

2017년 10월

2018년 주식시장 전망

1. 증시 상승세 지속될까?
2. 한미 금리역전, 어떤 영향 미칠까?
3. Metal Rally, 지속 가능한가?
4. 주도 투자 Style은?



| 키움증권 리서치센터 투자전략팀
| Strategist/Economist 홍춘욱
02) 3787-4964
chunukhong@kiwoom.com



| Quant Strategist 이상욱
02) 3787-5298
sw.lee@kiwoom.com



| Economist/FICC Strategist 김유미
02) 3787-5161
helloym@kiwoom.com



| Commodity Analyst 안예하
02) 3787-5157
yhahn@kiwoom.com

▶ 수출 주도의 이익 성장, 2018년에도 지속될 듯

최근 OECD 경기선행지수가 4개월 연속 하락하는 등 2018년 수출에 대한 우려가 제기되고 있음
그러나 당사가 작성한 '키움 경기선행지수'는 수출 경기의 확장 가능성을 시사
수출주 실적 개선에 힘입어, 2018년 중 KOSPI 3,000선 도전도 가능할 전망

▶ 한미 금리 역전, 심각한 위협요인으로 보기 힘들어

미 연준의 금리인상 영향으로 한미 금리역전의 가능성이 높아졌음
글로벌 신용여건의 안정과 국내 자산 수익률 상승을 감안할 때, 자금 유출 가능성은 낮은 것으로 판단

▶ Metal 가격 급락 가능성, 낮아

최근 한국 수출단가 상승은 글로벌 수요 회복 뿐만 아니라, Metal 제품의 Rally에 기인한 것으로 판단
중국 수요가 지속되고 공급이 급격히 늘어나기 힘든 만큼, 가격 급락 위험은 낮은 것으로 판단됨

▶ 시장의 주도 스타일은?

한국 주식시장은 아시아 시장 내에서 이익성장 모멘텀이 가장 강한 것으로 판단
기업 이익 성장이 지속되는 만큼, 가치 및 경기민감주 Style의 강세가 예상됨

Contents

- I. 증시 상승세 지속될까?
- II. 한미 금리역전, 어떤 영향 미칠까?
- III. Metal Rally, 지속 가능한가?
- IV. 주요 투자 Style은?

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물입니다. 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사, 배포, 전송, 변형, 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

Part I

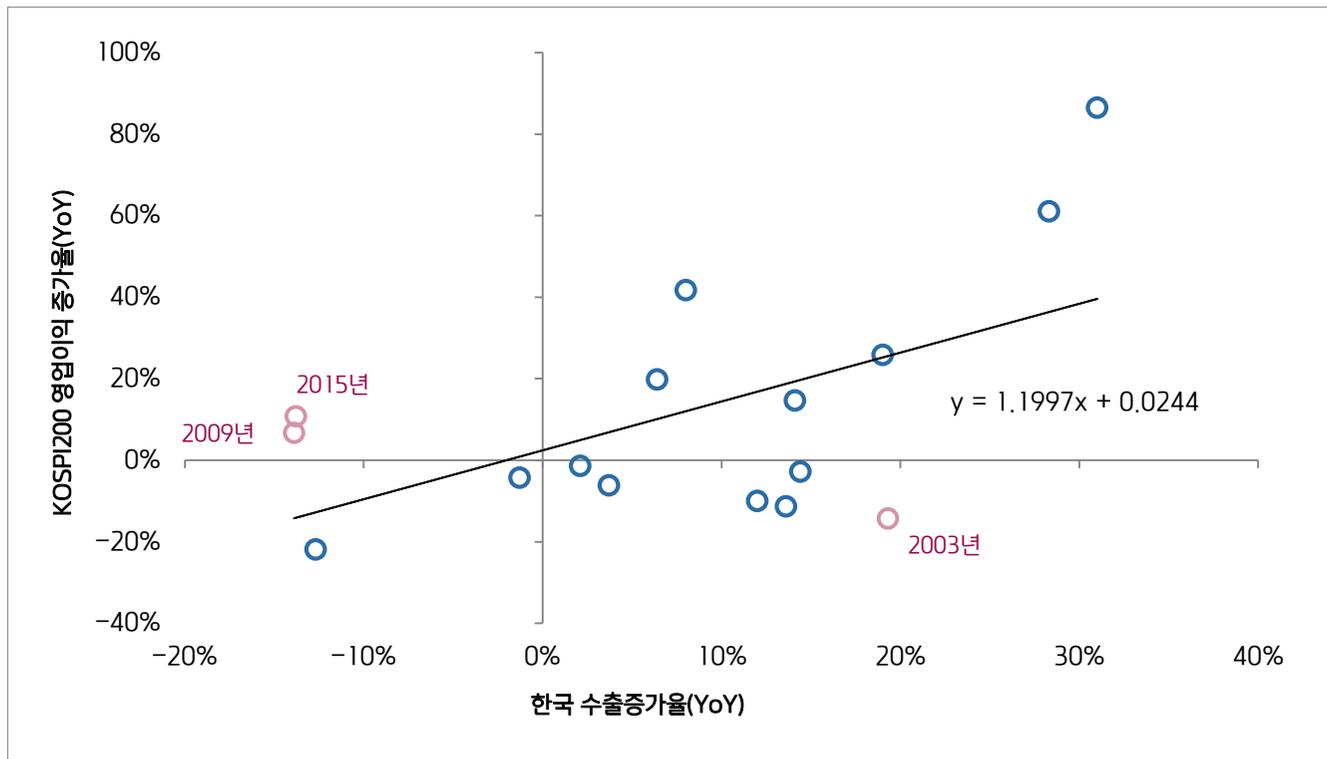
증시 상승세 지속될까?



1. 문제제기 - 한국 주식시장, 매력적인가?

- ▶ 최근 PER이 역사적 평균 수준을 상회하며 Valuation 매력 저하에 대한 우려 부각
 - 2018년 수출이 15% 내외 성장한다고 가정할 때, 영업이익은 약 18% 증가할 것으로 추정
 - 이익 성장이 뒷받침될 경우, 2018년 중 KOSPI 3,000선 도전도 가능한 것으로 판단됨

KOSPI 200 영업이익과 수출 증가율 (2001~2016)



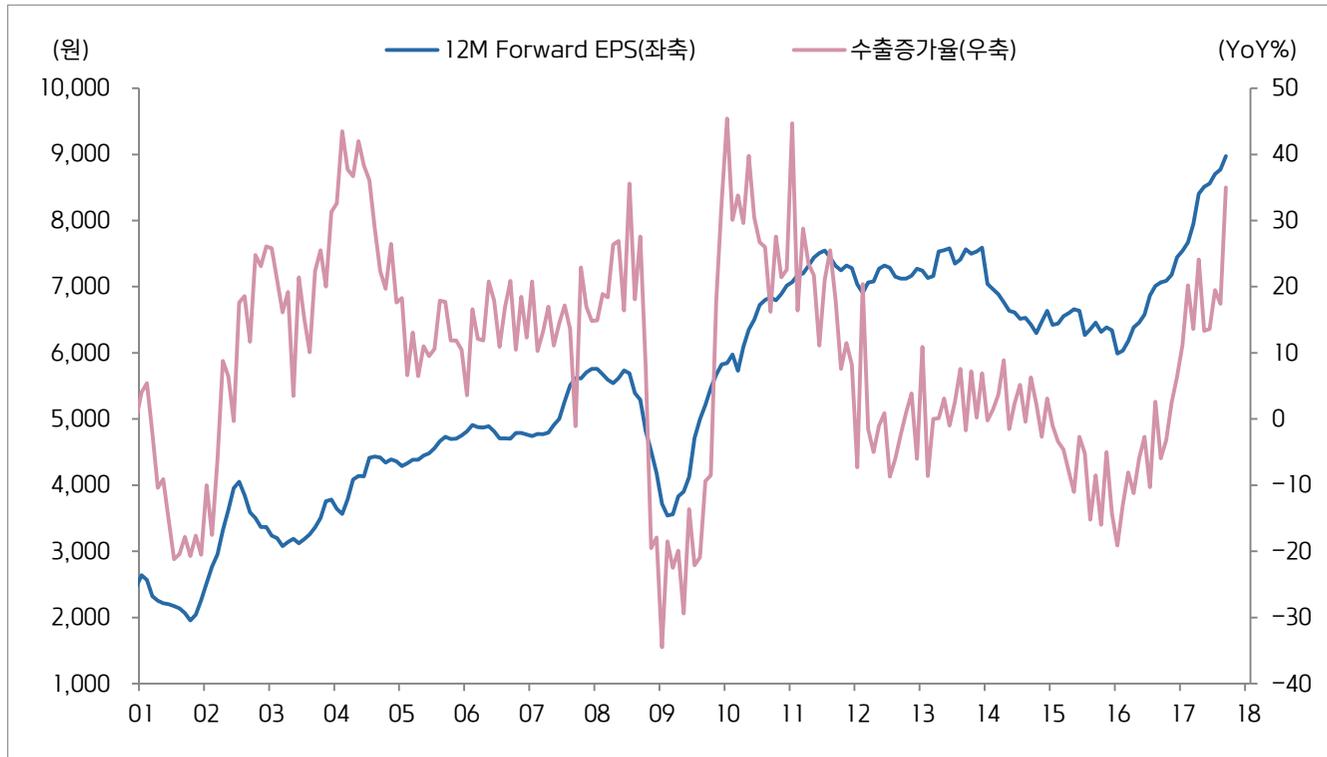
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

주) Outlier 연도: 2003년, 2009년, 2015년 ; 회귀선과 괴리가 과도한 연도는 별도 표시

2. 한국 기업이익의 결정 변수는?

- ▶ 다양한 요인들이 기업실적에 영향을 미치지만, 가장 결정적인 변수는 수출
→ 수출전망 개선은 곧 기업 이익 증가로 연결

한국 수출증가율과 KOSPI 12M Fwd EPS

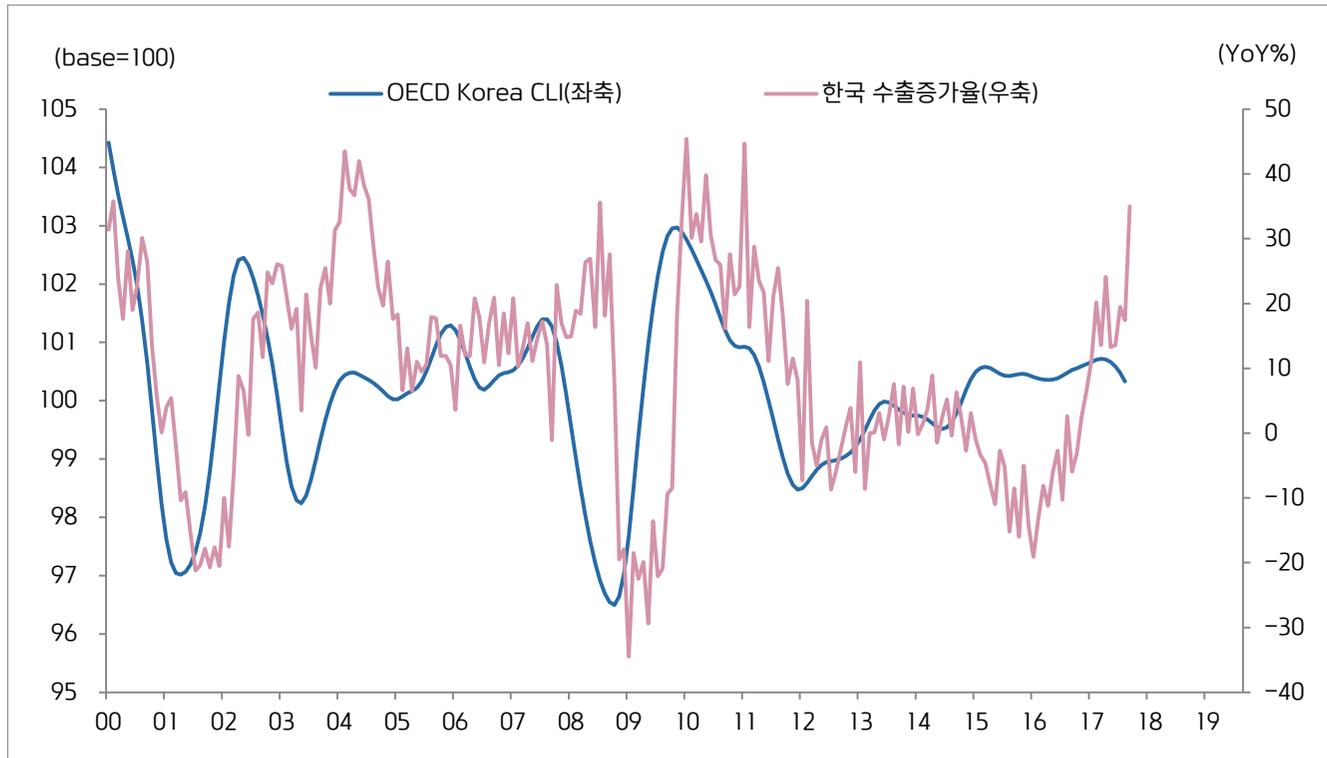


자료: Wisefn, 키움증권 리서치센터.

3. 키움 경기선행지수 ① - OECD 한국 경기선행지수 4개월 연속 하락

- ▶ 한때 수출의 핵심적인 선행지표로 간주되던 OECD 경기선행지수(한국)의 예측력이 2010년대 중반 이후 급격히 약화되고 있음

한국 수출과 OECD Korea CLI(Composite Leading Index) 추이

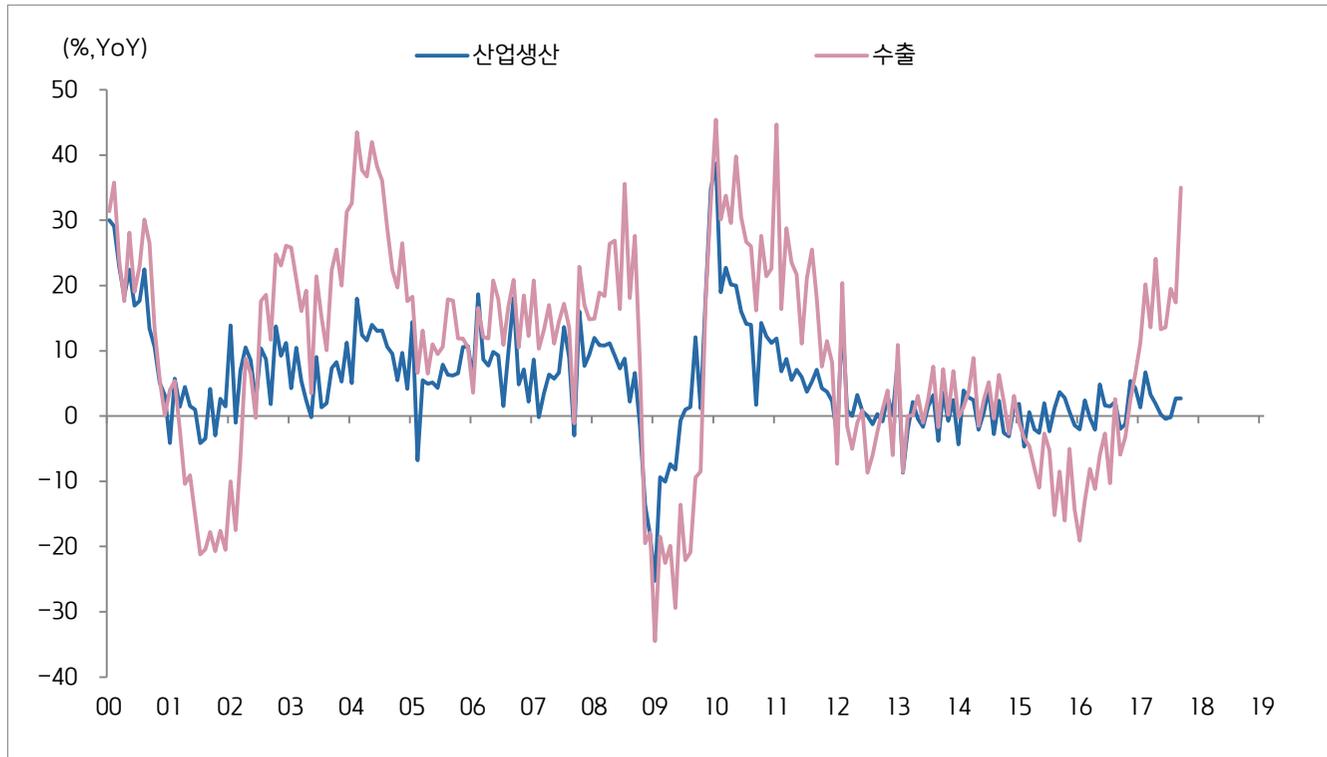


자료: 한국 관세청, OECD, 키움증권 리서치센터.

3. 키움 경기선행지수 ② - 한국 수출에 포커스를 맞춘 예측지표 개발

- ▶ 최근 한국 내수/수출 경기가 양극화된 것이 OECD 경기선행지수의 예측력 약화요인
→ 한국 수출의 핵심 선행지표를 취합해 새로운 경기선행지표를 개발했음

한국 수출과 산업생산 증가율 추이



자료: 한국 관세청, 통계청, 키움증권 리서치센터.

3. 키움 경기선행지수 ③ - 채권/상품/경제 등 핵심지표 취합

▶ 매월 초 취합이 가능한 10개의 핵심 지표를 이용해 ‘키움 경기선행지수’ 작성

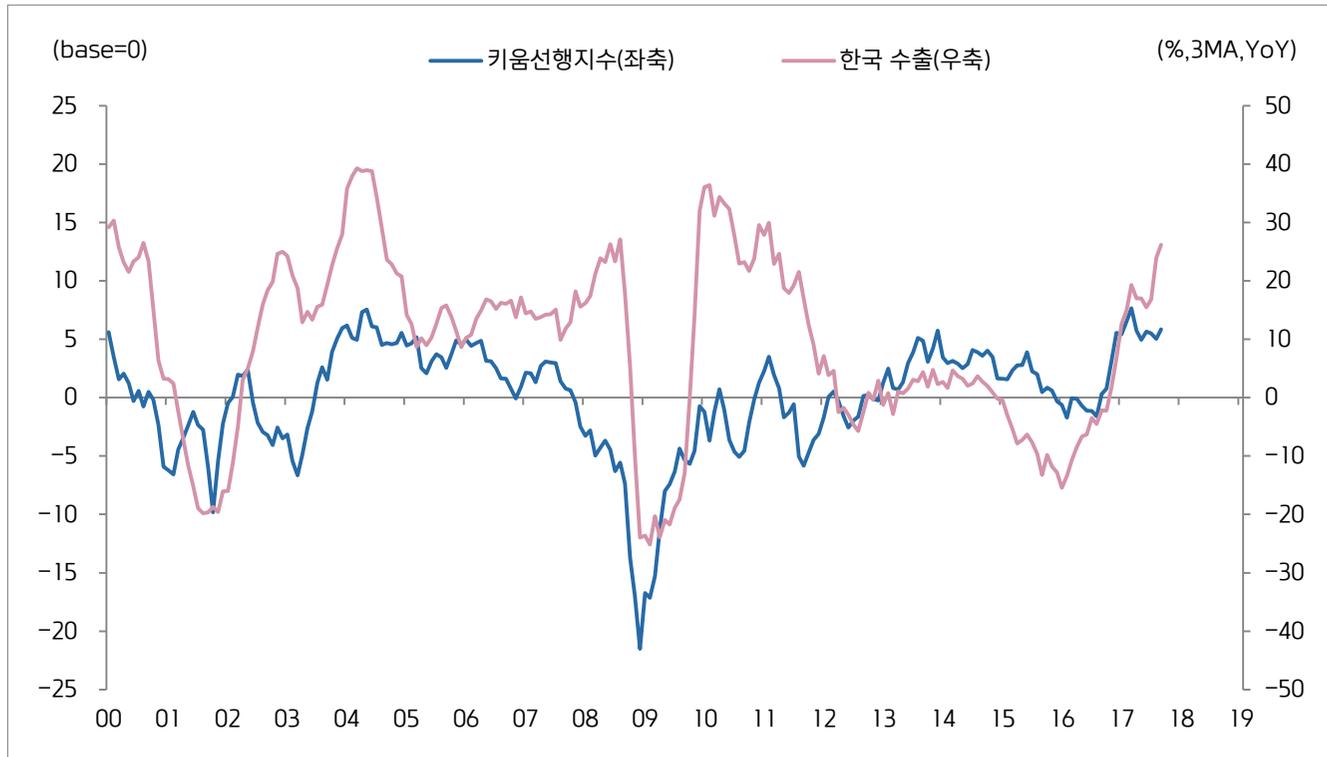
키움 경기선행지수의 세부지표 내역

	분류	발표시점	비고
미국 국채지수	채권시장	일별	채권가격의 변동에 담긴 채권시장 참가자의 경기 기대 반영
미국 국채 BEI	채권시장	일별	BEI는 Break-even-Inflation의 약자, 명목 국채금리에서 물가연동채권 금리를 차감해 계산한 '금융시장 참가자의 인플레이 기대'를 의미
장단기 금리차	채권시장	일별	미국 10년 만기 국채와 2년 만기 국채 금리의 차이
투기등급 회사채 가산금리	채권시장	일별	미국 BB 등급 회사채의 동일 만기 국채 대비 가산금리를 측정해 것으로, 신용여건의 변화를 신속하게 측정하는 지표
CRB Metal Index	상품시장	일별	구리와 아연 등 공업용 원자재가격의 변화를 측정하는 지표로, 한국 수출단가에 대한 핵심 선행변수
ISM 제조업 신규주문지수	경제지표	월별	매월 1일 발표되는 매우 신속한 지표로, 한국 수출에 대한 강력한 선행성을 지니고 있음
소비자기대지수(미시건)	경제지표	월별	매월 말에 해당월 데이터가 발표되며, 소비자들의 향후 미래에 대한 기대를 반영하며 미국 소비지출에 약 3개월 선행
NAHB 주택시장지수	경제지표	월별	매월 초에 발간되며, 미국 부동산시장에 대해 강한 선행성을 지니고 있음
모기지 신청지수	경제지표	주간	매주 목요일에 발표되는 지표로, 미국 부동산시장에 대한 선행지표
신규실업수당 신청자 수	경제지표	주간	매주 목요일에 발표되며, 미국 노동시장 여건, 특히 비농업부문 신규 실업수당에 대한 핵심 선행지표

3. 키움 경기선행지수 ④ - 수출 전망 여전히 밝아

- ▶ 키움 경기선행지수는 최근 '수출경기 확장' 신호를 제시 중
- 현재 5pt 수준인 선행지수가 다소 하락한다 해도, 2018년 수출은 15% 전후의 증가 가능

키움 경기선행지수 vs. 한국 수출

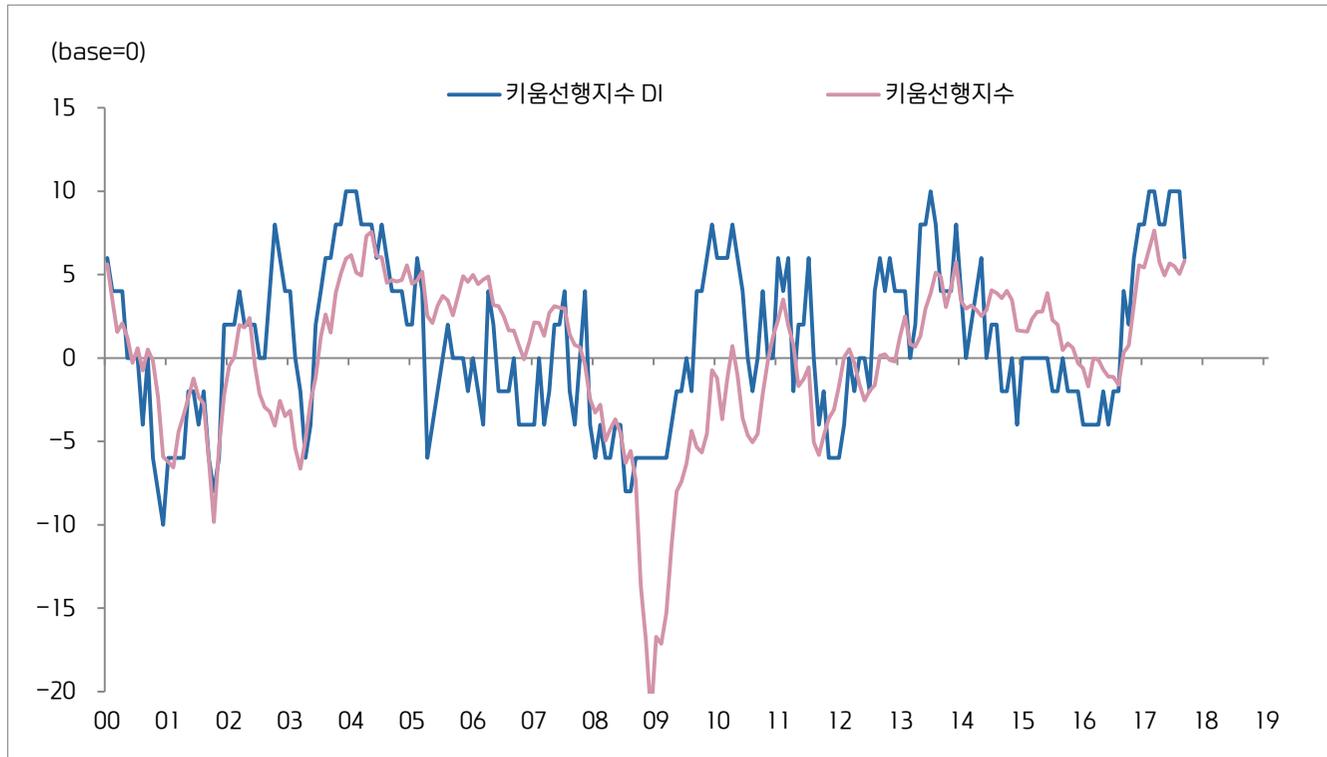


자료: Bloomberg, 미 연준, 한국 관세청, 키움증권 리서치센터.

