

2018 하반기 글로벌 자산배분전략

Late Cycle Dynamics

거시경제
자산배분

주식 투자전략

Credit Maps

하반기 글로벌
투자 유망 종목

LATE CYCLE DYNAMICS

- 3 거시경제, 자산배분
Late Cycle Dynamics
- 21 주식 투자전략
추세와 순환의 밸런스
- 37 하반기 글로벌 투자 유망 종목
아마존, 중국 제약/바이오, 베트남
- 51 Credit Investment Maps
우량등급 수난시대와 아름다운 건설채

2018 하반기 글로벌 자산배분전략

거시경제, 자산배분

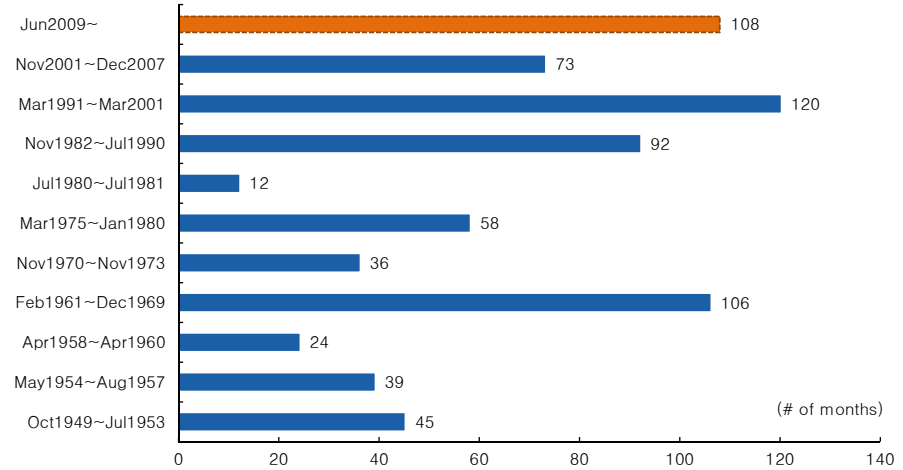
Late Cycle Dynamics

박희찬 02-3774-1850 hcpark@miraeasset.com

미국 경기와 주가, 너무 오랫동안 올랐다?

- 미국 경기 상승 기간이 이미 9년(금년 5월 기준), 역대 최장 기록까지 1년 남았음.
- 미국 증시도 같은 기간 지속 상승, 미국 신용등급 강등(2011년 8월) 이후로도 7년 상승.
- 이에, 조만간 미국 경제가 리세션에 들어가고 주가 고점도 얼마 남지 않았다는 시각들이 조금씩 늘어나고 있음.

미국 경기 상승 108개월, 역대 2위 기록



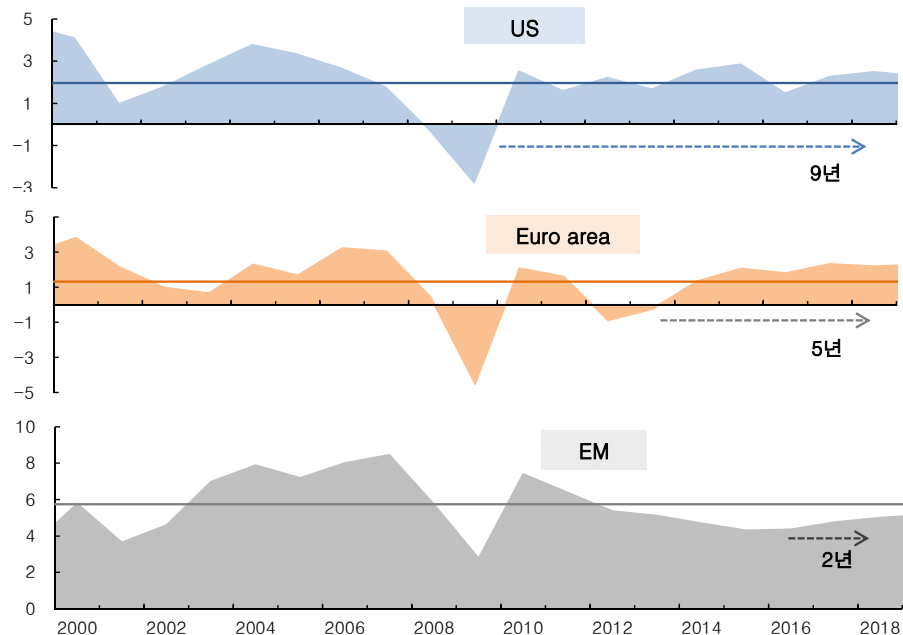
자료: NBER, 미래에셋대우 리서치센터

Late Cycle, 지역별로 다른 현실

유럽, 신흥국도 Late Cycle?

- Late cycle? 미국은 그럴 수 있지만, 유로존은 경기 회복 만 5년, 신흥국은 경기 회복 만 2년.

금융위기 이후, 선진국 신흥국 경제 성장률 추이, 경기 상승 기간 비교

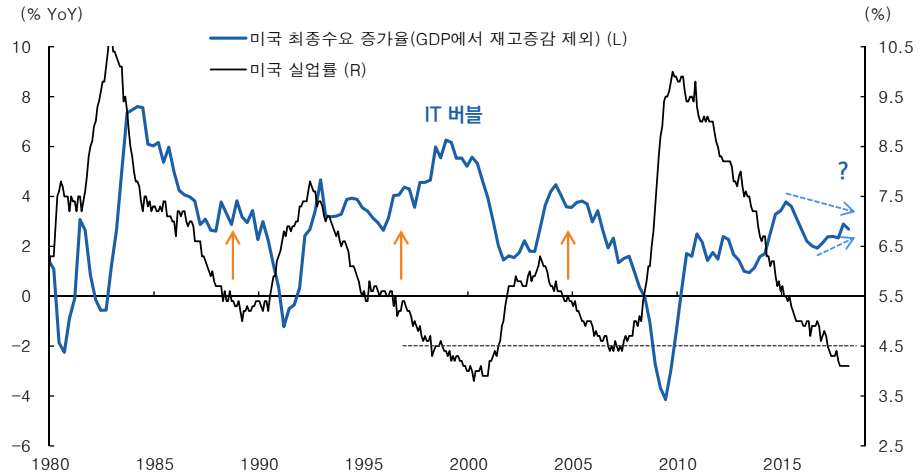


자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

미국 경제, 실업률 4%에서는 경기 모멘텀 제한

- 2차 대전 이후 자연실업률 이하에서 미국 경기 모멘텀이 강화된 사례는 1990년대 후반 IT 버블 당시 한 차례. 다른 사례는 모두 경기 둔화.
- 자연실업률 이하에서는 노동비용, 금리 등 비용 부담이 상승하면서 경기 모멘텀이 더 강화되기 어려운 것.
- 감세정책 등에도 불구하고, 미국으로부터 더 많은 역할을 기대하기는 어려움.

1980년대 이후 미국 자연실업률 이하는 세 차례: 경기 모멘텀 둔화 2번 vs. 경기 모멘텀 강화 1번



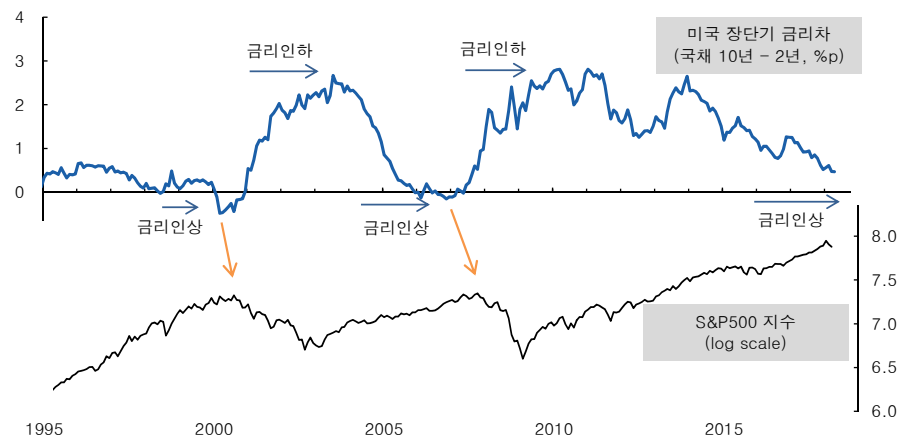
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

[Late Cycle] 장단기 금리차 축소

장단기 금리차 축소와 주가 상승 양립

- 경기 사이클 후반부에는 금리인상이 단행되면서 장단기 금리차 축소 진행.
- 장단기 금리차 축소는 경기 모멘텀의 정점을 통과했을 가능성을 시사.
- 하지만, 장단기 금리차 축소와 경기 침체(리세션)까지는 상당한 시차.
- 그래서, 장단기 금리차 축소 국면에도 주가는 계속 상승. 주가 고점은 장단기 금리 역전 이후 발생.

미국 주가 하락 국면(미국 경제 리세션 국면 포함)은 장단기 금리 역전 현상 발생 이후

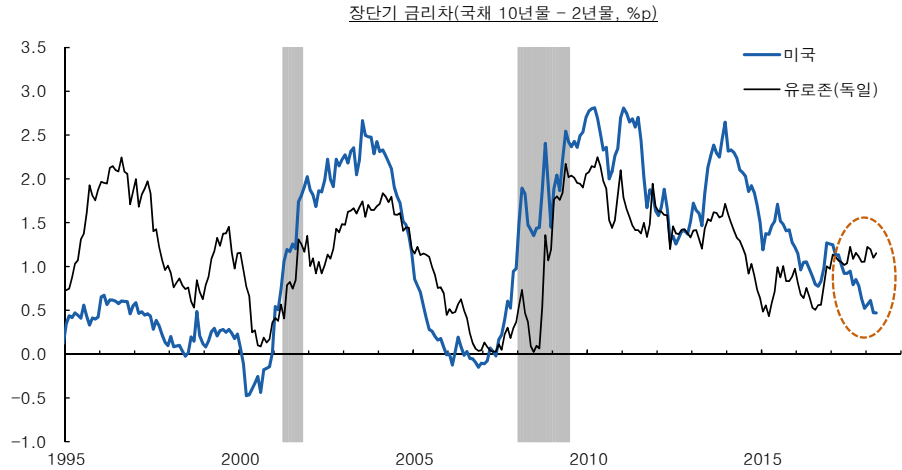


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

미국과 다른 유로존

- 지역별로 경기사이클상 위치가 다르다 → 장단기 금리차도 다른 모습.
- 미국 장단기 금리차 축소, 하지만 유로존(독일) 장단기 금리차는 축소되지 않고 있음.
- 이는 통화정책, 인플레이션 상황 등의 차이에서 비롯됨: 미국은 금리 인상하면서 장기 인플레이션 기대심리 통제, 반면 유로존은 아직 양적완화 중.

미국과 유로존(독일) 장단기 금리차: 과거에는 큰 차이 없었지만 지금은 차별적



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터 / 주: 그림에서 음영 표시 구간은 미국경제 리세션 국면

유로존 인플레이션, 아직 정상화 시그널 미약

완화적 통화정책 당위성 지속

- 유로존 코어 인플레이션은 2013년 말부터 연 1% 전후. 이는 '장기평균 - 1 표준편차' 수준.
- 인플레이션 기대심리가 부족한 상황에서 유로화 강제 여파도 작용했을 듯.
- 유로존 긴축 선회까지는 아직 많은 시간 필요.
- 다만, 유로존 실업률이 정상화되고 있어서 시간이 지날수록 인플레이션은 조금씩 상승하는 방향일 것.

유로존 코어 인플레이션, 연 1% 수준에서 4.5년째 횡보



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터 / 주: 2000년 이후 현재까지 평균값 및 표준편차를 사용.

유로존 실업률, 독일 제외 시 아직 10%대의 높은 수준



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

미국과 다른 신흥국

- 기준금리 인하 국면에서는 통상적으로 장단기 금리차 확대. 신흥국은 아직까지 그런 상황.
- 따라서, 미국과 일부 국가만의 장단기 금리차 축소일 뿐, 유로존, 신흥국 다수 국가들은 그렇지 않은 것으로 정리됨.

신흥국은 평균적으로 볼 때 기준금리 인하와 장단기 금리차 확대 국면



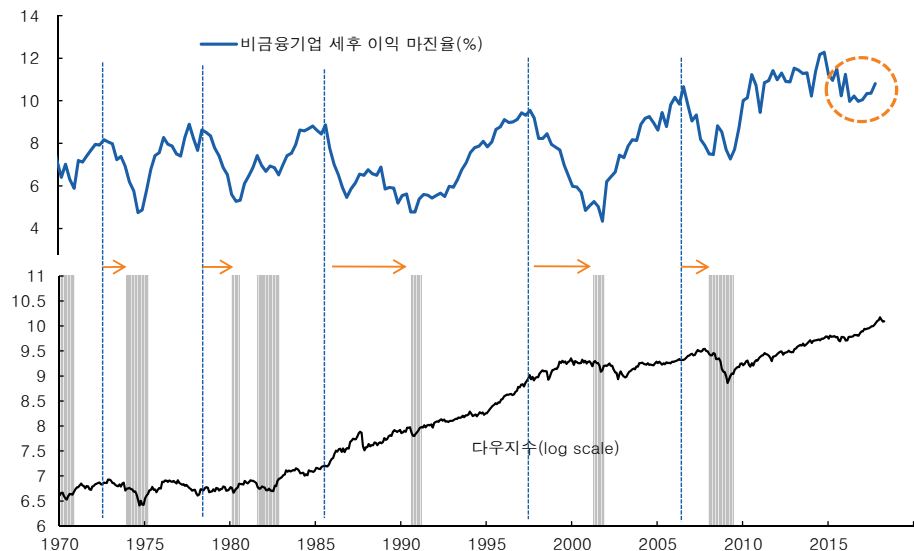
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

[Late Cycle] 기업이익 마진 축소: 아직 확인 전

미국 기업이익 마진 여전히 높고 반등 중 → 리세션과 거리가 멀다

- 경기 사이클 후반부에는 임금, 금리 상승 등 여파로 기업이익 마진 축소 경향.
- 이익 마진 축소는 Q에 대한 자신감을 반영하는 의미도 있음. 따라서, 이익 마진 축소가 곧바로 주가 고점이나 경기 침체 진입을 의미하지 않음.
- 현 국면에서 기업이익 마진은 역사적으로 높은 수준이고, 심지어 감세 효과로 반등하는 중.

기업 이익 마진 축소 이후 주가 하락 및 경기 침체 국면까지 상당한 시차

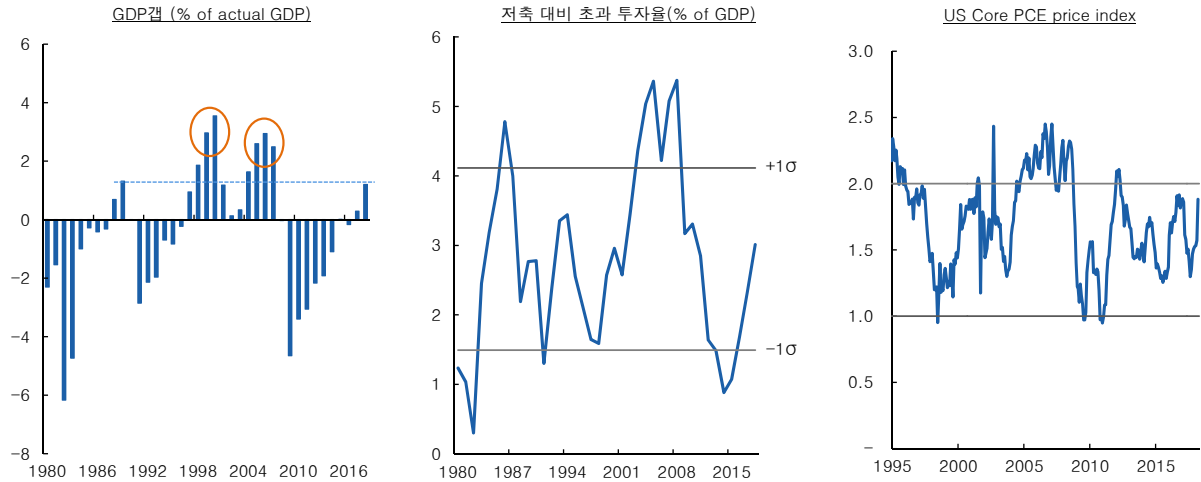


자료: NBER, US BEA, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터 / 주: 음영은 미국 경제 리세션 기간

과열 신호가 더 심해져야 리세션 가능성도 상승

- 대표적인 경기 과열 신호들로 GDP갭, 저축대비 초과 투자율, 인플레이 등을 꼽을 수 있음.
- 미국에서는 세 가지 지표 모두 상승 중이나, 충분히 과열됐다고 말하기 어려운 수준.

과열지표 추이: 인플레이갭(플러스 GDP갭), 과잉투자, 인플레이 등이 높아지고 있지만, 과열 국면과는 조금 거리가 있음



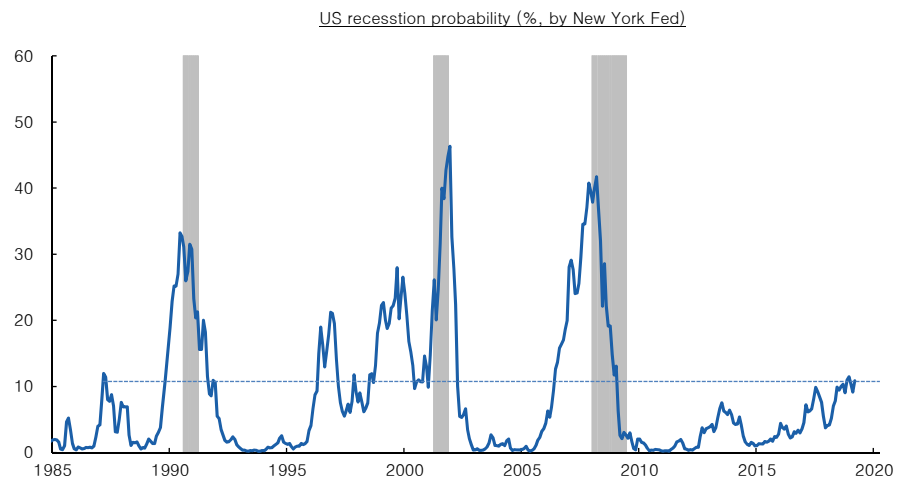
자료: IMF, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

미국 경기침체 확률 낮게 유지

리세션 확률, 레벨도 낮고 큰 변동성도 없음

- 앞서 본 여러 가지 이유들(미국 기업이익 마진 견고, 미국 경기 과열 징후 불충분, 미국 외 지역의 경기 회복 잠재력 등)은 미국 경기침체가 조만간 발생할 가능성이 낮음을 시사.
- 뉴욕 연준에서는 앞으로 1년 동안 미국 리세션 발생 확률을 10% 수준으로 평가.

미국 리세션 확률은 최근에 오름세에 있지만 절대 레벨은 여전히 낮은 수준

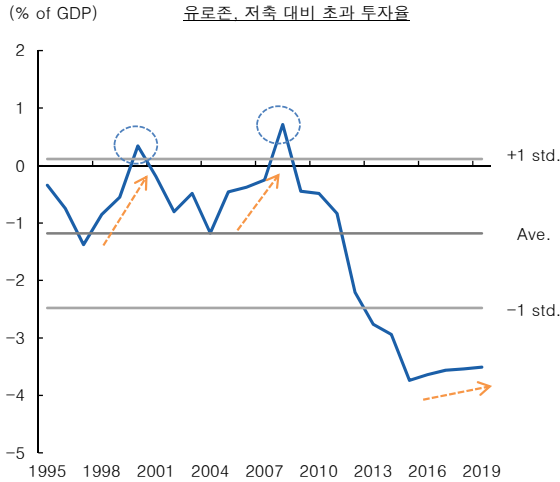


자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터 / 주: 음영은 미국의 실제 리세션 발생 구간

유로존 과열 신호는 사실상 없음

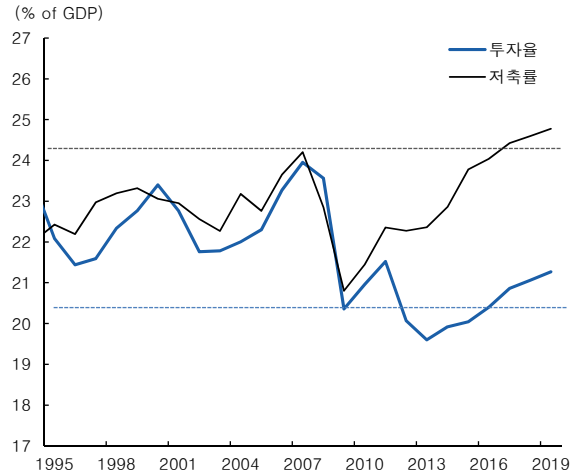
- 유로존 GDP갭은 여전히 마이너스, 즉, 과열 신호 미약한 상황.
- 특히, 유로존 저축 대비 초과 투자율은 역사적 바닥권에서 거의 회복하지 못함.
- 경기 상승 후반부 유로존은 투자율 회복세가 특징적. 지금은 투자율 회복뿐 아니라 과잉 저축 조정 가능성(소비 회복)도 공존.

유로존 순투자율은 극히 비정상적 수준



자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

유로존, 과소 투자뿐 아니라 과잉 저축



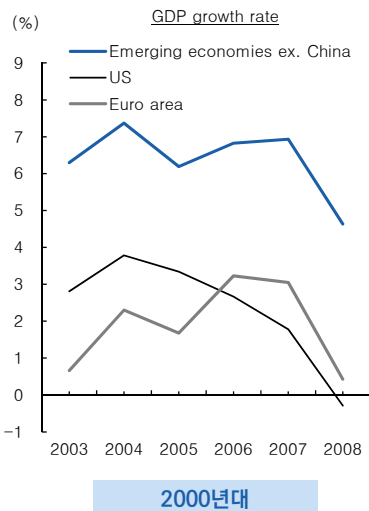
자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

[Late Cycle] 유럽과 신흥국의 역할 동반 증가

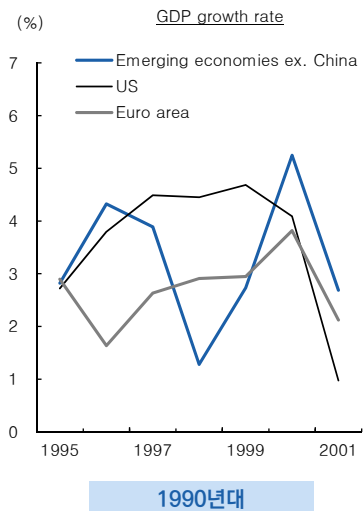
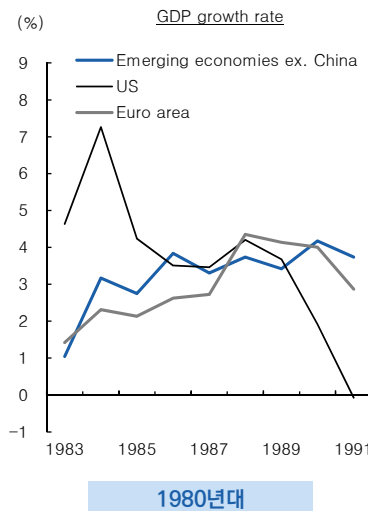
경기 상승 초반은 미국, 후반에는 유럽과 신흥국

- 경험적으로 신흥국은 유럽과의 경제 성장률 상관관계가 높음(미국과의 관계 대비).
- 경기 상승 후반부에는 유럽과 신흥국의 세계경제 성장 기여도가 함께 높아지는 경향: 2000년대 중반, 1980년대 후반에 이것이 비교적 선명했고 1990년대는 조금 미약했음.

