4	12.1	8.9	0.6	11.4	-0.8	-1.7	-3.3	3.4
프랑스	0.4	4.3	4.5	13.6	14.6	13.3	10.0	10.6	9.7	0.4	1.6	3.6	3.5
이탈리아	3.9	0.8	-2.0	10.8	11.7	10.5	12.8	20.1	10.9	0.9	-0.5	6.3	4.8
스페인	-0.9	-0.6	-5.3	11.3	11.9	11.1	7.9	9.0	7.5	-1.0	-1.2	-1.3	4.7
포르투갈	-4.7	-0.1	4.3	15.6	16.7	15.2	4.3	-10.1	9.6	1.2	3.9	5.5	4.6
노르웨이	3.1	7.3	8.5	13.2	14.7	12.8	14.0	11.0	15.0	0.8	3.6	9.9	4.4
스웨덴	-0.1	8.5	6.3	15.5	16.2	15.2	6.6	5.5	6.1	-0.1	0.2	0.3	4.1
핀란드	-0.4	4.0	13.4	16.5	17.9	16.1	7.8	-3.1	11.6	0.7	2.2	3.9	4.4
덴마크	-3.8	2.6	-4.4	17.8	18.9	17.5	6.3	0.7	8.1	-0.6	-4.1	-6.2	2.7
오스트리아	3.7	2.6	-6.6	9.6	9.9	9.4	5.2	6.8	5.1	0.1	0.6	5.8	4.1
벨기에	-3.8	-1.7	-7.6	15.9	16.8	15.6	7.5	7.3	7.6	-0.5	-2.1	-3.8	4.2
네덜란드	-3.5	-0.5	-0.9	15.1	16.3	14.8	8.5	3.3	10.2	0.3	0.5	-2.3	2.9
아일랜드	-3.2	-4.0	-6.7	14.7	15.4	14.4	4.2	-1.8	6.6	-0.8	0.1	-0.2	2.4
이스라엘	-0.9	6.0	12.6	12.0	12.7	11.8	2.5	-11.7	7.9	0.6	1.6	1.8	1.7
태평양	1.7	1.2	-1.6	13.3	13.8	13.1	5.3	5.5	5.0	0.1	0.8	1.7	3.0
일본	5.2	5.5	0.7	12.9	13.2	12.6	4.1	4.0	4.2	0.2	1.3	2.2	2.3
홍콩	-1.2	-2.2	-5.7	14.0	14.9	13.8	12.1	11.5	7.8	-0.2	-0.4	1.0	3.3
싱가폴	0.9	-0.5	-5.2	11.8	12.5	11.6	9.1	13.9	8.1	-0.2	-1.9	-1.4	4.6
호주	-1.1	-0.2	1.9	15.1	15.3	14.7	5.7	7.7	3.8	0.0	-0.1	0.9	4.8
뉴질랜드	-0.2	3.4	8.2	24.2	25.1	22.8	39.7	54.8	10.2	-1.6	-1.5	-4.6	3.3
신흥시장	-2.2	-2.0	-9.6	10.9	11.9	10.6	12.5	14.5	11.8	-0.1	-0.9	-0.5	3.2
남미	-0.7	3.0	-10.4	11.9	13.4	11.5	17.1	16.4	17.2	0.5	1.2	3.2	3.8
브라질	1.2	10.0	2.0	10.1	11.6	9.7	19.6	20.4	19.4	1.0	1.9	5.4	4.6
멕시코	-2.1	3.4	-1.7	15.5	17.1	15.0	12.3	6.4	13.7	-0.5	0.1	-2.0	2.7
칠레	1.0	1.0	-5.9	15.9	17.4	15.4	13.7	15.7	12.6	-0.6	0.4	4.4	3.0
페루	0.5	-0.4	4.0	13.3	14.7	12.8	15.2	18.8	14.3	-0.6	-4.9	-5.8	3.0
콜롬비아	-2.8	-1.1	4.0	11.0	12.3	10.7	15.7	18.0	15.0	1.5	2.6	6.2	3.2
EMEA	-2.2	-0.1	-15.1	8.9	9.6	8.7	12.8	17.1	10.5	1.6	0.8	2.3	4.7
러시아	5.6	8.8	14.2	5.1	5.2	5.1	7.7	32.8	1.4	5.5	5.9	10.6	7.7