4. 불안 요인 ① - 경기 '과열'의 위험을 배제할 수 없어

- ▶ 2018년 한국 수출 전망은 대단히 낙관적이거나, '경기 과열'에 대한 우려를 배제할 수는 없음
→ 세부지표 등락비율이 10(모든 변수가 경기 확장을 시사)을 기록하는 등 일부 과열 징후가 나타나

키움 경기선행지수 vs. 선행지수 DI(Diffusion Index)

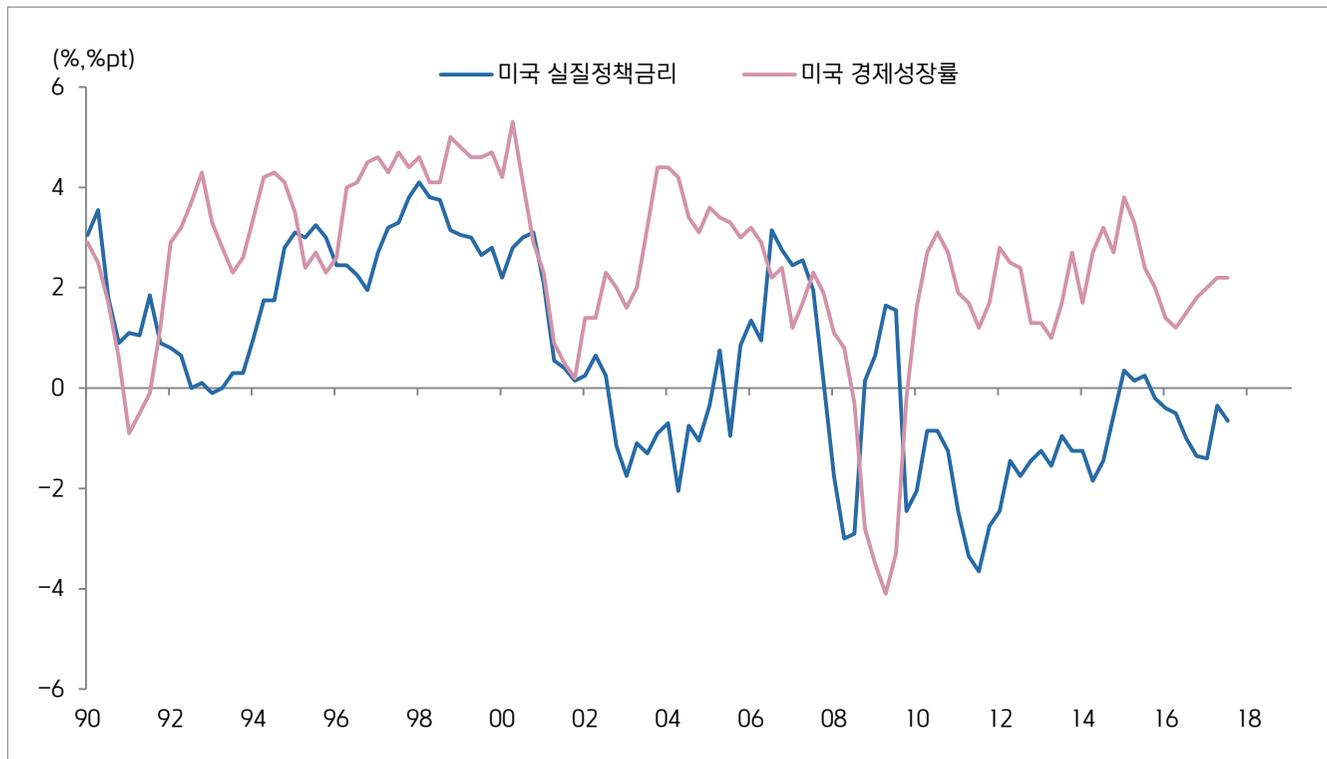


자료: Bloomberg, 미 연준, 한국 관세청, 키움증권 리서치센터.

4. 불안 요인 ② - 미 실질 정책금리의 '+' 전환 가능성은?

- ▶ 최근 실질정책금리의 상승세가 꺾이는 등 미 연준은 매우 완화적인 통화정책기조를 지속 중
→ 2018년에도 3차례의 금리인상이 단행된다면 실질금리가 2014년 이후 처음으로 '+' 전환의 위험이 부각될 수 있음

미국 실질정책금리 vs. 경제성장률

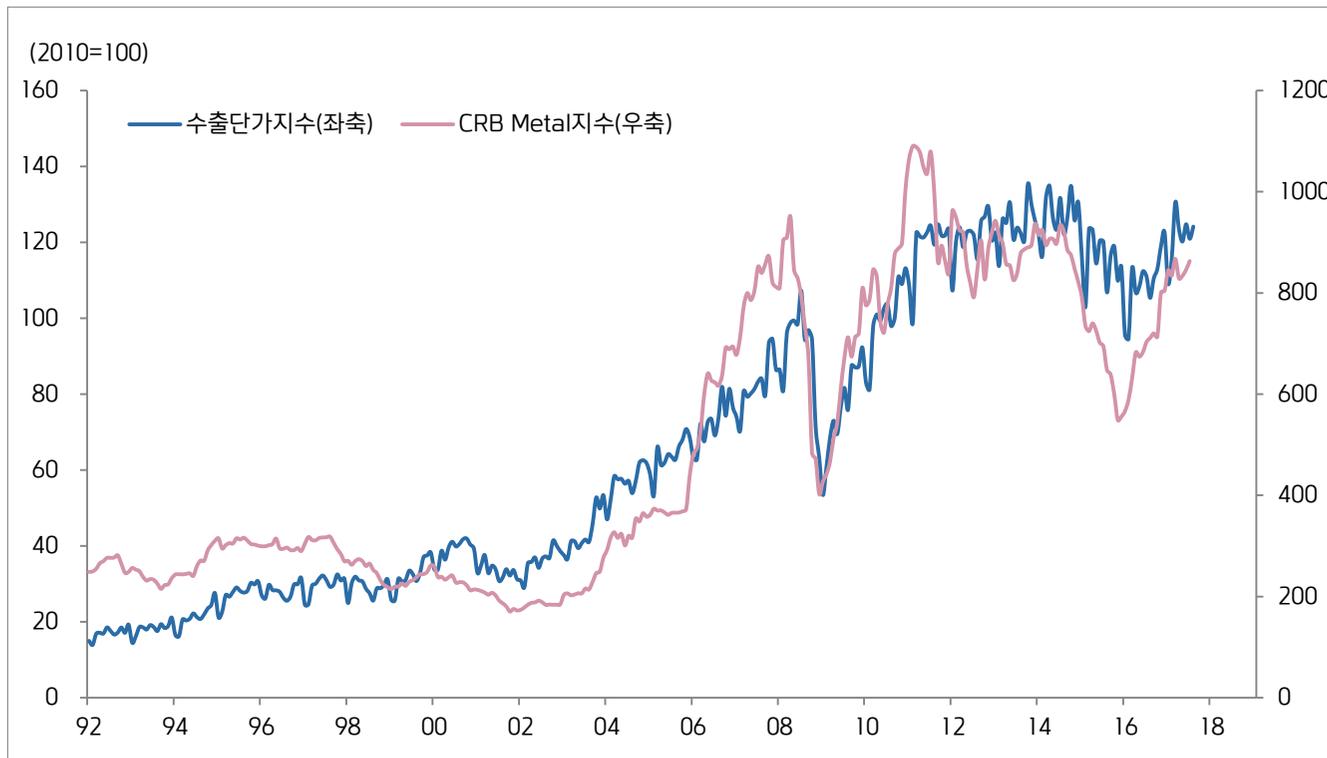


자료: Bureau of Economic Analysis, Census Bureau, 미 연준, 키움증권 리서치센터.

4. 불안 요인 ③ – Metal 가격의 급락 가능성은?

- ▶ 10개의 키움 경기선행지수 세부지표 중 가장 ‘급락’의 위험성이 높은 것은 Metal Index
 → 원자재의 특성상 가격 변동성이 매우 크지만, 2018년 상반기까지는 공급부족 상황이 지속될 것으로 판단됨

한국 수출단가지수 vs. CRB Metal Index

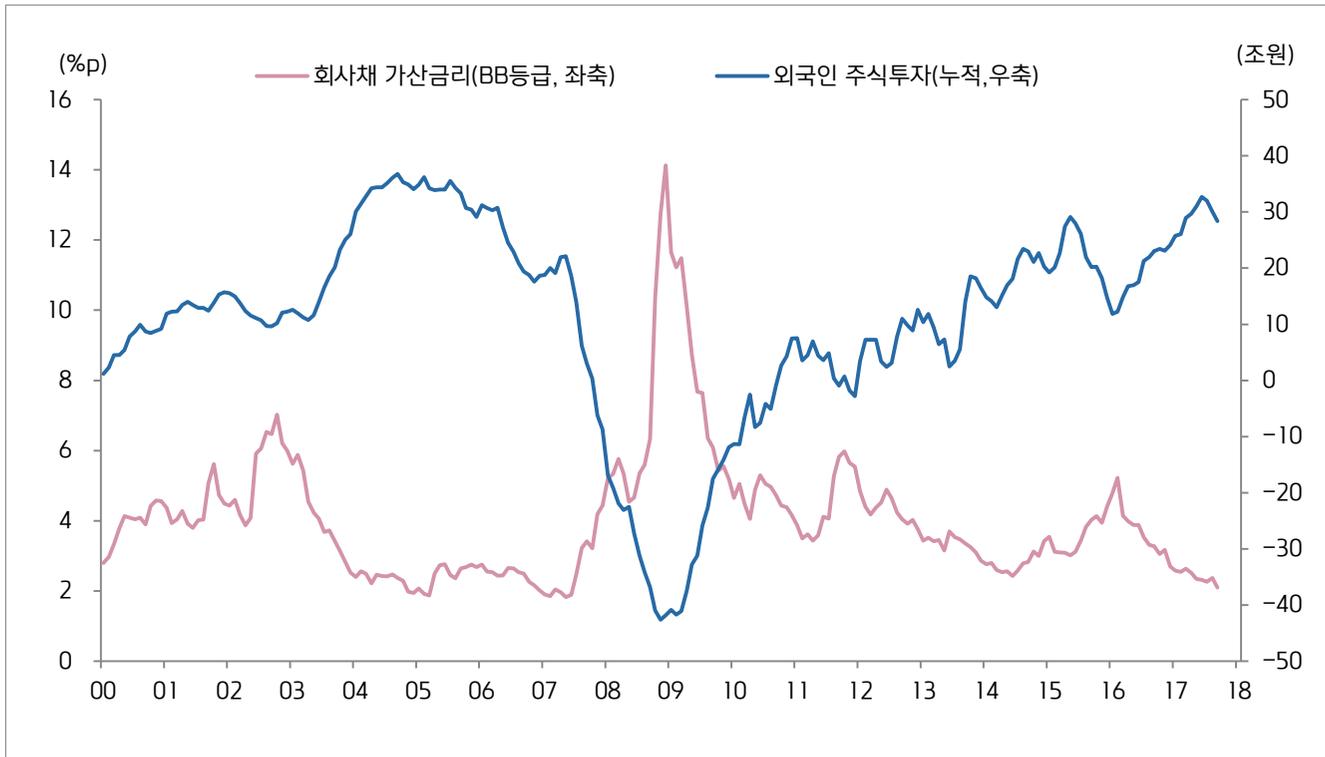


자료: Bloomberg, 한국은행, 키움증권 리서치센터.

4. 불안 요인 ④ – 외국인 투자자의 이탈 가능성은?

- ▶ 외국인 투자자들이 대거 한국에서 이탈할 경우, 한국 증시의 탄력이 둔화될 수 있음
 - 최근 미국 BB등급 회사채 가산금리 등 ‘위험 경보지표’는 매우 안정적 흐름 지속
 - 미 연준의 점진적인 ‘금리인상 기조’가 지속될 경우, 신용 이벤트가 급격히 발생할 가능성은 낮은 것으로 판단

미국 BB등급 회사채 가산금리 vs. 한국에서의 외국인 주식 순매수

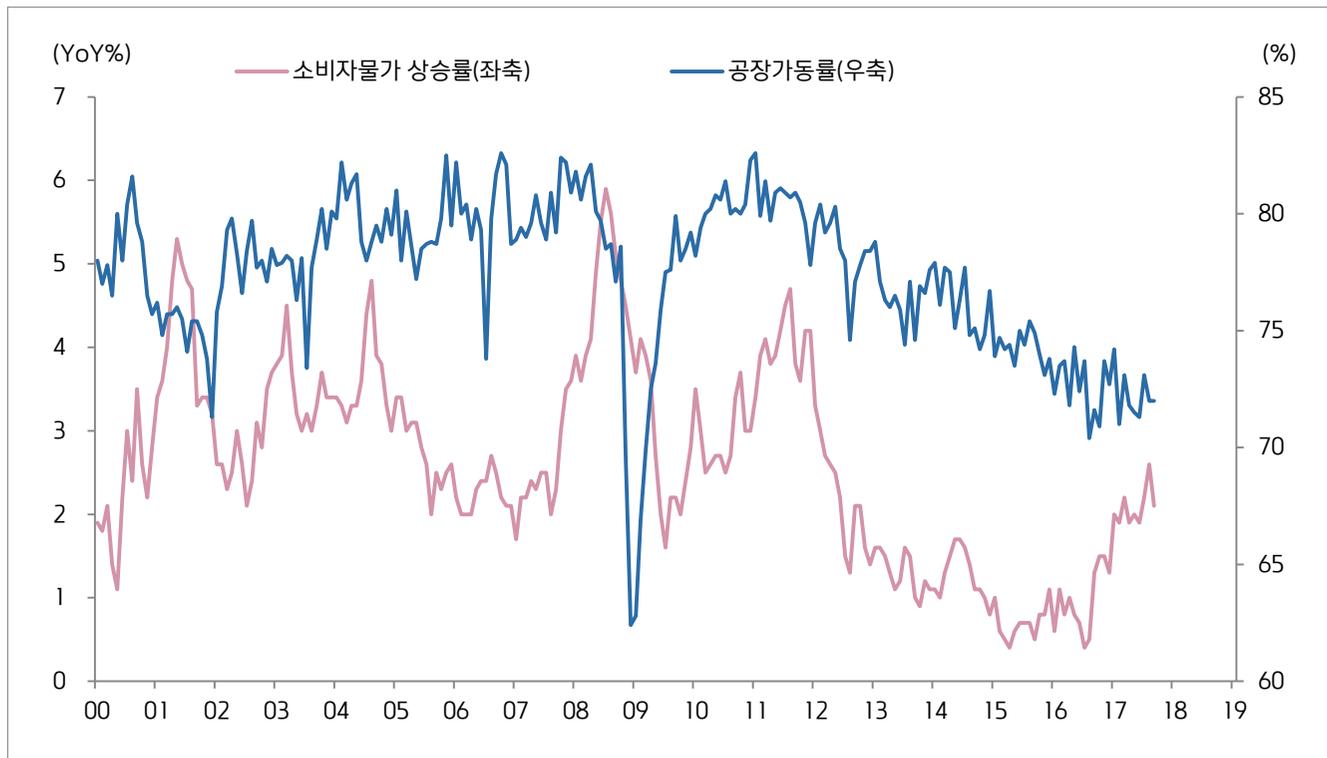


자료: Bloomberg, 한국은행, 키움증권 리서치센터.

4. 불안 요인 ⑤ - 한국은행의 공격적 금리인상 가능성은?

- ▶ 한국은행이 공격적 금리인상을 단행할 경우, 경기의 조기 냉각 가능성을 부인할 수 없음
 - 공장가동률이 낮은 수준에 머무르고 근원 인플레이 압력도 낮아, 금리인상은 한차례에 그칠 것으로 전망

한국 공장가동률 vs. 근원 소비자물가 상승률



자료: 한국 통계청, 키움증권 리서치센터.

5. 2018년 경제전망 – 3% 성장 가능성 높으나, 전강후약 흐름 예상

- ▶ 당사는 2018년 한국 경제가 수출경기의 호조에 힘입어 3% 성장을 달성할 것으로 낙관하나, 글로벌 경기 과열에 대한 우려가 부각되는 하반기에는 성장 탄력이 둔화될 것으로 예상

IMF 세계경제 전망(2017년 10월) 주요 내용

	2016	전망치		7월 전망치와의 차이		4월 전망치와의 차이	
		2017	2018	2017	2018	2017	2018
전세계	3.2	3.6	3.7	0.1	0.1	0.1	0.1
선진국	1.7	2.2	2.0	0.2	0.1	0.2	0.0
미국	1.5	2.2	2.3	0.1	0.2	-0.1	-0.2
유로존	1.8	2.1	1.9	0.2	0.2	0.4	0.3
독일	1.9	2.0	1.8	0.2	0.2	0.4	0.3
프랑스	1.2	1.6	1.8	0.1	0.1	0.2	0.2
일본	1.0	1.5	0.7	0.2	0.1	0.3	0.1
영국	1.8	1.7	1.5	0.0	0.0	-0.3	0.0
신흥개도국	4.3	4.6	4.9	0.0	0.1	0.1	0.1
한국*	2.8	3.0	3.0	0.3*	0.2*	0.3*	0.2*
중국	6.7	6.8	6.5	0.1	0.1	0.2	0.3

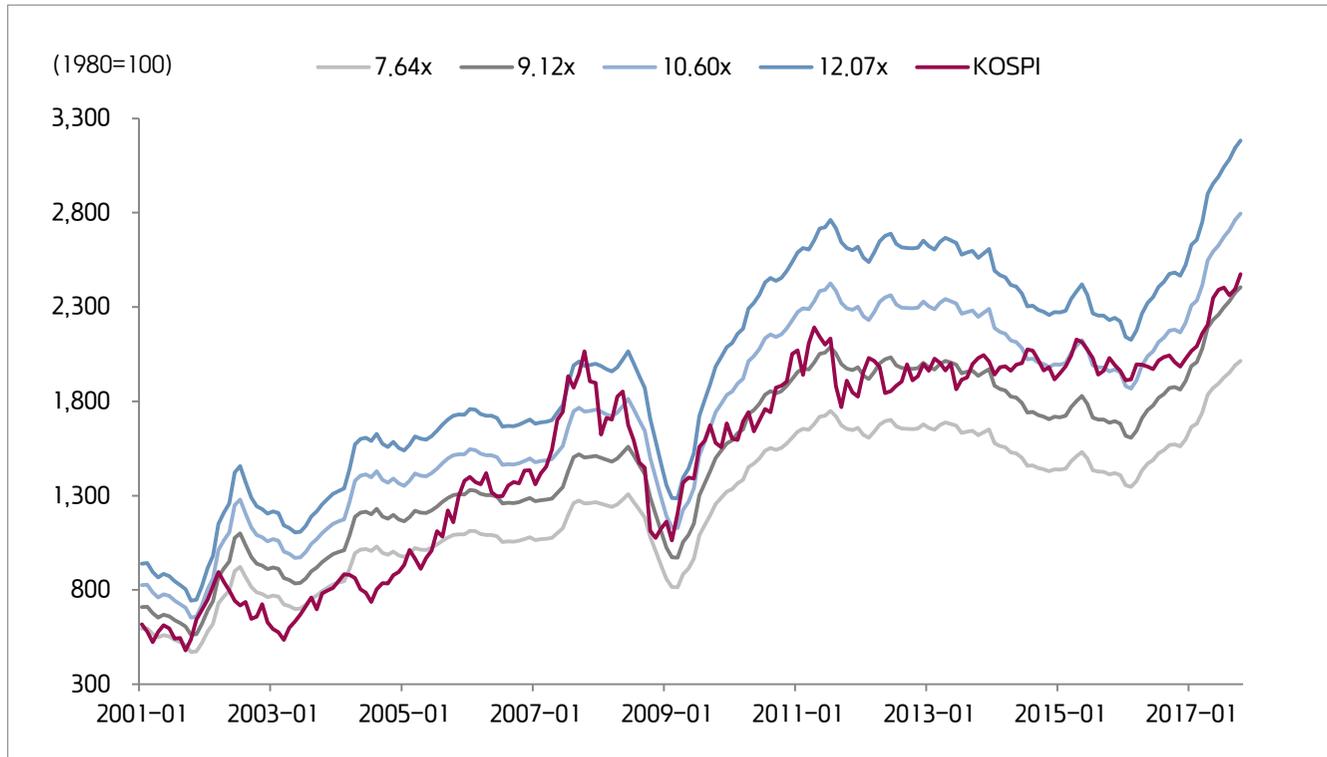
자료: IMF, World Economic Outlook(2017. 10), 키움증권

주) 7월 WEO에는 우리나라 성장률 자료는 없는 관계로, 2017년 4월 WEO전망치와 비교

6. KOSPI, 3000선 도전 예상

- ▶ KOSPI PER(Forward EPS, 10월 13일 기준)이 9.38배로, 2001 년 이후의 평균(9.12배) 소폭 상회
 - 수출 증가에 힘입어 2018년 순이익이 18% 증가할 경우,
 - 현 수준 PER이 유지된다 가정해도 Target KOSPI는 2,919pt

한국 KOSPI PER Band

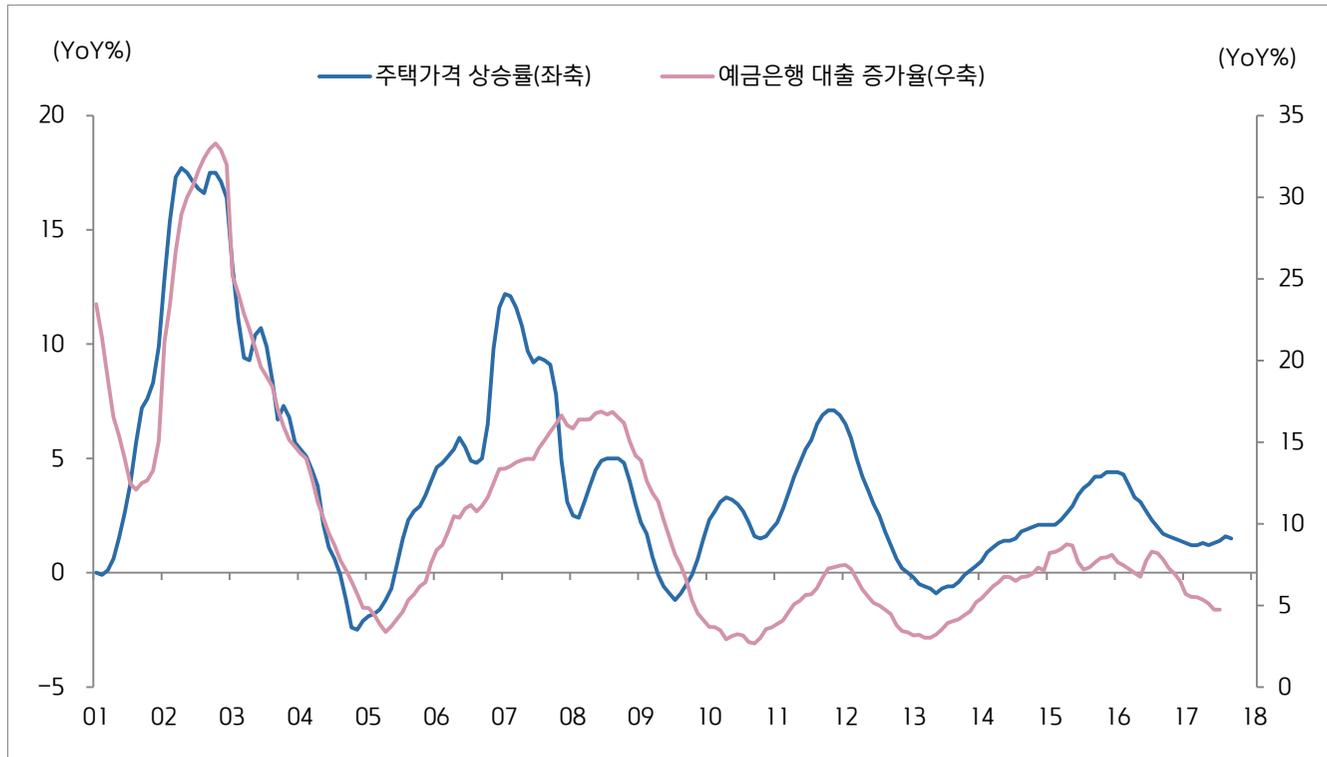


자료: Wisefn, 키움증권 리서치센터.

7. 내수경기 전망: 2018년 상반기에도 부진 탈피 쉽지 않아

- ▶ ‘8/2 조치’에 이어, 가계부채 안정대책 등 후속조치가 이어질 것으로 예상되어, 부동산 경기 하강 압력이 지속될 듯

은행 대출 증가율 vs. 주택가격 상승률



자료: KB국민은행, 통계청, 키움증권 리서치센터.

Part II

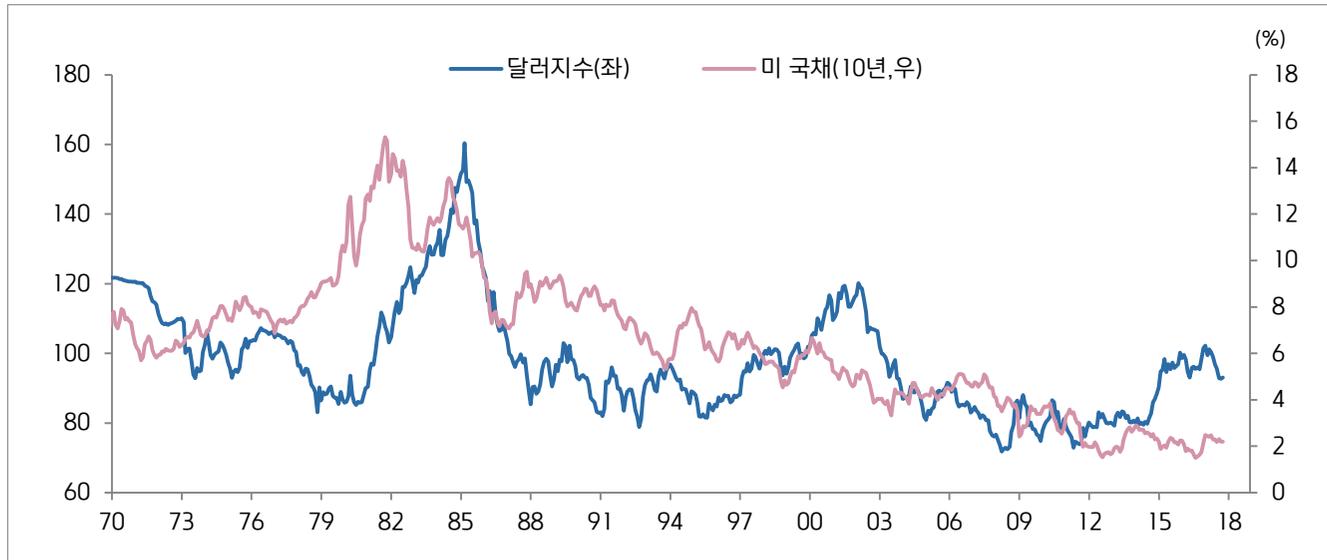
한미 금리역전, 어떤 영향 미칠까?



- ▶ 한미 정책금리 역전되나 글로벌 위험자산 선호 지속돼 외국인 급격한 자금이탈 가능성도 낮을 전망
- ▶ 연준의 통화정책 행보가 2018년 금융시장에 미칠 악영향은 제한적일 것으로 판단
- ▶ 정책금리 인상 속도가 느리고, 미 장기금리 및 달러가치는 박스권 흐름을 지속할 가능성이 높기 때문
- ▶ 2018년 핵심 변동범위:

미국 10년 물 국채금리 2.20~2.60%, 달러인덱스 90~98pt, 달러/원 환율 1,110~1,180원

미국 국채 10년 금리와 달러인덱스

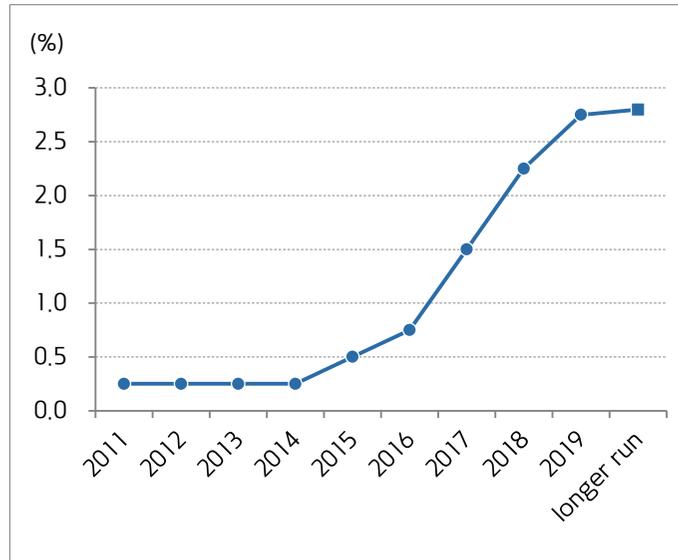


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

1. 미국 금리① : 연준 통화정책 긴축 경로, 완만하게 진행될 전망

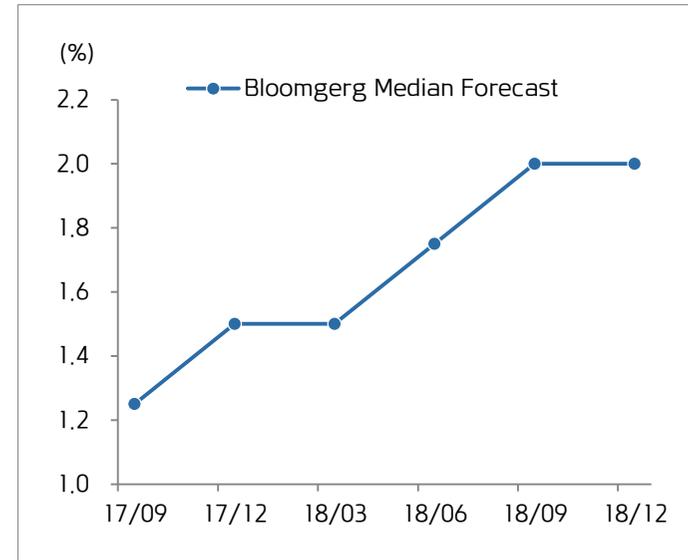
- ▶ 완만한 성장세 전망 하에 점진적 금리 인상 경로 이어갈 전망
- ▶ 2018년 정책금리 인상, 완만한 물가 상승 흐름 감안할 때 두 차례에 그칠 전망
- ▶ 연준은 세 차례 인상 예상하나, 연초 연준의장 교체 및 완만한 물가 흐름 감안할 때 쉽지 않을 듯

미국 연준 금리 인상 경로 전망(2017년 9월)



자료: 연준 점도표, 키움증권 리서치센터.