10년 주기 경기 사이클의 후반부에서는 유럽과 신흥국의 세계경제 성장 기여도 상승



자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터



신흥국 회복세에 따른 EMBI spread 하락 기대

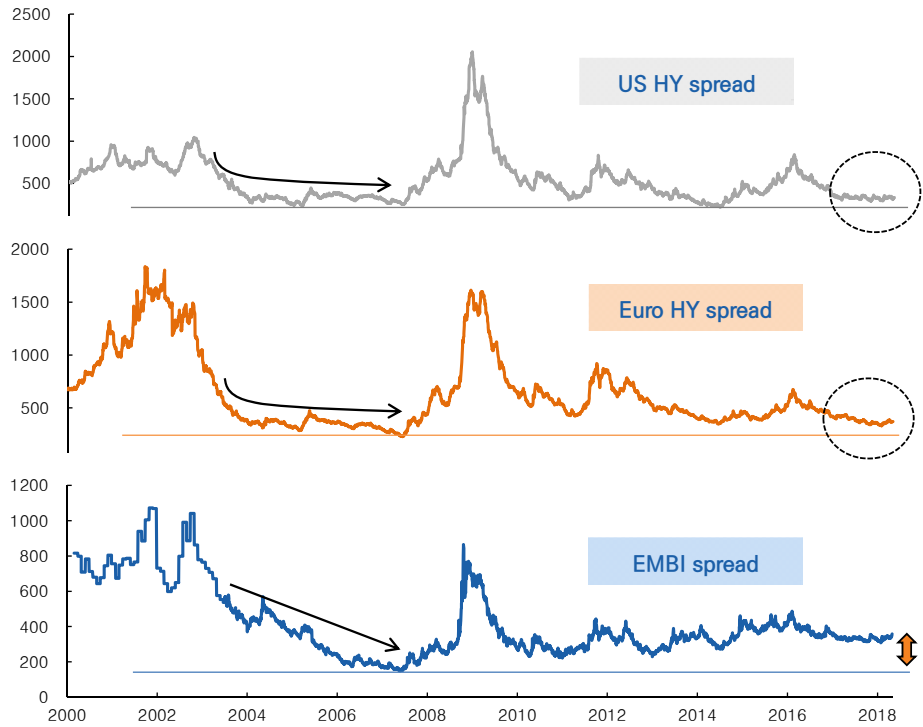
선진국 하이일드 스프레드

- 경기 회복 중반부에 충분히 떨어진 후 리세션 전까지 비슷한 레벨 유지

EMBI 스프레드

- 경기 상승 막바지까지 지속 하락 경향.
- 지금은 과거보다 느린 속도로 지속 하락세 기대됨.

경험적 저점까지 여유: EMBI 스프레드 > 유럽 하이일드 스프레드 > 미국 하이일드 스프레드



15 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

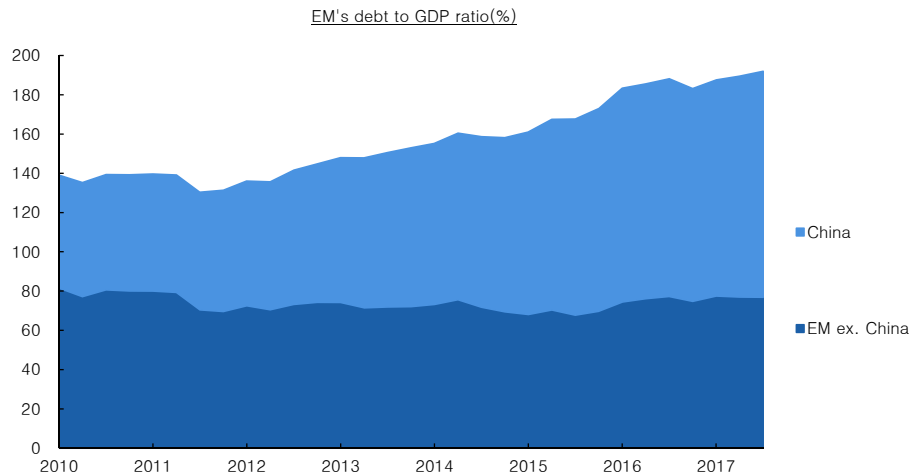
Mirae Asset Daewoo Research

신흥국 부채 문제 ≙ 중국 부채 문제

2010년 이후 중국의 총부채는 중국 제외 전체 신흥국보다 1.5배 증가

- 신흥국의 GDP 대비 부채 비율은 2010년 140%에서 시작해서 2017년 3Q에 190%로 상승.
- 이 과정에서 중국 부채 급증: 중국의 GDP 대비 부채 비율은 2010년 초 180%에서 2017년 3Q 기준 260%.
- 이는 중국 제외 신흥국 전체에서 증가한 부채 규모를 압도. 지금 많은 사람들이 우려하는 신흥국 부채 문제는 사실상 중국의 부채 문제.

신흥국 부채 분해: 금융위기 이후 신흥국 부채 증가는 거의 중국 때문



자료: BIS, 미래에셋대우 리서치센터

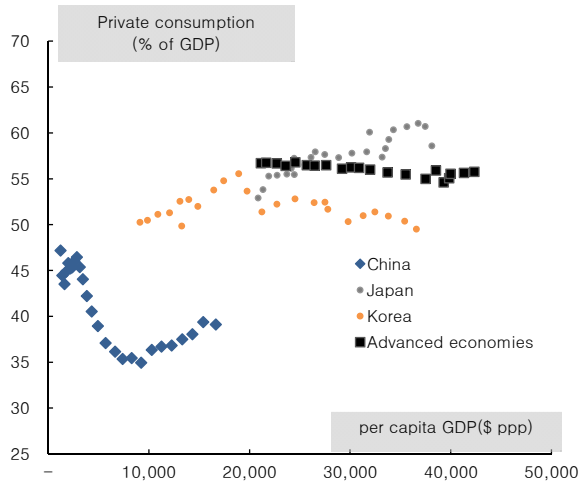
16 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

Mirae Asset Daewoo Research

소비, 서비스업을 통해 안정 성장 기반 강화

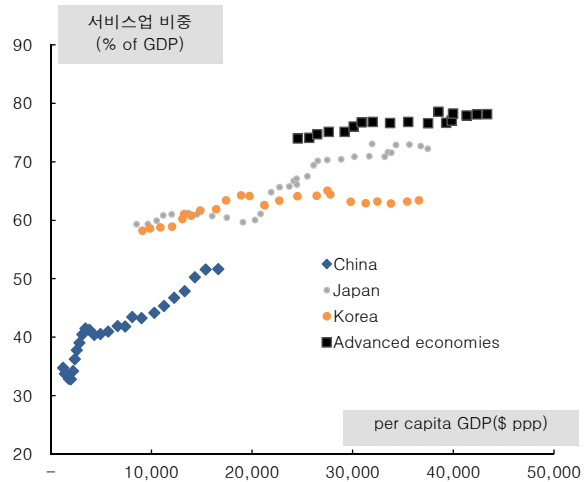
- 중국은 제조2025, 인터넷플러스 등 산업 혁신을 통한 미래 성장 동력 확보 노력.
- 단, 이를 위해 안정 성장 기반 필요: 소비 및 서비스업 비중 확대 노력.
- 아직 소비, 서비스업이 중국 경제에서 차지하는 비중은 각각 40% 내외, 50%대 초반에 불과해, 선진국의 그것과 비교했을 때 현저히 낮은 수준 → 두 비중 확대 노력 지속될 것.

중국 GDP에서 소비 비중 확대되는 중



자료: IMF, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

중국 GDP에서 서비스 비중 확대되는 중



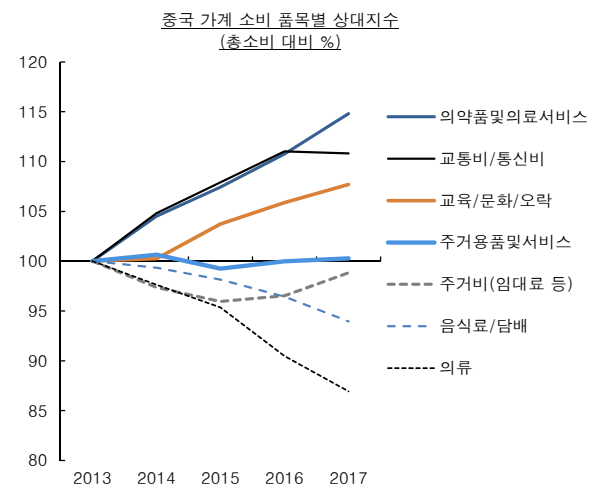
자료: IMF, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

중국, 안정 성장으로 가는 길: ② 소비

가계소비 트렌드 변화

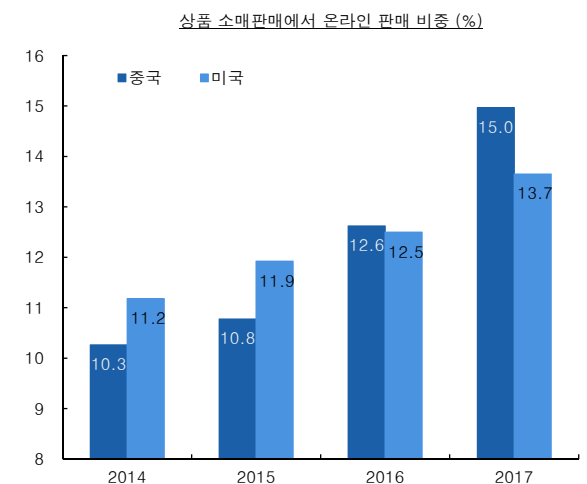
- 중국 가계 소비는 의식주 비중 축소와 재량적 서비스 소비 비중 확대가 선명하게 대비됨.
- 또, 모바일/온라인 소비의 가파른 증가가 특징적: 중국 온라인 소매판매는 연 30%대 증가율.
- 이런 소비 트렌드 변화는 중국 가계 저축성향 하락을 유발하면서 소비 확대에 기여할 것.

중국 가계소비 트렌드: 의식주 비중 축소, 재량 소비 비중 확대



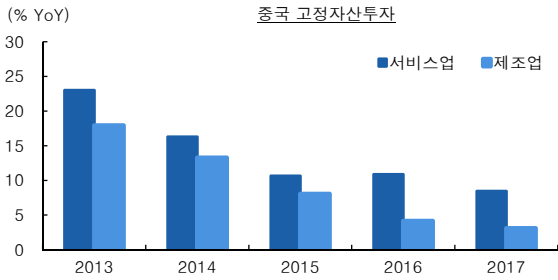
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

G2 온라인 소매판매 비중: 미국보다 중국에서 더 빠른 속도로 확대



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

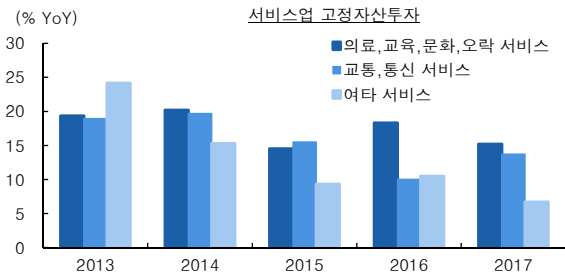
중국 고정투자 증가세 둔화, 서비스업 고정투자 상대 견고



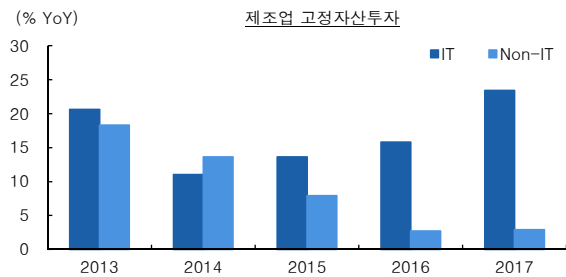
소비, 서비스업 성장을 위한 인프라 필요

- 중국 소비 비중 확대가 빠르지 않은 이유는 소비 증가가 느려서가 아니라, 소비 및 서비스업 성장을 위한 고정투자가 필요하기 때문.
- 중국 고정투자 증가 속도는 계속 떨어지지만, 그나마 서비스업에서의 고정투자가 제조업 대비 활발.
- 서비스업에서도 특히 소비가 활발한 의료, 교육, 오락 서비스 등에서 투자 활발.
- 제조업 고정투자 증가는 IT 제조업이 독보적.

서비스업 중에서도 최근 소비지출이 활발한 섹터에서 고정투자 활발



제조업: Non IT 제조업 고정투자 크게 위축, IT 제조업은 활발



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

19 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

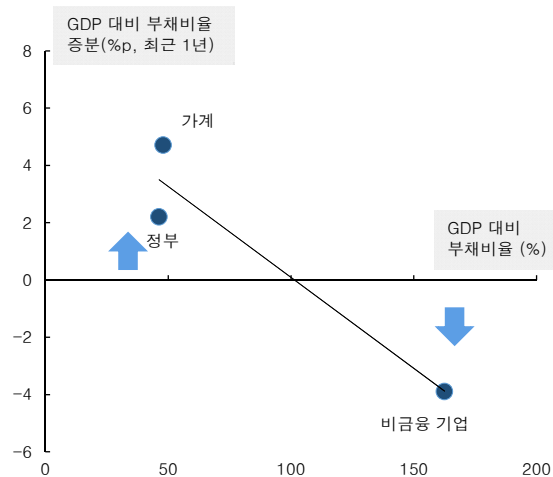
Mirae Asset Daewoo Research

중국, 안정 성장으로 가는 길: ④ 유동성, 부채

유동성 관리 & 밸런스

- 중국 부채 증가는 가계, 기업, 정부 모두에게서 발생하지만, 가장 주도적 역할은 기업에 있었음.
- 2016년부터 기업부채 조정 본격화. 기업부채 증가를 억제하는 대신, 상대적으로 여력이 있는 가계, 정부 부채 증가 유도.
- 그림자금융 규제도 동반. 그림자 규제에 따른 유동성 위축 완화하기 위해 기준을 인하.

부채 관리: 기업부채 축소, 가계부채, 정부부채는 확대



자료: BIS, 미래에셋대우 리서치센터

부채 관리: 그림자금융 규제 강화 vs. 기준을 인하



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

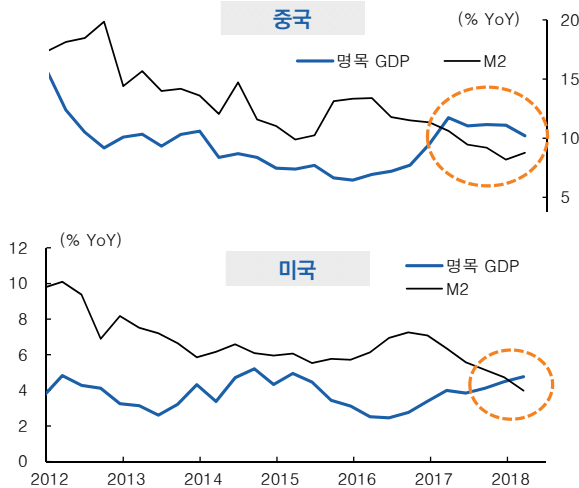
20 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

Mirae Asset Daewoo Research

중국을 기준을 인하, 미국은?

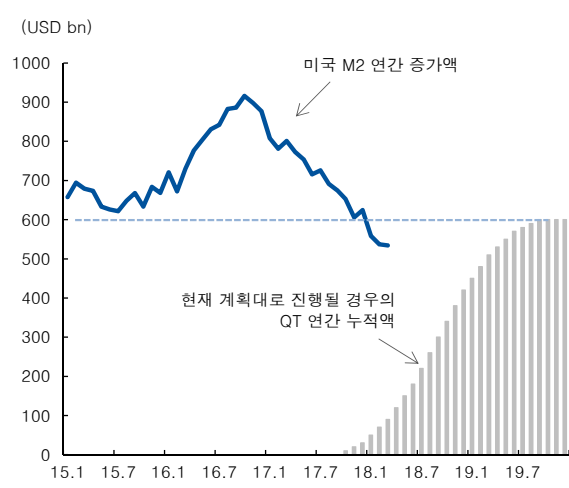
- 중국: M2 증가율 8%대 < 명목 GDP 성장률 10%대
- 미국: M2 증가율 4%대 초반 < 명목 GDP 성장률 5% 근접
- 생각보다 빠빠한 유동성 여건, 여기에 미국은 QT 축소가 M2 증가를 압도할 가능성.
- 중국을 기준을 인하, 미국의 선택은 금리인상 감속 또는 QT 증액 감속.

중국뿐 아니라 미국도 M2 증가 속도가 명목 GDP 성장세를 하회



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

미국은 자산축소(QT) 증가에 따른 유동성 위축 압력 가중



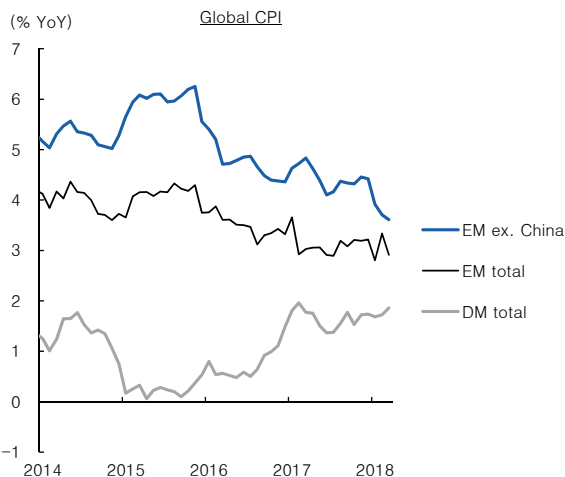
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

인플레 & 통화정책: 미국 ≠ 글로벌

차별적인 인플레 환경 → 통화정책 수립 제한

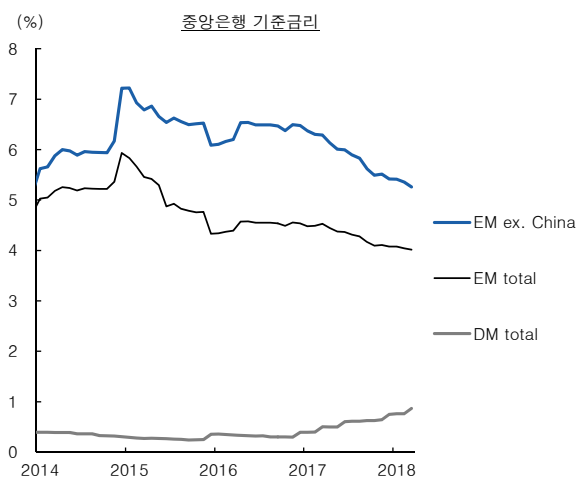
- 선진국 인플레는 1%대 후반에서 완만한 오름세, 신흥국 인플레는 중국 제외시 하향 안정 기조.
- 상반된 인플레 방향으로 인해 선진국-신흥국 통화정책도 그동안 반대 방향 유지.
- 올해는 금리인하 국가가 조금씩 줄어들면서 통화 긴축으로 서서히 수렴해 가는 방향.
- 하지만, 글로벌 통화 긴축이라는 표현을 쓸 수준은 아님. 심지어 선진국에서도 유로존, 일본 QE 지속.

선진국 인플레 반등 후 안정 vs. 신흥국 인플레는 하향 안정화



자료: IMF, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

선진국 금리 인상 vs. 신흥국 금리 인하

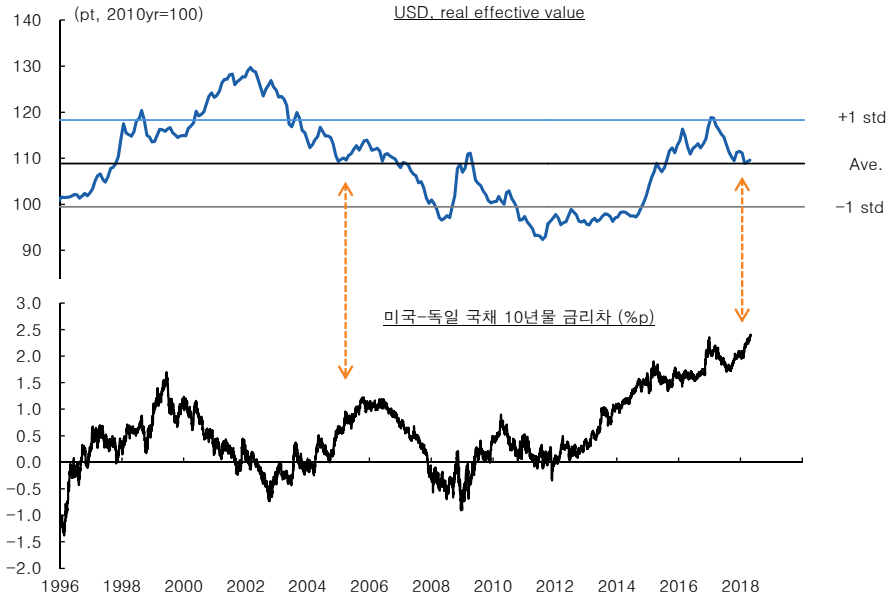


자료: IMF, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

2005년 데자뷰

- 글로벌 경기 상승 후반부: 유럽, 신흥국의 역할 증가 → 순환적 달러 약세.
- 하지만, 당장의 통화정책 격차를 감안하지 않을 수 없음. 미국-독일 국채 10년물 금리차 사상 최대로 확대. 중장기 달러 약세 구간에 단기적으로 달러가 튀었던 2005년 경험 참고해야 함.

사상 최고 수준으로 벌어진 미국-독일 국채 금리차 → 경험적 중립 수준으로 내려온 달러 가치 반등 압력



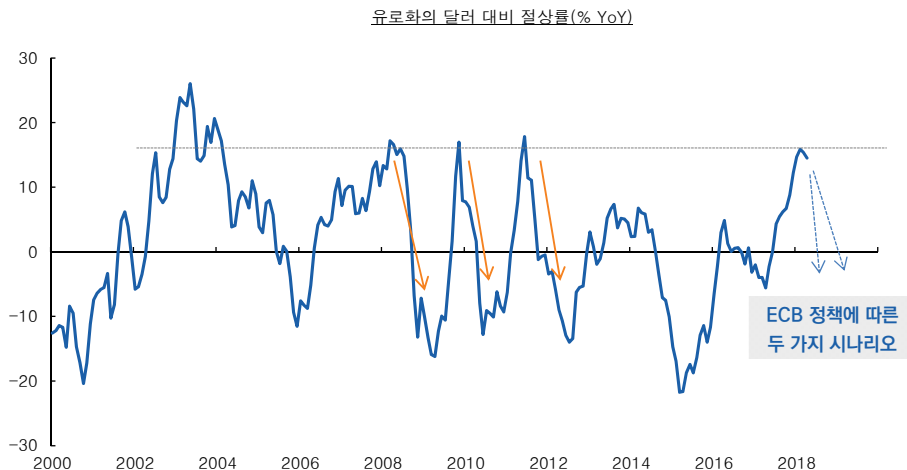
자료: Bloomberg, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

유로화 약세는 속도 문제

유로화 빠른 절상 이후 빠른 하락이 뒤따르는 경향

- 경험적 패턴에 따르면, 유로화는 3사분기에 전년비 마이너스 상승률로 전환 가능성 높음.
- 이 경우, 유로화는 3사분기에 1.15달러 이하로 떨어지게 됨.
- 6~7월 ECB회의에서 9월 QE 종료 여부를 어떻게 결정하느냐가 핵심 변수일 것. QE 재연장(+ 월간 채권 매입 규모는 추가 축소) 가능성에 무게.
- 유로화의 빠른 조정은 유로존 경제의 빠른 반등에 긍정적.