남아공	-7.7	1.6	-10.8	13.2	16.0	12.7	24.7	8.0	26.0	-1.5	-3.8	-4.0	3.4
터키	9.7	4.6	-15.4	5.8	6.3	5.6	12.7	12.4	12.8	1.1	-0.6	1.0	5.8
그리스	0.0	0.0	0.0	12.7	14.1	12.4	14.7	17.9	13.6	0.3	-0.5	-0.7	5.8
헝가리	-2.4	2.0	-10.4	9.1	9.5	8.9	3.4	-4.7	6.3	1.9	1.3	-2.7	3.1
폴란드	-2.4	7.3	-5.8	11.1	12.0	10.8	8.0	-0.1	10.7	-0.4	-0.5	-2.5	3.3
체코	-0.1	1.9	4.3	14.7	15.2	14.6	-1.1	-14.0	3.9	1.0	2.6	5.0	5.4
카타르	0.2	13.0	13.8	12.0	12.8	11.7	10.4	13.8	8.8	-0.6	-0.8	0.2	4.2
UAE	-1.3	1.0	-7.7	8.5	9.0	8.4	7.7	9.2	7.3	-3.0	-3.0	-4.9	5.6
이집트	-0.8	-7.2	-7.4	9.6	10.7	9.5	13.0	22.3	13.2	-0.5	-0.4	-0.7	3.4
신흥아시아	-2.4	-3.1	-8.4	11.3	12.1	10.9	11.9	13.6	11.4	-0.6	-1.6	-1.6	2.8
중국	-3.8	-8.7	-10.3	10.7	11.9	10.3	15.5	15.6	15.7	-0.8	-1.5	-0.8	2.7
한국	1.4	-0.7	-6.4	8.1	8.4	8.0	7.9	14.1	6.0	-0.6	-2.3	-1.0	2.5
인디아	-5.6	3.8	3.8	18.7	20.8	17.0	23.2	24.3	22.3	-0.2	-1.3	-3.6	1.6
대만	1.2	5.0	4.4	13.5	13.9	13.3	5.4	6.2	5.0	-0.1	-0.7	-2.9	4.4
인도네시아	-3.6	3.6	-12.8	13.5	14.8	13.2	11.8	11.2	12.0	-0.7	-0.9	-3.7	3.1
말레이시아	-1.6	6.3	-0.6	16.2	17.2	16.0	7.4	4.0	7.2	-1.2	-2.4	-4.7	3.2
필리핀	-6.0	5.1	-14.9	15.8	17.3	15.3	11.2	5.6	12.9	-0.4	-1.4	-3.8	1.8
태국	1.2	8.4	1.8	14.7	15.5	14.5	6.8	6.4	7.1	-0.2	-0.4	-1.3	3.0

자료: Thomson Reuters, KB증권

주: 9월 27일 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	2.30	2.20	2.28	2.54	2.10
미국 정책금리 (기말)	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	1.50	2.50	3.00
미국 10년 (평균)	2.83	2.92	2.92	3.00	2.90	2.32	2.91	3.10
달러화 지수 (DXY)	90.5	92.7	95.0	96.0	97.0	96.6	93.5	96.3
유로/달러 (EURUSD)	1.23	1.19	1.15	1.14	1.12	1.13	1.18	1.13
달러/엔 (USDJPY)	108.3	109.2	111.0	110.0	109.0	112.0	109.7	108.3
파운드/달러 (GBPUSD)	1.39	1.36	1.29	1.27	1.25	1.29	1.33	1.27
달러/위안 (USDCNY)	6.36	6.38	6.80	6.91	7.05	6.76	6.61	6.95
달러/원 (USDKRW)	1,072	1,081	1,125	1,135	1,150	1,130	1,103	1,143

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 보고서의 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.