미국 주요 IB 전망치 (2017년 10월)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

1. 미국 금리② : 물론 2017년에 비해 매파적인 보팅 멤버는 늘어나지만..

- ▶ 2018년 연준의장 선임을 앞둔 가운데 보팅 멤버가 매파적인 성향을 갖고 있는 지역 연은 총재로 교체되며 이전보다 비둘기적인 스탠스가 약화될 가능성 있음
- ▶ 하지만 공식인 연준 이사(3석)들이 금융규제 완화 및 비둘기적인 성향을 지닌 인사로 구성될 수 있음

미국 연준위원과 성향 분석

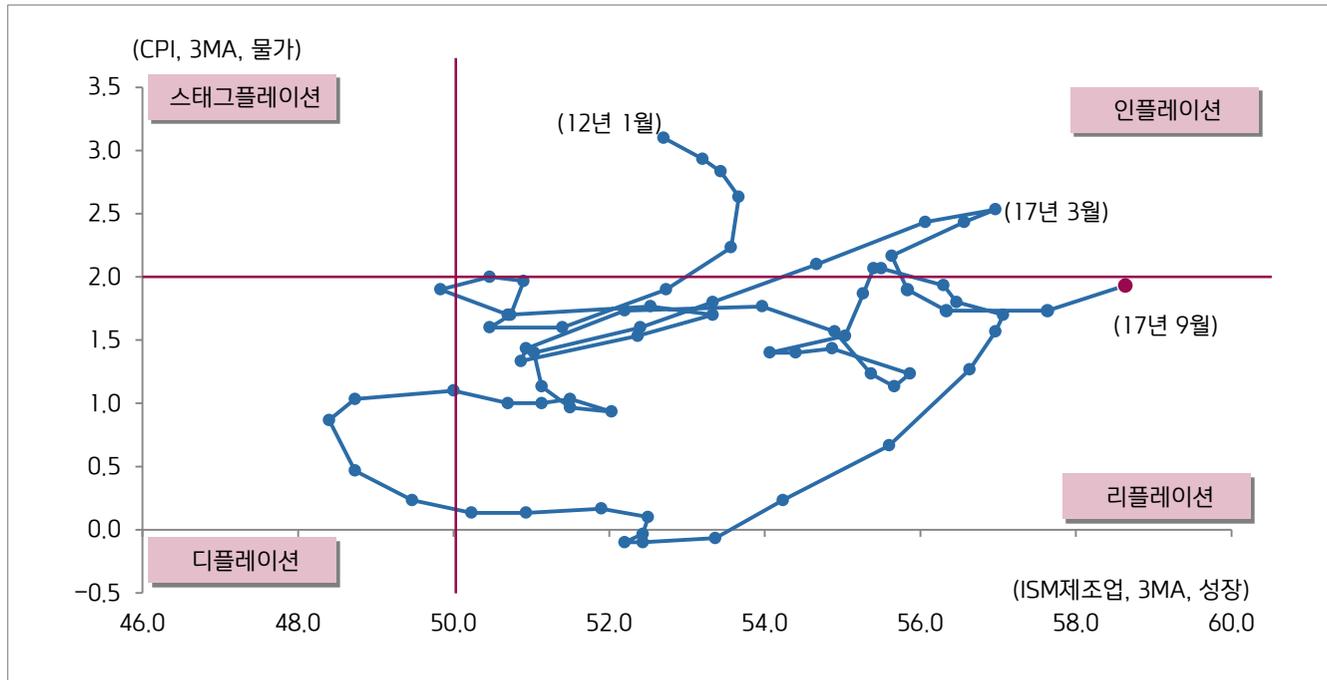
	2017					2018					
	의장	이사	총재			의장	이사	총재			
비둘기파  매파			카시카리 (미네애폴리스)	블라드 (세인트루이스)				카시카리 (미네애폴리스)	블라드 (세인트루이스)		
		브레이너드(2026)	에반스 (인디애나)				브레이너드(2026)	에반스 (인디애나)			
	엘런 (2018)	파웰 (2028)	카플란 (달러스)	더들리 (뉴욕)	보스틱 (애틀란타)	?	파웰 (2028)	카플란 (달러스)	더들리 (뉴욕)	보스틱 (애틀란타)	
		퀼스 (2032)	하커 (필라델피아)	메스터 (클리브랜드)	윌리엄스 (샌프란시스코)	로젠그렌 (보스턴)	퀼스 (2032)	하커 (필라델피아)	메스터 (클리브랜드)	윌리엄스 (샌프란시스코)	로젠그렌 (보스턴)
			조지 (캔자스시티)	물리닉스 (리치몬드)				조지 (캔자스시티)	물리닉스 (리치몬드)		

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
 주: 음영은 보팅 멤버, 이사회는 3인 공식

1. 미국 금리③ : 경기 개선에 비해 낮은 물가 수준

- ▶ 미국 경기 국면은 물가상승률 둔화로 인플레이션에서 리플레이션으로 후퇴
- ▶ 연준의 전망치를 보면 인플레이션이 과거처럼 가파르게 진행될 가능성은 낮음
→ Core PCE 전망치: 2017년 1.5%, 2018년 1.9%, 2019년 2.0% ('17년 8월 현재 Core PCE 1.3%)

미국 경기국면



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

1. 미국 금리④ : 완만한 물가 흐름, 공격적 금리 인상 가능성 낮춰

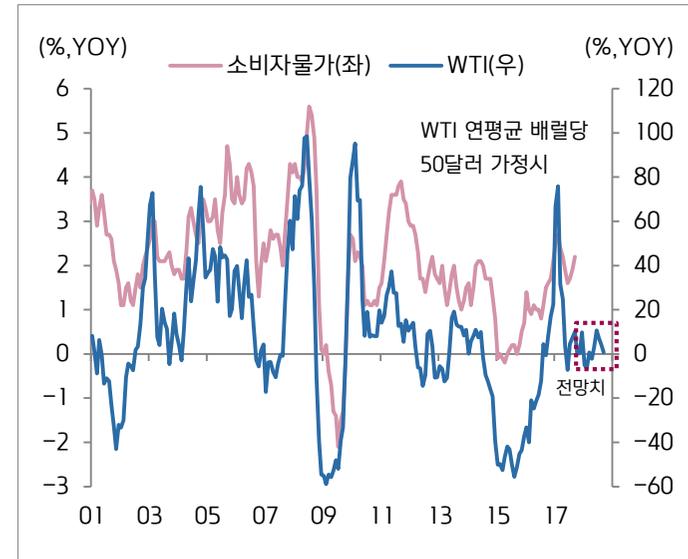
- ▶ 미국 근원물가, 임금 상승에 따른 서비스 물가 오름세가 주도
- ▶ 임금과 물가의 괴리 감안할 때 연준의 공격적인 통화정책 긴축 가능성 낮아
- ▶ 국제유가의 기저효과도 2017년에 비해 제한적, 헤드라인 물가지수 변동성 축소 예상

미국 근원물가와 서비스물가, 시간당임금상승률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 소비자물가상승률과 국제유가

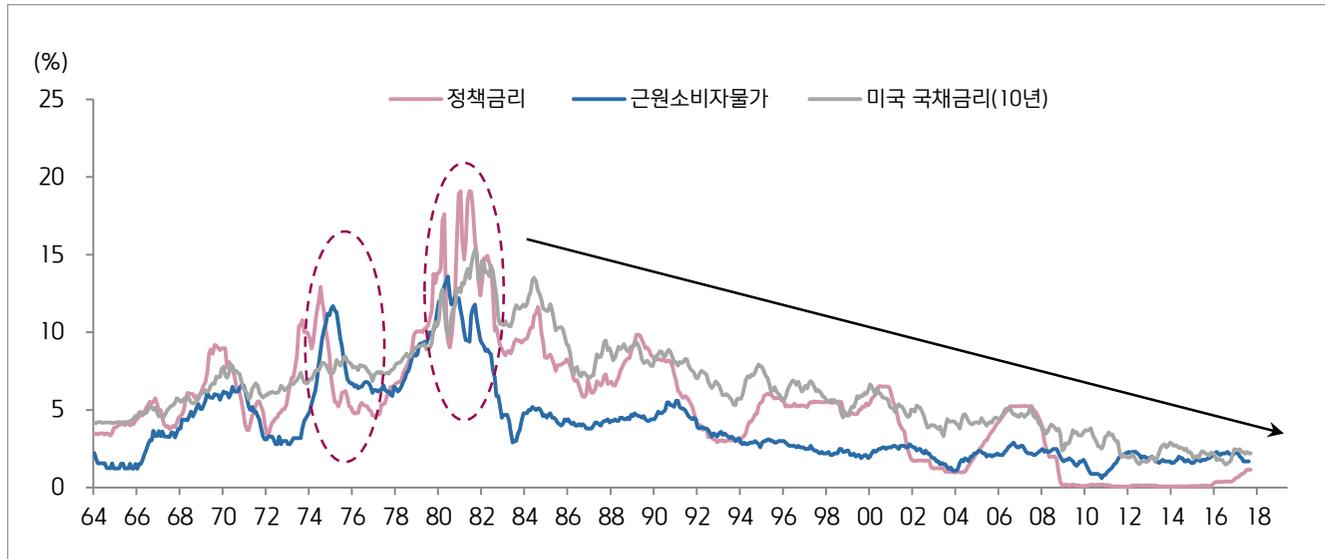


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

1. 미국 금리⑤ : 시장금리 상승폭, 크지 않을 듯

- ▶ 미국 과거 인플레이션 시대에는 정책금리의 진폭은 크고 금리 인상 속도도 빨랐음
- ▶ 하지만 과거에 비해 인플레이션 강도가 약해, 정책금리 인상이나 시장금리의 상승도 완만하게 진행될 전망

미국 정책금리와 근원물가, 시장금리

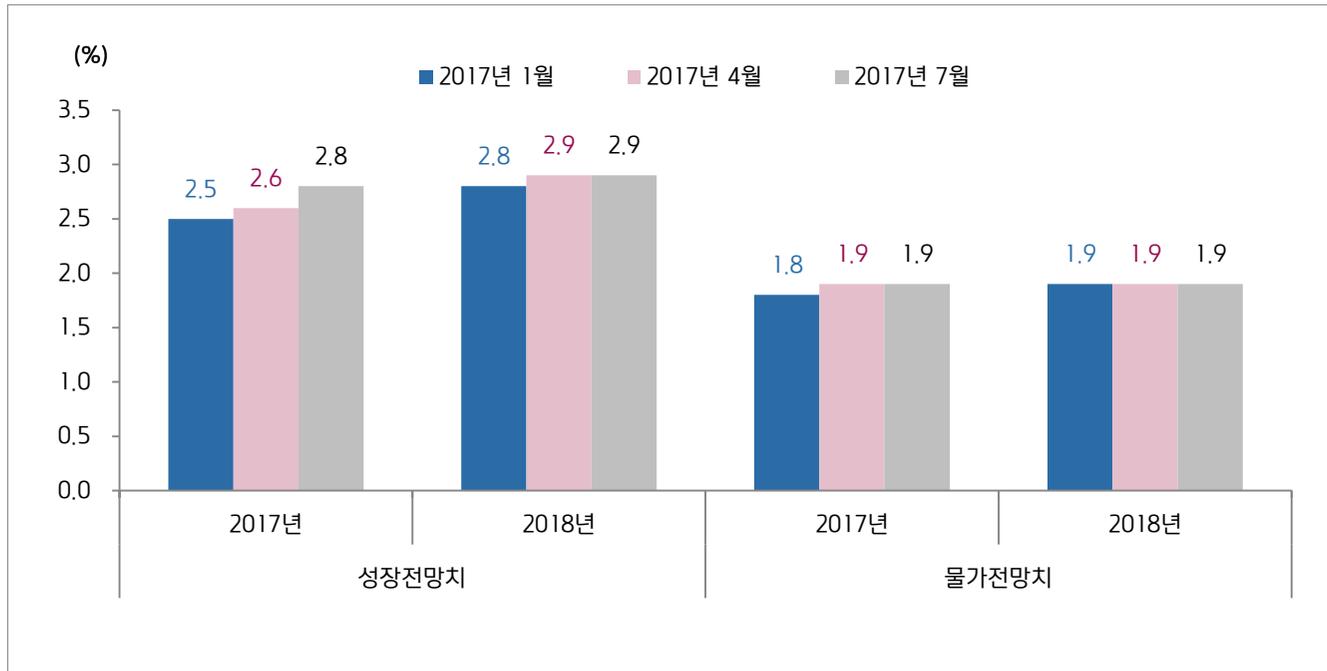


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

2. 한국 금리①: 한은 성장 전망치, 상향 조정 중

- ▶ 한국은행 7월, 2017년과 2018년 경제성장률을 각각 2.8%, 2.9%로 전망
- ▶ 경제성장률 상향 조정으로 2018년 금리 인상 가능성 높아진 상황

한국은행의 성장 및 물가 전망치 변화

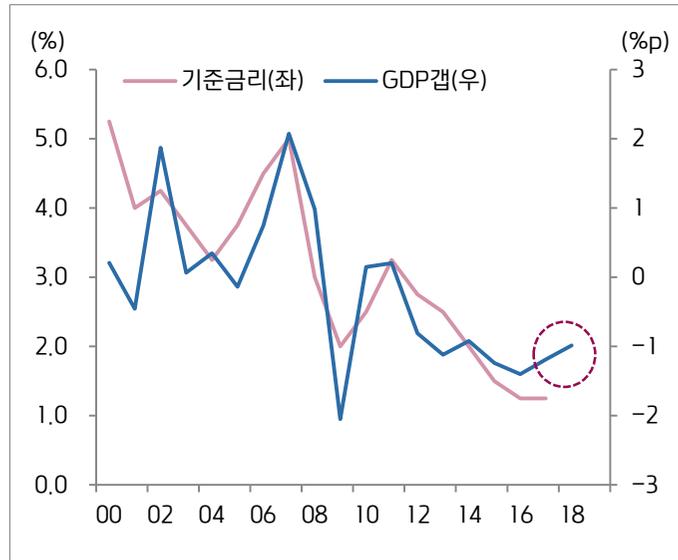


자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

2. 한국 금리②: 한국은행 상반기 중 금리 인상 전망

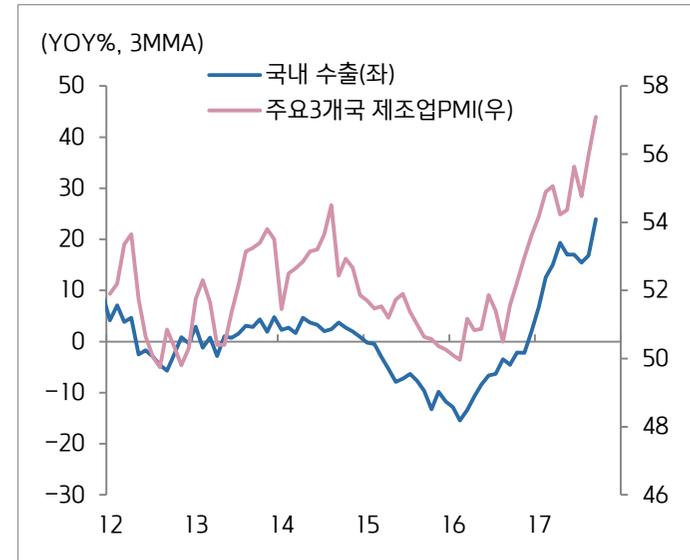
- ▶ GDP갭 축소 전망을 감안하면 2018년 상반기 중 금리 인상 단행할 전망
→ 한국은행 잠재성장률 추정치 2016~2020년 2.8~2.9%, 2018년 경제성장률 전망치 2.9%(7월 전망)
- ▶ 글로벌 경기 개선을 바탕으로 국내 수출의 성장 견인도 양호
- ▶ 국내 가계부채 문제에 대한 정부와의 정책 공조 차원에서 금리 인상 가능

한국 GDP갭과 기준금리



자료: IMF, 한국은행, 키움증권 리서치센터.
주: 붉은색 타원 GDP 갭 전망치는 IMF 수치

한국 수출과 주요국 제조업 PMI



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
주: 주요 3개국은 미국, 유로존, 중국

2. 한국 금리③: 하지만 금리 인상은 한 차례에 그칠 듯

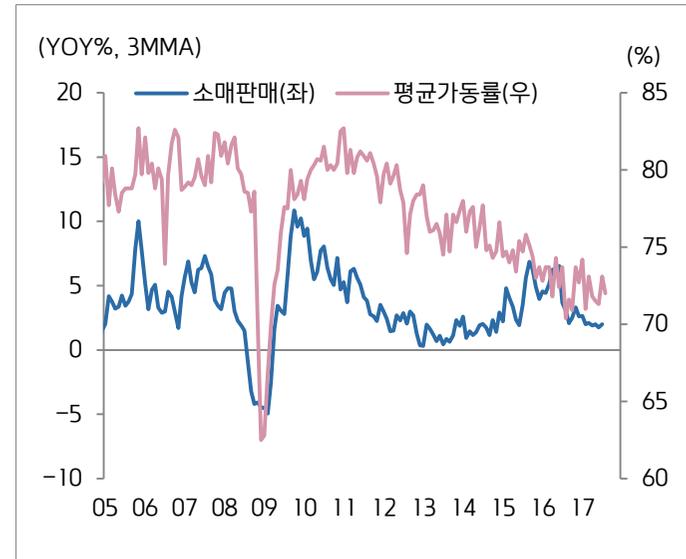
- ▶ 낮은 근원물가 흐름과 내수가 여전히 취약해 기준금리 인상은 한 차례에 그칠 전망
- ▶ 가계부채 급증에 따른 높아진 이자 지급부담을 고려해도 금리 인상 속도에 신중할 가능성

한국 근원소비자물가와 기준금리



자료: 통계청, 한국은행, 키움증권 리서치센터.

한국 소매판매와 평균가동률

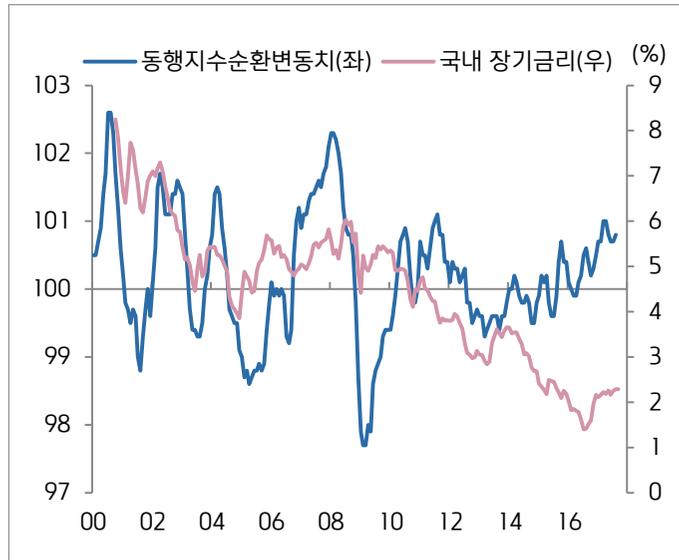


자료: 통계청, 키움증권 리서치센터.

2. 한국 금리④: 국내 시장금리 완만한 상승

- ▶ 국내 장기금리, 경기 개선과 기준금리 인상을 반영해 오름세 보일 전망
- ▶ 대외 금리와 밀접한 국내 금리의 움직임을 고려하면 상승속도는 완만할 전망

한국 장기금리(10년 국고채)와 동행지수 순환변동치



자료: 통계청, Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

한국과 미국 국채금리(10년)

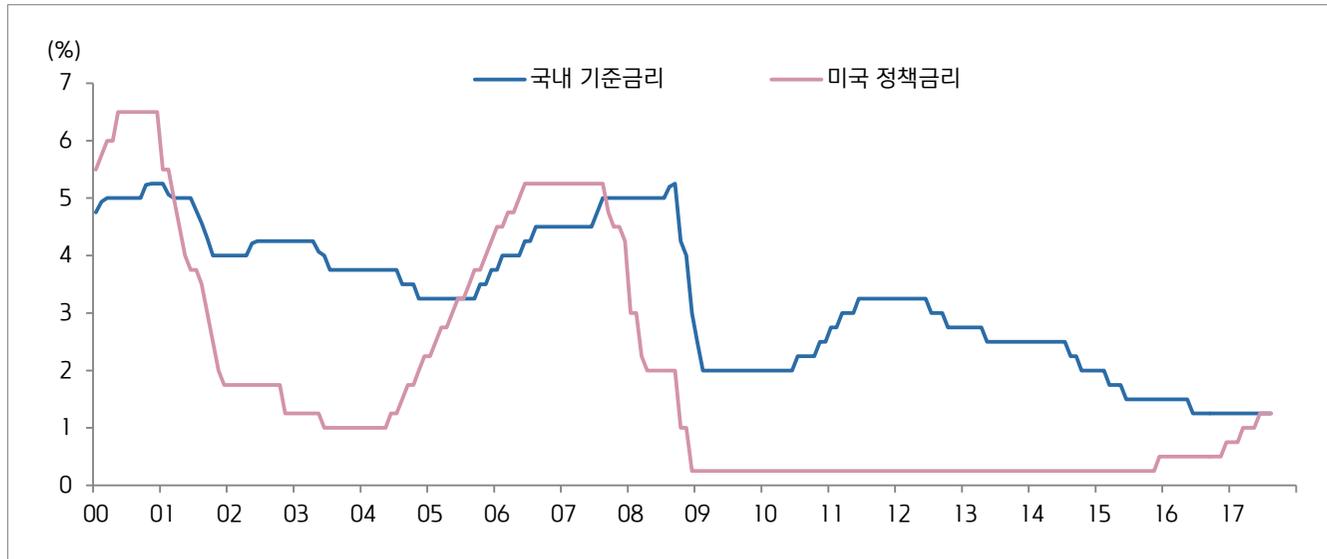


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

3. 한미 금리 역전①: 한국과 미국의 정책금리 역전 현실화

- ▶ 2018년 한국 기준금리 인상에도 한미 정책금리 역전 예상
- ▶ 금리 역전에도 외국인 자금이 급격하게 유출될 가능성은 낮을 전망
→ 한미 정책금리차뿐만 아니라 투자자들의 '위험 기피심리' 변화도 매매에 큰 영향을 미치기 때문

한국과 미국 정책금리 추이



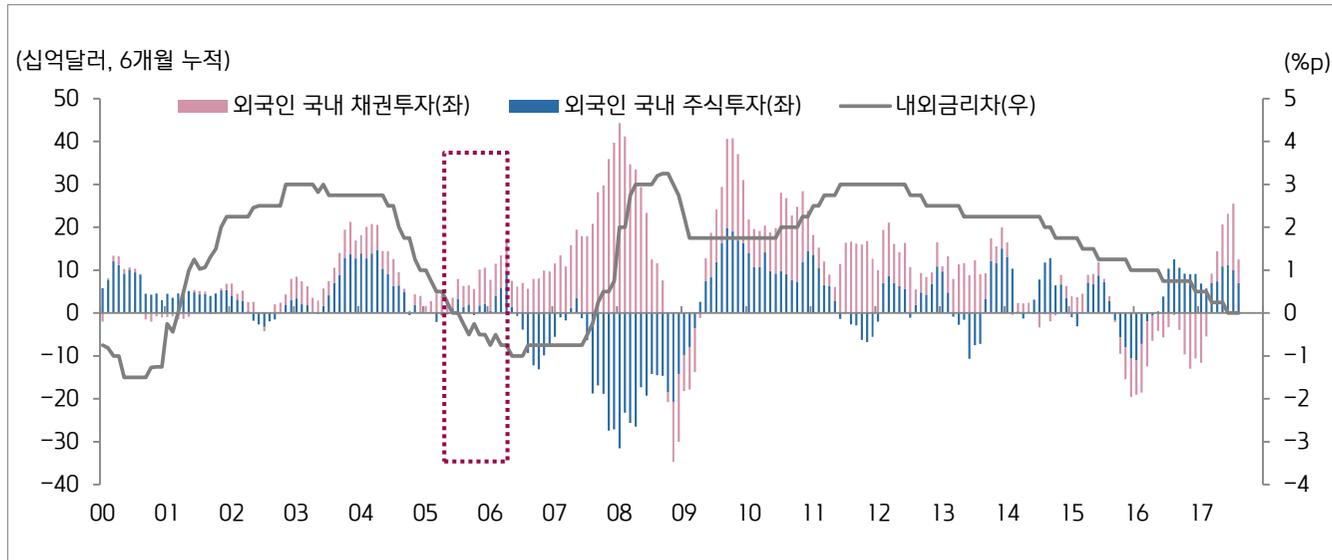
자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

3. 한미 금리 역전②: 2005년 8월 한국과 미국 금리 역전 사례

▶ 2005년 한미 정책금리가 역전되었지만, 글로벌 경기여건의 개선 속에 한국 등 신흥국 자산에 대한 선호를 바탕으로 외국인 자금 유입

→ 2005년 8월 미국은 3.50%, 한국은 3.25%로 금리 역전. 2개월 뒤에 2005년 10월 우리나라가 3.50%로 금리 인상, 하지만 미국 금리 인상이 더 빠르게 진행되면서 2005년 8월~2007년 8월까지 약 2년간 내외 금리차 역전 현상 지속