유로화 달러 대비 15% 절상이 임계점, 이후에는 1년 내에 마이너스 상승률로 전환

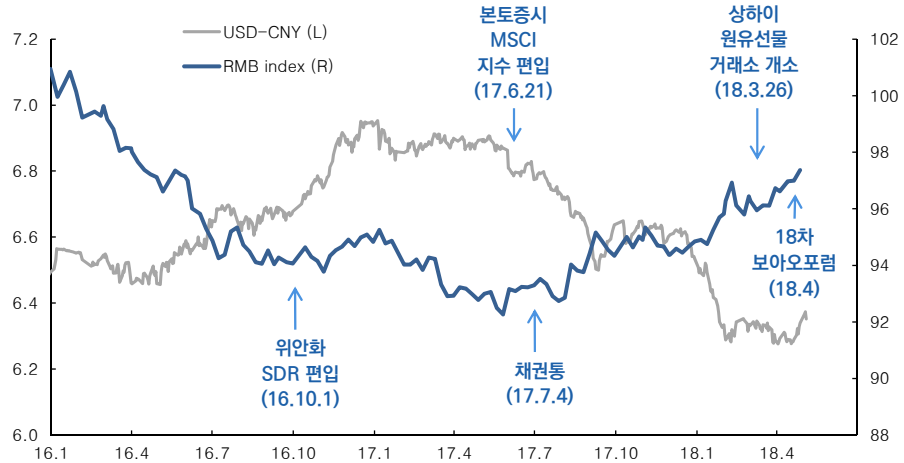


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

조만간 위안화 일간 변동성 확대도 뒤따를 것

- 2016년 SDR 편입과 함께 위안화 기축통화화 프로젝트는 본격화. 이후 주식시장, 채권시장 개방 확대, 상하이 원유선물거래소 개소 등이 대표적인 작업.
- 지난 4월 시진핑 주석의 보아오포럼 개막연설에서 금융 개혁, 개방 강조: 후강통, 선강통 규모 4배 확대, 연말까지 후문통(상하이-런던 교차거래) 출범 목표.
- 2015년 AIIB 출범과 일대일로 프로젝트 본격화도 위안화 기축통화화 프로젝트의 일환.

위안화 1년째 절상 기조, 달러 대비 약 10% 절상



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

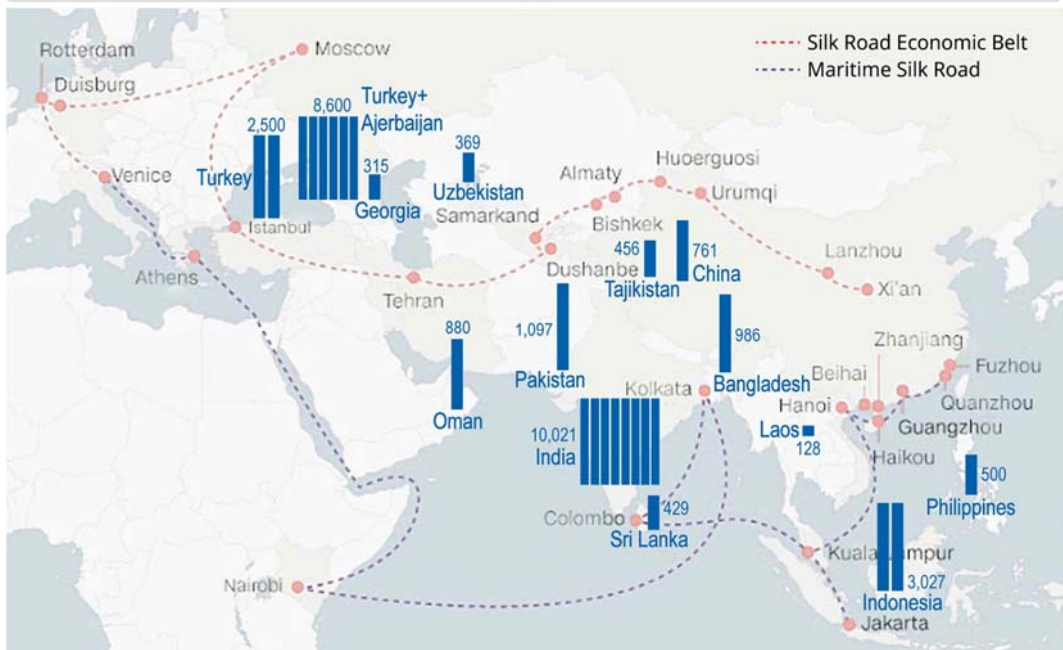
위안화 기축통화를 향한 길 (2)

일대일로와 AIIB

- 2016년 하반기부터 AIIB 자금을 활용한 투자 프로젝트가 본격화. 인도, 터키, 인도네시아 등에서 가장 활발.
- 일대일로 프로젝트와 긴밀히 연계되고 있음.

AIIB에서 승인(예정)된 투자 프로젝트 현황

(단위: 백만달러)

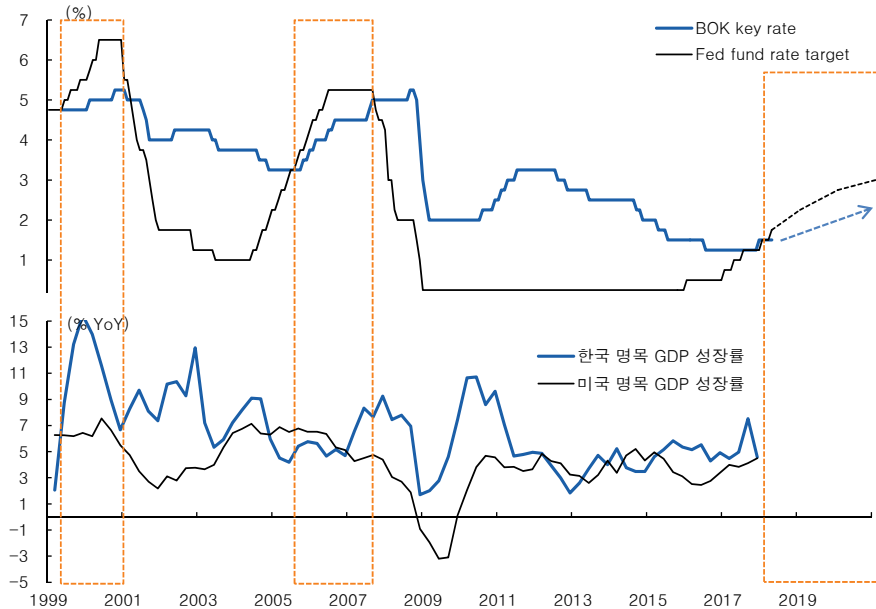


자료: AIIB, 미래에셋대우 리서치센터

금리 역전, 과거-현재의 차이를 고려해야

- 과거 한미 금리 역전 당시에는 그 상황이 오래 갈 것이라 생각하지 않았음.
- 하지만, 지금은 FRB 기준금리가 3%까지 간다고 할 때 한국은행도 그럴 수 있다고 생각하긴 어려움.
- 시간이 지날수록 금리 역전이 심화될 수 있다는 점이 과거와 차이점.

한국-미국 명목 GDP 성장률 갭 축소와 BOK-FRB 기준금리 역전



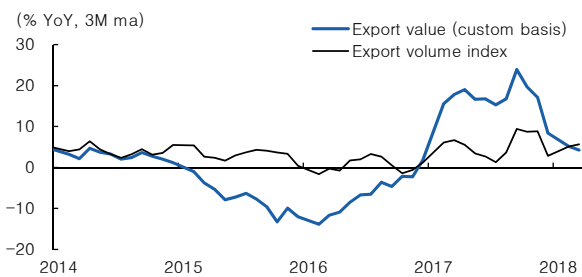
27 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

자료: Bloomberg, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

Mirae Asset Daewoo Research

한국 경제: 전반적 경기 둔화

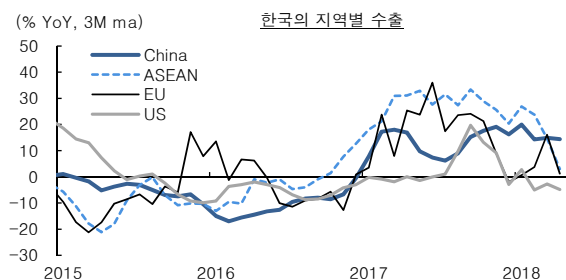
수출 물량은 점진적으로 개선, 하지만 수출물가 기저효과 불리



수출보다는 내수가 문제

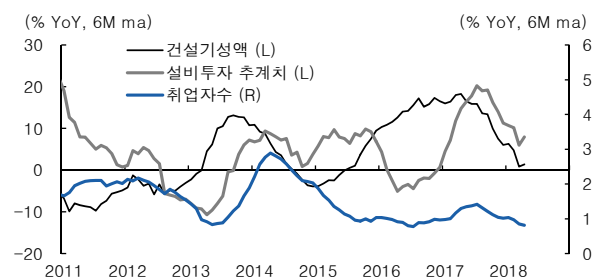
- 나쁘지 않은 대외 여건으로 수출 물량은 조금씩 개선.
- 하지만, 수출물가 기저효과 크게 불리한 여건. 이로 인해 대부분 지역에서 수출 증가세 둔화되나 중국향 수출은 견고.
- 내수는 수출에 비해 좀더 좋지 않은 상황으로 보임. 설비투자, 건설투자 둔화 뚜렷한 가운데, 취업자수 증가율은 2010년 이후 최저치로 하락.

지역별로, 중국향 수출 견고하나 ASEAN, 미국, 유럽향 수출 둔화



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

내수지표들 부진



28 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

Mirae Asset Daewoo Research

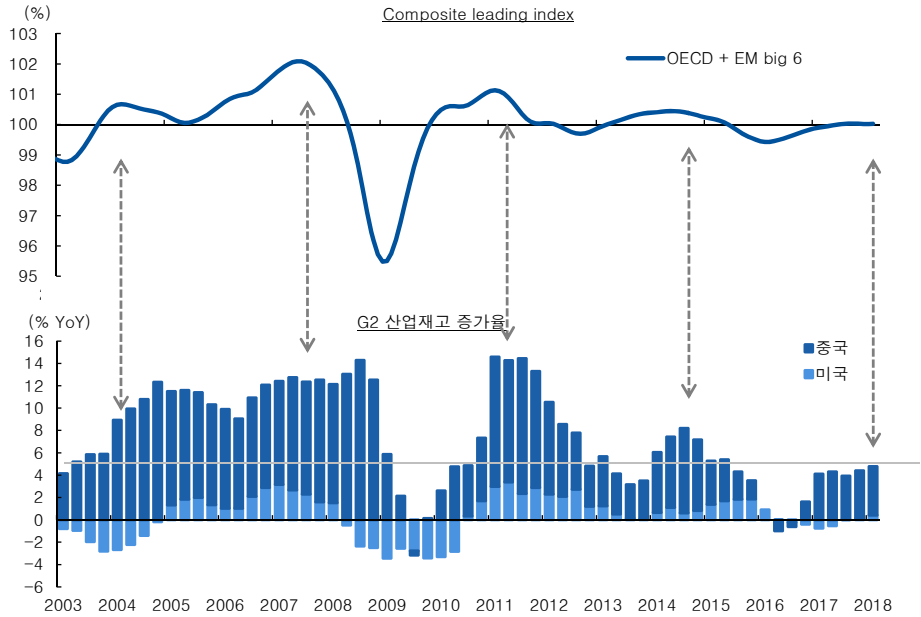
단기(하반기) 경기전망 키 팩터: 재고사이클 상승 구간 연장

거시경제, 자산배분

과거보다 재고 사이클 주기 증가

- 과거와 달리 신중한 재고 재축적, 시사점: ① 재고떨이에 따른 경기 하강 압력 낮다, ② 재고 재축적이 더 강화되면서 경기가 더 올라갈 포텐셜이 남았다, ③ 재고 축적이라는 가수요가 제한되는 만큼 인플레이 압력도 낮다

과거 재고사이클 고점 대비 G2 산업재고 증가율 낮은 수준



29 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

자료: OECD, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터 / 주: G2 산업재고는 물량 기준으로, 재고 금액을 생산자물가로 조정함.

Mirae Asset Daewoo Research

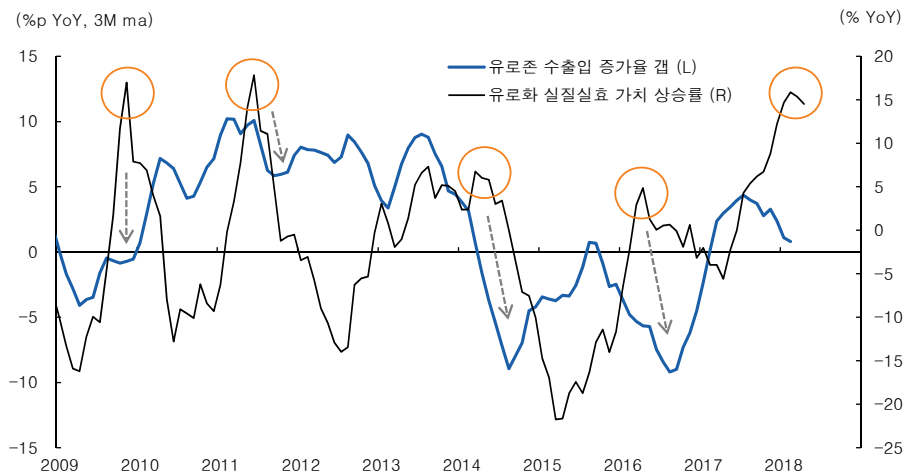
단기(하반기) 경기전망 키 팩터: 유로존 경기 반등

거시경제, 자산배분

하반기 중 유로존 경기 반등 가능성 높음 → 달러 강세 제한될 것

- 금년 상반기 글로벌 경기 모멘텀 둔화에는 유로존 경기 둔화 여파가 컸음.
- 유로존 경기 둔화에 큰 영향을 미쳤던 유로화는 2월 고점, 이후 약세 조정.
- 유로화 약세 전환 이후 유로존의 순수출이 두 분기 이내에 반등 전환하는 경향이 강하므로, 금년 하반기 중 유로존 경기 반등 기대됨.

유로화 약세 전환 이후 두 분기 이내에 유로존 순수출이 반등 전환하는 경향



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

30 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

Mirae Asset Daewoo Research

주가 고점 선행 지표들 확인 필요, 아직 시그널 부족

① 기업 이익 마진 고점



② 기준금리 인상 종료

+

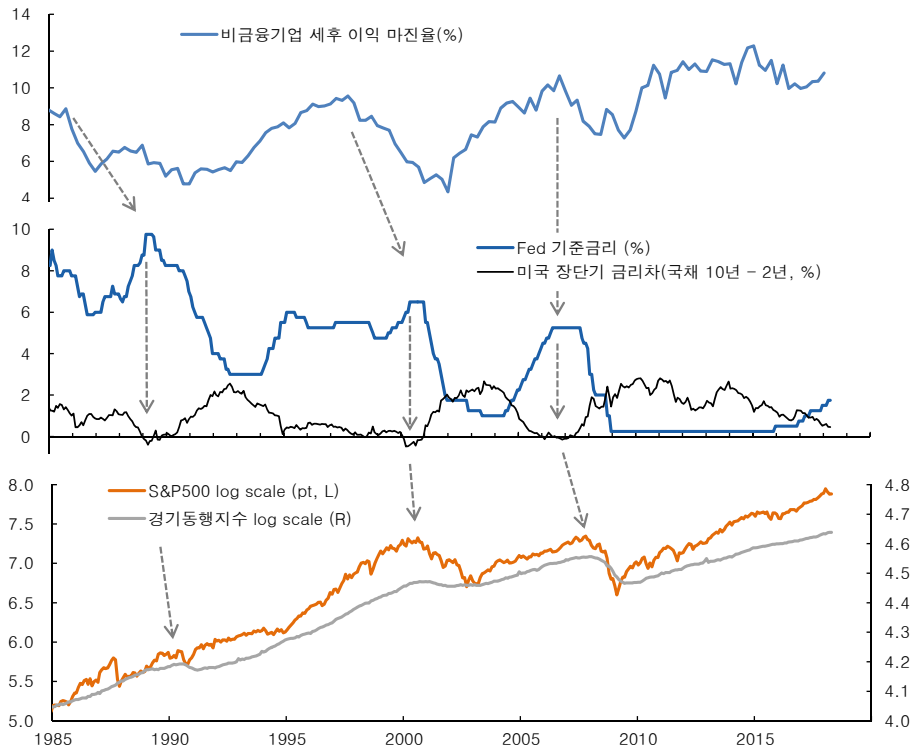
③ 장단기 금리 역전



④ 주가 고점

+

⑤ 경기 고점



31 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

자료: Bloomberg, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

Mirae Asset Daewoo Research

투자 기회 (2): 새로운 성장

3차 산업혁명 경험,
4차 산업혁명에도
재현 가능

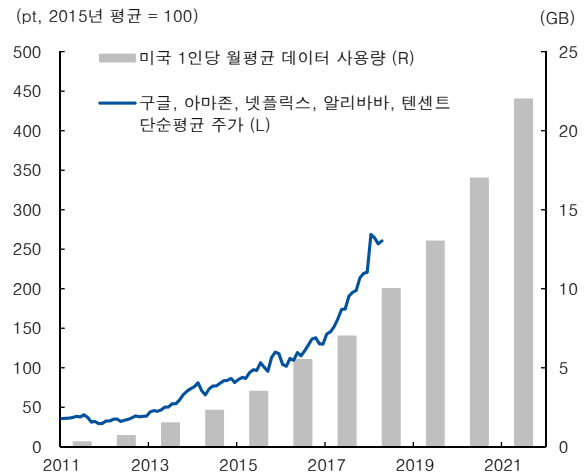
- 3차 산업혁명은 정보 시대, 미국 컴퓨터/IT 제조업 가파른 성장세 속에서, 대표 수혜 기업인 Microsoft 주가는 1986년부터 2000년까지 600배 급등.
- 4차 산업혁명은 데이터 시대, 데이터 사용량의 급격한 증가와 함께 관련기업 주가도 기초적 상승이 기대됨.

미국 컴퓨터·IT 제조업 생산지수와 Microsoft 주가



자료: Bloomberg, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

미국 데이터 사용량과 신성장 주도 기업들 주가(지수)



자료: Ericsson, BI intelligence, 미래에셋대우 리서치센터 / 주: 2018년 이후는 BI intelligence의 예상치

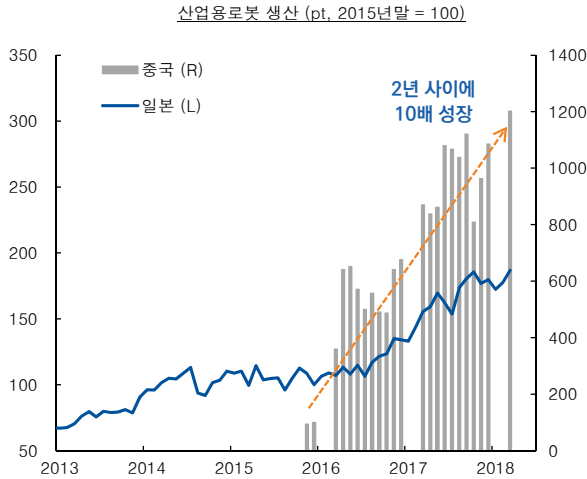
32 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

Mirae Asset Daewoo Research

중국 로봇기술 공장자동화 유로존 투자율 회복

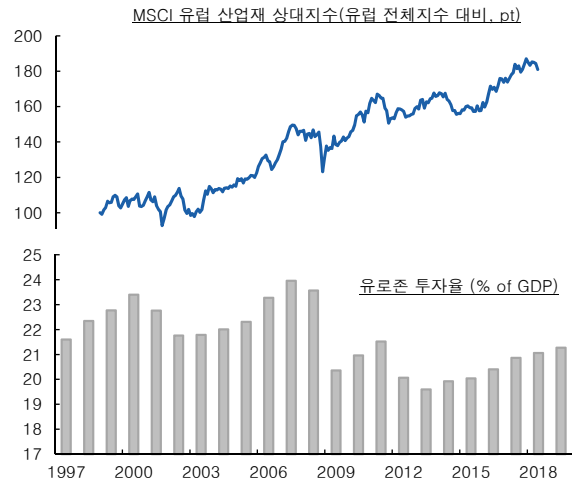
- 중국 수요 급증에 따른 전세계 로봇산업의 가파른 성장세: 전세계 로봇 공급에서 중국 비중 40%.
- 중국내 산업용 로봇 생산은 최근 2년간 10배 증가.
- 공장자동화 트렌드, 중국 로봇기술은 일본, 독일 등 관련 기술 강국에게 큰 기회 요인.
- 일본, 유럽 산업재에 관심. 유로존 투자율 회복의 수혜도 기대됨.

중국 산업용 로봇 생산 급증, 일본에서도 추세적 증가



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

MSCI 유럽 산업재 상대지수와 유로존 투자율



자료: IMF, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

Summary

Late Cycle 논란과 진실

- 미국은 역대 최장 경기상승 기간에 근접, 하지만 유럽은 경기상승 5년, 신흥국은 2년.
- Late cycle 논란은 사실상 미국에 국한된 얘기. 그런데, 미국도 과열 징후는 아직 충분치 않음.
- 유로존은 잠시 주춤하지만 하반기 반등 기대됨. 유럽 과잉저축 완화 및 투자 회복 기대.
- 중국 안정 성장세 유지. 유럽과 더불어 신흥국의 역할이 커지게 될 것.

통화정책 & FX 마켓

- 글로벌 통화 긴축 동조화 현상은 아직 미약, 차별적 인플레이 환경에 따른 차별적 통화정책.
- 중국, 미국 잉여유동성 수축 국면 → 중국은 지준율 인하, 미국은 긴축 감속 가능성.
- 한국은 하반기 한 차례 금리인상 가능한 정도, 없더라도 이상할 것 없음.
- 3사분기 중 달러 고점, 유로화 저점 예상: 유로존 경기 반등 징후와 함께 달러 강제 제한될 전망.
- 위안화는 기축통화를 지향하는 정책 뒷받침 속에서 점진적 절상 기조 예상.

자산배분: 주식 중심, 위험선호

- Late cycle, 하지만 리세션까지는 시간적 여유. 주가 고점이 임박하지는 않았음.
- 선진국은 4차 산업혁신 기술주, 유럽 산업재(유로존 capex 회복 기대), 클린에너지 등 선호.
- 신흥국은 중국 중심으로 벤치마크 대비 초과 투자 권고.
- 채권은 신흥국 국채: 하이일드채권 대비 우위.