국내 포트폴리오 수지 중 외국인 국내 투자와 한국·미국 정책금리 차이

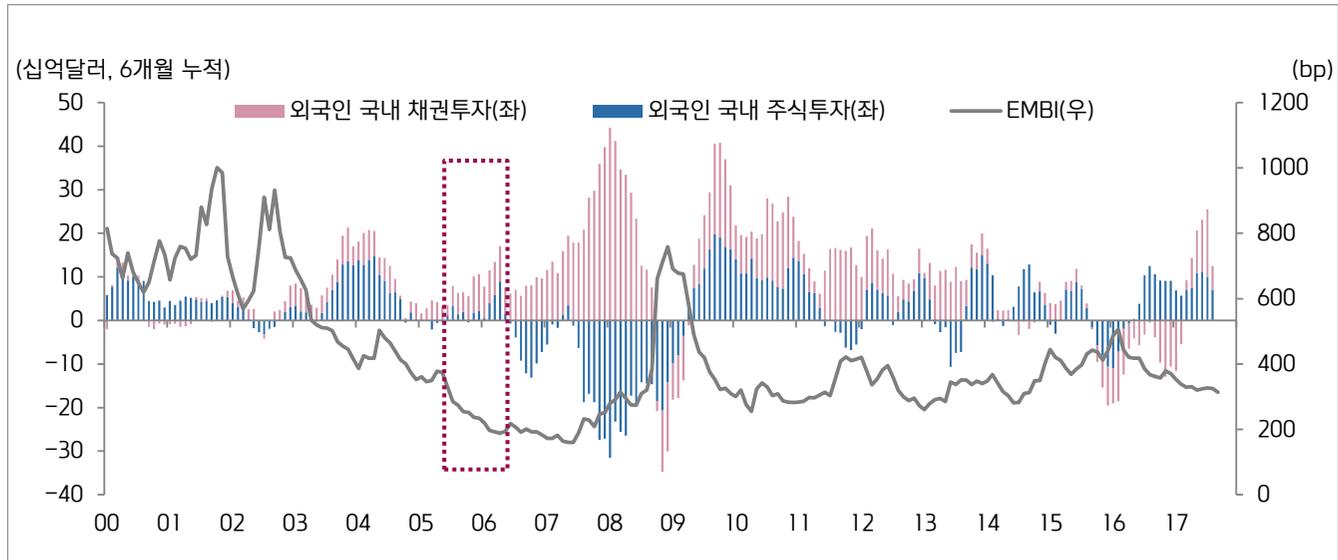


자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

3. 한미 금리 역전③: 금리 역전에도 신흥국 자산 선호로 외국인 순매수 출현

- ▶ 2005년 당시(그림의 '박스' 부분), 중국발 수요에 기대어 신흥시장의 투자 매력도가 부각되면서 신흥시장에 대한 선호 높게 형성, 소규모 개방경제이면서 수출 의존도가 높은 우리나라에 긍정적으로 작용

국내 포트폴리오 수지 중 외국인 국내 투자와 EMBI+스프레드

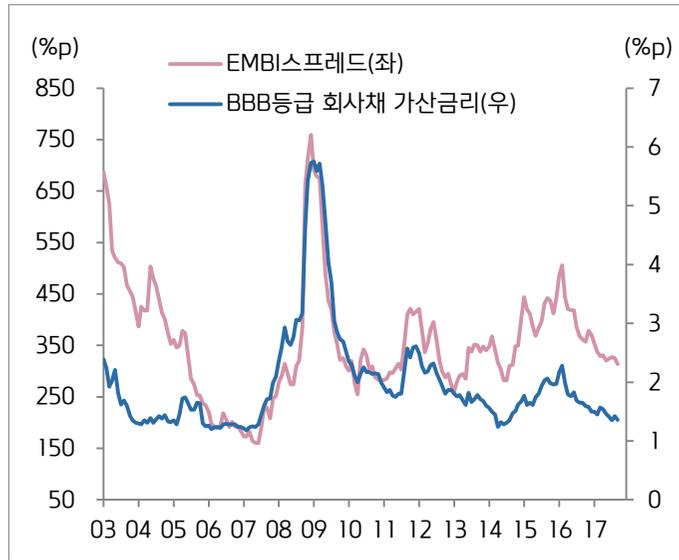


자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

3. 한미 금리 역전④ : 신흥시장 중심의 위험자산 선호 유지

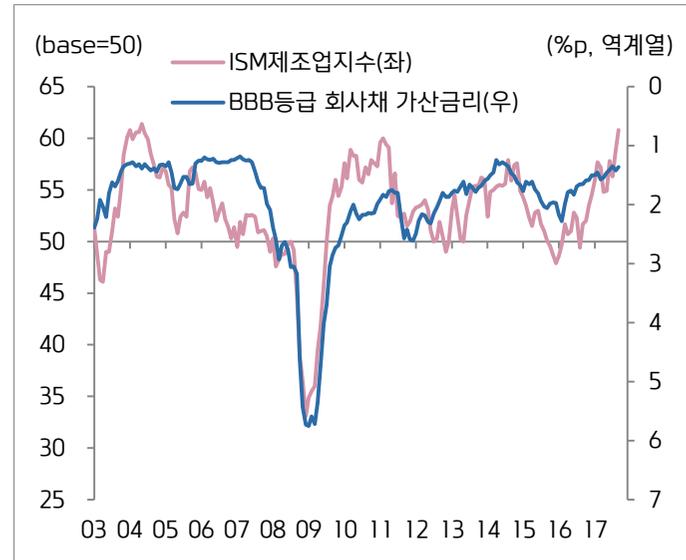
- ▶ 최근 미국 제조업 경기의 개선이 지속되고 있어, 이머징 자산 등 위험자산에 대한 선호 현상은 강화될 전망
 - 미국 신용여건이 양호한 경우 EMBIS프레드 역시 안정적인 흐름을 보인 바 있음

EMBI스프레드와 미국 BBB등급 회사채가산금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

ISM제조업지수와 미국 BBB등급 회사채 가산금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

3. 한미 금리 역전⑤ : 원화, 금리차보다 대외 여건에 민감

- ▶ 2005년 한미 정책금리 역전 시기에도 원화 가치는 달러 약세와 더불어 강세
- ▶ 달러/원 환율은 대외 여건과 달러화 흐름에 더 민감하게 움직일 것으로 예상

달러/원 환율과 달러 인덱스

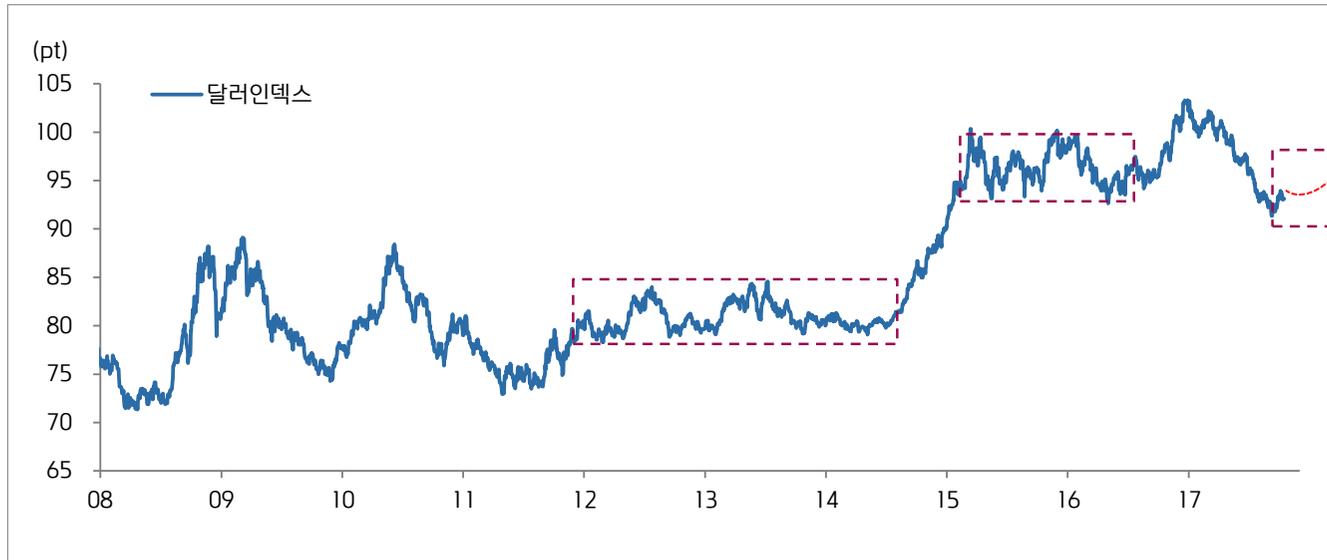


자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

4. 달러가치① : 약세 흐름 속 하반기 점진적 반등

- ▶ 2018년 달러인덱스의 핵심 변동범위는 90~98pt 전망
- ▶ 상반기 달러 흐름은 미국 정책금리의 점진적 인상과 유로화 강세로 약세를 예상하나 하반기에는 미국 실질 정책금리 상승과 함께 점진적으로 반등할 전망

미국 달러 흐름

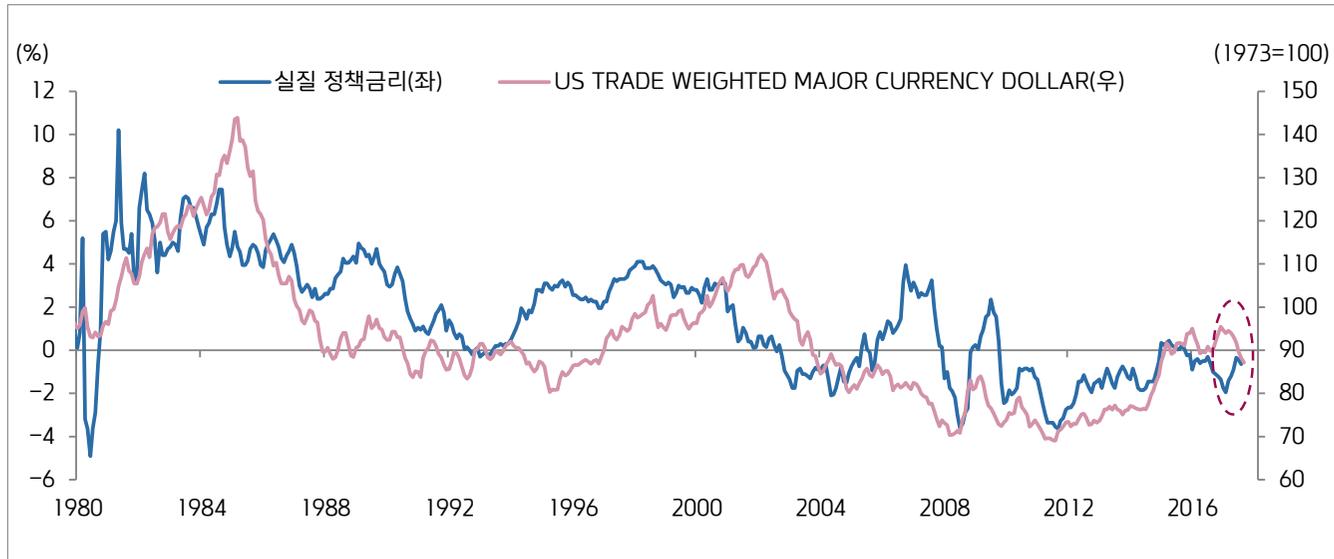


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

4. 달러가치② : 낮은 실질금리는 달러 약세 흐름을 연장

- ▶ 2016년 이후 나타났던 미국 실질 정책금리와 달러 괴리 축소되며 달러 고평가 부담 완화
- ▶ 하지만 올해 12월 미국 금리 인상 이후 추가 조정이 지연된다면 실질 정책금리도 낮은 수준에 머물면서 달러의 약세 흐름은 연장될 것으로 예상 → 2018년 정책금리 첫 인상은 6월 전망

미국 실질정책금리와 달러

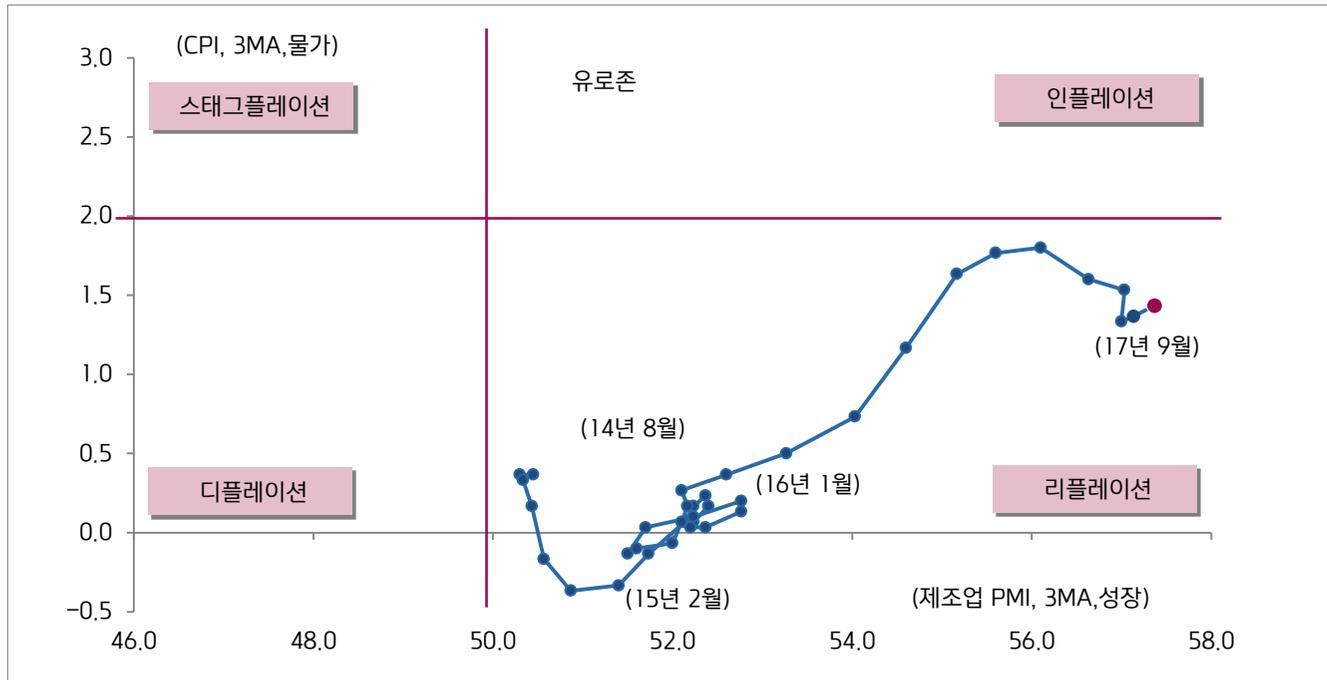


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

4. 달러가치③ : 유로화 강세에 의한 달러 약세

- ▶ 유로존 현재 경기 국면은 리플레이션, 경기 개선은 유럽중앙은행의 통화정책 정상화 명분 제공
- ▶ ECB, 2018년 초 자산매입규모 축소 시작하며 상반기 유로화 강세 요인으로 작용할 전망

유로존 경기국면

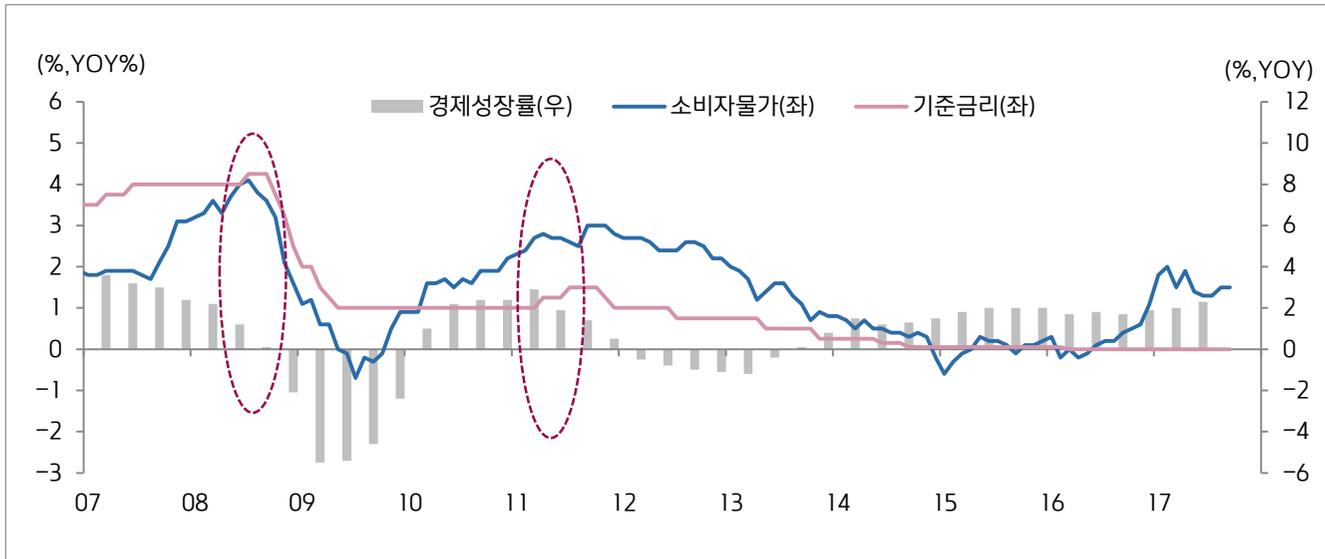


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

4. 달러가치④: 하지만 2018년 중 ECB 금리 인상 어려워

- ▶ 유로화 강세 지속되려면 자산매입 규모 축소 이후 금리 인상 뒤따라야 함
- ▶ 하지만 유럽중앙은행은 물가 상승에 대한 추가적인 근거 확보 이후 금리 인상에 나설 전망
 - 지난 2008년 7월과 2011년 4월 과거 단기 물가 반등으로 ECB 기준금리 인상 이후 경기 위축
 - 2008년 7월 인상(25bp) 이후 그 해 10월 50bp 인하 단행. 2011년에도 4월과 8월 인상 이후 그 해 11월 인하
 - 유로존 9월 현재 CPI 1.5%(YOY), 근원 CPI 1.1%(YOY) 로 물가 안정 목표치(2%) 하회

유로존 기준금리와 경제성장률, 소비자물가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

4. 달러가치⑤ : 미국 우위의 통화정책, 달러 반등으로

- ▶ 결국, 미국과 주요 선진국간의 성장과 통화정책 차이에 의한 달러 강세 추세는 유효
- ▶ 달러는 실질 정책금리 상승과 함께 하반기 점진적 반등 가능

미국 달러와 주요 선진국과의 금리차



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
주: 주요 선진국은 독일, 프랑스, 이탈리아, 일본, 영국, 캐나다

5. 달러/원 환율① : 상반기 하락 이후 점진적 반등 전망

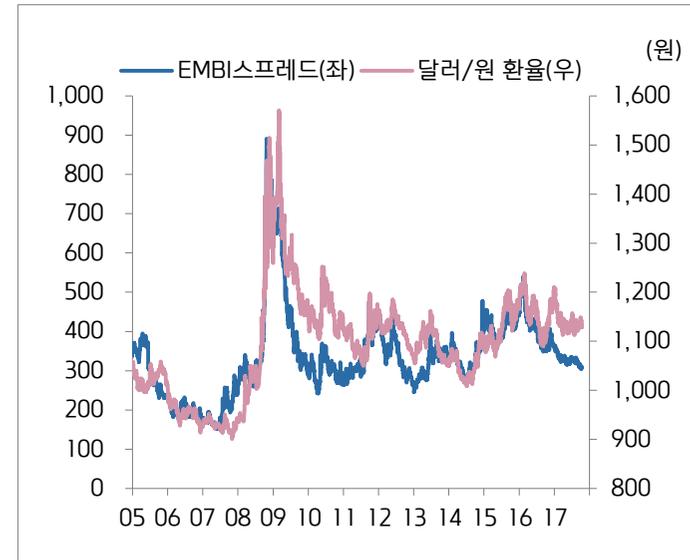
- ▶ 2018년 달러/원 환율 core band는 1,110~1,180원, 평균 1,140원으로 전망
- ▶ 달러 흐름에 연동해 달러/원 환율은 하락 이후 하반기 중 상승 전환될 것으로 예상
- ▶ 위험자산 선호가 강해질 경우 예상보다 원화 강세 압력 강화될 가능성 있음

달러인덱스와 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

달러/원 환율과 EMBI스프레드

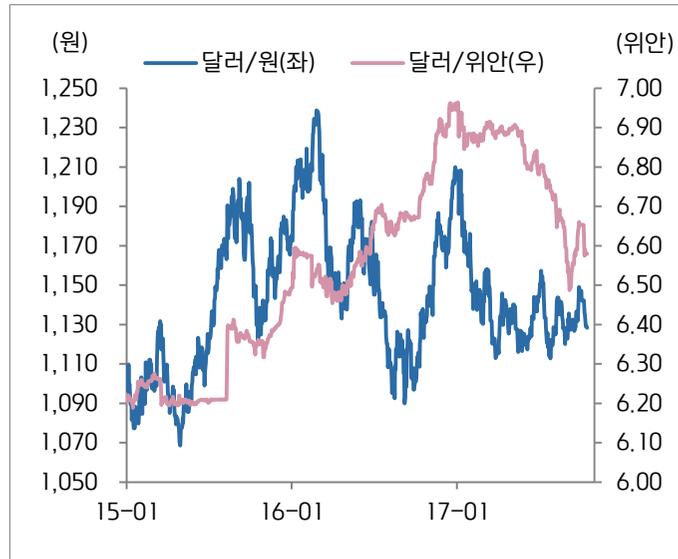


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

5. 달러/원 환율② : 위안화도 강세 이후 약세 전환

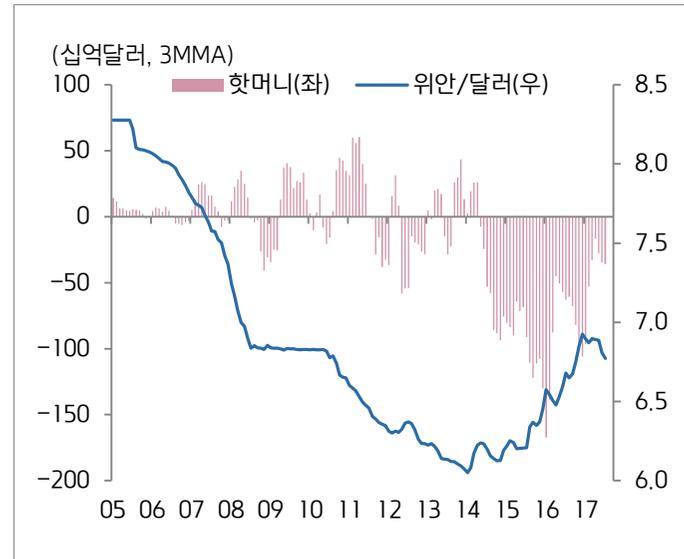
- ▶ 원화와 밀접한 위안화 흐름도 고려해야 하는 변수
- ▶ 위안화는 상반기 전인대 등 정치 이벤트 앞두고 강세 전망
- ▶ 하지만 정치 이벤트 이후에는 환율 개혁 추진 및 자본통제 완화 가능성으로 위안화 약세 예상

달러/원 환율과 달러/위안



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

중국 핫머니 추정과 달러/위안



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

주: 핫머니는 외환보유액 월별증가-월간FDI유입액-월간무역수지

Part III

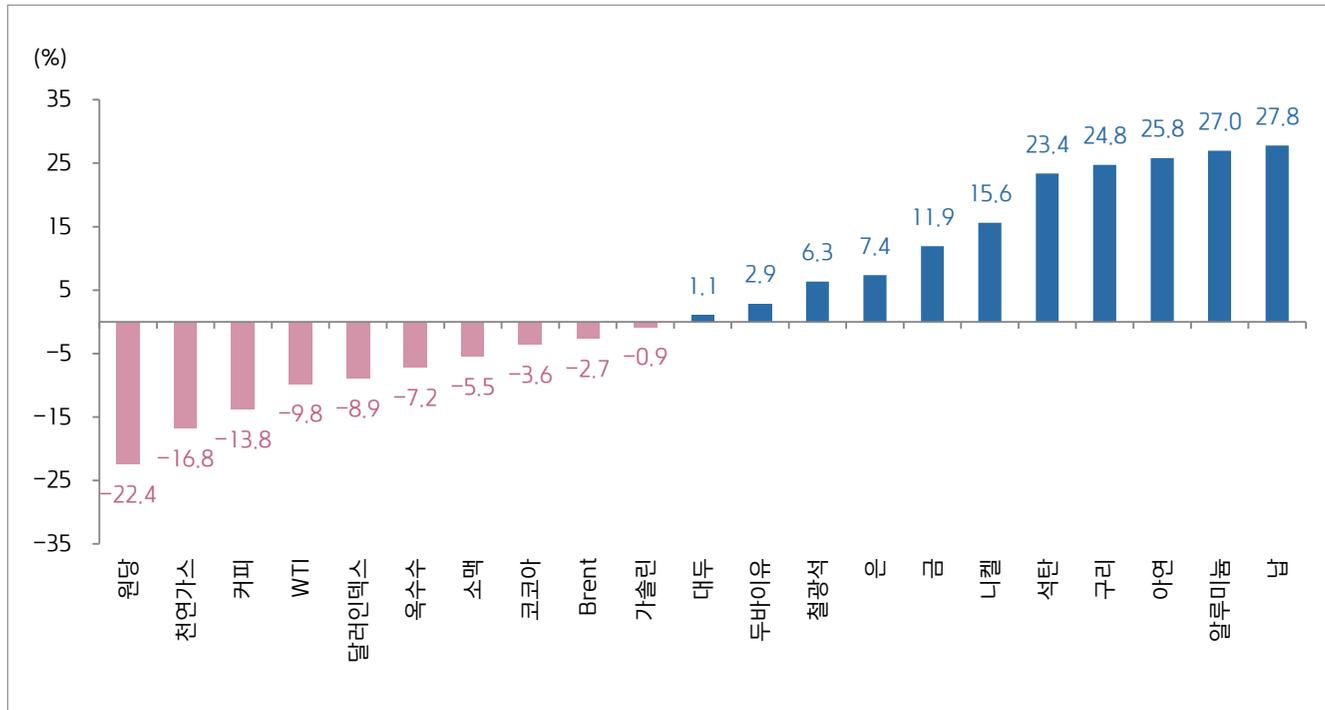
Metal Rally, 지속 가능한가?



1. Metal 상승원인 점검①: 비철금속 가격, 급등

- ▶ 2017년 연초 대비, 석탄과 알루미늄, 구리 등 산업재 금속을 중심으로 수익률 상위 기록
→ 재고가 여전히 많고, 과잉 공급 이슈가 있는 곡물 및 원유는 상대적으로 부진

주요 상품가격 연초대비 수익률 (10/13 기준)

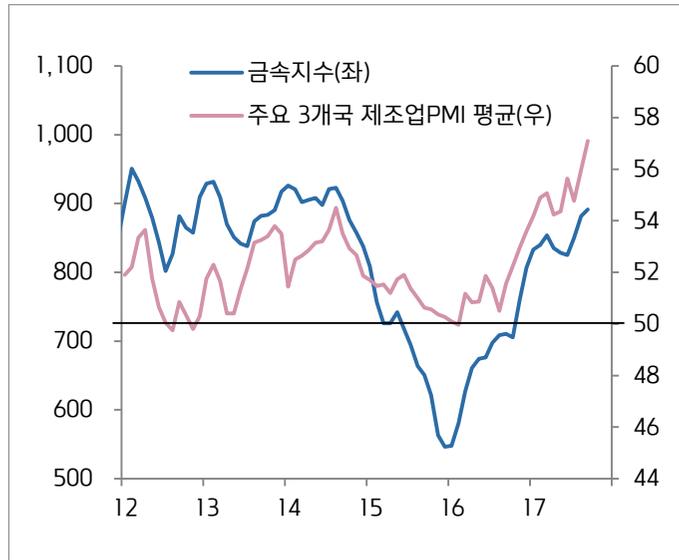


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

1. Metal 상승원인 점검②: 수요 개선과 재고 부담 완화

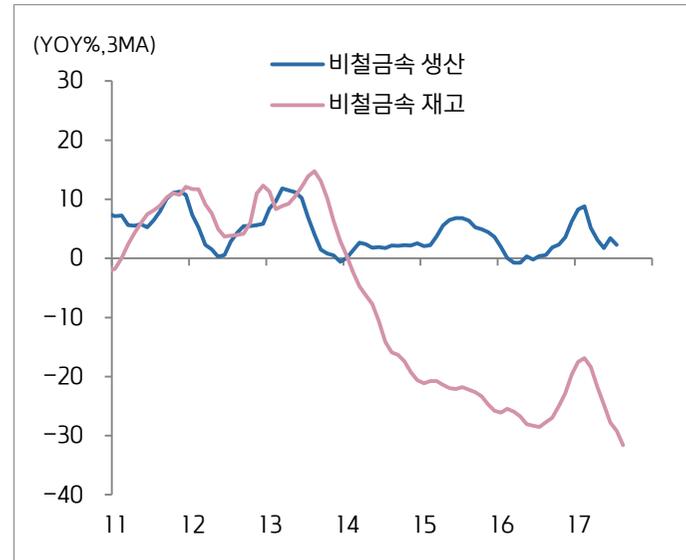
- ▶ 주요 선진국을 중심으로 나타난 글로벌 경기 회복세가 수요 증가로 연결
→ 미국과 유로존, 중국 제조업 PMI 호전과 글로벌 교역량이 늘어나며 전세계 경기 회복
- ▶ 재고 감소와 수요 증가 동반되며 공급에 비해 수요가 초과
→ LME 기준 비철금속 재고는 2013년 중반을 정점으로 감소

주요국 제조업 체감경기와 금속지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
주: 주요 3개국은 미국, 유로존, 중국

비철금속 생산과 재고



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
주: 비철금속은 구리, 알루미늄, 아연, 납, 니켈 5개 평균

1. Metal 상승원인 점검③: 달러 약세 환경과 신흥시장 위험자산 선호

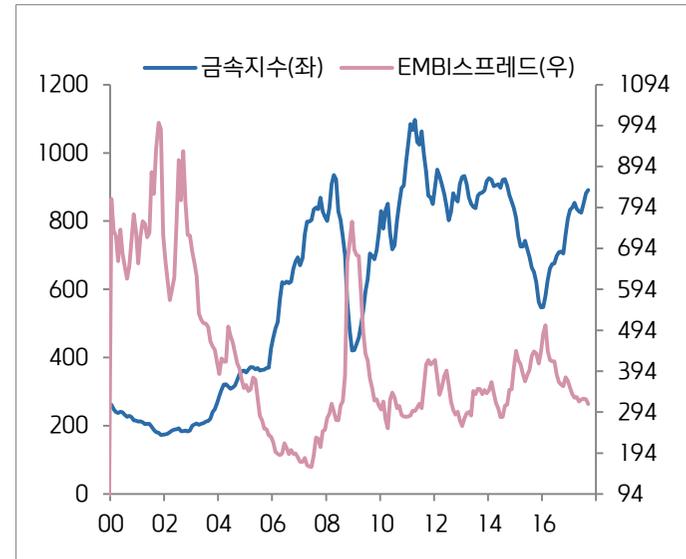
- ▶ 미국 달러 약세 흐름과 신흥시장 위험자산 선호가 더해져 금속가격에 우호적인 여건 조성
 - 미 달러, 연준의 점진적인 통화정책 정상화와 트럼프발 정치 불확실성에 약세
 - EMBIS프레드 낮아지며 신흥시장을 중심으로 위험자산을 선호 증가

달러 흐름과 금속지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

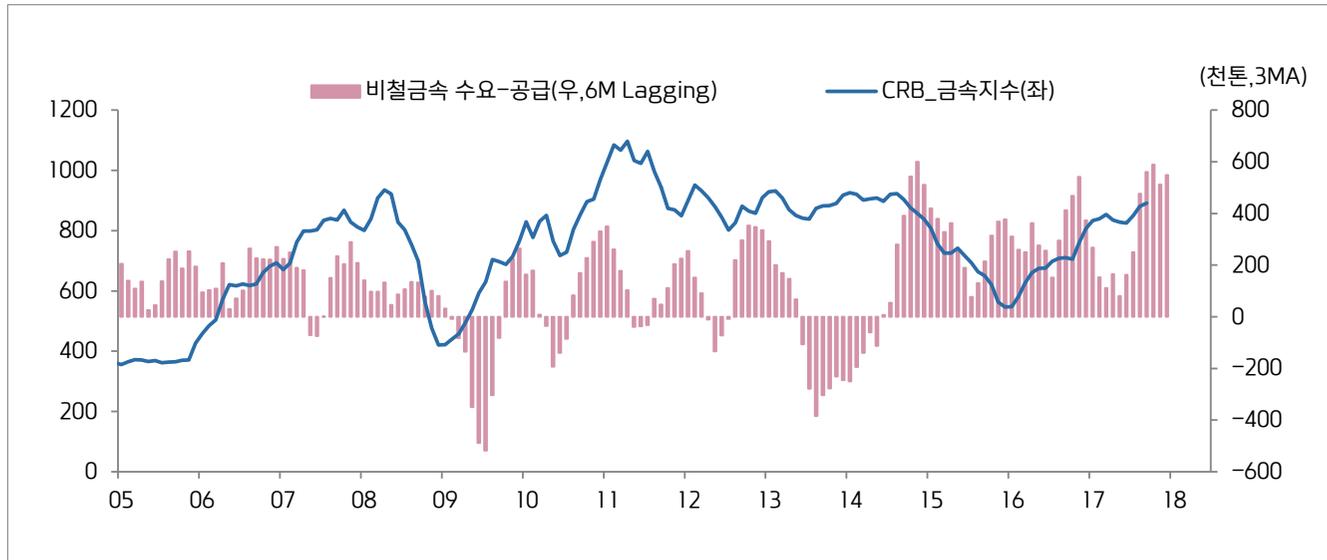
EMBI스프레드와 금속지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 비철금속의 랠리가 가능한지 여부는 다음의 요인들로 인해 결정될 것으로 판단
 - 공급요인: 금속 가격 회복에 따른 각국 광산 투자 반등 추세
 - 수요요인: 중국 중심의 비철 수요가 견조하게 유지될 전망
 - 따라서 가격 상승에 따른 향후 투자 증가와 달러 강세 흐름으로 하반기 들어 상승세 둔화 예상

비철금속 수급, 금속가격지수에 6개월 선형



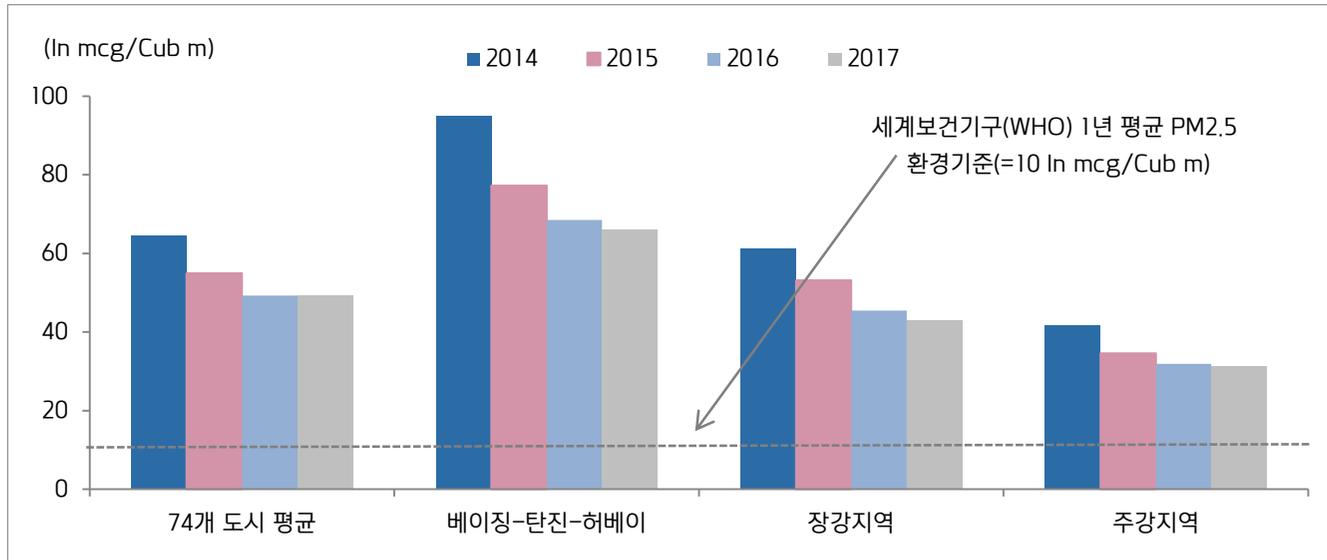
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
 주: 비철금속은 구리, 알루미늄, 아연, 납, 니켈 5개 평균

3. 공급 Side①: 중국의 공급 축소 기대 지속

▶ 중국 정부, 환경보호 및 규제 정책 점차 강화해 과잉 공급 축소

- 글로벌 비철금속 생산에서 중국이 44%를 차지하는 만큼, 중국의 공급 축소 정책은 가격 상승을 지지
- ‘생태환경의 총체적 개선’은 중국 13차 5개년 계획(2016-2020)의 주요 목표 중 하나
- 정책당국, 환경 기준 상향과 처벌 강화, 산업 구조 고도화, 과잉 설비 폐쇄 등을 기회가 있을 때마다 언급
- 생산설비 감축과 환경유해시설 단속 강화로 생산 제약, 이 같은 공급 축소가 비철금속 가격 상승을 뒷받침

중국 주요 지역 초미세먼지(PM 2.5) 수치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
 주: 17년은 74개 도시의 경우 1월 부터 7월까지의 평균, 그 외 8월까지의 평균을 기준

3. 공급 Side②: 정치적인 필요에 의한 환경 규제 강화

- ▶ 2017년부터 본격화된 환경 오염 방지 정책이 시진핑 정부 2기에도 지속될 전망
 - 허베이성 내에 위치한 송안신구 지역은 중국의 3번째 국가급 경제특구로 녹색특구로 조성하겠다고 발표
 - 시진핑의 업적을 쌓기 위한 포석으로 보여지며 권력 강화를 위한 수단이 될 수 있는 만큼 관련 규제 지속 가능

2017년 중국 환경오염 규제 및 발언

날짜	내용
2017-03-05	중국양회(리커창) <ul style="list-style-type: none"> • 철강과 석탄 생산용량을 각각 5000만톤, 1억5000만톤 감축
2017-04-05	중국 환경보호부 <ul style="list-style-type: none"> • 징진지(베이징-톈진-허베이) 지역의 1년을 주기로 한 대기오염방지 감독작업을 강화 발표(대기오염배출현황 감시)
2017-06-13	베이징시 환경보호국 <ul style="list-style-type: none"> • 전력 공급을 줄이고 화석 연료에 대한 의존도를 낮출 계획 (연간 전기 생산량을 10%까지 감소, 석탄용광로 대신 클린에너지 난방시설로 대체, 디젤 차량에 대한 규제, 500여 공장의 이전, 2570여개의 오염 회사에 대한 엄격한 감독)
2017-07-18	중국 정부 <ul style="list-style-type: none"> • '외국 쓰레기' 대책으로서 폐플라스틱, 폐지, 제철 슬래그, 각종 재는 물론 양털과 모사 등 방직 폐기물을 들여오지 않기로 했다고 세계무역기구(WTO)에 통보(2019년 말 까지)
2017-07-27	중국 정부 <ul style="list-style-type: none"> • 외국 쓰레기 대책에 대한 상세 계획서 승인, 중국내 재활용 산업 증진, 고품 폐기물 관리 규제를 수정 및 고품 폐기물 수입 규제
2017-08-04	허베이성 당국 <ul style="list-style-type: none"> • 대기오염 방지를 위해 겨울철 철강 생산 능력 대비 생산량을 절반으로 축소(스자좡, 탕산, 한단시)
2017-08-05	중국 정부 <ul style="list-style-type: none"> • 베이징-톈진-허베이 지역의 대기오염 방지책 발표 및 전기, 시멘트, 철 등의 업종에 대한 생산 통제 철강 공장이 9월 1일까지 새로운 배출 규정을 맞추지 못하면, 공장 문을 닫게 할 것이라고 발표(허베이성)
2017-08-08	산둥성 당국 <ul style="list-style-type: none"> • 321만의 무허가 알루미늄 제련 설비 폐쇄
2017-08-24	중국 환경보호부 <ul style="list-style-type: none"> • 28개 도시 중 베이징, 톈진, 허베이 지역의 경우 10월~3월 사이에 전년 동월 대비 초미세먼지 농도 25% 감축, 심각한 대기오염 일수는 20% 감축해야 함
2017-09-22	안후이성 <ul style="list-style-type: none"> • 퉁링 등 안후이 지방의 도시에 있는 제철, 비철 제련, 시멘트 및 석탄 화력 발전 부문의 생산 억제 계획 발표
2017-09-25	중국 정부 <ul style="list-style-type: none"> • 허베이성 탕산의 철강 생산량을 기존의 절반 가까이 감축 결정(약 2000만 톤, 연간 생산량의 7.5%규모) 탕산 외 허베이성 스자좡 및 한단, 허난성 안양의 철강 생산량도 기존보다 30% 줄어들 예정 (10월 1일부터 내년 3월까지)
2017-09-25	허베이성 <ul style="list-style-type: none"> • 바오딩, 랑팡, 장자커우를 '철강을 생산하지 않는 도시'로 만들 것을 선언. 이 중 장자커우는 '광산이 없는 도시'로 조성하겠다고 선언

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터.

3. 공급 Side③: 철강, 알루미늄 중심으로 중국 정책 강화

- ▶ 특히 중국 당국, 환경 오염 등을 문제로 알루미늄 생산 capa 축소 실시
 - 2017년 10월부터 2018년 3월까지 28개 지역 철강, 알루미늄 생산 capa 총 30% 가량 축소 지시
 - 일부 기업과 지방에서는 10월보다 이른 시기부터 감축을 실시해 공급 축소 속도 기대 높임
- ▶ 2015년부터 시작된 중국의 철강기업 구조조정 본격화하면서 생산 capa를 축소해 옴
 - 다만, 각 지방 정부와 개별 기업들이 목표치 달성을 하지 못해 급격한 공급 감소는 나타나지 않음
 - 2017년 일부 지역은 감축 목표치를 조기에 달성하면서 19차 당대회를 앞두고 정부 정책을 적극 반영함

중국 정부부처 철강 과잉 공급 해소 방안 계획

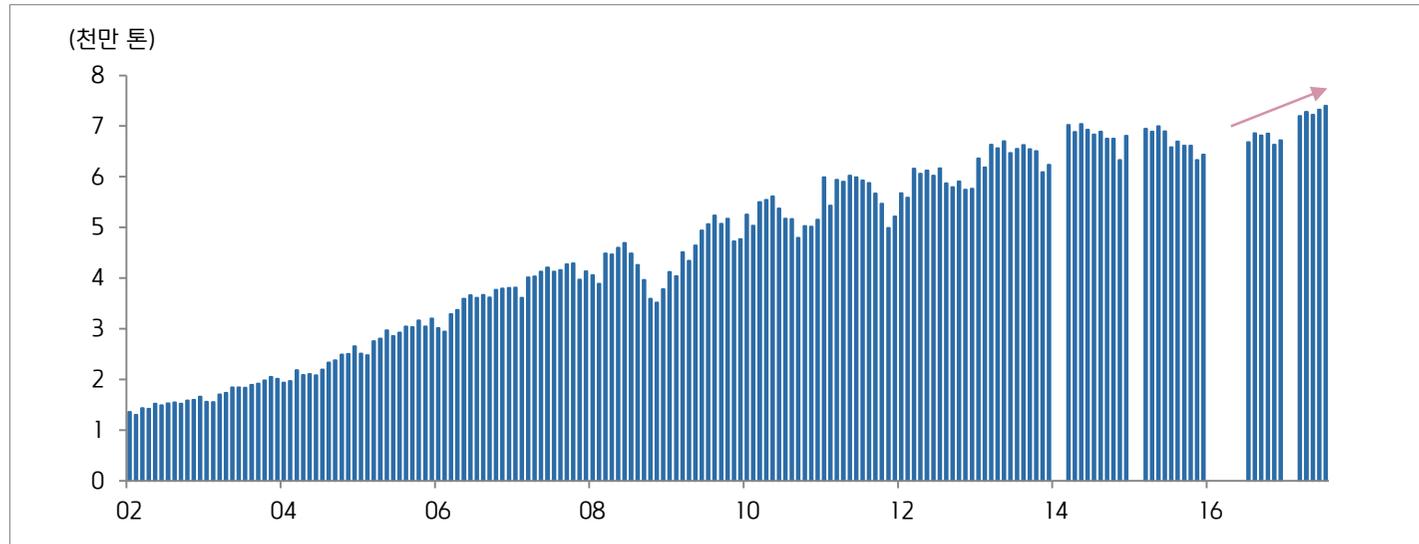
시기	계획 내용	세부 내용	참고
2016. 2	국무원, '철강산업 생산과잉 해소를 통한 발전 관련 의견'	향후 5년간 철강 생산 능력을 1~1.5억 톤 감축 보조금 지급 및 재정 지원 관련 정책 발표	
2017. 1	국무원국유자산감독관리위원회 '석탄 생산과잉 해소 및 부실기업 퇴출' 계획	2017년 중 철강 생산 과잉분 595만 톤 해소 석탄 생산 과잉분 2,473만 톤 해소 부실기업 300개 퇴출	2017년 상반기 중 철강 생산 과잉 595만 톤 해소 석탄 생산과잉분 1,595만 톤 해소
2017. 5	국가발전개혁위원회 등 관련 부처, '2017년 석탄과잉 생산 해소 실시방안'	석탄 생산능력 1.5억 톤 감축 조강 생산능력 5,000만 톤 감축	

자료: 에너지경제연구원, 언론사, 키움증권 리서치센터.

3. 공급 Side④: 가격 상승 후, 후행적 공급 증가는 불가피

- ▶ 중국 철강산업 구조조정에도 중국 조강 생산량은 계속해서 증가 중
 - 2017년 8월, 중국의 조강 생산량은 사상 최고치를 기록
 - 낙후 시설 위주의 감축이 진행되어 급격한 생산량 감소로는 이어지지 않고 있음
 - 수요 증가에 발맞춘 생산 증가로, 가격의 급등세가 이어질 가능성은 제한적임

중국 조강 생산량



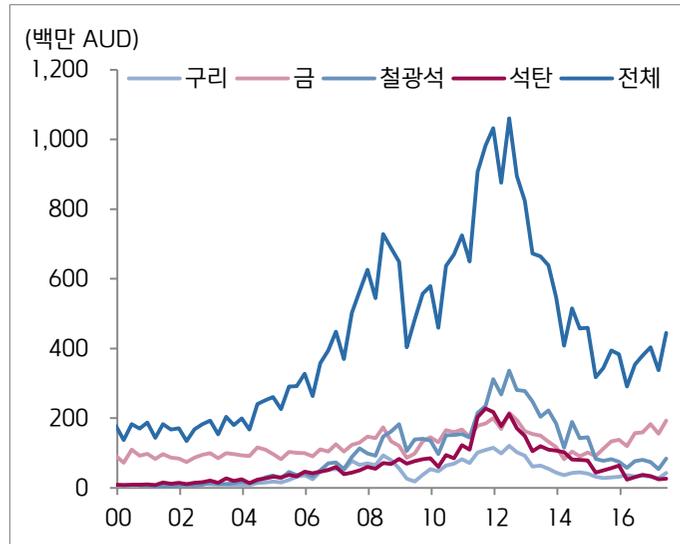
자료: CEIC, 키움증권 리서치센터.

3. 공급 Side⑤: 중국 이외 국가들의 투자 증가로 인한 공급 확대 예상

▶ 금속가격 회복 후, 호주 광산 투자액 반등

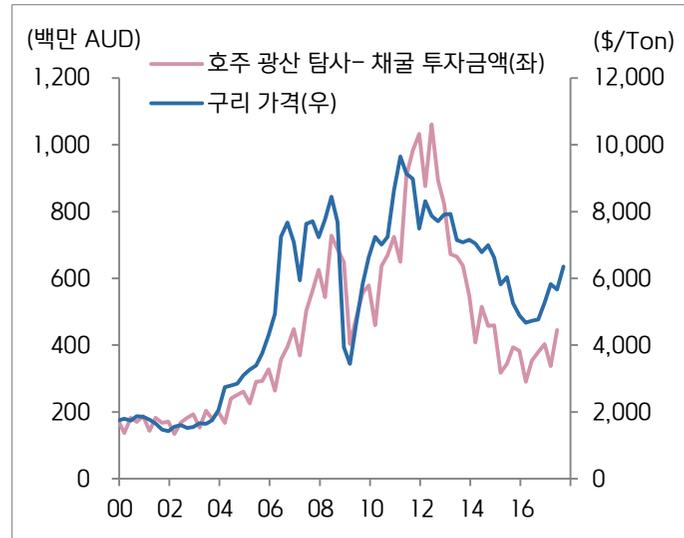
- 가격 하락으로 부진했던 호주의 광산 투자가 가격 반등과 함께 다시 증가할 것으로 전망
- 호주는 석탄을 제외하고는 대부분 원자재 생산 관련 투자가 반등하고 있는 상황
- 투자 증가로 인한 공급 확대는 가격 상승 탄력을 낮추는 요인

자원별 호주 광산 탐사 투자 추이



자료: Australian Bureau of Statistics, 키움증권 리서치센터.

호주 광산 투자 관련 지표



자료: Australian Bureau of Statistics, 키움증권 리서치센터.

3. 공급 Side@: 호주를 비롯한 각국 투자 증가는 상승 여력 낮출 것

▶ 호주, 칠레, 페루 등의 투자 회복 진행 중

→ BHP Billiton 등 주요 기업들, 설비 투자 증가 계획 발표

→ 공급이 다시 증가하면서 가격 상승 속도를 둔화시킬 것으로 예상

주요 비철금속 생산 기업 및 국가 투자 계획 발표 내용

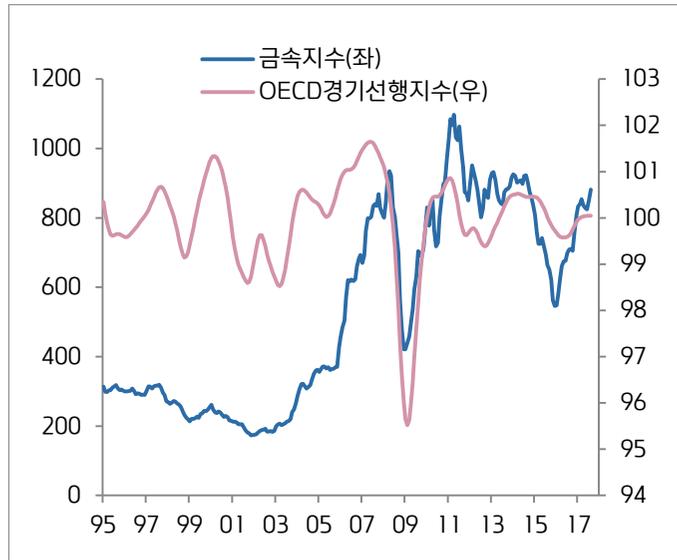
발표 기업 / 국가	내용
페루	페루 2017년 7월 기준 (누적) 광업 프로젝트 투자 금액, 전년 대비 28.1% 증가 페루 에너지 광업부 장관, “2018년 광산투자 규모 70억불로 회복세 전환” “향후 4년간 180억불 규모의 투자가 이루어질 것이라고 예측” 페루 환경부, “채굴, 생산 및 서비스 활동에 있어 한층 유연한 새로운 환경 표준 발표” 신규 구리 프로젝트, 2021년까지 계획된 18개 진행시 구리 생산량은 2021년까지 2배 증가 예상
칠레	페세 칠레 국영구리공사, “에과도르 국영광물공사와 합작투자 형식으로 광산 구리 개발 사업추진” “2018년, 매장량 탐사에 1천만 달러 투입 계획” 칠레 하원, “국가 리튬 개발 및 발전을 위해 리튬 산업 전담 국영기업 설립 법령 초안 발표”
BHP Billiton	(호주) Olympic Dam, 2018년 1분기까지 3억 5,000만 달러(호주) 투자 예정, 구리 생산량 증가 예상 (칠레) Escondida, 2017년 시작된 광산 프로젝트로 2018년에는 선광장 3곳의 가동률 상승 전망

자료: BHP Billiton, 언론사, 키움증권 리서치센터.

4. 수요 Side①: 글로벌 경기 회복세 지속

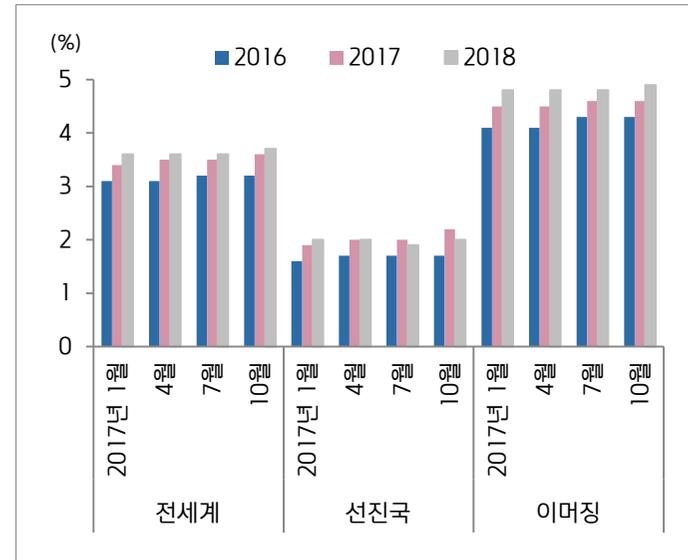
- ▶ OECD경기선행지수가 기준선(100)을 상회하고, 성장 전망치의 상향 수정이 뒤따르며 글로벌 경기 회복세 지속, 비철금속 수요는 양호할 전망
- 2015년 이후 OECD경기선행지수와 금속가격의 상관관계는 0.51로 2000년대(0.29)에 비해 높아짐.

금속가격지수와 OECD경기선행지수



자료: OECD, Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

IMF 성장 전망치 변화

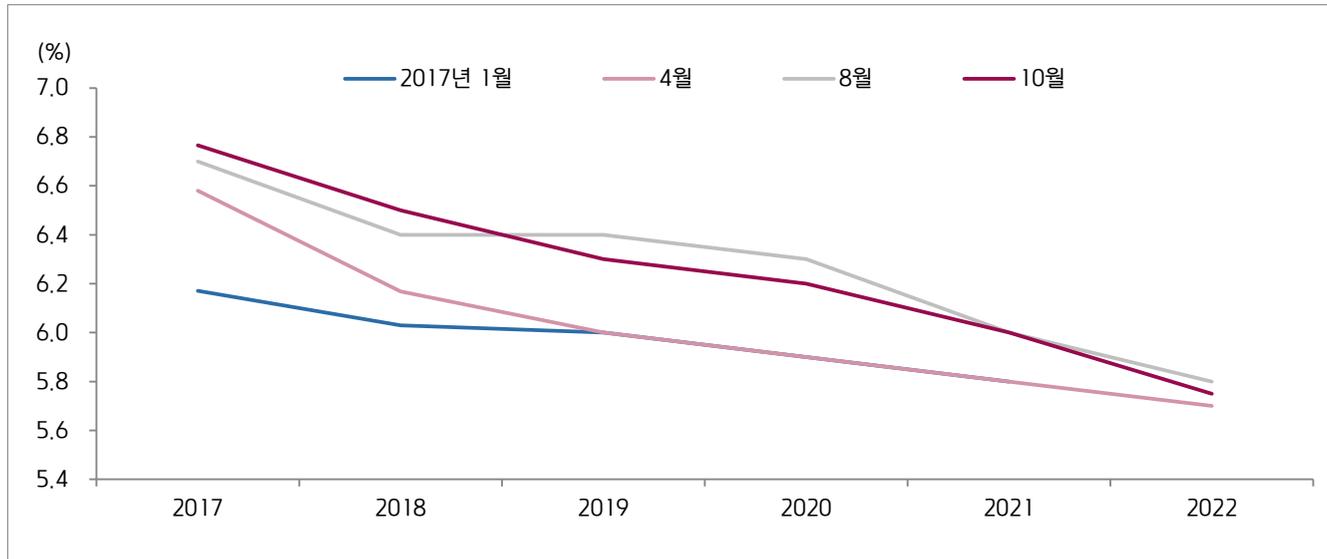


자료: IMF, 키움증권 리서치센터.