자산 구분	ETF명	티커	위험 정도	시가총액 (백만달러)	성과			12M Div yield	Expense ratio	투자 포인트
					-1M	-3M	-12M			
주식형 (섹터)	타이거 글로벌 4차 산업혁신 기술	275980 KS	고	281	1.7	3.5	n.a.	n.a.	0.40	✓ 4차 산업혁명 관련 기술분야에서 핵심 경쟁력을 보유하고 있는 글로벌 기업들에 투자
	iShares Global Consumer Discretionary	RXI US	고	252	2.6	3.4	14.1	1.2	0.47	✓ 낮은 인플레이션 속에서 소비 테마 유효 ✓ 아마존, 홈디포, 도요타, 디즈니, 넷플릭스 등 다양한 소비재들에 투자
	Global X Robotics & Artificial Intelligence	BOTZ US	고	2,549	2.9	-1.5	30.1	0.0	0.68	✓ 신성장 테마 중에서 로봇틱스, AI 등에 집중 투자 ✓ 키멘스, 아스카와전자, 화낙 등 일본 주식이 50% 비중 차지
	iShares EUR600 Industrial Goods & Services	RXI US	고	181	6.1	7.9	3.2	1.4	0.46	✓ 지멘트, 에어버스, 슈나이더일렉트릭 등 유럽 산업재에 투자 ✓ 유로존 고정투자 회복을 기회로
	iShares Global Clean Energy	ICLN US	고	181	-0.1	10.1	12.0	2.4	0.47	✓ 친환경 테마는 장기 유망한 투자 대안 ✓ 미국, 중국, 유럽의 다양한 기업에 분산 투자
	Mirae Asset Horizons Hang Seng High Dividend Yield	3110 HK	중	22	-0.2	5.6	25.1	4.0	0.38	✓ 홍콩 배당주 투자를 통한 안정적 분배금 지급 ✓ 2017년 연간 분배금 수익률 4.23%
주식형 (지역)	MSCI China	3040 HK	고	477	2.3	5.2	38.4	n.a.	0.25	✓ 중국 기업이익 증가 및 본토 증시 개방에 따른 유동성 유입 기대 ✓ B.A.T.와 같은 신성장 기업들에도 투자.
	iShares Core MSCI Emerging Markets	IEMG US	고	49,879	-1.6	0.0	13.8	2.4	0.14	✓ 신흥국 전체에 대해 가장 광범위하게 투자할 수 있는 대안 ✓ 비용은 거의 최소화된 구조
혼합형	Mirae Asset Horizons S&P500 Covered Call	HSPX US	중	44	2.4	1.6	2.6	6.2	0.65	✓ OTM 콜옵션 매도를 통해 가격 상승과 인컴을 동시에 추구 ✓ 월간 분배금 지급(2017년 연간 분배금 수익률 5.16%)
	Horizons Active Floating Rate Preferred Share	HFP CN	중	119	1.5	-0.3	4.6	3.7	0.62	✓ 채권형 ETF, 연환산 수익률 3%대 후반 ✓ 금리 상승 국면에서 유리(floating rate: 100%)

주: 성과, 시가총액 등의 수치는 5월 8일 기준.
35 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

2018 하반기 글로벌 자산배분전략

주식 투자전략

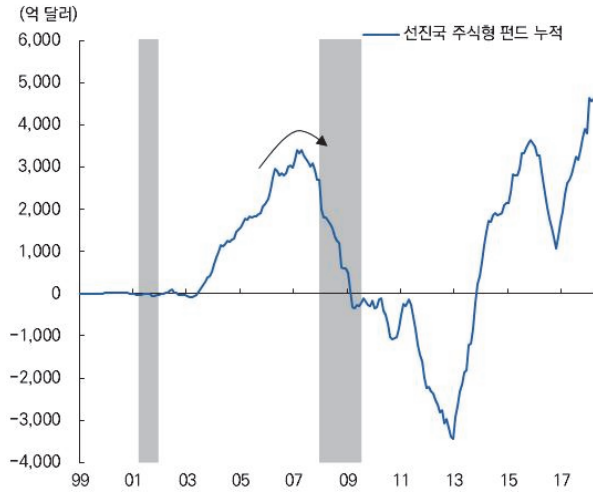
추세와 순환의 밸런스

고승희 02-3774-1871 seunghee.ko@miraeasset.com

2016년 하반기 이후, 신흥국 주식형 펀드로의 자금 유입 지속

- 선진국, 신흥국 주식형 펀드에서 나타난 공통적인 특징은 미국 경기 침체 이전에 누적 기준으로 유입 금액이 사상 최고치 경신. 이후 경기 침체에 선행하여 자금 유입 강도가 둔화되면서 자금 이탈
- 현재 선진국 주식형 펀드는 사상 최고치를 경신했지만 신흥국은 사상 최고치에 도달하지 않음
- 더불어 신흥국 주식형 펀드로의 자금 유입이 지속되고 있다는 점에서 경기 고점에 대한 징후는 포착되지 않음

선진국 주식형, 누적 기준 사상 최고치 경신



자료: EPFR, NBER, 미래에셋대우 리서치센터

2017년 이후, 신흥국 주식형 펀드로의 자금 유입 지속



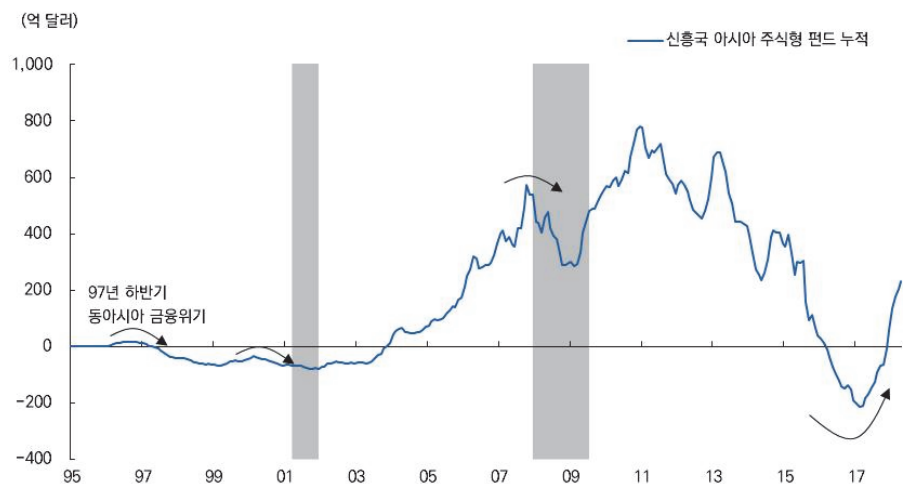
자료: EPFR, NBER, 미래에셋대우 리서치센터

[Fund Flow] 신흥국 내 제조업 비중이 높은 신흥국 아시아에 주목

신흥국 아시아, 미국 경기 침체기에 선행해서 자금 유출

- 신흥국 아시아 주식형 펀드는 미국 경기 침체기보다 선행하여 자금이 유출되는 모습(97년 동아시아 금융위기, 01년 IT 버블, 08년 금융위기)
- 자금 이탈 시점도 신흥국 주식형 펀드보다 소폭 선행하며 AUM 대비 자금 유출 규모도 더 큼
- 이는 신흥국 아시아가 한국, 대만 등 제조업 수출 중심 국가이기 때문에 대외 의존도가 높기 때문

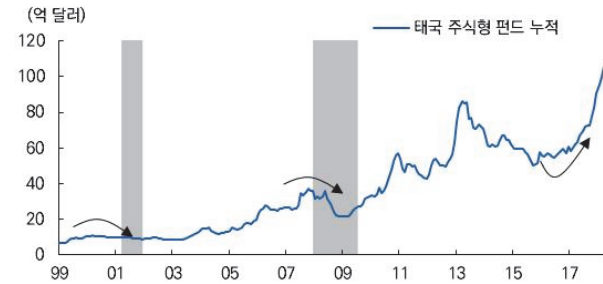
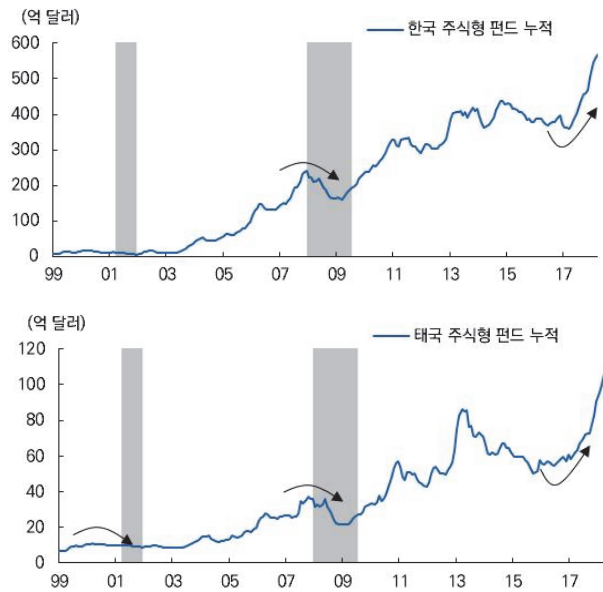
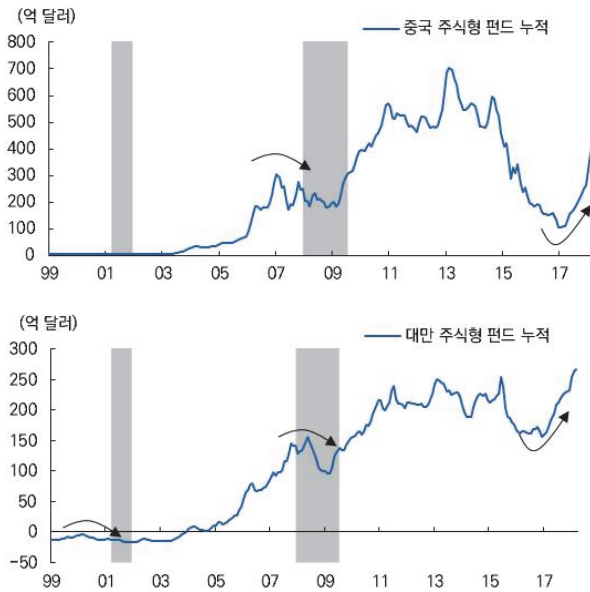
미국 경기 침체기에 선행하여 자금이 유출되는 신흥국 아시아 주식형 펀드



자료: EPFR, NBER, 미래에셋대우 리서치센터

신흥국 아시아 내 제조업 수출국

- 신흥국 아시아 내 중국, 한국 등 제조업 수출국도 미국 경기 침체에 선행하여 유입 규모 둔화
- 핵심은 2017년 이후 신흥국 아시아 내 제조업 수출국 주식형 펀드에도 자금 유입이 지속되고 있는 것

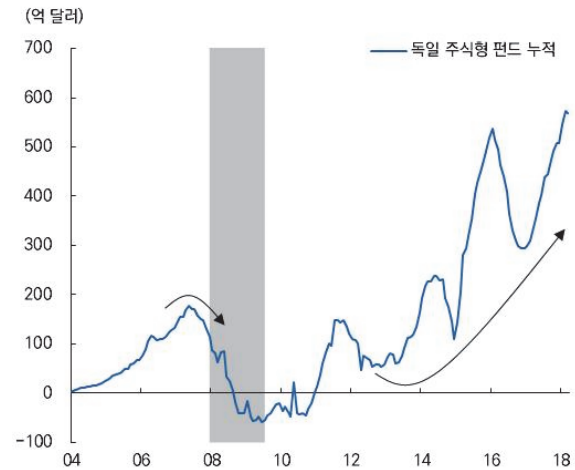
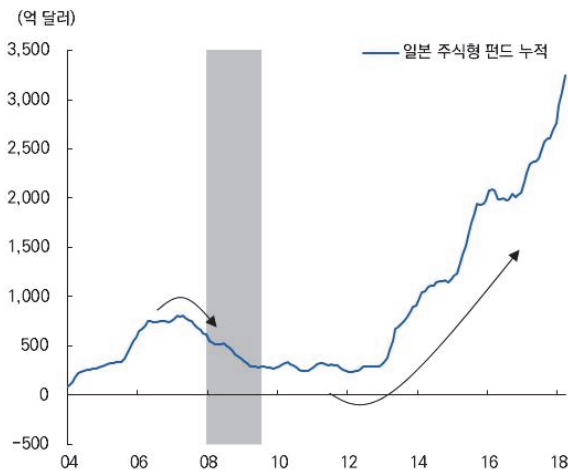


자료: EPFR, NBER, 미래에셋대우 리서치센터

선진국 내 제조업 수출국의 주식형 펀드도 자금 유입이 지속

- 선진국 내 제조업 수출국인 일본과 독일도 미국 경기 침체에 선행해서 주식형 펀드 자금이 유출
- 2017년 이후, 일본과 독일의 주식형 펀드로의 자금 유입 지속
- 선진국, 신흥국 제조업 수출 국가의 주식형 펀드로 자금 유입이 이어지고 있다는 점에서 수급적인 관점에서 글로벌 경기 고점을 논하기에는 시기 상조라고 판단

2017년 이후, 일본과 독일의 주식형 펀드로의 자금 유입 기조 유지. 제조업 수출 국가의 주식형 펀드로 자금 유입이 이어지고 있다는 점에 주목



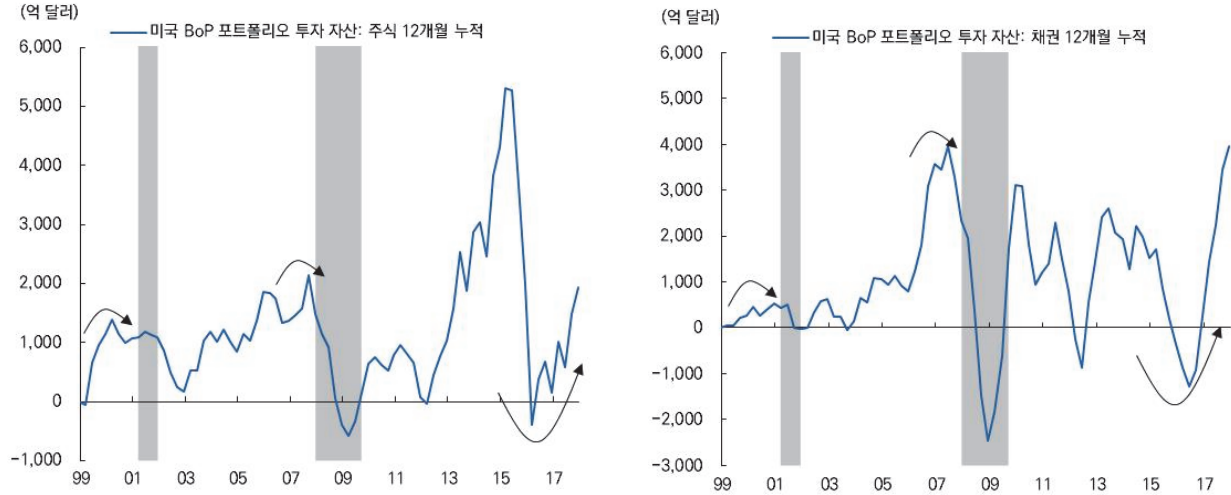
자료: EPFR, NBER, 미래에셋대우 리서치센터

자료: EPFR, NBER, 미래에셋대우 리서치센터

미국인의 해외 주식, 채권 투자는 완만히 증가

- 미국 경기 침체 이전에 미국인의 해외 주식, 채권 투자 12개월 누적 유입액은 고점을 찍고 둔화
- 현재 12개월 누적 유입액은 2016년 하반기를 저점으로 완만히 증가하고 있는 모습

미국 BoP 포트폴리오 자산: 주식과 채권의 12개월 누적치는 2016년 하반기를 저점으로 지속적으로 증가

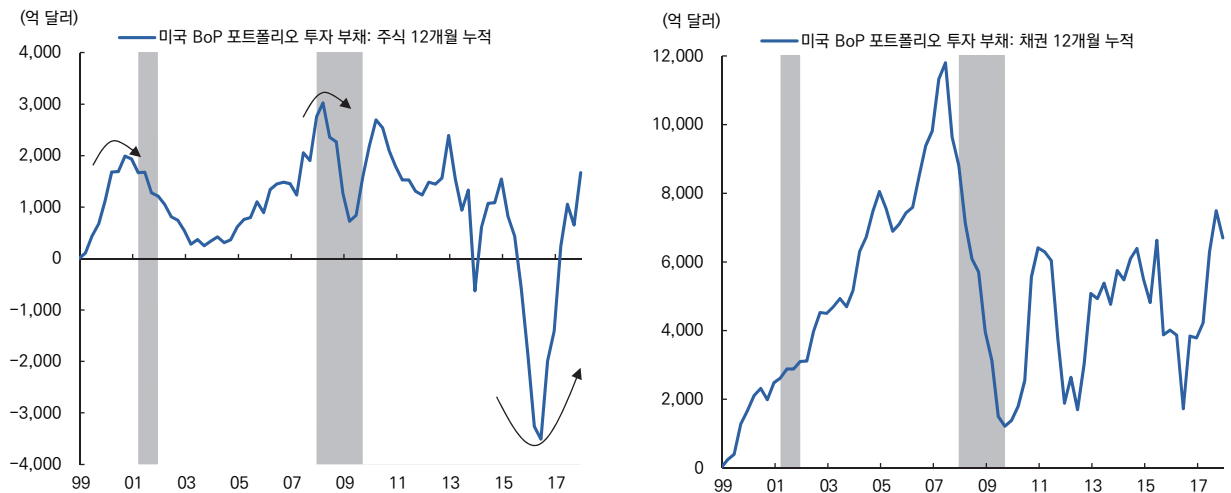


자료: Thomson Reuters NBER, 미래에셋대우 리서치센터

미국 BoP의 포트폴리오 투자를 통한 Late Cycle Signal은 관찰되지 않음

- 외국인의 미국 주식에 대한 12개월 누적치는 경기 둔화기에 유입 강도가 낮아짐
- 외국인의 미국 채권은 뚜렷한 특징을 가지고 있지 않음. 이는 미국 국채의 안전 자산 성격에 기인
- 결론적으로 미국 BoP 포트폴리오 투자 부분의 Flow에서는 경기 고점에 대한 Signal이 관찰되지 않음

미국 BoP 포트폴리오 부채 부분: 주식의 12개월 누적치는 경기 둔화기에 유입 강도가 낮아짐

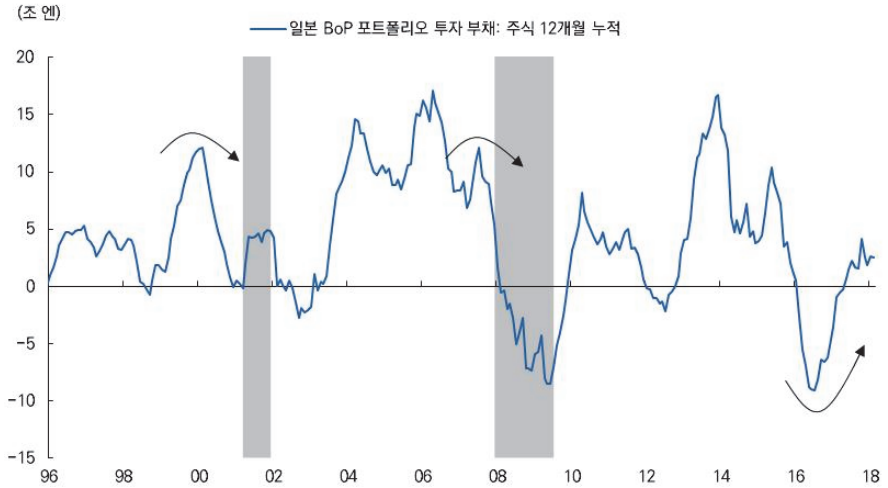


자료: Thomson Reuters NBER, 미래에셋대우 리서치센터

외국인의 일본 주식 투자는 지속적으로 증가

- 외국인의 일본 주식 투자를 나타내는 BoP부채 부문의 주식 계정은 완만히 증가
- 특징적인 부분은 12개월 누적 금액이 미국 경기 침체 이전에 둔화되는 모습
- IT버블, 글로벌 금융위기 이전에 12개월 누적치가 사상 최고치를 경신하고 둔화되는데 현재 상황은 12개월 누적치와 전체 누적치 모두 완만한 증가세를 지속

2016년 이후, 외국인의 일본 주식 투자의 매수 강도는 지속적으로 확대



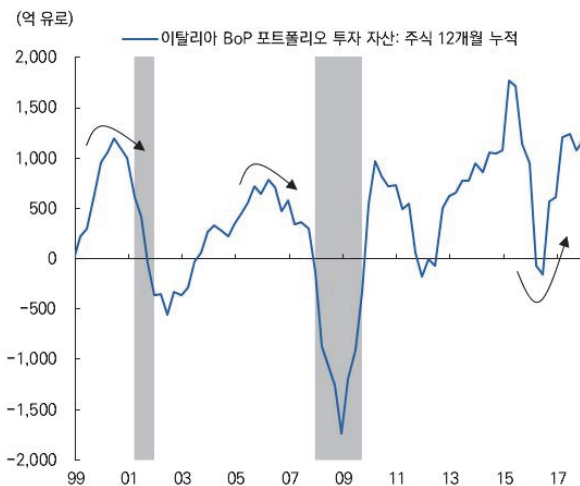
자료: Thomson Reuters NBER, 미래에셋대우 리서치센터

[이탈리아 BoP] 미국 경기 둔화 이전에 먼저 유출되었던 주식

이탈리아 BoP 주식, 위기 이전에 먼저 유출

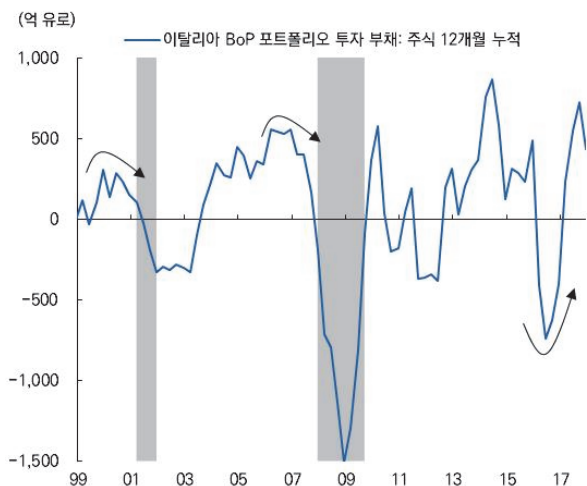
- 이탈리아 BoP의 자산, 부채 계정 내 주식은 위기 이전에 먼저 유출
- 현재 BoP 자산, 부채 계정의 주식 부분은 유입 기조를 지속

이탈리아의 해외 주식 투자는 위기 이전에 유출되는 모습



자료: Thomson Reuters NBER, 미래에셋대우 리서치센터

외국인의 이탈리아 주식 투자도 위기 이전에 먼저 유출

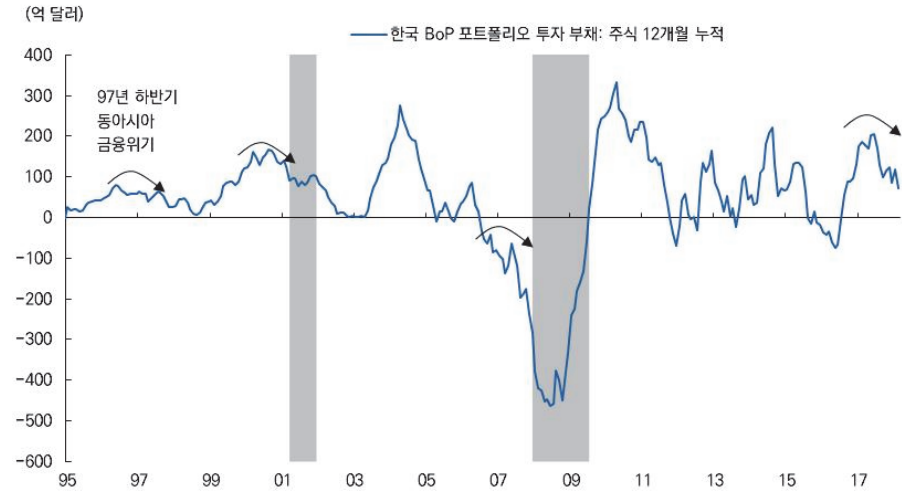


자료: Thomson Reuters NBER, 미래에셋대우 리서치센터

외국인, 국내 증시에 대한 유입 강도 둔화

- 외국인의 국내 증시에 대한 투자는 2010년 이후 기조적으로 순매수
- 우려스러운 부분은 외국인의 12개월 누적 순매수 강도가 둔화되고 있다는 점
- 그러나 한국을 제외한 주요국 BoP의 포트폴리오 투자에서 주식으로의 유입 강도가 높아지고 있다는 점에서 크게 우려할 사항은 아니라고 판단