4. 수요 Side②: 중국 성장 전망치 상향 조정 중

- ▶ IMF, 중국에 대한 성장 전망치 상향 조정 (2017~2022년, 연평균 성장률 6.0% → 6.4%)
 - WorldBank(2016년 1월), 중국 경제성장률의 1%p 하락은 2년에 걸쳐 국제 원자재 가격 상승률을 약 6%p 낮추는 것으로 추정
 - 중국의 인프라, 제조업 중심의 성장이 기대되며 중국의 비철금속 수요가 증가할 것으로 전망

중국 경제 성장 전망치 변화 (IMF)

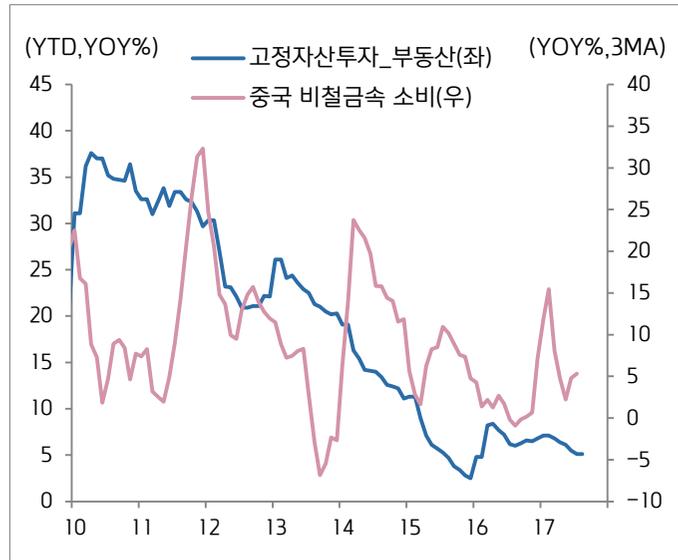


자료: IMF, 키움증권 리서치센터.

4. 수요 Side③: 중국 부동산 둔화는 부담 요인이나...

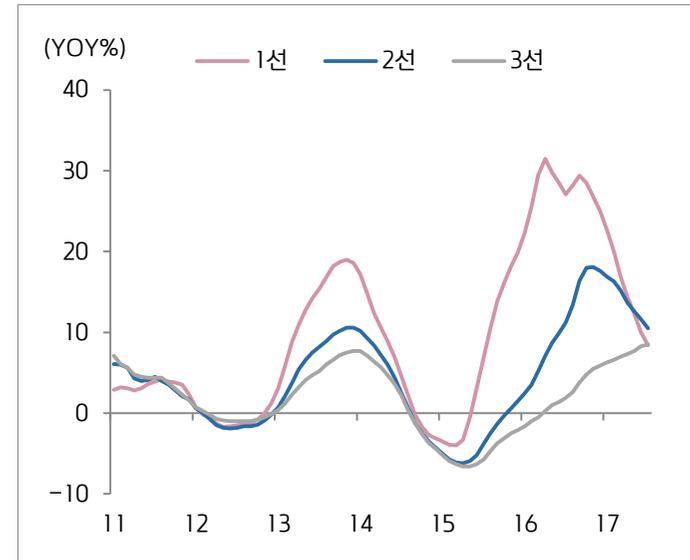
- ▶ 중국 부동산 투자 증가율의 둔화는 비철금속 수요의 상승 탄력을 약화시킬 수 있음
 - 주요 금속원자재의 산업별 중국 수요 현황, 대체로 건설부문의 수요가 20% 이상으로 높은 가운데 구리와 니켈은 가전제품(각각 15%, 33%), 알루미늄은 수송기기(20%)와 소비재(18%)의 수요 비중이 상대적으로 높게 나타남.

중국 고정자산투자_부동산과 중국 비철금속 소비



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
 주: 비철금속은 구리, 알루미늄, 아연, 납, 니켈 5개 평균

중국 주요 도시 주택가격 상승률

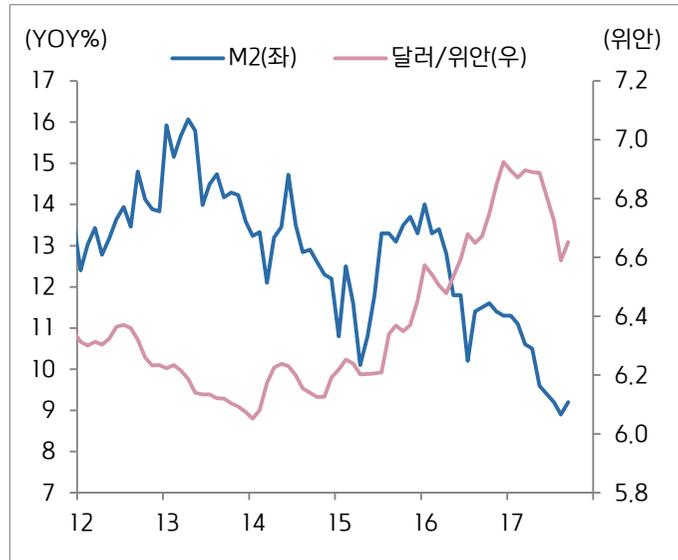


자료: WIND, 키움증권 리서치센터.

4. 수요 Side④: 중국 부동산가격 급락 가능성도 낮아

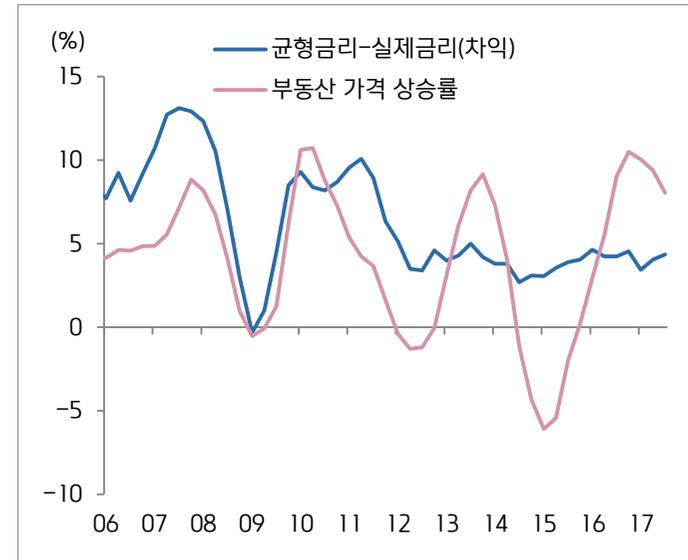
- ▶ 중국 정부, 제 19차 당 대회 이후 금리 인상 등 급격한 정책 변화가 나타날 가능성 낮아
 - 중국 인민은행, 기준금리를 전면적으로 조정하기보다는, '선별적 기준율 인하' 선택
 - 낮은 수준의 금리가 지속되며 부동산 투자에 대한 수요와 함께 가격 급락은 완화될 전망

중국 M2 증가율 및 달러/위안



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

중국 균형금리와 실제금리차, 부동산 가격상승률

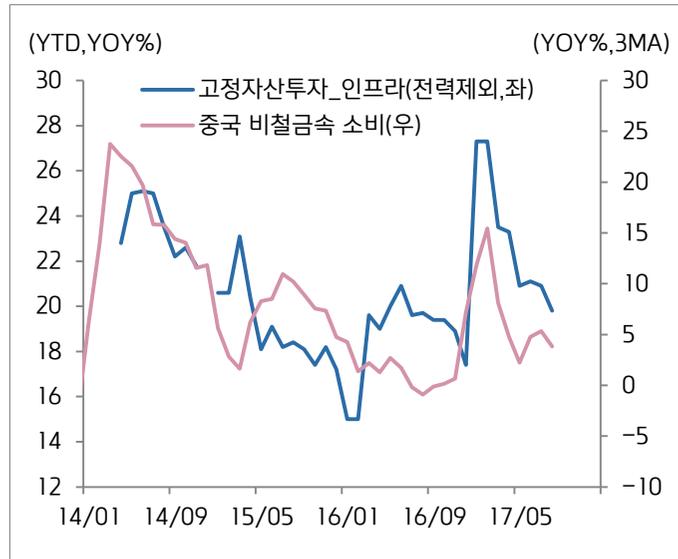


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
주: 균형금리는 경상 GDP 성장률로 대응

4. 수요 Side⑤: 중국 인프라 투자 수요, 지속될 듯

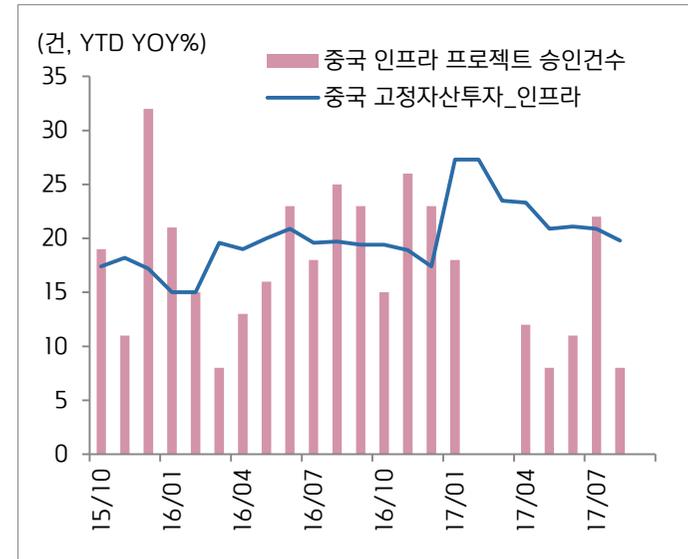
- ▶ 중국 정부, 인프라를 중심으로 고정자산 투자에 속도를 내고 있어
 - 중국 발전개혁위원회(NDRC) 투자 프로젝트 승인건수 양호하게 유지 중
 - 중국은행 국제금융연구소, 2017년 하반기 기초 인프라 분야 투자는 상반기 수준을 유지할 것으로 전망
 - 중국 정부의 인프라 투자 수요 지속되면서 비철금속 수요도 지지될 전망

중국 고정자산투자_인프라와 비철금속 소비



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
 주: 비철금속은 구리, 알루미늄, 아연, 납, 니켈 5개 평균

중국 인프라 프로젝트 승인건수와 인프라투자

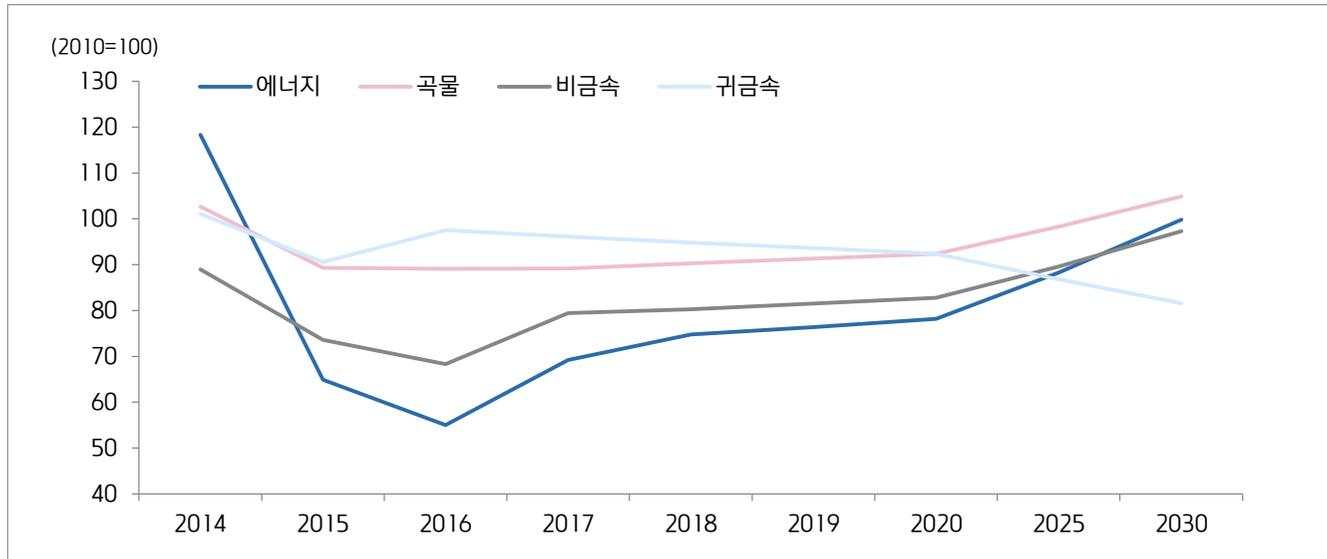


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

5. 결론: 2018년 상반기까지는 완만한 상승 예상

- ▶ 글로벌 수요 개선을 반영해 전반적으로 상품 가격 상승세 전망
 - 경기 개선과 수요 증가 속에 상승 흐름은 지속되겠지만
 - 2017년 비철금속 가격 상승에 따른 후행적 투자 및 공급 증가는 상승 탄력을 낮출 것으로 예상

세계은행 상품 전망치 ('17년 4월)



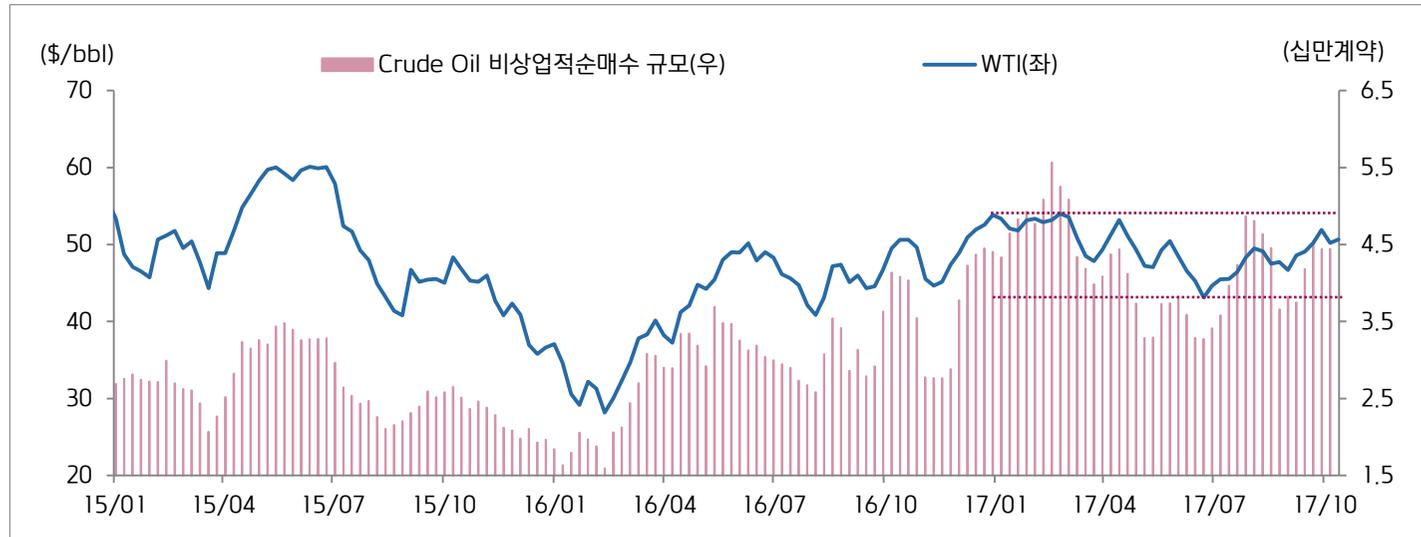
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

6. 국제유가 전망① : 2017년 국제유가, 40~55달러 박스권에 갇혀

FICC전망

- ▶ OPEC, 2016년 11월 30일 산유량 감산 합의 / 2017년 5월 25일 감산 시기 연장
 - 시장 안정과 재고 감소를 위한 결정
 - 그럼에도 미국의 증산으로 과잉 공급 부담이 완화되지는 못하면서 국제유가는 상승이 제한

원유 비상업적 순매수 포지션 규모와 WTI

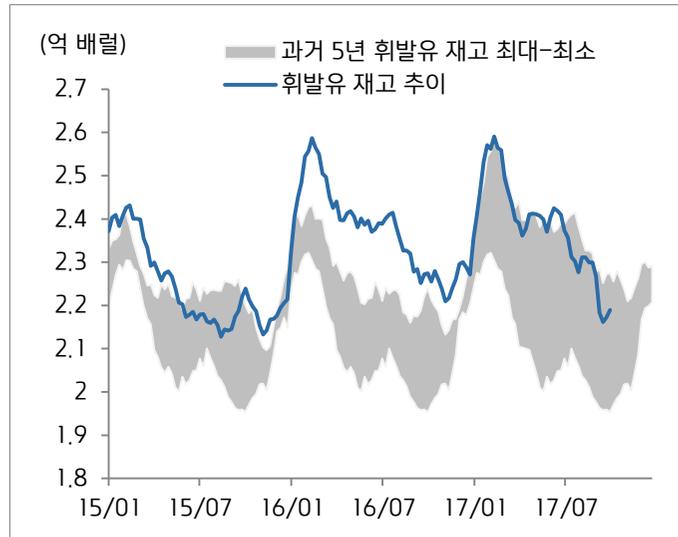


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

6. 국제유가 전망② : 2018년 원유 수요, 2017년에 이어 호조세 보일 것

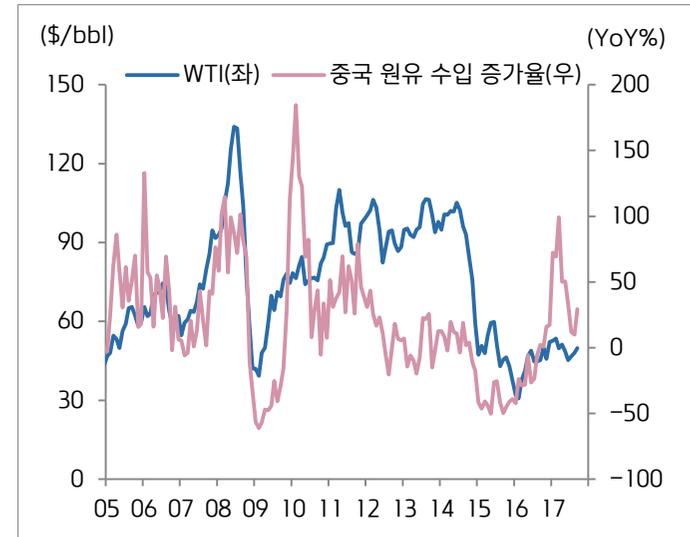
- ▶ 2017년, 미국의 원유 생산량 증가에도 글로벌 경기 회복 속에 원유 및 휘발유 재고 감소
 - 저유가로 인해 자동차 주행거리 증가하며, 휘발유 재고도 과거 5년 최대치 수준을 하회
 - 2014년 국제유가 급락 이후 급증했던 재고를 일부 해소하면서 수급 밸런스 개선 기대가 높아짐
 - 중국 중심 신흥국 수요도 상승세 이어가며 글로벌 원유 수요 개선을 이끌 것으로 기대

미국 휘발유 재고 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

국제유가 추이와 중국 원유 수입 증가율



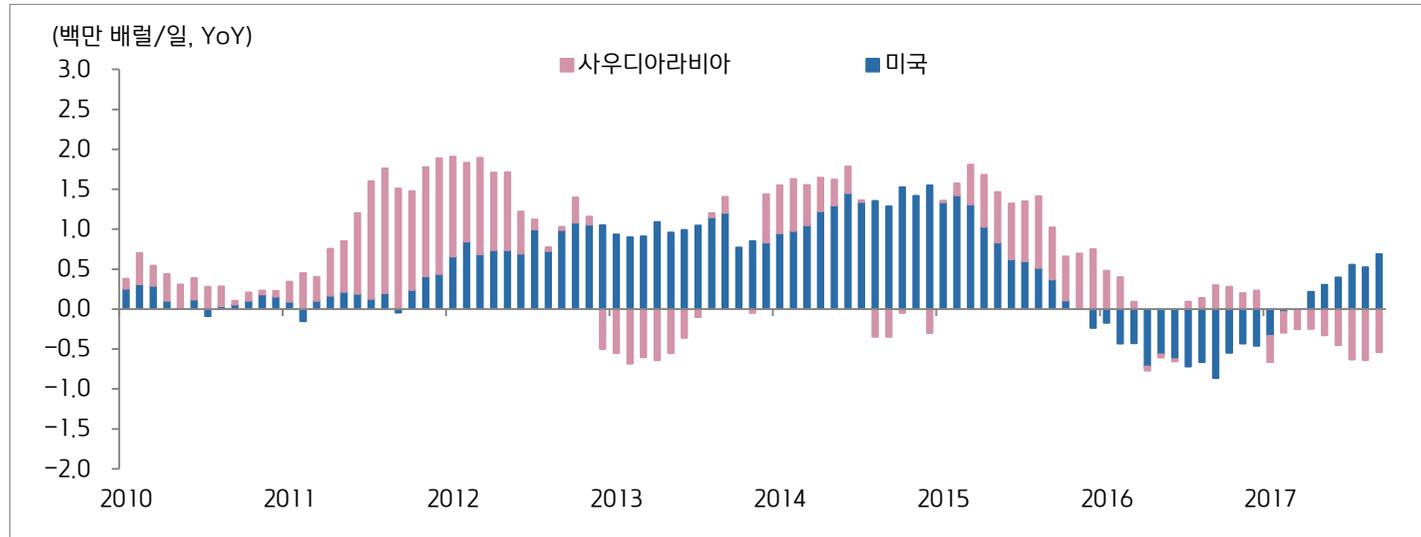
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

6. 국제유가 전망③ : 2018년 WTI, 45~60달러 전망

FICC전망

- ▶ OPEC, 2018년 3월까지의 감산 기한을 2018년 말까지 연장하는 안을 논의 중
 - 9개월 더 연장함으로써 과잉 공급분을 축소시키려는 것
 - 2018년 하반기부터 OPEC의 감산안 exit plan에 대한 우려로 국제유가 하락 리스크 있음
- ▶ OPEC의 감산 노력에도 미국의 증산이 지속되는 한 국제유가의 박스권 탈피는 어려울 전망
- ▶ 사우디 감산은 미국의 증산으로 상쇄되면서 2018년 국제유가는 배럴당 45~60달러 박스권 유지 예상
 - 수요 증가 및 OPEC의 감산 이행을 유지를 감안해, 상단을 60달러로 상향

미국과 사우디 원유 생산량 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

Part IV

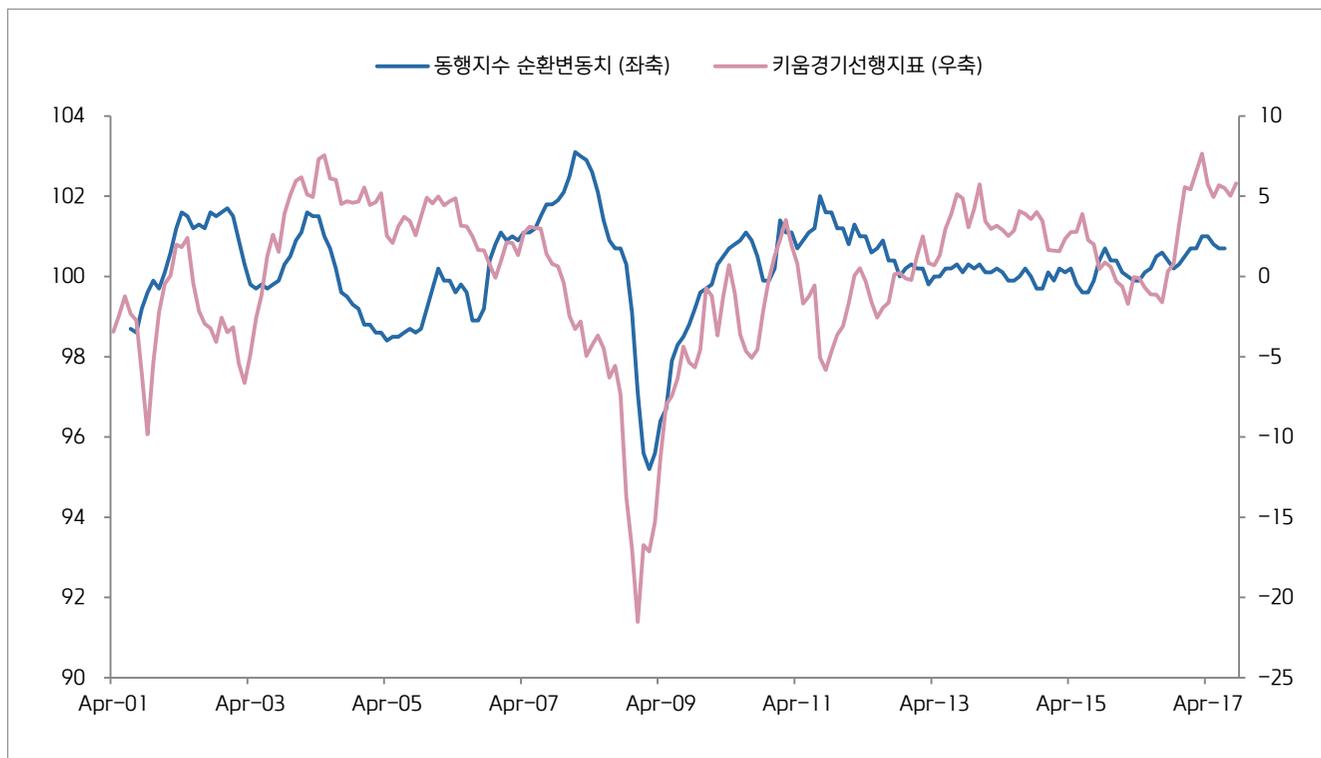
주도 투자 Style은?



1. 전세계 경기, 회복을 넘어 확장국면에 진입

- ▶ 경기선행지수와 경기동행지수 모두 상승 추세에 있는 경기확장국면에 위치
→ 전세계 경기를 종합적으로 판단할 수 있는 키움경기선행지표 또한 강한 경기 확장을 나타내고 있음

경기동행지수 순환변동치 및 키움경기선행지표 (2001~2017)

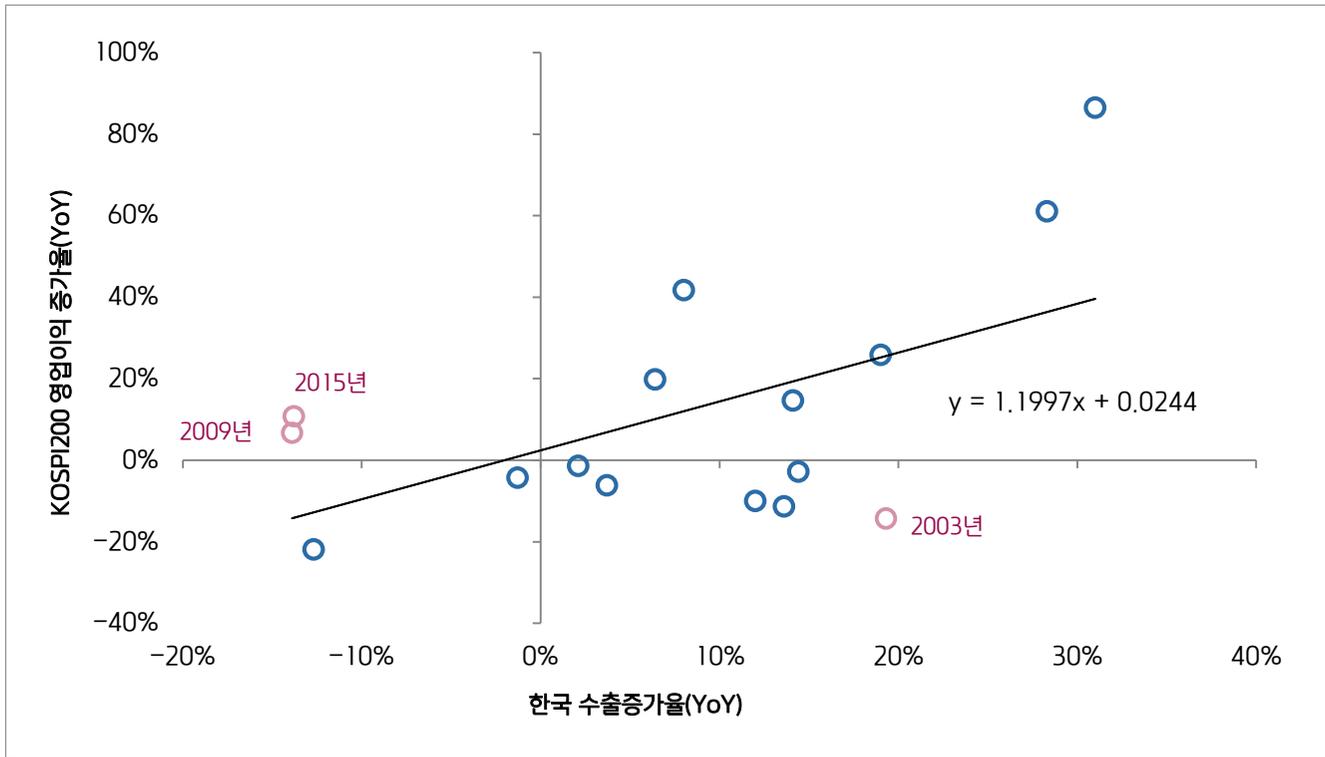


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

2. 이익①: 수출증가에 힘입은 이익성장 가시성 높아

- ▶ 전세계 경기확장에 따른 수출 증가는 국내 기업들의 이익 증가로 이어져
→ 수출 증가율과 영업이익 증가율은 우상향하는 정의 상관관계를 가지고 있음

KOSPI 200 영업이익과 수출 증가율 (2001~2016)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

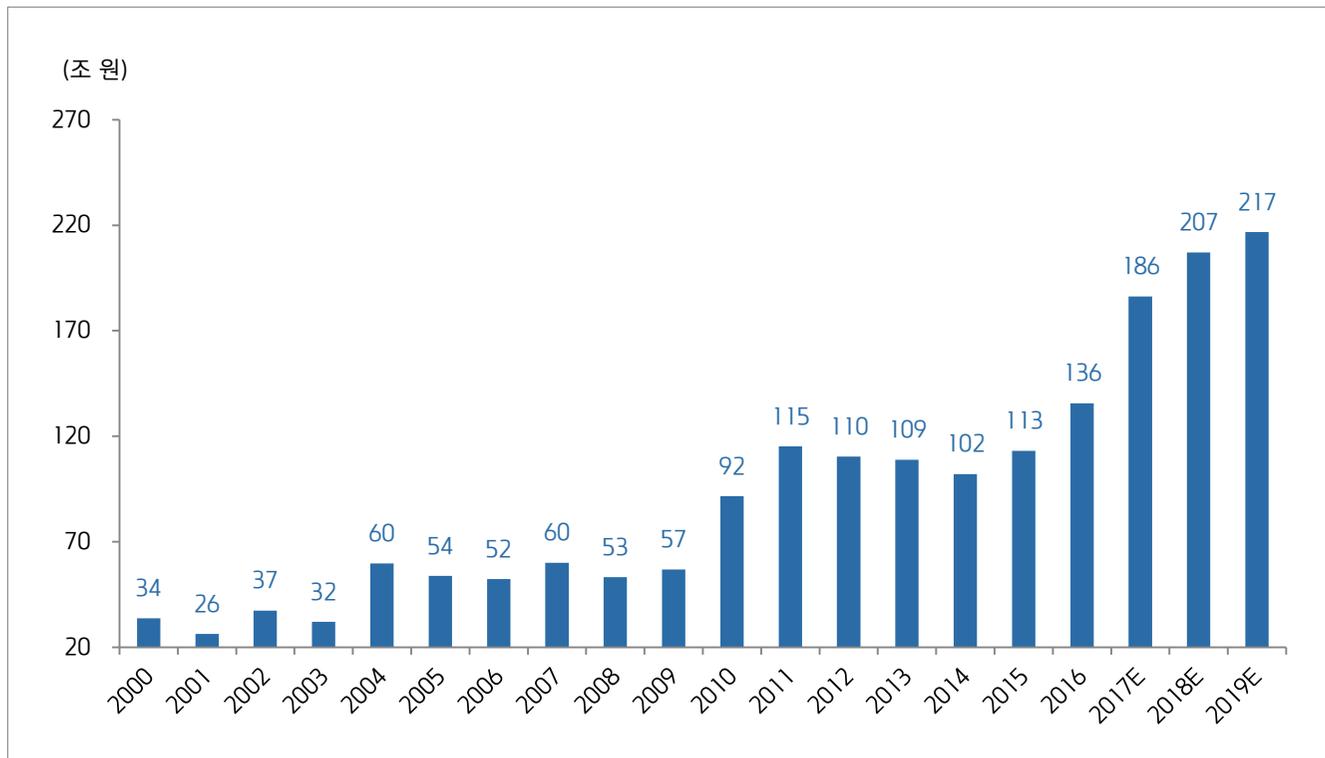
주) Outlier 연도: 2003년, 2009년, 2015년 ; 회귀선과 괴리가 과도한 연도는 별도 표시

2. 이익②: 영업이익 200조 시대를 눈 앞에 두다

투자 Style

- ▶ KOSPI 200 기준 영업이익은 2017년 186조원에서 2018년 207조원, 2019년 217조원으로 증가
 - 2011년 영업이익 115조원으로 영업이익 100조 시대를 연 이후 8년 만인 2018년에 영업이익 200조 시대를 열 것
 - 수출 회복 영향으로 추가적인 예상치 상향 가능성 높아

KOSPI 200 영업이익 확정치 및 예상치 (2000~2019)

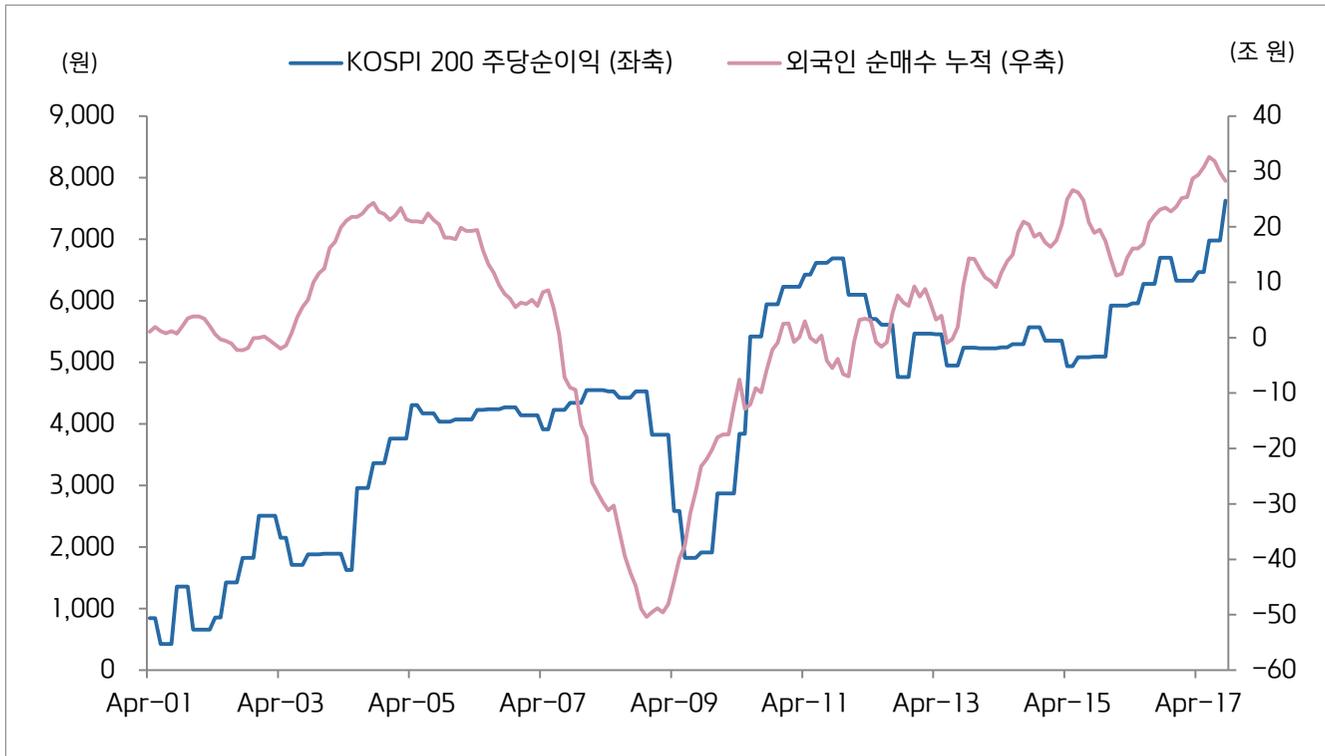


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

2. 이익③: 폭발적 이익성장 구간에서 외국인 매수 유입

- ▶ KOSPI 200 이익성장기에 외국인 매수가 큰 폭으로 유입되는 모습 확인
→ 기업의 이익성장이 외국인 매수 유입의 핵심 지표라는 사실을 알 수 있어

KOSPI 200 확정 주당순이익과 외국인 순매수 금액 누적 (2001~2017)

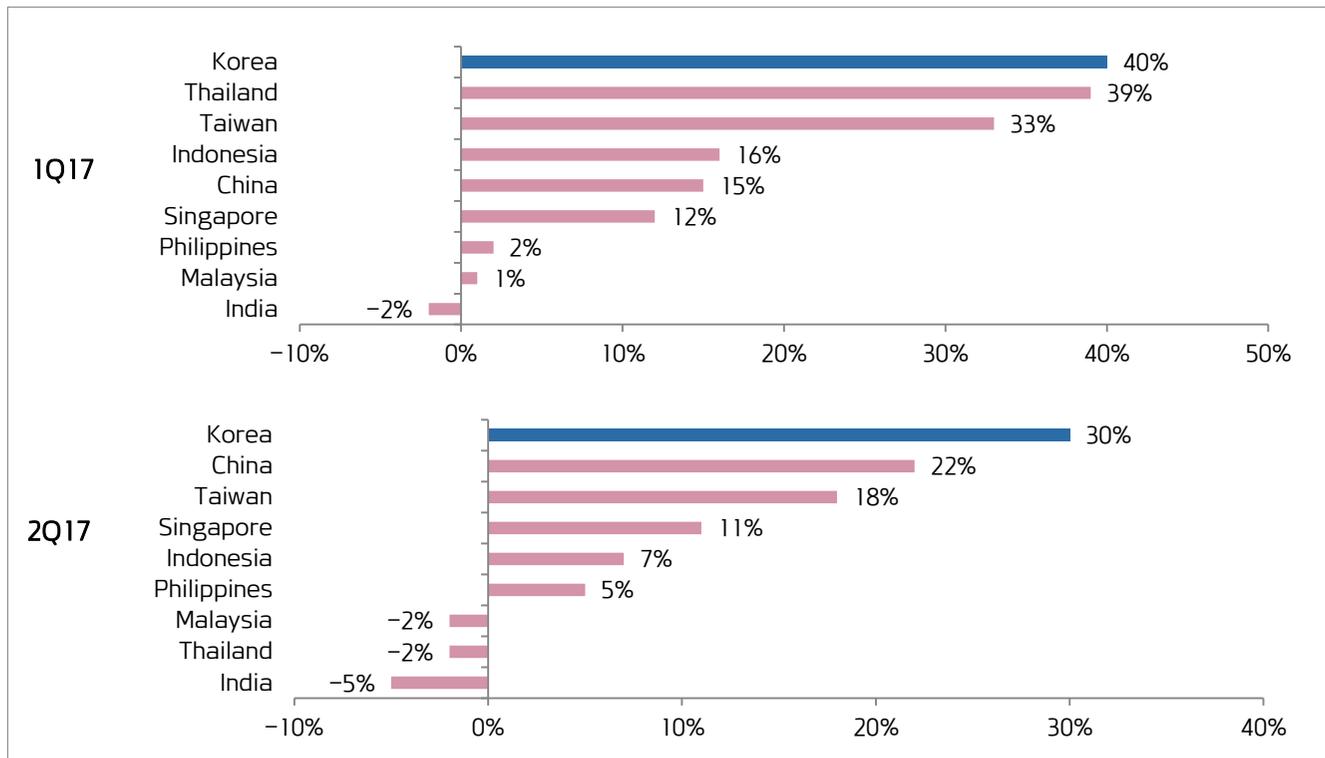


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

2. 이익④: 아시아 이익증가의 중심은 한국

- ▶ 아시아 증시의 이익 성장을 주도하는 국가는 '한국'
 - 한국 증시의 폭발적 이익 성장은 아시아 여타 국가를 압도하고 있음

MSCI ex-Japan Asia 순이익 증가율 (2017년 1분기, 2분기 확정치)

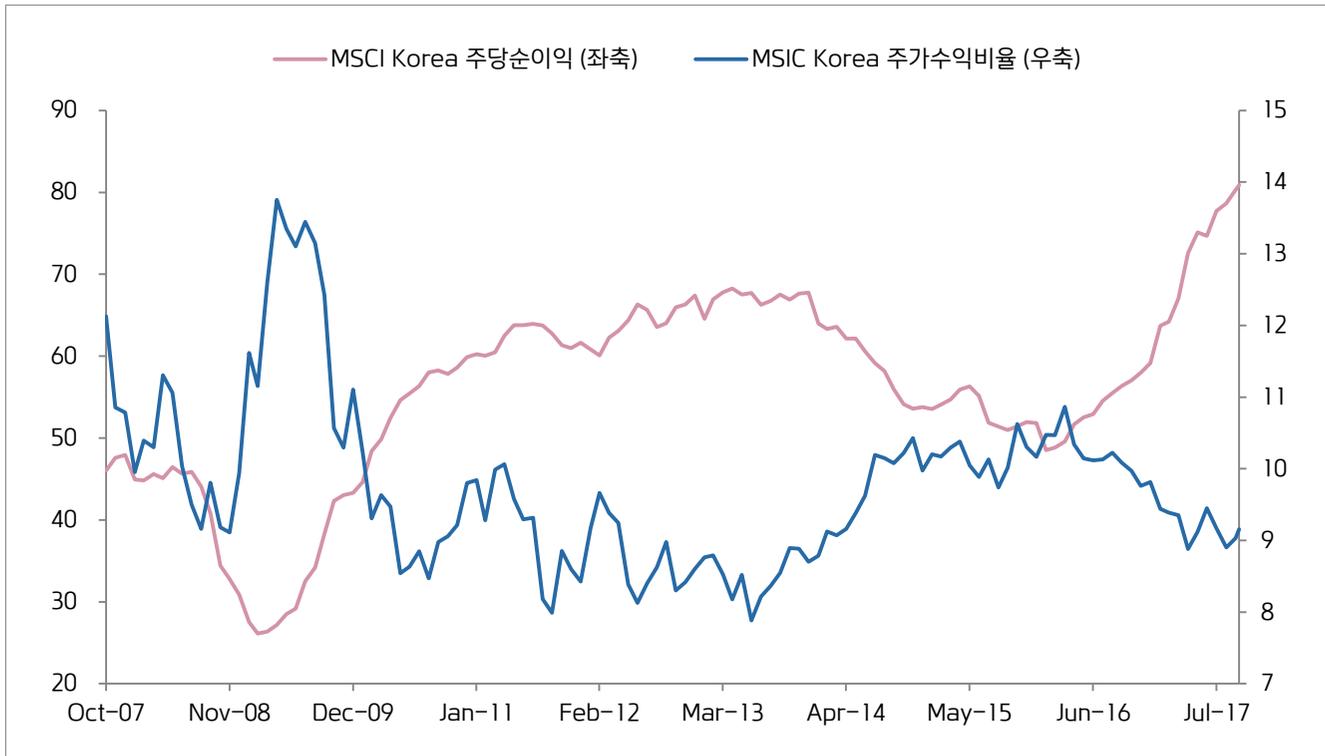


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

3. 밸류에이션①: 이익 성장기에 'Korea Discount' 오히려 심화

- ▶ MSCI Korea 기준 주가수익비율은 9.2배(10/13 기준)로 연 초 이후 지속적으로 'Discount' 받는 중
→ 연 초 9.8배의 주가수익비율에서 현재 9.2배로 -6.6% 할인, 그러나 주당순이익은 연 초 이후 36% 증가

MSCI Korea 주가수익비율 및 주당순이익 (2007~2017)

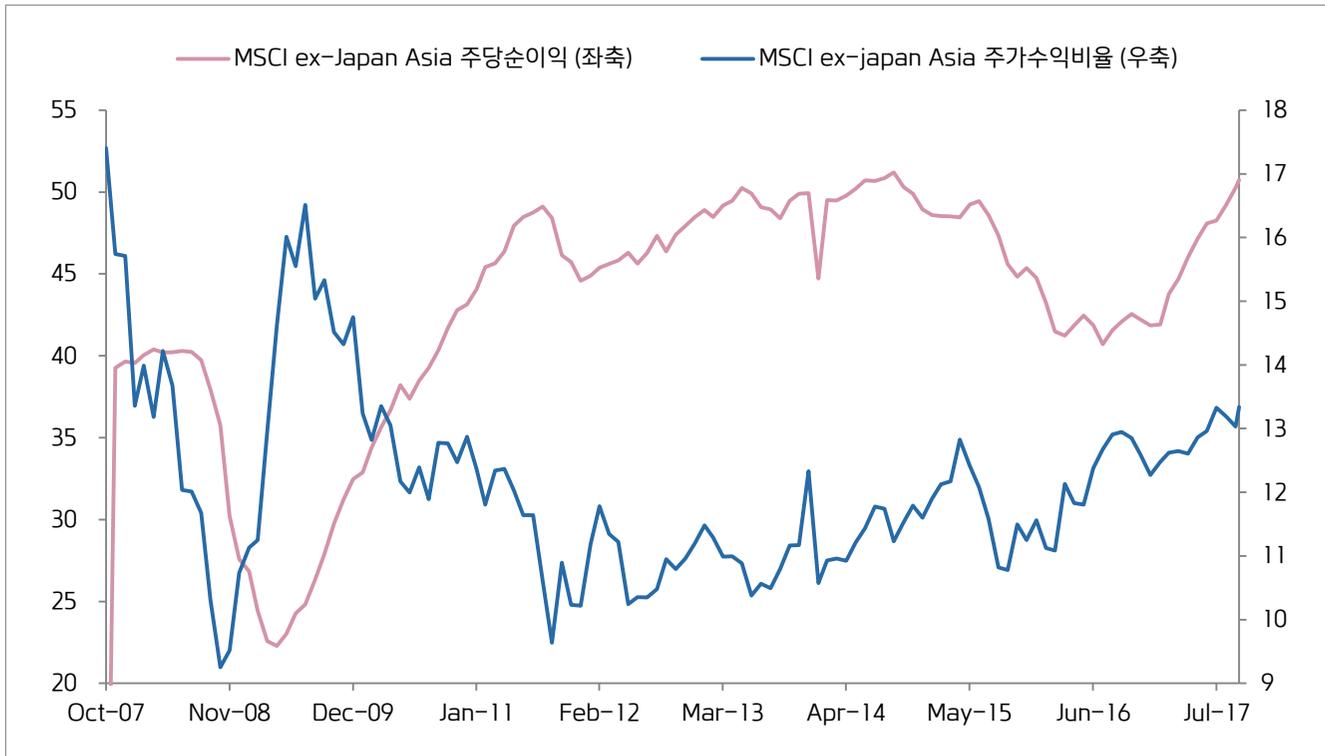


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

3. 밸류에이션②: 아시아 신흥국은 이익성장 프리미엄을 반영 중

- ▶ MSCI ex-Japan Asia 기준 주가수익비율은 13.3배(10/13 기준)로 연 초 이후 상승 지속 중
→ 일본 제외 아시아 신흥국의 주당순이익은 연 초 이후 22% 증가, 주가수익비율 또한 8.66% 상승

MSCI ex-Japan Asia 주가수익비율 및 주당순이익 (2007~2017)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

4. 경기확장국면의 투자 스타일은?

투자 Style

- ▶ KOSPI 200 확정 주당순이익은 경기확장국면에서 'Quantum Jump' 해왔음
→ 현재 키움경기선행지표와 기업들의 이익이 동반 성장하는 경기확장국면에 위치

KOSPI 200 확정 주당순이익과 키움경기선행지표 (2001~2017)

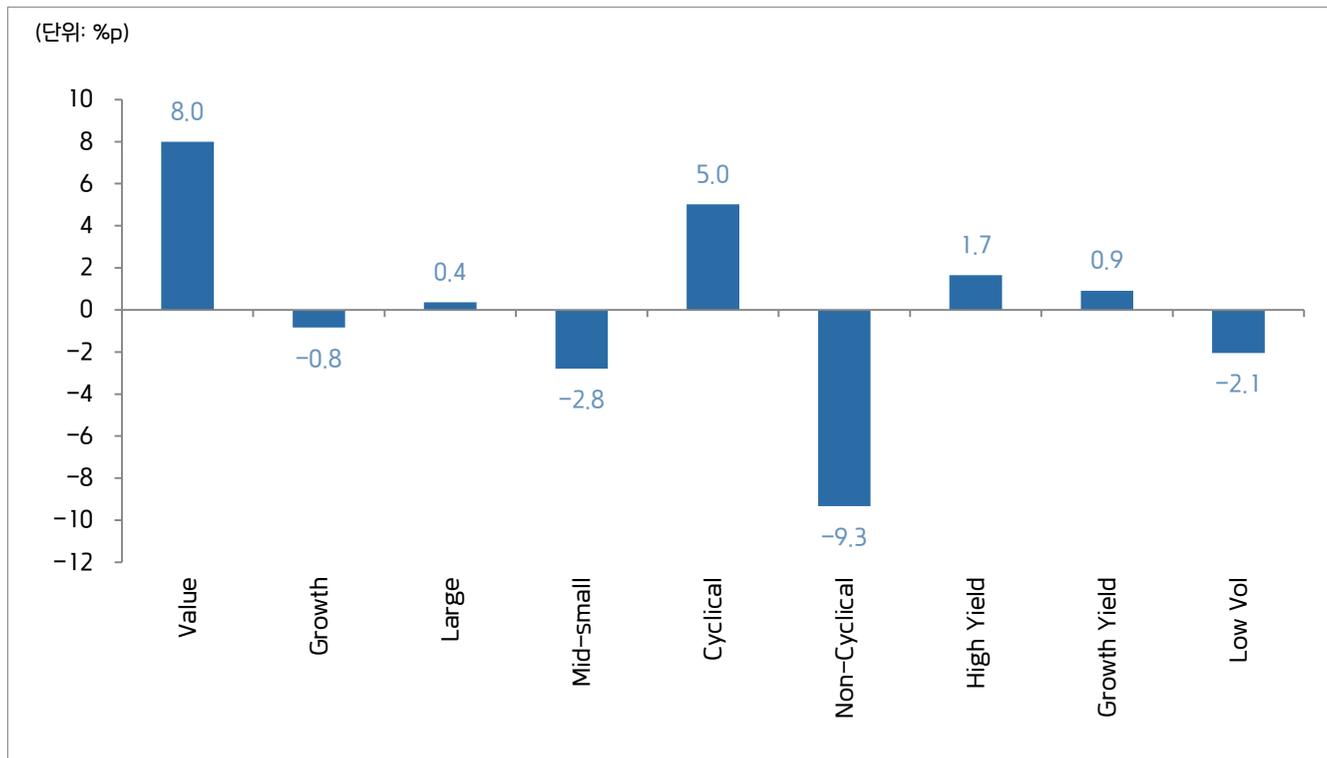


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

4. 경기확장국면의 투자 스타일은?

- ▶ 경기확장국면에서 우수한 성과를 보이는 스타일은 가치주(Value), 경기민감주(Cyclical)
→ 경기확장이 지속되는 국면에서 가치주와 경기민감주에 대한 포지션을 확대할 필요가 있음

경기확장국면의 스타일별 초과수익(vs. KOSPI 200) 통계 (2001~2017)



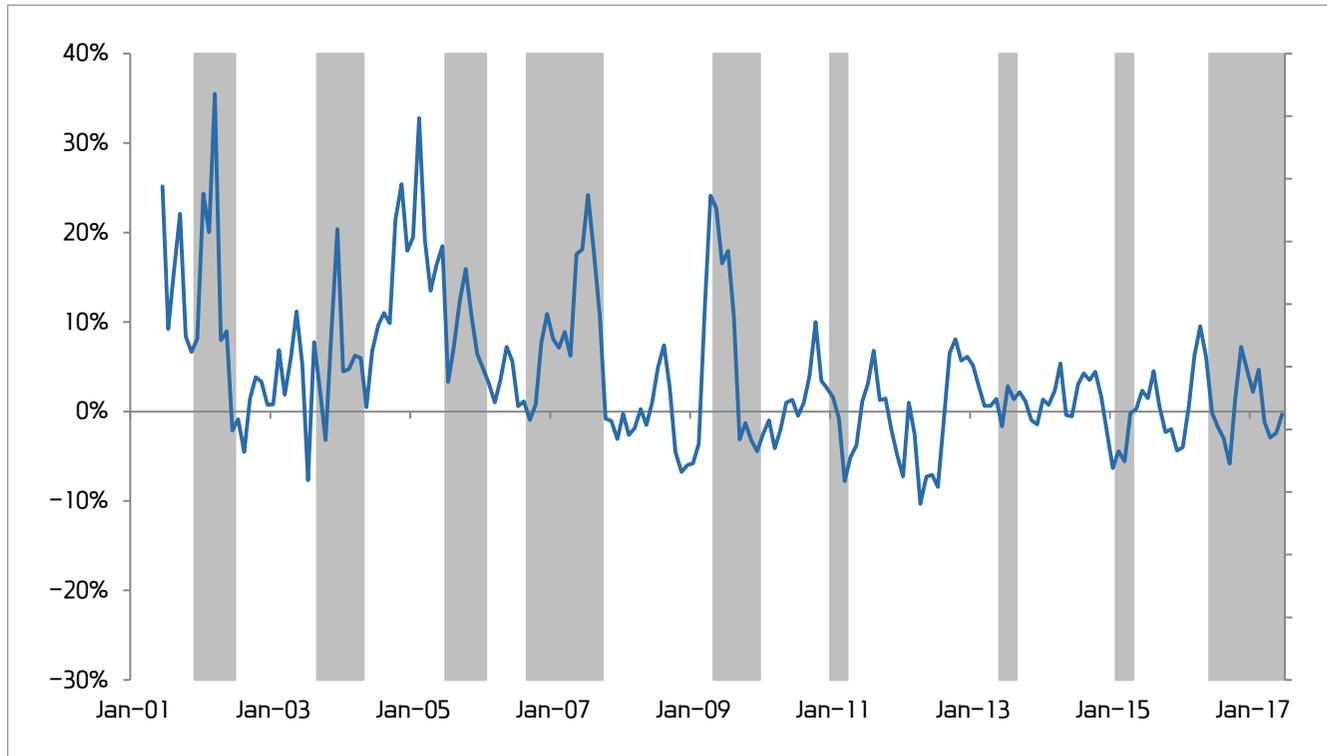
자료: FNGuide MKF, 키움증권 리서치센터.