국내 증시에 대한 외국인의 12개월 누적 유입 강도는 2017년 이후 둔화되는 모습

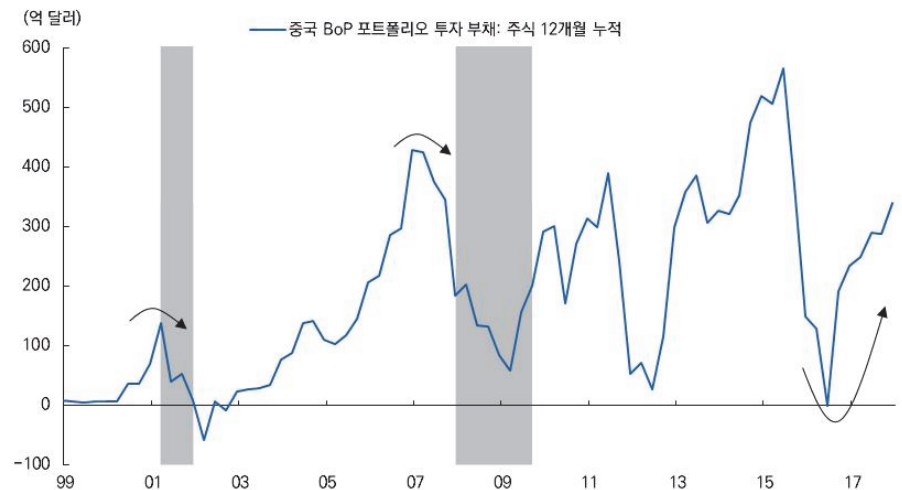


자료: Thomson Reuters NBER, 미래에셋대우 리서치센터

외국인의 중국 주식 투자는 지속적으로 유입

- 외국인의 중국 주식에 대한 매수 강도는 미국 경기 침체 이전에 둔화
- 특징적인 부분은 12개월 누적 유입액이 경기 침체 이전에 가파르게 증가하며 사상 최고치를 경신
- 2016년 2분기 이후, 외국인 투자자들의 중국 주식 매수 강도는 지속적으로 높아짐

2016년 2분기를 저점으로 외국인의 중국 주식 투자 강도는 지속적으로 높아짐

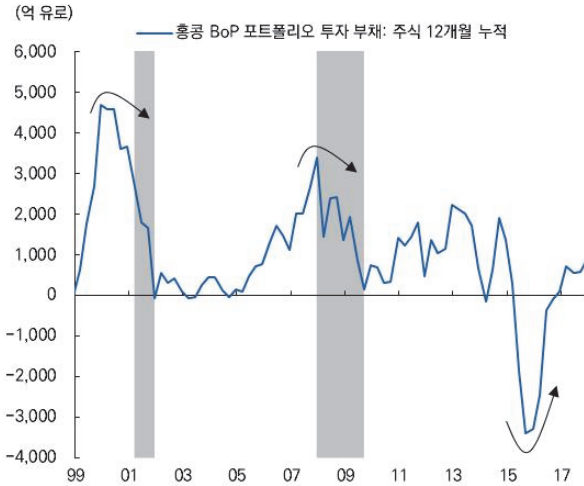


자료: Thomson Reuters NBER, 미래에셋대우 리서치센터

외국인, 홍콩 주식 매수 강도 확대 속 대만은 중립

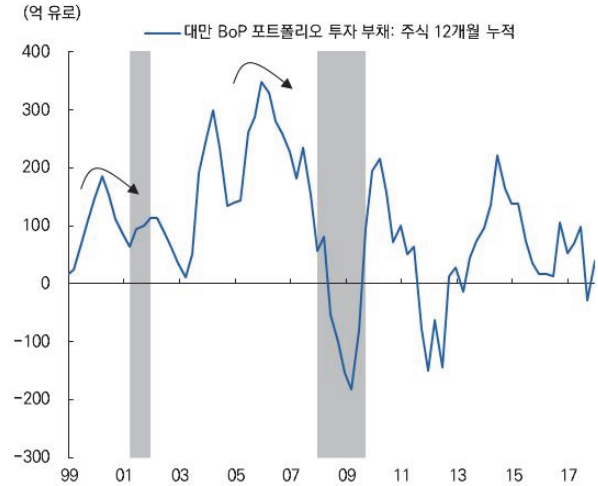
- 외국인의 홍콩, 대만의 주식 투자 유입 강도는 위기 이전에 먼저 둔화
- 경험적으로 12개월 누적 매입 금액이 큰 폭으로 유입된 이후, 둔화되면서 경기 침체가 나타남
- 현재 외국인 투자자들은 홍콩에 대해서는 매수 강도를 높이고, 대만에 대해서는 중립적인 모습

홍콩 주식에 대한 외국인의 투자 강도는 높아짐



자료: Thomson Reuters NBER, 미래에셋대우 리서치센터

대만 주식에 대한 외국인의 투자 태도는 중립적

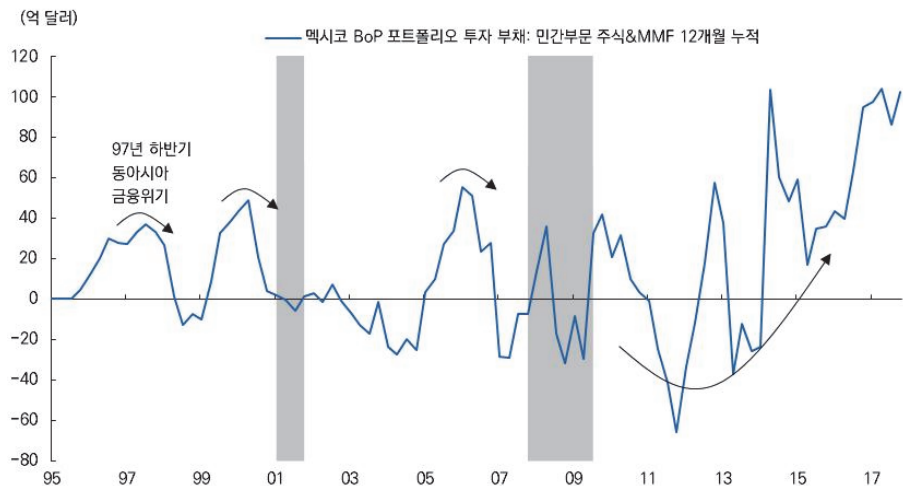


자료: Thomson Reuters NBER, 미래에셋대우 리서치센터

외국인의 멕시코 주식&MMF 투자는 순매수 기조 유지

- 외국인의 멕시코 주식&MMF투자는 경기 둔화 이전에 자금 유출이 나타남
- 멕시코 경기는 미국 수출 비중이 높기 때문에 미국에 대한 의존도가 높기 때문
- 현재 외국인의 멕시코 주식&MMF에 안정적으로 순매수 기조를 이어가고 있는 모습
- 외국인은 한국을 제외한 주요 신흥국의 주식에 대해 자금 유입을 지속하고 있다는 점에서 경기 고점에 대한 징후는 관찰되지 않음

2014년 이후, 외국인은 멕시코 주식&MMF에 대해 순매수 기조 유지

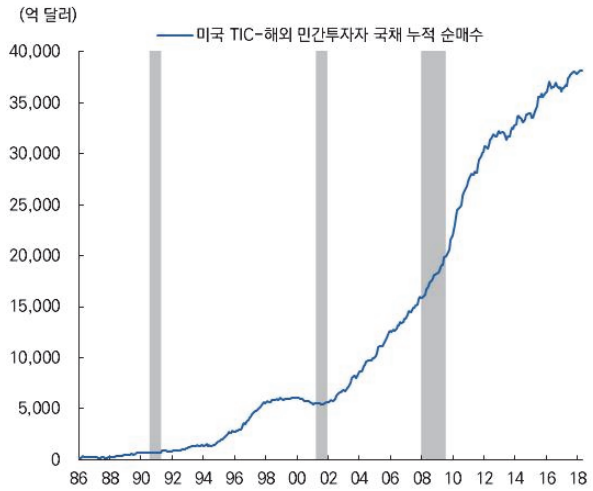
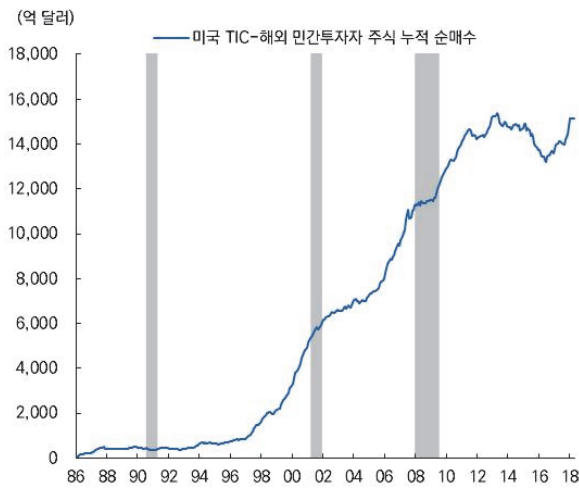


자료: Thomson Reuters NBER, 미래에셋대우 리서치센터

해외투자자들의 미국 주식, 채권 매입은 기조적으로 나타남

- 미국 재무부에서 월간으로 발표는 TIC(Treasury International Capital Flow)는 미국 자산에 대한 해외 투자자들의 자금 흐름을 제공
- 1986년 부터 미국 주식과 채권에 대한 해외 민간투자자들의 자금은 기조적으로 유입
- 주식의 경우 15년 1분기 ~ 16년 2분기까지 일시적으로 유출되었으나 재차 유입되는 모습

미국 주식과 채권에 대해 해외 민간투자자는 기조적으로 순매수



자료: Thomson Reuters NBER, 미래에셋대우 리서치센터

[미국 TIC] 해외 민간투자자들의 12개월 누적 주식 순매수는 안정적

주식에 대한 12개월 누적 순매수는 안정적

- 해외 민간투자자들의 주식에 대한 12개월 누적치의 유입 강도는 경기 침체 전에 고점을 찍고 둔화
- 특히 IT버블과 글로벌 금융위기에는 12개월 누적 유입 금액이 사상 최고치를 경신하고 둔화되는 국면에서 경기 침체가 나타남
- 현재 해외 민간투자자들의 주식에 대한 자금 유입 속 12개월 누적도 안정적인 모습

미국 TIC, 해외 민간투자자들의 주식에 대한 수급 흐름은 안정적

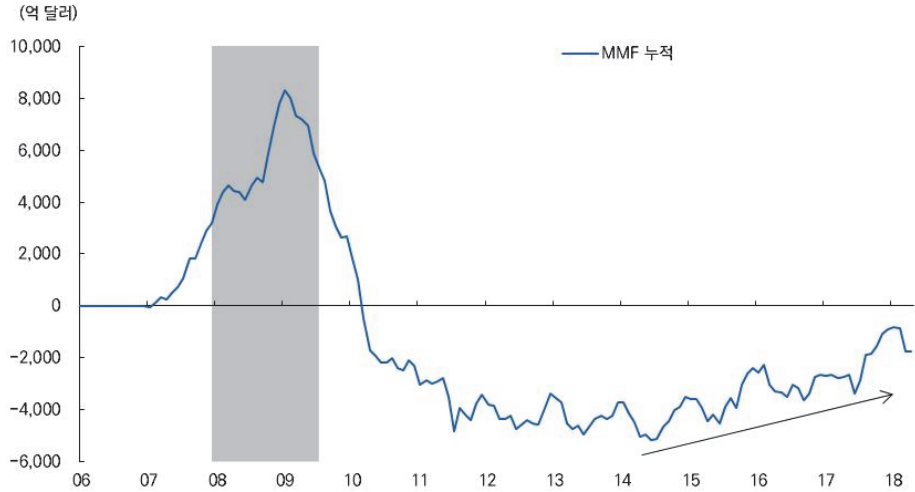


자료: Thomson Reuters NBER, 미래에셋대우 리서치센터

MMF로의 자금 유입이 나타나고 있으나 속도는 가파르지 않음

- 채권 시장 내 안전 자산인 MMF는 경기 침체에 자금 유입이 가파르게 진행
- 2015년 이후, MMF로의 자금 유입이 진행되고 있음. 그러나 속도도 가파르지 않고, 절대적인 유입 규모는 크지 않다는 점에서 우려할 사항은 아니라고 판단

MMF, 경기 둔화기에 자금 유입이 가파르게 진행. 현재는 자금 유입 규모가 크지 않아 우려할 사항은 아님



자료: EPFR, NBER, 미래에셋대우 리서치센터

[구리/금 Ratio] Late Cycle의 시그널이 나타나지 않음

구리/금 Ratio

- 구리/금 Ratio 측면에서도 Late Cycle의 시그널이 나타나지 않음
- 경기가 둔화되기 전에 구리/금 Ratio는 선행해서 하락. 특징적인 부분은 경기 확장에 따른 영향으로 Ratio가 상승한 이후 둔화세가 나타남
- 2011년 이후, 구리/금 Ratio는 횡보세. 절대적인 레벨도 낮다는 점에서 크게 우려할 필요는 없음

구리/금 Ratio, 연초 이후 둔화되고 있으나 절대적인 레벨이 낮다는 점에서 우려하지 않아도 된다고 판단

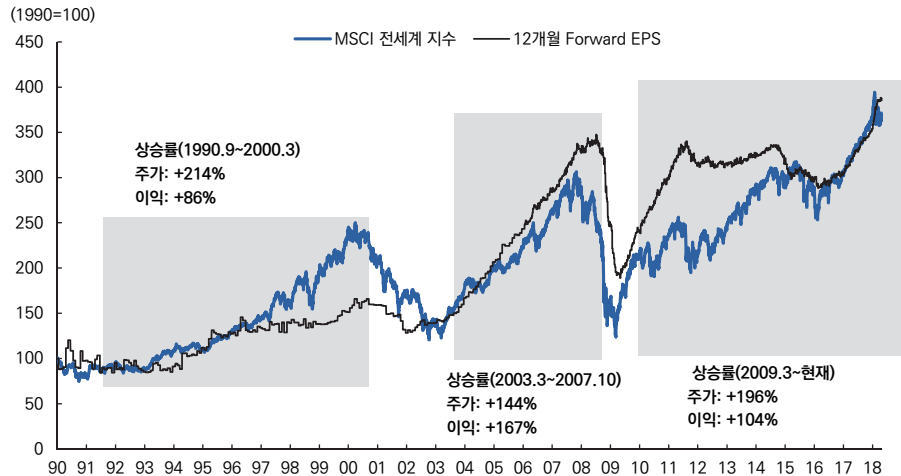


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

90년대 이후 대세 상승기 주가와 이익을 비교

- 장기적인 주가 추세는 기업 이익과 같은 흐름을 나타냄
- 90년대 이후 두 번의 주가 밸리 국면에서 기업 이익은 크게 개선
- 1) 1990.9~2000.3: 주가 +214%, 이익 +79%, 2) 2003.3 ~ 2007.10: 주가 +144% 이익 +167%
- 2009년 3월 이후 현재까지 글로벌 증시는 +190% 상승. 동 기간 기업 이익은 +67% 증가
- **이익 대비 주가 상승폭을 보면 현재는 1990.9~2000.3 대세 상승기와 유사하다고 볼 수 있음**

MSCI 전세계 지수와 EPS 추이



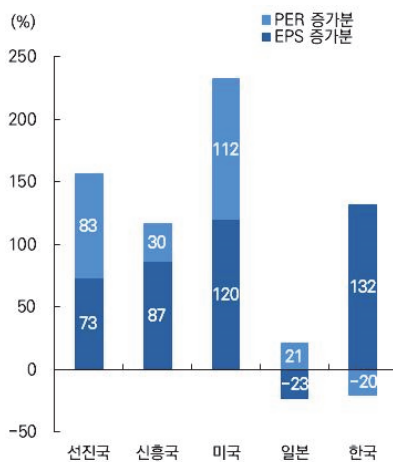
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

주가 상승을 EPS와 PER로 분해해보면

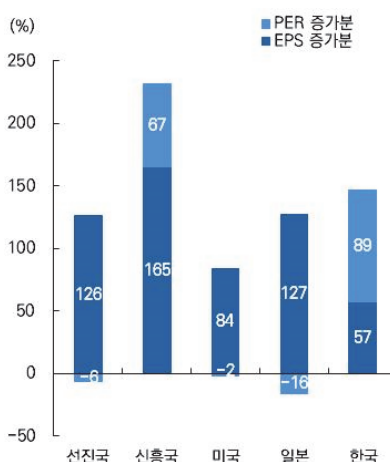
현재 주가 밸리는 기업이익이 70%, 밸류에이션이 30% 기여

- 주가 상승은 기업 이익과 밸류에이션 변화로 분해할 수 있음(주가상승 = EPS 변화 x PER 변화)
- 과거 1990년대 선진국 주가 상승은 기업 이익과 밸류에이션 상승이 함께 기여(50:50)
- 2003년~2007년 주가 상승은 기업 이익 증가 요인이 대부분이었음
- **2009년 이후 현재까지 주가 상승은 기업이익이 약 70%, 밸류에이션이 약 30%를 기여**
- 신흥국의 경우는 2003년~2007년 사이클에서 밸류에이션 상승이 나타남

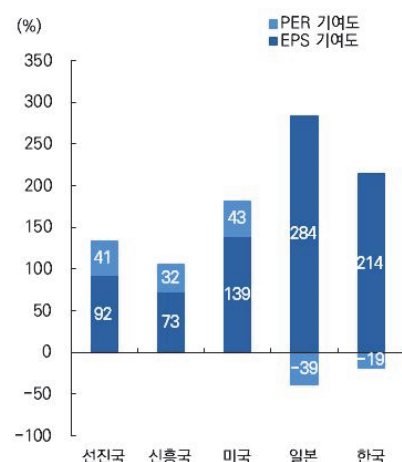
1) 1990.9 ~ 2000.3 주가 상승률 분해



2) 2003.3 ~ 2007.10 주가 상승률 분해



3) 2009.3 ~ 현재 주가 상승률 분해

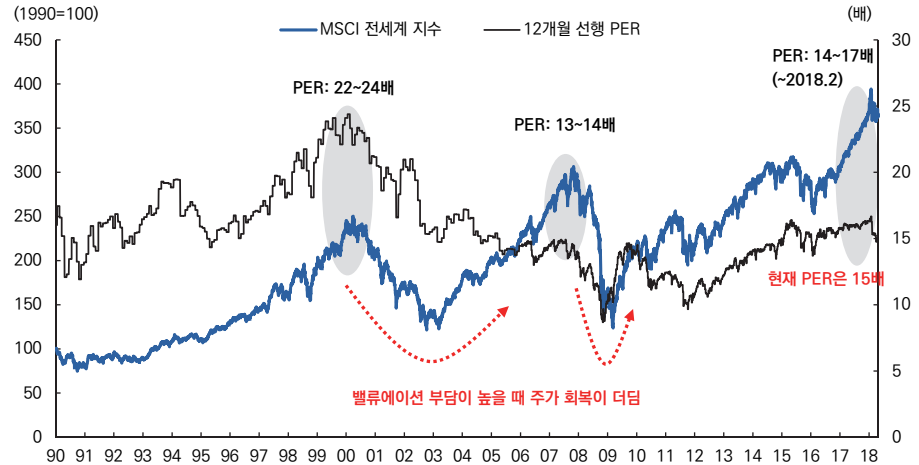


자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

밸류에이션 부담 2000년 > 현재 > 2007년

- 이익 측면에서 현재 밸리는 1990~2000년과 비슷하다고 볼 수 있음
- 또한, 밸류에이션 상승과 주가 상승이 동시에 나타났다는 점에서도 유사함
- 그러나 절대적인 밸류에이션을 비교해보면 2000년 대비 낮은 수준임
- 경험적으로 밸류에이션 부담이 높은 상황에서 주가 하락한 후에는 그만큼 회복되는 속도도 더딤

MSCI 전세계 지수와 PER 추이



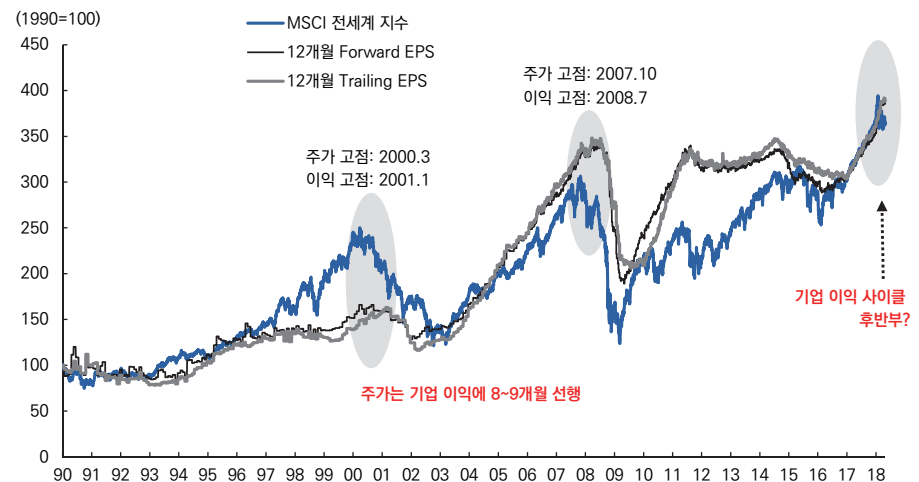
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

기업 이익 사이클을 예측하는 것이 중요

주가는 기업이익에 선행하여 하락

- 주가가 고점에서 하락할 때에는 기업 이익에 선행하여 하락→기업 이익 사이클을 예측하는 것이 중요
- 과거 대세 상승기에 주가 고점은 기업 이익 고점에 평균적으로 8~9개월 선행
- 현재 글로벌 기업들의 이익은 여전히 견고한 모습이지만 이익 사이클을 점검해야 할 필요가 있음

MSCI 전세계 지수와 EPS 추이



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

이익사이클 후반부에는 매출 감소보다 마진 하락이 먼저 발생

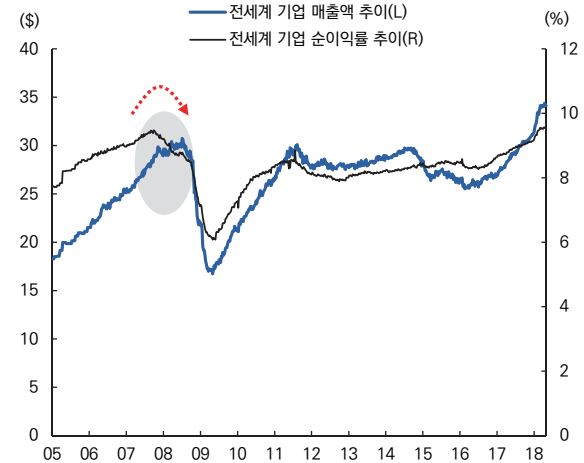
- 일반적으로 경기 확장기에 나타나는 물가 상승에도 기업들의 매출(=판매수량 x 판매단가)은 증가
- 그러나 물가 상승은 기업들의 비용 부담을 가중
- 따라서 경기 확장 후반부에 매출 증가세가 둔화되면 마진 압박 우려가 나타남
- 과거 2007년에도 가파른 상품가격 상승으로 기업들의 매출 둔화보다 마진이 먼저 둔화

상품가격 지수와 순이익률 추이



주: 상품가격지수는 CRB Index를 사용
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

전세계 기업 매출액과 순이익률 추이(12개월 선형)