4. 경기확장국면의 투자 스타일은?

- ▶ 경기확장국면에서 가치주 스타일의 6개월 누적 투자수익률은 KOSPI 200 지수를 평균 +8.0%p 상회

→ 이익 성장이 확산되는 구간에서 저평가 된 기업들에 대한 투자수익률 탁월

가치주의 경기확장국면 KOSPI 200 대비 초과 성과 (2001~2017)



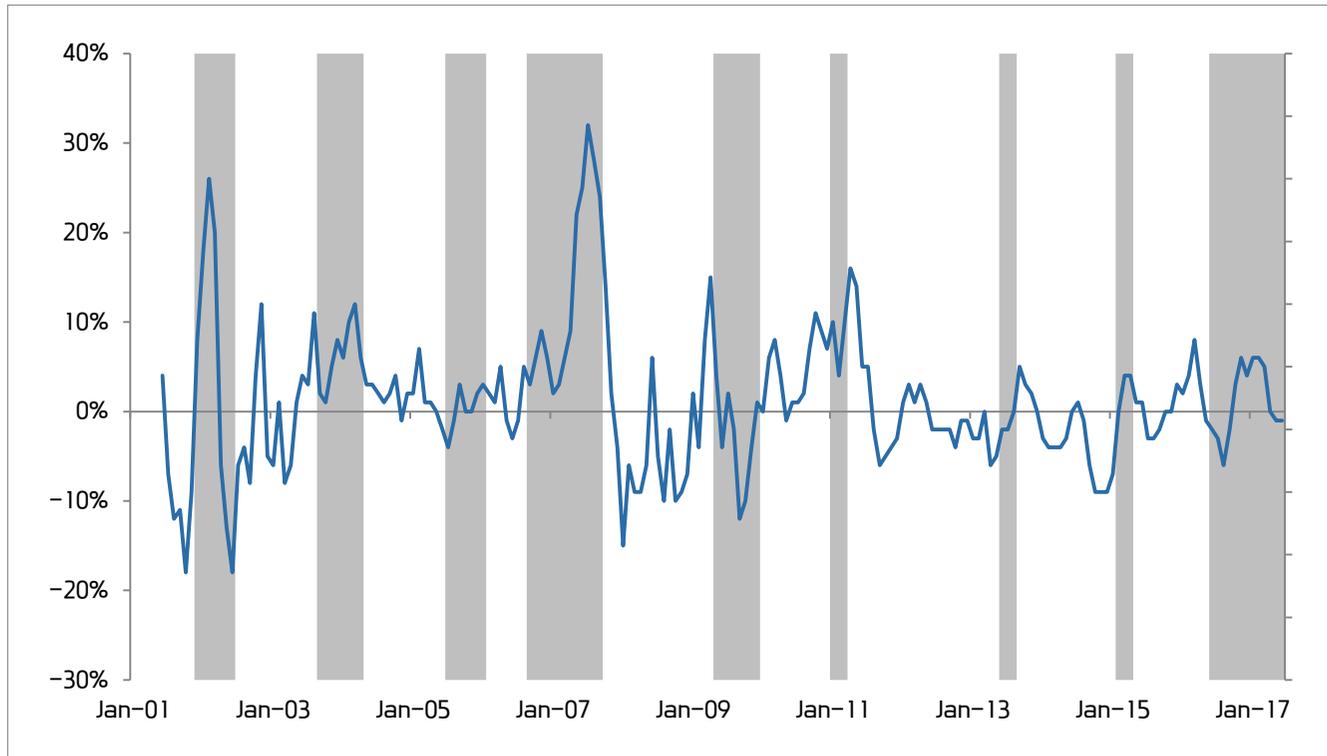
자료: FNGuide MKF, 키움증권 리서치센터.
주) 자료의 음영 영역은 경기확장국면을 나타냄.

4. 경기확장국면의 투자 스타일은?

- ▶ 경기확장국면에서 경기민감주 스타일의 6개월 누적 투자수익률은 KOSPI 200 지수를 평균 +5.0%p 상회

→ 경기변동에 민감한 수출 집중 경기민감주의 성과가 경기확장국면에서 탁월

경기민감주의 경기확장국면 KOSPI 200 대비 초과 성과 (2001~2017)



자료: FNGuide MKF, 키움증권 리서치센터.

주) 자료의 음영 영역은 경기확장국면을 나타냄.

5. 경기확장국면의 유망 투자 스타일 - 가치주

- ▶ 가치주 스타일 내에서 밸류에이션이 여전히 저평가 영역에 있는 기업 목록
- MKF 가치주 구성 기업 중 주가수익비율 및 주당순자산배율이 낮은 기업 선별

가치주 스타일 유망 포트폴리오

Symbol	Name	시가총액(억원)	거래대금(원)	Beta	Fwd P/E	Fwd P/B	EPS Growth (향후 12개월 Fwd)	EPS Growth (향후 13~24개월 Fwd)
A005380	현대차	405,912	802	0.63	8.17	0.58	17.06	11.94
A055550	신한지주	240,419	487	1.01	8.04	0.69	-4.89	1.79
A105560	KB금융	242,505	581	1.22	7.80	0.67	0.56	1.77
A096770	SK이노베이션	195,532	516	0.98	8.11	0.98	7.64	2.62
A003550	LG	143,635	217	0.96	8.32	0.87	-1.02	2.17
A011170	롯데케미칼	135,388	477	1.13	5.95	1.02	2.89	5.01
A086790	하나금융지주	144,153	445	1.33	7.48	0.57	7.12	2.95
A000270	기아차	130,122	360	0.58	5.53	0.44	32.06	16.74
A034220	LG디스플레이	103,767	1,208	0.93	6.96	0.66	-22.14	3.33
A004020	현대제철	72,728	240	0.86	7.48	0.41	5.78	5.33
A000720	현대건설	43,534	169	1.10	7.11	0.59	12.41	5.49
A088350	한화생명	63,316	216	0.60	9.94	0.56	-6.20	2.22
A138930	BNK금융지주	33,571	109	0.90	5.73	0.44	6.64	6.11
A003490	대한항공	28,695	163	1.17	6.23	0.91	-7.70	10.06
A000210	대림산업	29,388	100	0.92	6.23	0.57	11.86	1.03

자료: FNGuide MKF, 키움증권 리서치센터.

5. 경기확장국면의 유망 투자 스타일 - 경기민감주

- ▶ 경기민감주 스타일 내에서 밸류에이션이 여전히 저평가 영역에 있는 기업 목록
→ MKF 경기민감주 구성 기업 중 주가수익비율 및 주당순자산배율이 낮은 기업 선별

경기민감주 스타일 유망 포트폴리오

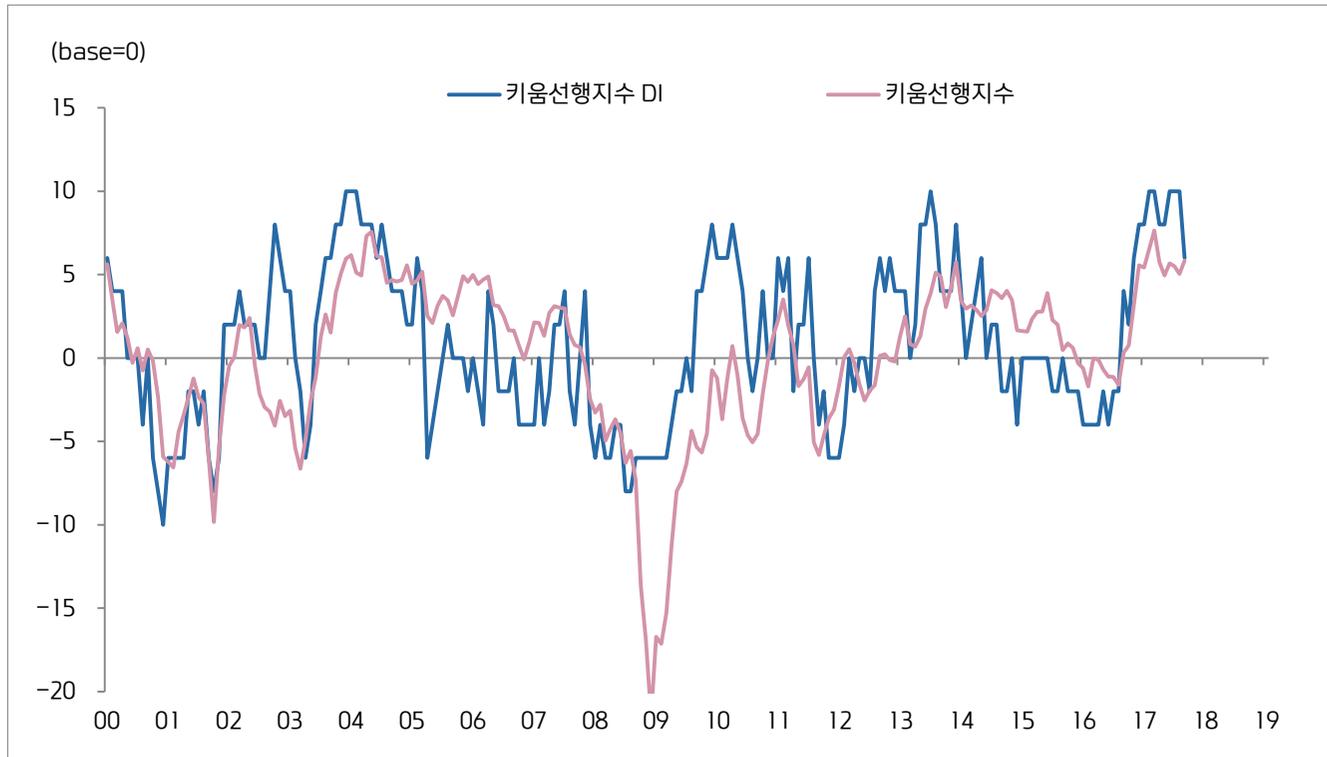
Symbol	Name	시가총액(억원)	거래대금(원)	Beta	Fwd P/E	Fwd P/B	EPS Growth (향후 12개월 Fwd)	EPS Growth (향후 13~24개월 Fwd)
A005930	삼성전자	3,905,274	5,818	1.48	8.72	1.55	24.27	2.96
A000660	SK하이닉스	626,810	3,112	1.51	5.46	1.43	23.34	-3.55
A096770	SK이노베이션	195,532	516	0.98	8.11	0.98	7.64	2.62
A011170	롯데케미칼	135,388	477	1.13	5.95	1.02	2.89	5.01
A004020	현대제철	72,728	240	0.86	7.48	0.41	5.78	5.33
A009830	한화케미칼	55,161	361	1.45	5.86	0.81	-2.69	0.84
A004800	효성	48,813	256	0.89	7.40	1.10	18.93	10.48
A000720	현대건설	43,534	169	1.10	7.11	0.59	12.41	5.49
A088350	한화생명	63,316	216	0.60	9.94	0.56	-6.20	2.22
A003490	대한항공	28,695	163	1.17	6.23	0.91	-7.70	10.06
A000210	대림산업	29,388	100	0.92	6.23	0.57	11.86	1.03
A008560	메리츠종금증권	28,586	105	1.78	9.76	1.00	-4.74	4.13
A012630	현대산업	27,591	124	1.00	6.37	0.82	11.27	0.28
A042670	두산인프라코어	19,089	213	1.23	8.99	0.80	28.34	10.55
A006650	대한유화	16,868	140	1.30	5.06	0.95	37.71	16.45

자료: FNGuide MKF, 키움증권 리서치센터.

6. 경기정점이 우려될 경우, 어떤 스타일이 유망할까?

- ▶ 2018년 한국 수출 경기는 대단히 낙관적이나, '경기 과열'에 대한 우려를 배제할 수는 없음
→ 세부지표 등락비율이 10(모든 변수가 경기 확장을 시사)을 기록하는 등 과열 징후가 있는 것은 사실

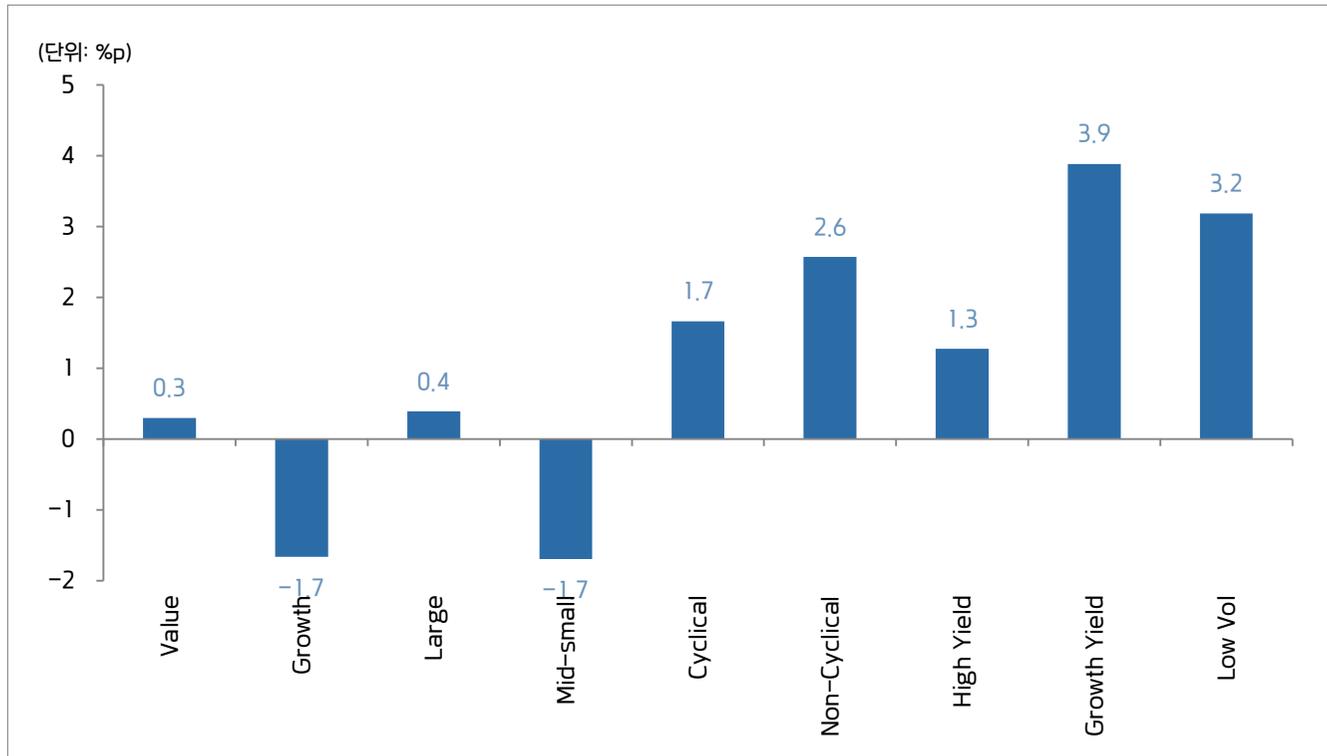
키움 경기선행지수 vs. 선행지수 DI(Diffusion Index)



자료: Bloomberg, 미 연준, 한국 관세청, 키움증권 리서치센터.

6. 경기정점이 우려될 경우, 어떤 스타일이 유망할까?

- ▶ 경기정점국면에서 경기방어주(Non-Cyclical), 배당성장주(Growth Yield)가 강세를 보임
 - 경기확장국면에서 정점으로 이동할 때 시장의 색깔이 크게 바뀌는 경향을 보임
 - 경기확장국면에서 주도주였던 가치주와 경기민감주의 성과가 퇴색, 부진했던 경기방어주 및 배당성장주 두각
- 경기정점국면의 스타일별 초과수익(vs. KOSPI 200) 통계 (2001~2017)



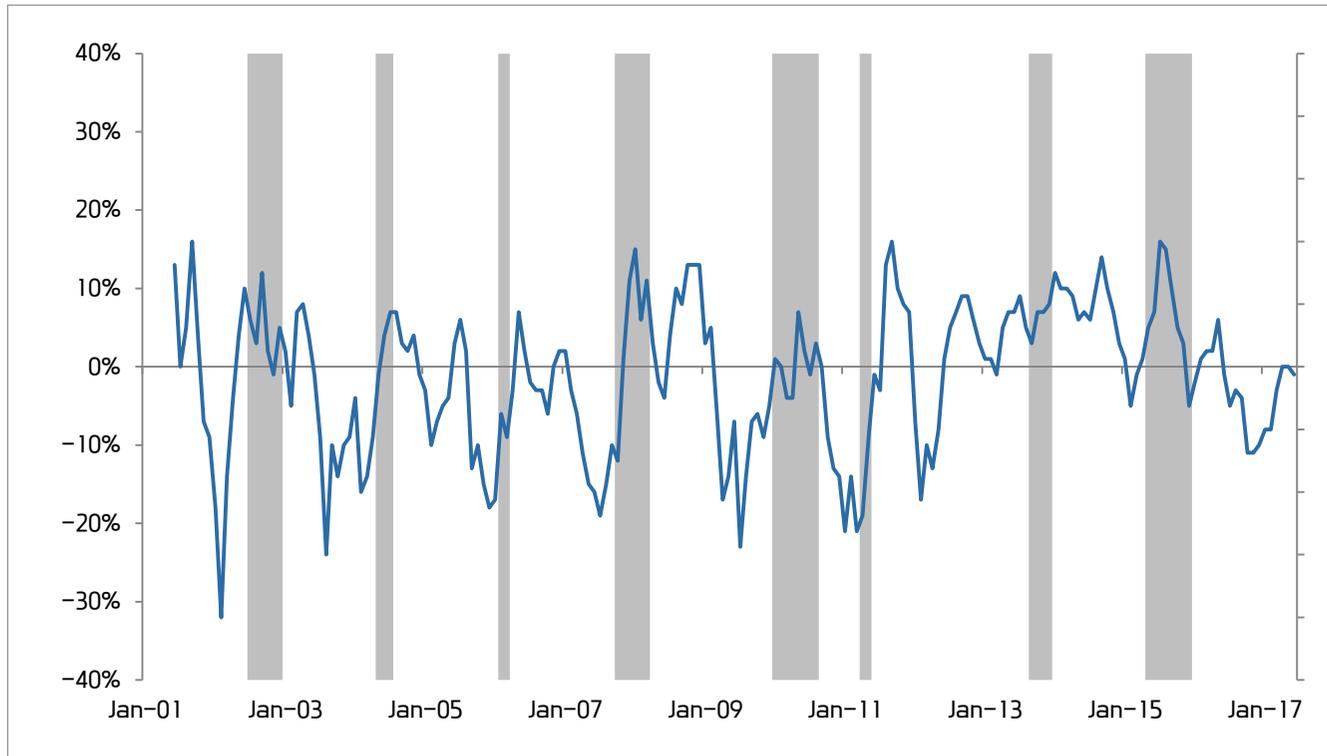
자료: FNGuide MKF, 키움증권 리서치센터.

6. 경기정점이 우려될 경우, 어떤 스타일이 유망할까?

- ▶ 경기정점국면에서 경기방어주 스타일의 6개월 누적 투자수익률은 KOSPI 200 지수를 평균 +2.6%p 상회

→ 경기가 정점에 도달 할 때 경기방어주가 KOSPI 200 지수를 초과하는 수익을 달성하기 시작

경기방어주의 경기정점국면 KOSPI 200 대비 초과 성과 (2001~2017)



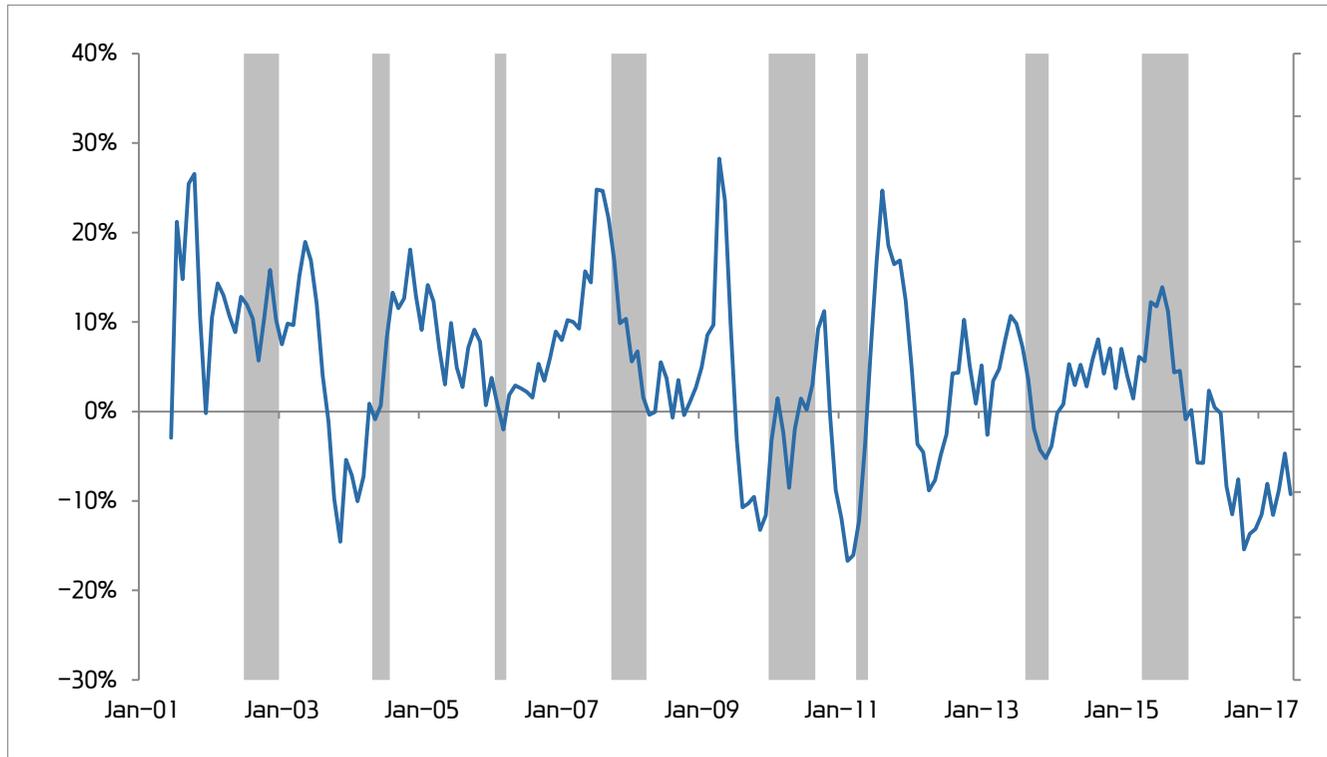
자료: FNGuide MKF, 키움증권 리서치센터.
주) 자료의 음영 영역은 경기정점국면을 나타냄

6. 경기정점이 우려될 경우, 어떤 스타일이 유망할까?

- ▶ 경기정점국면에서 배당성장주 스타일의 6개월 누적 투자수익률은 KOSPI 200 지수를 평균 +3.9%p 상회

→ 경기정점에서 초과수익을 발생시키는 배당성장주는 수익성 높은 가치주라 할 수 있음

배당성장주의 경기정점국면 KOSPI 200 대비 초과 성과 (2001~2017)



자료: FNGuide MKF, 키움증권 리서치센터.
주) 자료의 음영 영역은 경기정점국면을 나타냄

7. 경기정점국면의 유망 투자 스타일 - 경기방어주

- ▶ 경기방어주 스타일 내에서 수익성이 훌륭한 기업 목록
 - MKF 경기방어주 구성 기업 중 자기자본이익률이 높은 기업 선별

경기방어주 스타일 유망 포트폴리오

Symbol	Name	시가총액(억원)	거래대금(억원)	Fwd P/E	Fwd P/B	ROE(17Y)	ROE(18Y)	EPS Change (3M)
A035420	NAVER	251176	723	25.53	3.82	20.60	20.71	-7.07
A017670	SK텔레콤	215995	422	8.53	1.02	14.63	13.87	5.73
A033780	KT&G	144844	338	11.86	1.68	15.65	15.43	-0.21
A066570	LG전자	152218	1109	8.70	1.06	14.29	12.76	1.06
A034220	LG디스플레이	103767	1208	6.96	0.66	15.25	8.88	-8.68
A035250	강원랜드	73275	92	15.64	1.89	12.62	13.20	-9.45
A021240	코웨이	72574	141	19.09	4.74	29.31	29.89	-1.78
A032640	LG유플러스	57196	275	9.70	1.03	10.88	11.07	2.11
A011070	LG이노텍	38696	404	12.68	1.73	10.95	15.26	-8.00
A009240	한샘	37066	129	23.52	4.73	23.47	23.74	-11.43
A012750	에스원	34503	55	19.21	2.34	13.76	14.44	-4.12
A051600	한전KPS	19755	73	12.77	2.04	16.83	16.83	0.63
A192820	코스맥스	13265	119	29.22	4.93	13.21	18.98	-6.68
A105630	한세실업	9220	44	12.71	1.69	12.11	14.68	-11.44

자료: FNGuide MKF, 키움증권 리서치센터.

7. 경기정점국면의 유망 투자 스타일 - 배당성장주

- ▶ 배당성장주 스타일 내에서 수익성이 훌륭한 기업 목록
→ MKF 배당성장주 구성 기업 중 자기자본이익률이 높은 기업 선별

배당성장주 스타일 유망 포트폴리오

Symbol	Name	시가총액(억원)	거래대금(억원)	Fwd P/E	Fwd P/B	Fwd ROE
A033780	KT&G	144843.58	337.80	11.86	1.68	15.43
A017670	SK텔레콤	215994.78	421.54	8.53	1.02	13.87
A066570	LG전자	152218.30	1109.41	8.70	1.06	12.76
A051910	LG화학	283674.18	1035.02	13.78	1.68	12.68
A012750	에스원	34503.25	55.14	19.21	2.34	14.44
A078930	GS	63188.76	145.15	6.15	0.74	12.62
A096770	SK이노베이션	195531.82	516.35	8.11	0.98	12.52
A003550	LG	143635.40	216.75	8.32	0.87	10.62
A161390	한국타이어	74448.92	138.01	8.35	1.02	13.05
A010130	고려아연	100388.40	245.38	12.70	1.51	12.66
A090430	아모레퍼시픽	174575.99	548.84	31.70	4.00	13.63
A006260	LS	25438.00	72.38	9.49	0.87	9.67
A011780	금호석유	21260.16	91.84	11.85	1.16	10.40
A000210	대림산업	29388.20	100.07	6.23	0.57	9.57
A000810	삼성화재	142344.73	208.33	14.13	1.00	7.85

자료: FNGuide MKF, 키움증권 리서치센터.

키움증권 

ONLINE NO.1 KWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다