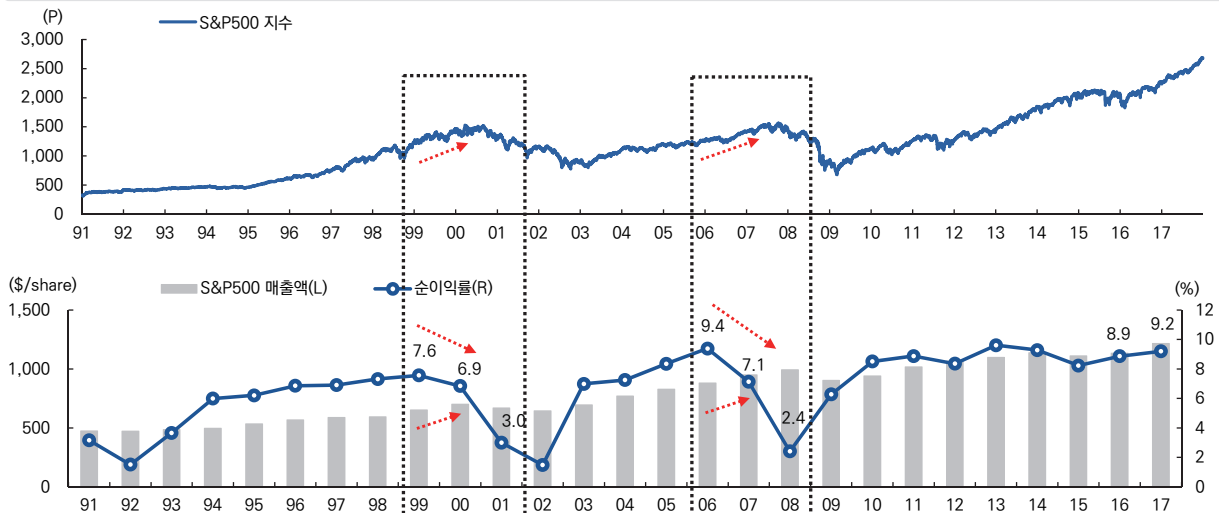
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

마진 하락은 이익사이클 후반부라는 것을 시사

과거 S&P500 사례

- 미국 기업들의 사례에서도 매출 증가/마진 하락 국면에서 주식시장은 고점을 기록
- 1999~2000년, 2006~2007년 미국기업들의 마진은 각각 7.6%→6.9%, 9.4%→7.1%로 둔화
- 반면, 같은 기간 동안 매출액은 전년대비 각각 7.5%, 7.9% 증가
- 즉, 기업 마진 둔화는 이익사이클의 후반부라는 것을 시사

S&P500 지수와 매출액/순이익률 추이

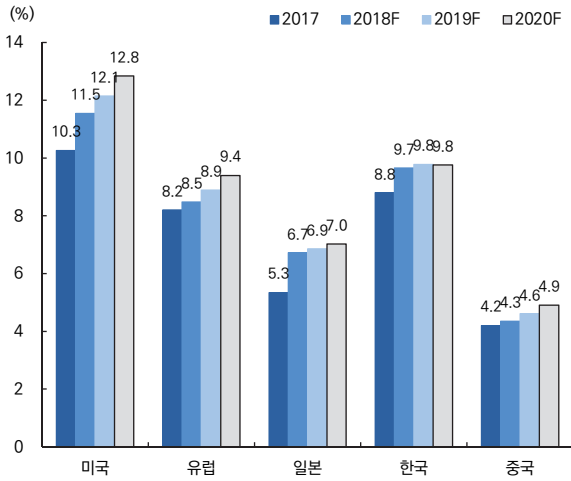


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

미국/중국 중심으로 최근 순이익률 컨센서스는 정체

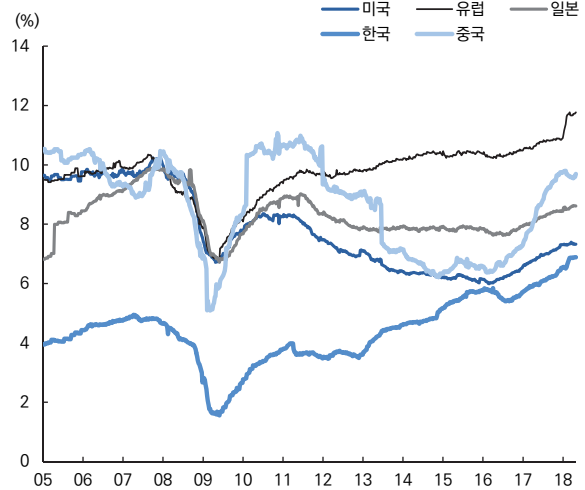
- 현재 컨센서스 기준으로 주요국들의 2018년~2020년 순이익률 개선은 이어질 것으로 예상
- 기업들의 순이익률이 과거 고점 수준이라는 점은 부담
- 순이익률 컨센서스는 2016년부터 꾸준히 상승세를 보이다가 최근 미국, 중국 중심으로 소폭 둔화되고 있는 모습
- 향후 원자재 가격이나 금리 상승을 고려하면 기업들 마진 개선은 전반적으로 둔화될 것으로 판단

주요국 연도별 순이익률 컨센서스



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

주요국 순이익률 추이(12개월 선행)



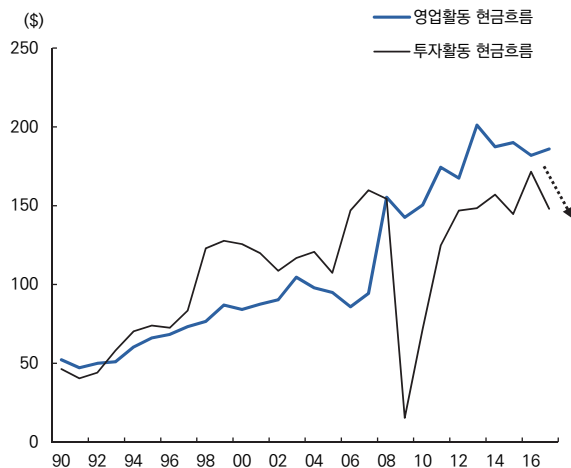
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

현금흐름은 비교적 안정적

현재 기업들의 현금흐름: 영업활동 ↑, 투자 ↓

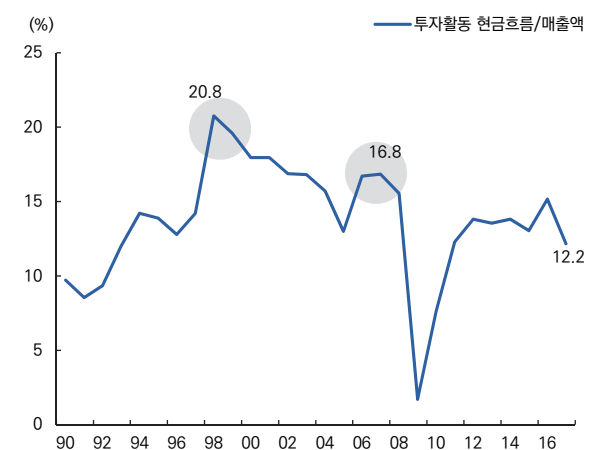
- 과거 99~00년, 06~08년 이익사이클 후반부에 기업들의 과잉투자가 문제였음
- 그러나 과거와 달리 현재 기업들의 현금흐름은 비교적 안정적(투자활동 현금흐름은 감소, 영업활동 현금흐름은 증가)
- 매출액 대비 투자활동 현금흐름 비중도 12.2%로 1998년 20.8%, 2007년 16.8% 대비 낮은 수준
- 과도한 투자로 인한 이익 둔화 가능성은 아직까지 낮다는 판단

미국 기업들의 현금흐름 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

미국 기업들의 CAPEX 비중은 감소추세

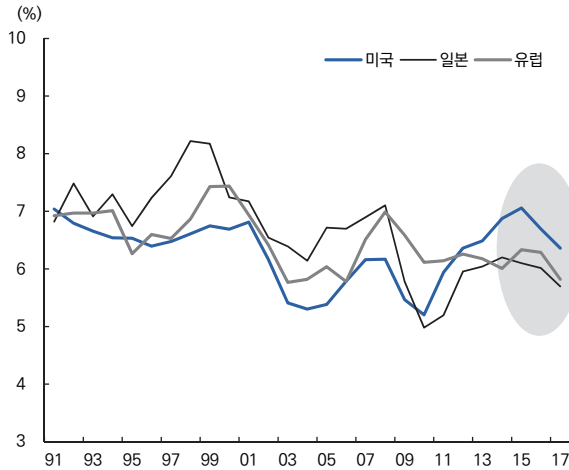


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

국가별 매출액 대비 CAPEX 비중은 감소

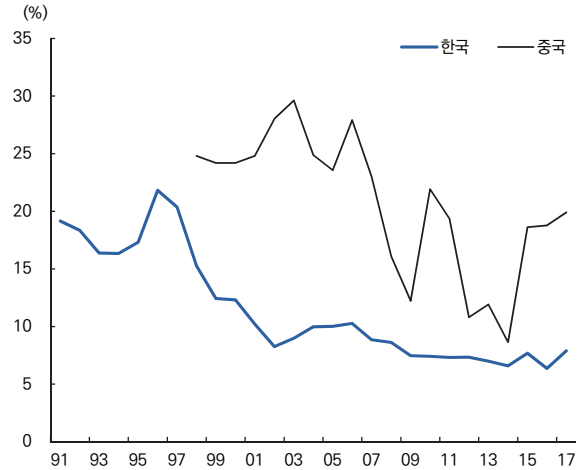
- 과도한 설비투자는 경기가 둔화될 때 실적을 크게 악화시킬 수 있음
- 중국, 한국을 제외한 주요 선진국들의 매출액 대비 CAPEX비중은 2015년을 고점으로 지속적으로 하락(미국: 7.1%→6.4%, 일본: 6.2%→5.7%, 유럽: 6.3%→5.8%)
- 향후 경기가 둔화되더라도 기업 실적이 크게 악화될 가능성은 낮다고 판단

미국/유럽/일본 매출액 대비 CAPEX 추이



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

한국/중국 매출액 대비 CAPEX 추이



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

실적 모멘텀과 마진 개선으로 본 국가/업종별 매력도

Country/Sector	순이익률 개선폭(%P)			매출액 증가율			EPS 증가율			12MF PER	12MF PBR	ROE		
	'18F	'19F	'20F	'18F	'19F	'20F	'18F	'19F	'20F	'18F	'19F	'20F	'18F	'19F
선진국	0.8	0.5	0.7	5.4	3.8	2.0	14.4	9.0	9.4	15.4	2.2	14.0	14.3	14.7
미국	1.3	0.6	0.7	7.4	4.8	4.8	20.9	10.3	10.6	16.5	2.9	17.6	18.0	18.1
유럽	0.3	0.4	0.5	4.3	3.1	2.6	7.7	8.3	8.4	14.3	1.8	12.2	12.5	12.9
일본	1.4	0.1	0.2	6.4	2.5	2.1	34.1	4.6	4.5	13.3	1.3	9.8	9.6	9.4
신흥국	0.4	0.2	0.3	9.8	7.5	7.8	15.4	10.7	11.4	11.8	1.5	12.9	13.1	13.1
중국	0.2	0.3	0.3	12.2	9.2	10.0	16.2	15.7	16.1	12.2	1.6	13.4	14.0	14.5
인도	0.9	0.8	5.4	11.9	9.7	-17.1	22.9	17.9	18.6	18.1	2.7	14.8	15.6	15.8
인도네시아	0.7	0.4	0.1	8.7	8.9	8.5	13.4	11.6	9.0	15.4	2.5	16.4	16.6	16.4
한국	0.9	0.1	0.0	6.5	4.8	5.0	16.7	6.1	4.3	8.7	1.0	12.2	11.7	11.2

실적 모멘텀: EM>DM
그러나 마진 개선: DM>EM
DM: 유럽, 미국
EM: 중국

미국 Sector	'18F	'19F	'20F	'18F	'19F	'20F	'18F	'19F	'20F	12MF PER	12MF PBR	'18F	'19F	'20F
Energy	2.3	0.8	0.9	15.7	1.4	4.8	81.8	14.0	17.6	19.9	1.9	9.3	10.2	11.2
Materials	1.4	0.7	0.8	9.3	2.8	4.5	25.5	8.8	12.0	15.4	2.6	16.7	16.7	17.8
Industrials	1.1	0.7	0.6	7.1	4.9	5.1	19.8	11.9	10.8	17.1	4.2	24.5	24.8	25.0
Consumer Discr.	0.7	0.6	0.6	7.9	6.1	6.7	18.8	13.7	14.3	20.0	4.8	23.8	24.3	24.5
Consumer Staples	0.5	0.3	0.3	3.9	3.9	4.0	12.1	8.0	8.4	16.3	4.3	25.7	26.4	27.1
Healthcare	0.6	0.5	0.5	6.2	5.6	5.0	11.9	10.0	9.6	15.4	3.6	23.3	23.4	23.2
Financials	3.6	0.9	1.5	4.1	4.6	2.4	30.8	9.9	10.0	12.7	1.4	11.2	11.5	11.9
IT	1.6	0.6	0.9	11.1	7.3	5.6	20.7	10.3	10.6	17.5	4.9	28.5	26.7	25.0
Telecom	0.9	0.3	0.3	2.2	0.7	0.6	10.1	3.0	2.7	11.2	2.0	17.7	17.3	16.4
Utilities	0.2	0.2	0.2	2.2	3.5	2.8	4.3	5.4	4.5	16.4	1.7	10.2	10.3	10.2

미국: 주도 섹터(IT, 금융)의 이익모멘텀은 여전히 견고
에너지/산업재도 관심 유효

유럽 Sector	'18F	'19F	'20F	'18F	'19F	'20F	'18F	'19F	'20F	12MF PER	12MF PBR	'18F	'19F	'20F
Energy	0.5	0.2	0.3	12.7	2.2	2.3	23.9	5.4	8.5	14.3	1.5	10.1	10.3	10.8
Materials	0.0	-0.1	0.2	7.1	1.0	2.0	6.8	0.0	5.1	14.1	1.9	13.8	12.9	12.5
Industrials	0.2	0.5	0.5	3.6	4.4	2.3	6.5	11.8	9.6	16.5	2.8	16.5	17.0	16.9
Consumer Discr.	0.1	0.3	0.2	4.1	4.1	3.0	5.1	7.9	7.1	12.5	1.9	15.2	15.0	14.9
Consumer Staples	0.4	0.5	0.5	1.9	3.1	3.6	7.1	9.4	8.9	17.9	2.9	15.7	16.4	17.2
Healthcare	-0.4	0.6	0.7	2.6	4.6	4.5	0.7	8.1	8.8	15.3	3.0	19.4	19.7	19.9
Financials	1.0	0.7	1.1	2.8	3.0	-0.3	12.2	9.3	8.5	11.4	1.0	8.9	9.3	9.6
IT	0.0	1.3	1.3	3.9	5.0	5.0	3.7	15.3	14.0	20.2	3.3	16.1	17.0	17.4
Telecom	-0.1	0.7	0.9	-0.6	1.4	1.3	-1.7	10.0	11.5	14.3	1.5	10.3	11.0	13.5
Utilities	0.0	0.2	0.0	0.3	1.6	4.6	1.2	6.5	5.4	13.5	1.4	10.4	10.6	10.5

유럽 내 에너지/산업재 실적 턴어라운드 이후, 마진 개선 기대

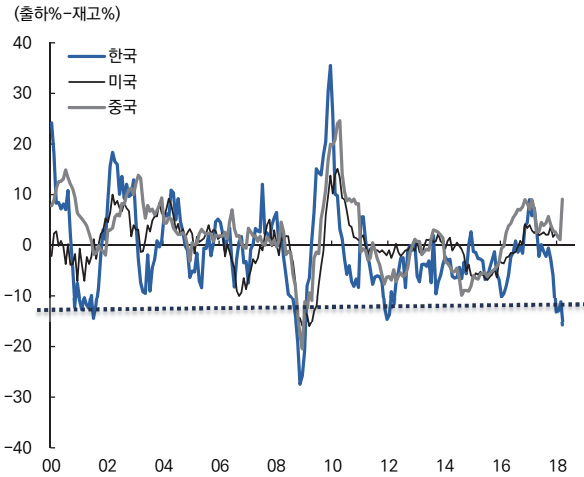
[국내 증시] IT 출하-재고, 2Q 바닥 가능성. IT 반도체 비중 확대

주식
투자전략

2분기 IT 출하-재고 바닥 가능성. IT 반도체 비중 확대

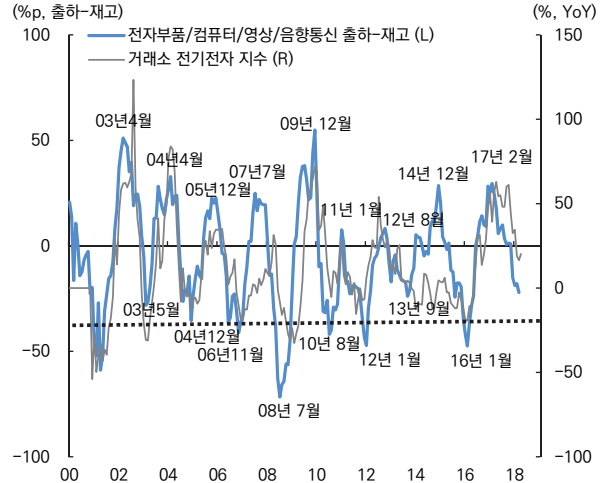
- 주요국에 비해 한국 재고 부담이 커짐. 주요 산업별로는 IT (통신장비, 반도체, 전자장비) 재고 증가
- 대체로 출하-재고가 바닥을 형성하는데 걸리는 시간(4~5분기)을 감안하면 하반기부터는 개선될 듯
- 2018년 가을 아이폰 신제품 출시 일정과도 맞물려

한국 재고 부담



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

IT재고 조정에 시간 소요, 그러나 2Q 바닥 가능성 높아



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

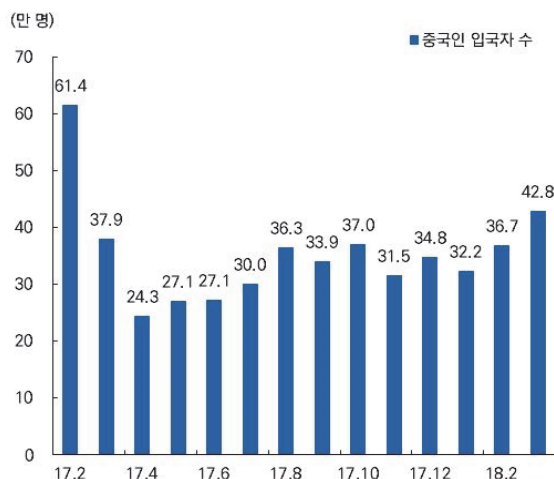
[국내 증시] 중국과의 관계 개선에 따른 중국 소비주 비중 확대

주식
투자전략

중국과의 관계 개선 기대감. 중국 소비주 비중 확대

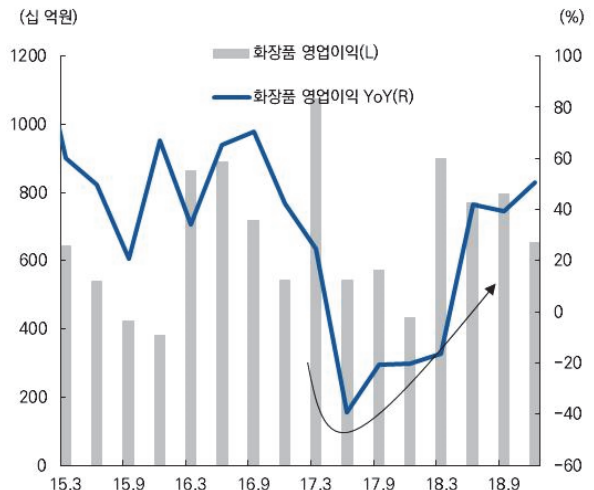
- 3월 중국인 입국자 42.8만 명. 13개월 만에 40만명 돌파. 중국과의 관계 개선에 따른 기대감 확대
- 3/30일 양제츠 중국 정치국 위원도 문재인 대통령과 회담하며 사드 보복 철회를 시사하는 발언을 함
- 4월 이후 베이징, 산둥, 우한, 충칭 등 한국 단체관광 허용지역 확대
- 화장품, 유통(면세점), 카지노, 미디어 등 중국 소비 관련주에 대한 긍정적인 접근이 필요
- 사드 보복 속 중국 소비주의 실적 바닥 확인. 18년 2분기 부터 중국 소비주의 실적 증가를 확대 예상

중국인 입국자, 13개월 만에 월간 40만 명 돌파



자료: 법무부, 미래에셋대우 리서치센터

화장품 업체의 영업이익 증가율은 2분기 부터 가파르게 상승

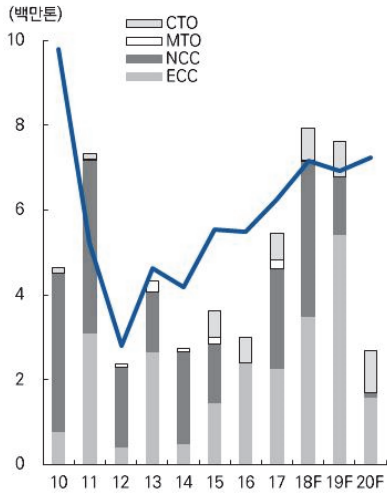


자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

화학, 장기적으로 타이트 한 수급 속 밸류에이션 매력

- 단기 시황은 불확실하나 큰 그림에서 화학 제품의 수급은 타이트: 유가 상승에도 높은 실적 지속 전망
- 14년 말 이후 크래커 투자 축소. 18년 하반기부터 20년까지 PE 호황 장기화될 전망
- 화학의 출하-재고는 바닥권에 근접
- 화학 업종의 KOSPI 200 대비 상대 PER도 낮은 수준으로 밸류에이션 매력 부각

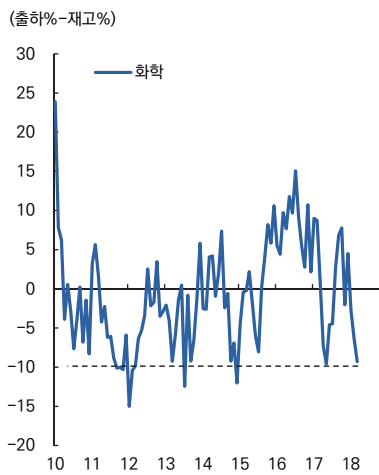
에틸렌 수급 전망 업데이트: 18년 공급 부담 완화



주: 막대 차트는 공급 증가분을 의미. CTO Coal to Olefin, MTO Methanol to Olefin, NCC Naphtha Cracking Center, ECC Ethane Cracking Center
 자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

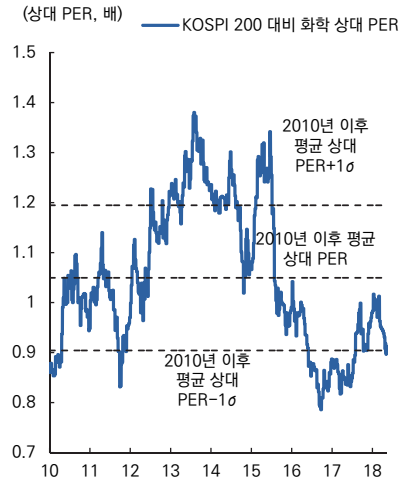
31 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

화학의 출하-재고는 낮은 수준



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

화학 업종 상대 PER은 매력적



자료: WiseFn, 미래에셋대우 리서치센터

Mirae Asset Daewoo Research

Summary

주식 투자전략

자금 흐름으로 살펴 본 Late Cycle

- 선진국, 신흥국 제조업 수출 국가의 주식형 펀드는 미국 경기 침체에 선행해서 자금이 이탈
- 현재 선진국 내 일본, 독일과 신흥국 내 중국, 한국, 대만의 주식형 펀드는 지속적으로 자금 유입
- 미국, 일본, 중국 등 주요국 국제수지(BoP)의 포트폴리오 투자 계정에서도 위험 자산으로의 자금 유입 강도가 높아짐
- 자금 흐름 측면에서는 경기 고점에 대한 징후는 발견되지 않음

기업 실적으로 살펴 본 Late Cycle

- 주가가 고점에서 하락할 때에는 기업 이익에 선행하여 하락. 핵심은 기업 이익 사이클의 전망
- 경기 확장 후반기에는 매출 증가세가 둔화되면서 마진 압박이 나타남
- 현재 미국, 유럽 등 주요국들의 2018~2020년 순이익률은 완만히 개선될 것으로 예상
- 순이익률의 절대적인 레벨이 과거 고점 수준으로 높은 부분은 부담
- 기업의 현금흐름이 안정적이고, 매출액 대비 Capex도 낮은 수준이라는 점에서 마진 압박은 제한적

주식 투자전략

- 글로벌 주식: 4차 산업 혁명 속 Tech 중심의 성장주, 산업재(마진 개선, 유럽 Capex 회복 기대)
- 국내 주식: IT 반도체, 중국 소비주, 화학

2018 하반기 글로벌 자산배분전략

하반기 글로벌 투자 유망 종목

아마존, 중국 제약/바이오, 베트남

김창권 02-3774-1614 Changkwean.kim@miraeasset.com

1 아마존

- 향후 2~3년간 미국 전자상거래 시장 큰 폭 성장
- 중장기적으로는 인도, 유럽, 일본, 아시아, 남미 등 글로벌 전자상거래 시장 성장 수혜

2 중국 제약/바이오

- 2018년 중국 제약/바이오 = 2015년 한국 제약
- 자체 개발 항암제 출시 등 신약 모멘텀 본격화
- 세계 2위 내수 시장을 바탕으로 실적 모멘텀도 이어져
- Top picks: 항서제약, 석약그룹, 중국생물제약, 약명바이오, 3S BIO

3 베트남

- 적어도 향후 2~3년간은
1) 민영화, 2) 기업실적 개선, 3) MSCI 이머징 시장 편입 기대감이 반영되는 주가 랠리 기대
- Top picks: 빈그룹, 호아팻, 베트남투자개발은행, 바오비엠희olding스

미래에셋대우 리서치센터 글로벌기업분석 소개

유니버스	
인터넷	IT HW·SW
알파벳	엔비디아 MS
아마존	브로드컴 넷플릭스
페이스북	아날로그 세일즈포스
알리바바	디바이스 서비스나우
스냅	애플 VM웨어
바이두	일본전산 알프스전기
에너지·자동차·로봇틱스	제약·바이오
엑스모빌	머크 항서제약
토탈, 엔스코	알라이릴리 중국생물제약
발레	셀진 석약그룹
리오틀토	리제네론 약명바이오
PXD	인사이트 3S BIO
노스롭그루먼	베진 북성제약
	다이하쿠 화해제약
베트남	중국
호아팻 그룹	메디디그룹
베트남공상은행	평안보험
빈그룹	해천미업
마산그룹	한스레이저
PV운송	순우광학테크
모바일월드	상덕환경자원
빈컴리테일	하이크비전
	오량액

국내 유일
해외기업 분석
전문 리서치 조직

14명의
전담 인력

2018년 4월 현재 커버리지:
총 92개 기업

2017년 포트폴리오 (84개 기업)
수익률 37%
(환율 미적용, 18.5.8 기준)

해외투자 조력자
자료 발간
<ul style="list-style-type: none"> • 산업분석, 기업분석 보고서 발간 • 위클리, 데일리 발간 • 주기적 해외 기업 탐방 보고서
추천 종목
<ul style="list-style-type: none"> • 산업별/국가별 Top Picks, 관심종목 제안 • 2017/2018 포트폴리오 제안
세미나
<ul style="list-style-type: none"> • 기관/고객 세미나 1,000회 이상 • 매주 쌍방향 방송 세미나 1,000명 이상 시청 (사내)
해외기업 초청 IR 행사
<ul style="list-style-type: none"> • 2017년, 중국과 베트남 기업 초청 Corp day 진행
랩 어카운트 운용
<ul style="list-style-type: none"> • 추천종목으로 구성된 베트남, 인니 포커싱 랩 운용

다산신도시 택배 대란 (2018.4)



자료: 언론 자료, 미래에셋대우 리서치센터

무인택배 보관함



자료: 언론 자료, 미래에셋대우 리서치센터

5 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

택배가 넘쳐나는 아파트 단지

아파트 앞에 택배물품 '산더미'...아수라장

아파트 자체 관리 통합택배, 주민들 혼란

장흥경 기자 rock@sbs.co.kr 작성 2012.06.07 21:02 조회 17,580

<영커>

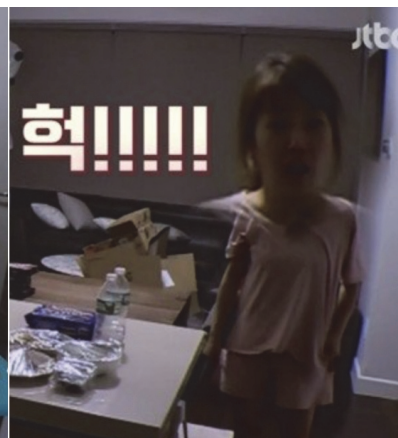
서울 잠실의 한 대단지 아파트에서 택배를 두고 한바탕 난리가 났습니다. 아파트 자체적으로 통합택배라는 걸 실시하면서 생긴 일인데 이게 잘 안돼서 싸움까지 벌어졌습니다.

장흥경 기자가 현장 취재했습니다.



자료: 언론 자료, 미래에셋대우 리서치센터

Mirae Asset Daewoo Research



6 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

자료: 언론 자료, 미래에셋대우 리서치센터

Mirae Asset Daewoo Research

FT 2017.7.16 기사



자료: 파이낸셜타임스, 미래에셋대우 리서치센터

7 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

문 닫는 미국 오프라인 매장



자료: 온라인 자료, 미래에셋대우 리서치센터

비어있는 한국 점포



자료: 온라인 자료, 미래에셋대우 리서치센터

Mirae Asset Daewoo Research

- 아마존의 글로벌 사업 확장: 미국·영국·독일·일본 → 인도 (2014년 진출) → 2018년 프랑스, 브라질, 호주 진출 관련 뉴스 증가 → **한국은?**
- 양재동 코스트코 vs 이마트

양재 IC: 코스트코와 이마트가 마주보고 있어



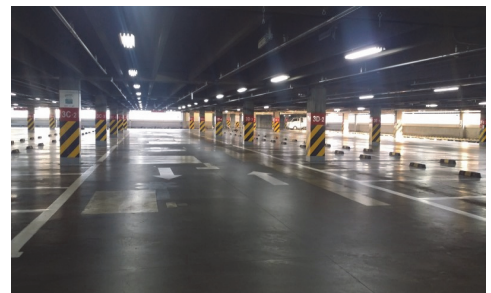
자료: 네이버 지도 캡처, 미래에셋대우 리서치센터

코스트코 때문에 정체 심각



자료: 온라인 자료, 미래에셋대우 리서치센터

텅텅 빈 이마트. 이마트에 주차하고 코스트코서 장보는 주부 늘어



자료: 온라인 자료, 미래에셋대우 리서치센터

8 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

Mirae Asset Daewoo Research

日 자율주행차 배송 실험... "인력 부족 기술로 대응한다"

입력 : 2017-04-17 14:58:38 수정 : 2017-04-17 17:33:08



자료: 언론 자료, 미래에셋대우 리서치센터

9 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

그림 2 인구밀도에 따른 배송 옵션

배송 옵션과 지역 밀도, 고객 선호도에 따라 향후 여러 가지 배송 모델이 라스트 마일 서비스를 지배할 것으로 보인다.

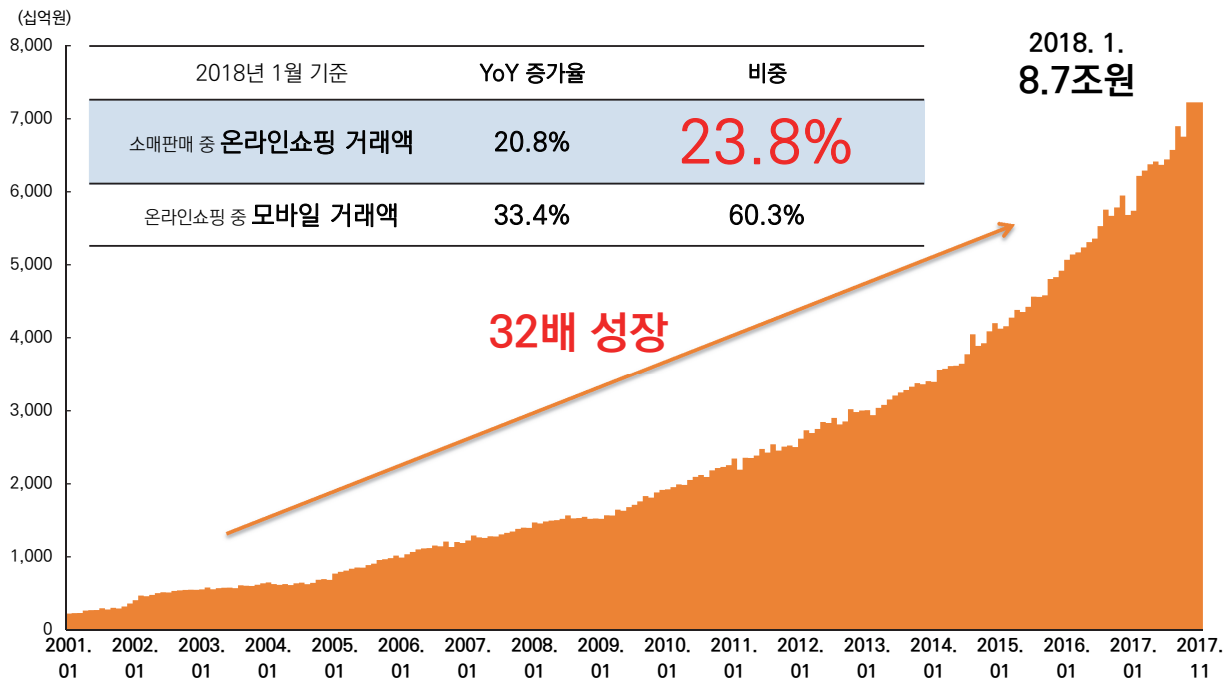


자료: 언론 자료, 미래에셋대우 리서치센터

Mirae Asset Daewoo Research

[아마존] 한국 유통시장의 변화

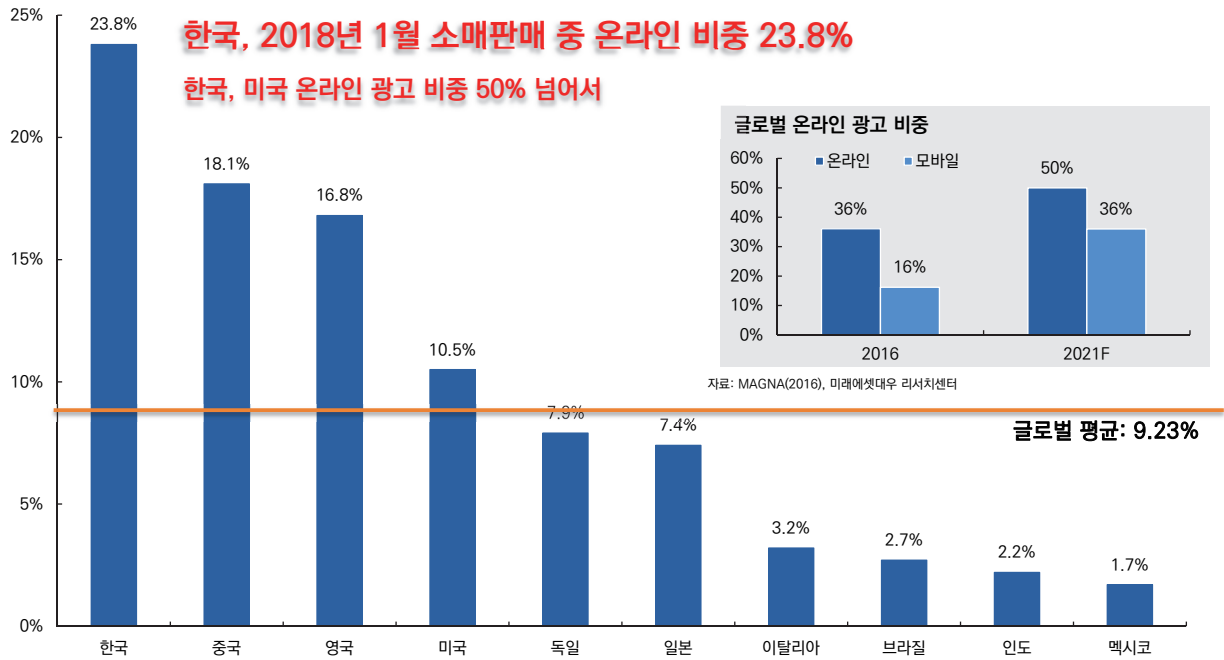
2001.01-2018.01, 한국 온라인쇼핑몰 거래액



10 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

Mirae Asset Daewoo Research

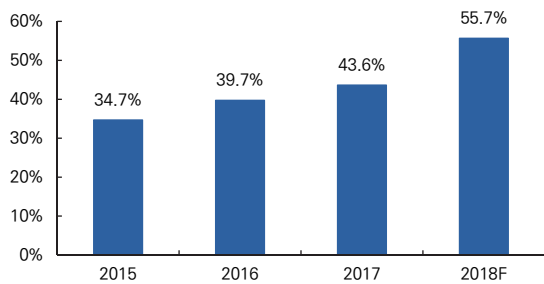
최근 국가별 소매판매 중 온라인 매출 비중



자료: 한국 통계청(한국, 2018.1), 미국 통계청(미국, 2017.Q4), 중국 통계청(중국, 2018.3), 영국 통계청(영국, 2018.3), eMarketer(2017년 기준 독일, 일본, 이탈리아, 브라질, 인도, 멕시코), 미래에셋대우 리서치센터

[아마존] 아마존도 여전히 성장 초기 국면

아마존의 미국 온라인 유통 시장 점유율 추이(2017)

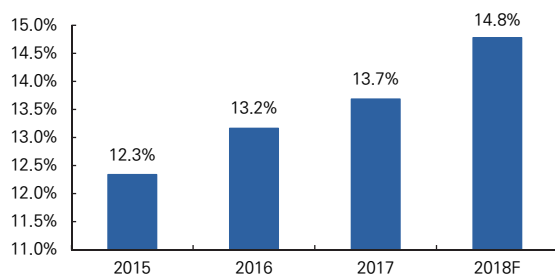


자료: 아마존, 미국 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

2017년 기준 아마존

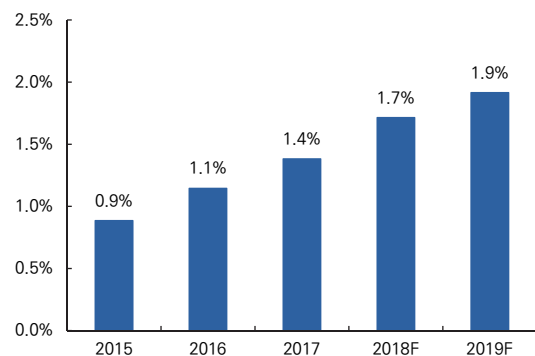
미국 유통 시장 점유율 6.2%
글로벌 유통 시장 점유율 1.4%

아마존의 글로벌 온라인 유통 시장 점유율 추이(2017)



자료: 아마존, eMarketer, 아마존, 미래에셋대우 리서치센터

아마존의 글로벌 전체 유통 시장(온라인+오프라인) 점유율 추이(2017)

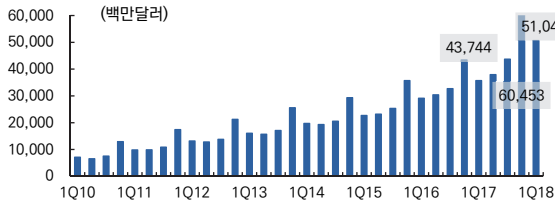


자료: 아마존, eMarketer, 아마존, 미래에셋대우 리서치센터

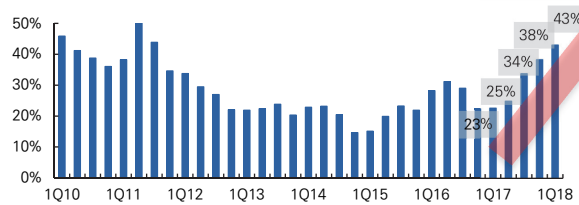
[아마존] 아마존 실적, 성장률 재상승기 진입

글로벌

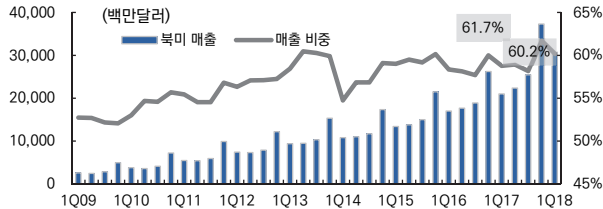
총 매출액



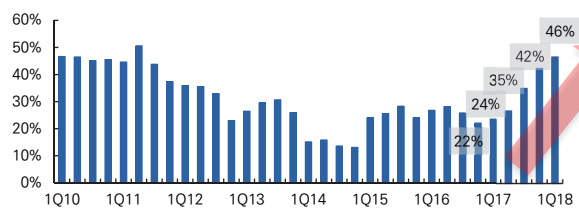
총 매출액 YoY 증가율



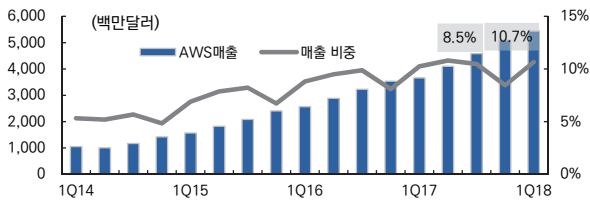
북미 매출액



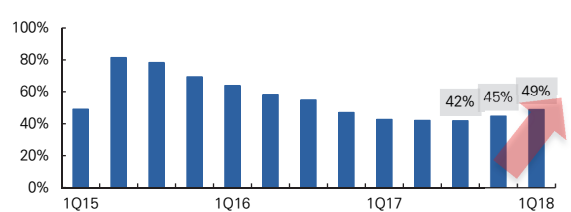
북미 매출액 YoY 증가율



AWS 매출액



AWS 매출액 YoY 증가율



자료: 아마존, 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

13 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

Mirae Asset Daewoo Research

[아마존] 미국 쇼핑의 중심은 아마존

글로벌

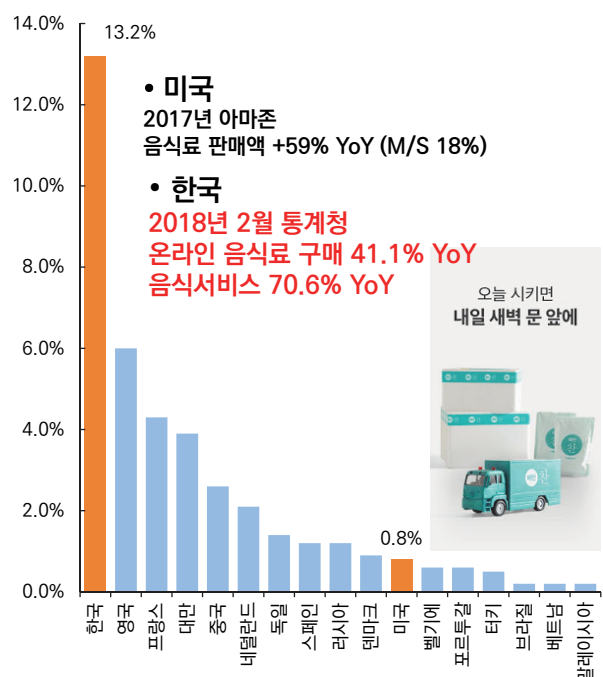
미국 소비자 온라인 구매 비율 (2016년 기준)



자료: 미래에셋대우 리서치센터

14 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

최근 국가별 음식료 온라인 매출 비중 (2016년)



- 미국
2017년 아마존
음식료 판매액 +59% YoY (M/S 18%)
- 한국
2018년 2월 통계청
온라인 음식료 구매 41.1% YoY
음식서비스 70.6% YoY



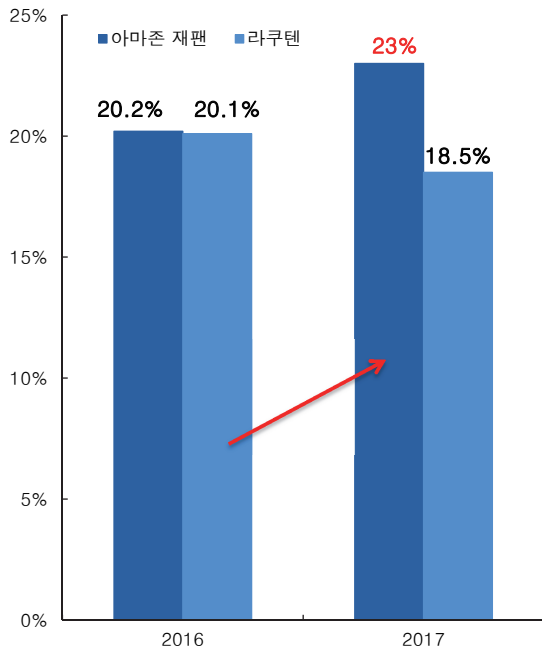
자료: Kantar Worldpanel, 미래에셋대우

Mirae Asset Daewoo Research

[아마존] 아마존 재팬, 인도 2017년 기준 1위

글로벌

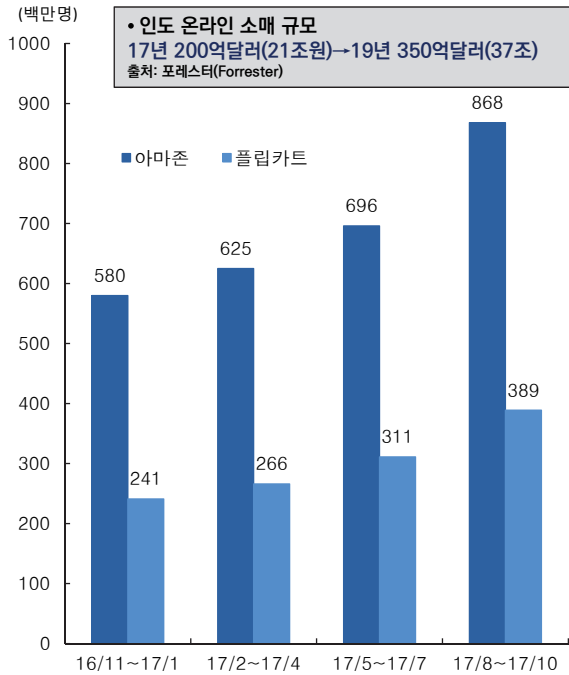
아마존재팬, 라쿠텐 시장점유율



자료: 일본무역진흥기구, 미래에셋대우 리서치센터

15 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

아마존 vs 플립카트 모바일 웹 브라우저 방문자수(월간)



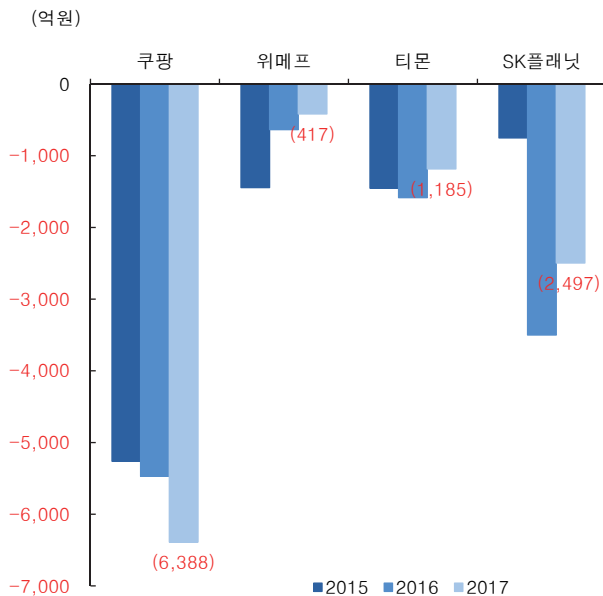
자료: seeking alpha, 미래에셋대우 리서치센터

Mirae Asset Daewoo Research

[아마존] 아마존 한국 진출 임박

글로벌

한국 주요 온라인 쇼핑몰 적자 현황 (영업손실)



자료:금융감독원, 미래에셋대우 리서치센터

16 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

한국 진출 초읽기 돌입, 유통공룡 '아마존'

2017.7.14 기사

세계 최대시장 미국을 장악한 '글로벌 유통 최강자'이자 '이커머스 시장의 포식자' 아마존이 국내 금융사와 함께 전자지급결제대행(PG-Payment Gateway) 합작사 설립 추진을 검토 중인 것으로 알려지면서 국내 관련 업계가 '폭풍전야'의 분위기다. 업계에선 아마존이 한국시장 진출을 위한 본격 준비 단계에 들어간 것으로 해석하고 있다. 지난해 아시아 최대 시장인 중국에 진출 하면서 세계 유통 최강자의 자리 굳히기에 나선 아마존은 이제 'IT 강국' 대한민국에 도전장을 내민 것이다. <관심자 주>

알리바바, 쿠팡에 1조+α 베팅하나

2017.8.1 기사

[데스크 칼럼] 드론 타고 올 아마존 대비 시급

2018.4.10 기사

또 한편으로 아마존은 지난해 한국에서 약 50명 가량의 직원을 채용하면서 이전까지 채용하지 않았던 마케팅부문의 인력들을 채용해 한국시장 진출설이 속속 흘러나오고 있다.

Mirae Asset Daewoo Research

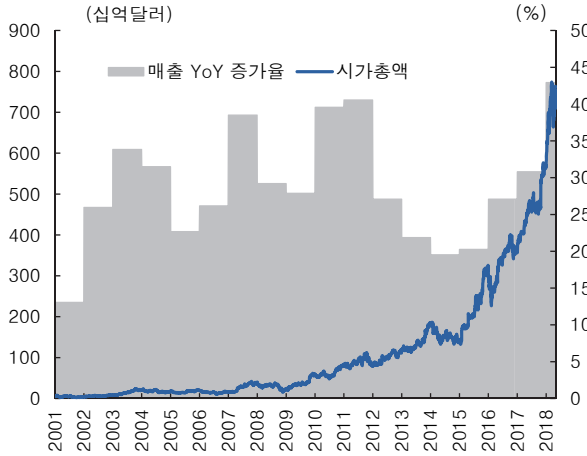
[아마존] 매출액 성장률 20% 이상에서는 주가 상승 중

글로벌

아마존 매출액 = 시장규모

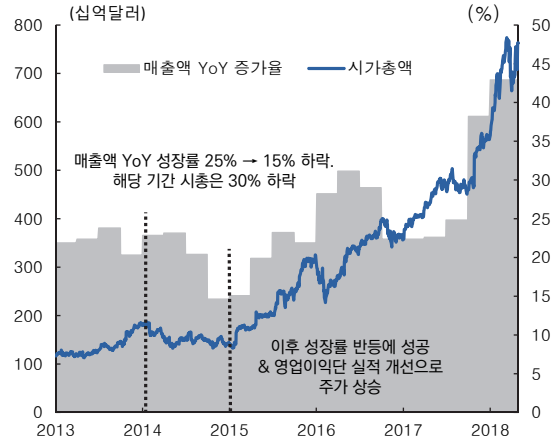
- 아마존 매출액 증가율 = 가장 중요한 시장 지표
- 2014년 하반기 YoY 매출액 증가율이 직전분기 25%에 15%로 하락, 시총 30% 감소
- 2017년 상반기 YoY 매출액 증가율 20% 이상에서는 주가 하락 없었음

아마존 시가총액 vs 매출액 성장률 (2001~2018.4)



자료: 아마존, 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

아마존 시가총액 vs 매출액 성장률 (2013~2018.4)



자료: 아마존, 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

[중국 제약/바이오] 2015 한국 제약 = 2018 중국 제약

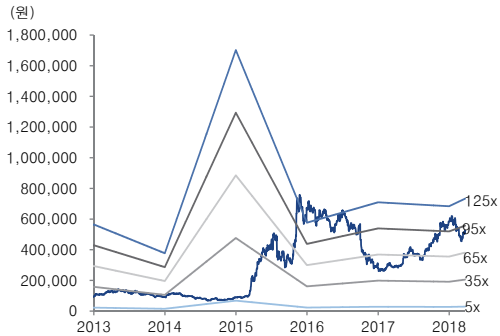
글로벌

한미약품 주봉 차트



자료: 미래에셋대우 리서치센터

한미약품 PER 밴드



자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

거래소 제약업종 주봉 차트



자료: 미래에셋대우 리서치센터

[중국 제약/바이오] 중국 기업 신약 리스트

글로벌

기업명	치료영역	의약품명	타겟/작용기전	적응증	임상 단계
항서제약	암	nab-paclitaxel	결합 미세소관 세포 분열 억제	유방암	임상 완료 후 등록 전, 우선심사 대상
		pyrotinib	HER1/HER2 억제제	유방암	임상 완료 후 등록 전, 우선심사 대상
		19K	GCSF 수용체 작용제	호중구 감소증	임상 완료 후 등록 전
		famitinib	다중 타겟억제제	말기 결직장암	3상
		SHR-1210	PD-1	비소세포폐암(+ docetaxel 병용) 말기 식도암	3상 3상
		hetrombopag	소분자TPO	혈소판 감소증	3상
	당뇨병	Henagliflozin Proline	SGLT-2 억제제	인슐린 비의존형 당뇨병	3상
	수술 진정제	SHR-8554	μ 오피오이드수용체	진통	3상
		remimazolam tosylate	GABA 수용체 활성제	전신마취	3상
	석약그룹	당뇨병	rE4	GLP-1	저혈당
3SBio	피부과	clindamycin/tretinoin	항생물질	여드름	3상
약명바이오	면역질환	M384, abatacept	항원발현세포의 CD80과 CD86에 결합해 T세포 활성화 억제	류마티스 관절염	3상
복성제약	암	Rituximab	CD20	비(非) 호지킨 림프종	3상
		Trastuzumab	HER2	유방암	3상
녹엽제약(02186 HK)	중추신경	LY03003	마이크로소피어 제제	파킨슨병	중국과 미국 2상 단계
중국생물제약	암	anlotinib	다중 타겟 TKI 억제제	말기 비소세포폐암(NSCLC)	임상 완료 후 등록 전, 우선심사 대상
				연조직육종	3상
				갑상선암	2/3상
베이다제약(300558 CH)	암	X-396(ensartinib)	2tpco alk 억제제	폐암	중국과 미국 모두 3상
		X-82	VEGFR, PDGFR, c-Kit, Flt-3, CSF1R 등 다중 타겟	전이성 신장암	2/3상
강홍제약(002773 CH)	안저질환	康柏西普	항VEGF	당뇨병성황반부종(DME)	3상
여주제약(000513 CH)	생식 보조	주사용 재조합 인간 융모성 생식선 자극호르몬(rhCG)	융모성 생식선 자극호르몬	망막정맥폐쇄(RVO)	3상
해지후양무제약 (和記黃埔医药)	암	味喹替尼	항VEGF-R	전이성결직장암	임상 완료 후 등록 전, 우선심사 대상
				배란장애	3상
신다바이오(信达生物)	암	IBI308	PD-1	비소세포폐암	출시
베이진(BeiGene)	암	BGB-3111	BTK억제제	발덴스트롬 거대세포림프종(WM)	글로벌 3상(중국 외)
약법제약(002019 CH)	암	贝格司亭	G-CSF	호중구 감소증	미국과 중국 모두 3상
웨이신바이오(微芯生物)	당뇨병	西格列他钠	PPAR 자극제	성인형 당뇨병	3상
그으리바이오(歌礼生物)	간염	丹诺瑞韦	NS3/4A 프로테아스 억제제	C형간염	임상 완료 후 등록 전, 우선심사 대상

주: 혁신 신약이란 지적재산권을 보유한 특허약으로, 여기서는 신약 분류 기준 1.1류를 지칭

자료: 각사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

19 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

Mirae Asset Daewoo Research

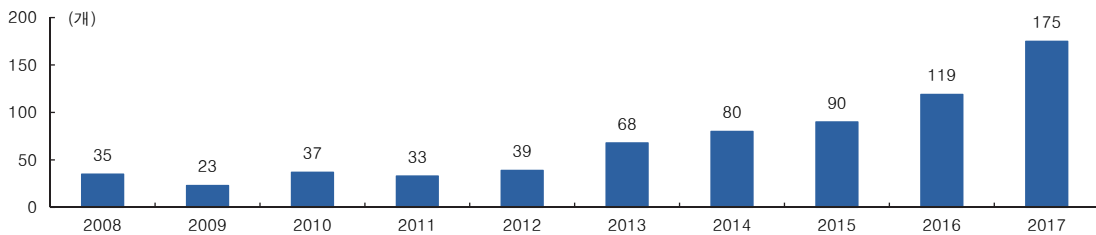
[중국 제약/바이오] 중국 제약 기업 경쟁력 분석

글로벌

올해는 수확기 원년

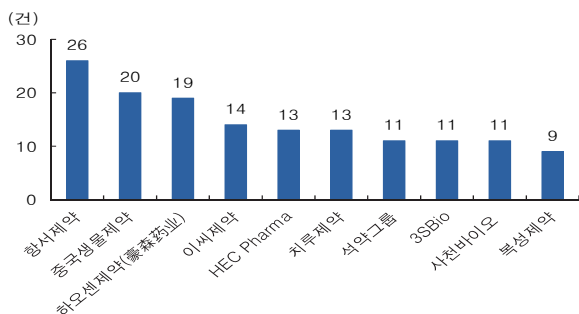
- 지난해 CFDA의 혁신 신약 임상 승인수는 170개에 달하는데, 이는 2015년 대비 두 배
- 신약 보고 건수도 2017년 175건으로 2016년 119건에서 급증하면서 신약 개발 빠르게 증가

중국 신약 보고 건수



자료: CFDA, 미래에셋대우 리서치센터

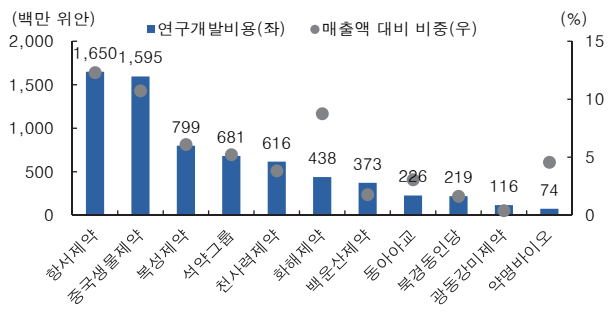
주요 제약사가 개발 중인 혁신 신약 개수



주: 화제의약품 1,2류와 바이오의약품 1류를 혁신 신약으로 분류

자료: CDE, 미래에셋대우 리서치센터

주요 제약 기업 연구개발비용 비교 (2017)



주: 1) 항서제약, 광동강미제약은 2017년 실적 발표 전으로, 상반기 매출액 대비 비중으로 치환해서 계산

2) 복성제약은 의약품 제조 부문으로 한정

자료: 각사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

20 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

Mirae Asset Daewoo Research

1 항서제약
 Jiangsu Hengrui Medicine
 (600276 상해)

- 항암제와 마취제 분야 로컬 1위 기업
- 올해 최초 신약 출시 기대 (표적항암제 피로티닙과 면역항암제 SHR-1210)
- 17년 매출액 138억위안(+24.7% YoY), 순이익 32억위안 (+24.3% YoY), **여닝 서프라이즈**
- 18년 매출액 170억위안 (+25.7% YoY), 순이익 39억위안 (+23% YoY) 예상

2 석약그룹
 CSPC Pharma
 (01093 홍콩)

- 자체개발 신약 NBP(뇌졸중) 성장 지속, R&D 파이프라인 가치 부각으로 밸류에이션 프리미엄 예상
- 항암제 Jinyouli의 정부 급여 목록(NRDL) 등재, 제네릭 출시로 매출 급증 기대
- 17년 실적 컨센 부합. **혁신 의약품 매출액이 +38% 증가**하며 성장 견인
- 18년 매출액 183억 HKD(+19% YoY), 지배주주 순이익 35억 HKD(+27% YoY) 예상

3 중국생물제약
 Sino Biopharm
 (01177 홍콩)

- **중약(中藥)** 기술을 이용한 의약품 제조와 퍼스트 제네릭에 특화된 제약사
- 간질환(매출 44%) 및 심뇌혈관 의약품 부문 중국 내 **시장점유율 1위**
- 올해 **표적항암제 안로티닙 출시**로 신약 개발 회사 도약 기대, 올해 **5개 제네릭 승인** 예상
- 18년 매출 239억HKD (+40% YoY), 순이익 33억HKD (+14% YoY) 예상

4 약명바이오
 Wuxi Biologics
 (02269 홍콩)

- **바이오 의약품 서비스 제공** 기업. 전임상 개발부터 임상, 상업 생산까지 모든 단계의 서비스 제공
- 주요 고객은 제넨테크(Genentech), 아스트라제네카, 셀진(Celgene) 등 대형 글로벌 제약사
- 바이오 의약품 CMO 시장 확대 수혜 기대
- 17년 매출 18.7억HKD (+64% YoY), 영업이익 5억HKD(+35% YoY) 기록. 2018 고성장 지속 기대

5 3SBIO
 (01530 홍콩)

- **암, 자가면역질환, 신장질환 치료제**에 특화된 바이오텍
- TPIAO, Yisaipu, EPIAO/SEPO 세가지(매출 76%)가 **17년 정부급여목록에 포함**, 판매량 증가 기대
- 17년 매출 43억HKD(+36% YoY), 영업이익 14.5억HKD(+41% YoY) 기록.
- 18년 매출 77억HKD(+36% YoY), 영업이익 22억HKD(+35% YoY) 예상

[베트남] 호치민에 집 사러 가실까요?

베트남 호치민 지하철 노선도 계획: 2020년 초 완공 예정

베트남의 2~3층 짜리 주거용 건물의 가격은?



빈시티(Vin City) 개요

개발자	Vingroup
부지 면적	365 ha
건축 밀도	20~25%
프로젝트 위치	호치민, 9군
층수	22~25층
아파트 수	50,000
아파트 면적	36~90m2(예상)
빌라	4,000
인도 예상	2020 (예상)
가격	1 베드룸 Apt: USD 31,000 2 베드룸 Apt: USD 40,000~53,000 3 베드룸 Apt: USD 57,000~67,000

자료: ViProperty, 미래에셋대우 리서치센터

Vincity에서 1군, 2군까지 20분 거리



자료: ViProperty, 미래에셋대우 리서치센터

[베트남] 왜 베트남인가?

시세차익과 환율차익, 둘 다 가능하다

시세차익

+

환율차익

① 긍정적인 경제 전망

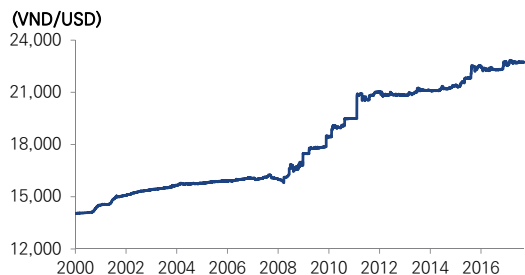
- +6%대의 높은 경제 성장을 지속
- 한국과 20~30년, 중국과 10~20년 격차를 두고 경제도약 단계 진입
→ 유사한 경제성장 단계를 밟을 것
- 풍부한 인적자원

② 정치적 안정성

- 개혁보다는 안정 추구
- 부정부패 척결 기조
- 기존 정책(국영기업 민영화, 은행구조조정, 자본시장 개방)을 지속 추진

“① + ② 로 인해 주식시장 전망도 긍정적”

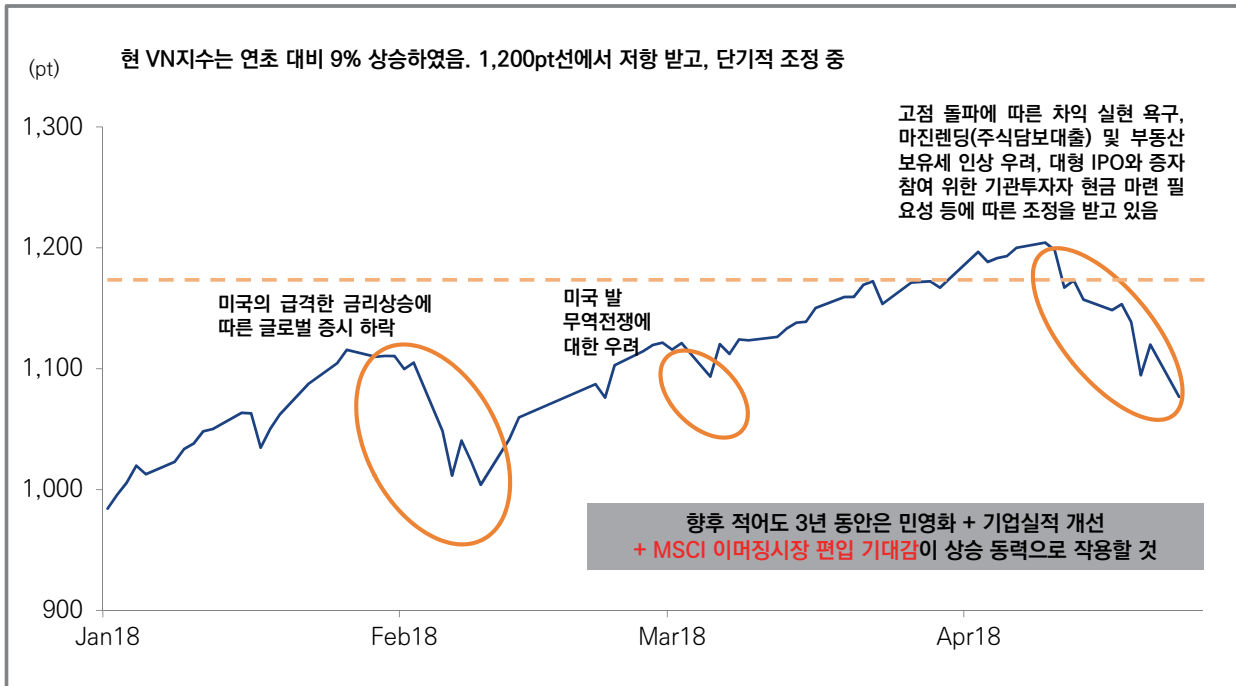
- 베트남 동화 가치는 10년 동안 약 40% 절하되어 역사적인 저점 수준을 기록 중
- 외환보유고 증가 + FDI(해외직접투자) 증가 + 경상수지 흑자로 인해...
- 향후 절상 or 안정화될 가능성이 높다



자료: 미래에셋대우 리서치센터

현 VN지수는 역사적 고점 수준임, 하지만 기업실적 개선이 뒷받침된 상승이 과거와 큰 차이

베트남 대표지수 VN지수 추이(2018-현재)



자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

[베트남] Top Pick 4

1
빙그룹
Vingroup
(VIC VN/호치민)

- 시총 1위 종합 부동산 그룹. 부동산 사업부문(아파트 매매, 상가 임대)이 매출의 70%
- 사업 확대 지속: 부동산, 숙박 및 엔터, 소비자 유통, 헬스케어, 교육, 농업, 자동차
- 2017 매출액은 90조동(+56.8% YoY). 세전이익 8.9조동(+53.9% YoY)
- 신규 부동산의 양호한 분양실적과 입주율 상승으로 매출 성장세가 지속될 것으로 예상
- 신규 자동차 사업에 대한 기대감 유효

2
호아팻
Hoa Phat
(HPG VN/호치민)

- 베트남 최대 철강회사. 통합된 밸류체인이 강점
- 2017년 매출액 46.2조동(+38.7% YoY), NPAT(세후이익)은 동사의 목표치를 33% 상회하는 8.0조동(+21.3% YoY)
- 2017년 철강제품 생산능력은 300만톤을 기록. 2018년 생산능력은 340만톤(+13.3%) 기대
- 호아팻그룹은 POSCO 대비 약 50% 할증

3
베트남 투자개발은행
(BID VN/호치민)

- 최초 국영은행. 최대 네트워크를 보유. 최대 자산규모 보유(17년 12%). 은행 시총 2위(시총 6.3조원)
- 중산층 리테일대출 전략적 확대 (12년 47조 동에서 17년 270조 동으로 약 5.7배 증가)
- 최근 2년 동안 총당금 적립 집중. 16년, 17년 총당금/총당금전이의 비율은 각각 55%, 63% 기록
- 16, 17년 순이익 6조동(-3% YoY), 7조동(+13% YoY), 18년 순이익 9조동(+32% YoY) 기록 전망

4
바오비엣홀딩스
Bao Viet Holdings
(BVH VN/호치민)

- 생보와 손보 모두 시장점유율 1위 베트남 보험사
- 정부가 74% 지분을 갖고 있는 국영보험사
- 베트남 보험시장 한국의 약 1/38배 수준(5조원 vs. 204조원)으로 성장 여력 충분
- 빠르게 성장 중. 17년 원수보험료 106조동 (+21% YoY). 최근 3년 동안 CAGR +20% 기록
- 실적 개선 기대감. 18년 지배주주순이익 2조동 (+30% YoY) 기록할 전망

자료: 블룸버그, 각 사, 미래에셋대우 리서치센터



2018 하반기 글로벌 자산배분전략

Credit Investment Maps

우량등급 수난시대와 아름다운 건설채

이경록 02-3774-1808 kyoungrok.lee@miraeasset.com

[Credit Investment Maps]

우량등급 수난시대와 아름다운 건설채

베일인(bail-in) 제도 도입 시 은행(지주) 신용등급 변동가능성

- 금융지주의 등급하락 가능성 높아지고 일부 은행의 경우 등급유지를 위해서는 후순위성 자본확충이 필요

반전이 필요한 카드사

- 이익규모와 수익성 모두 캐피탈 업종에 역전된 상황으로 등급의 안정성을 위해서 영업실적의 반전이 필요

기업실적 vs 자동차-유통

- 자동차, 유통 등 일부 업종을 제외하면 전반적으로 기업실적 우수하고 신용등급 변동성도 순상향으로 전환중
- 현대차그룹의 점유율 및 수익성 회복이 쉽지 않을 것으로 전망되며 유통은 온라인부문 경쟁력 확보가 관건

우량등급의 스프레드 변동성 감소하는 가운데 비우량등급 상대적 강세 전망

아름다운 상상, 건설채

- 남북경협이 성사될 경우 인프라 및 도시개발 부문에서 새로운 먹거리 창출 가능

크레딧 순발행 규모 전년 대비 큰폭 감소 전망

- 특수채 순상환 규모는 축소되나 은행채와 MBS의 순발행 규모는 크게 감소

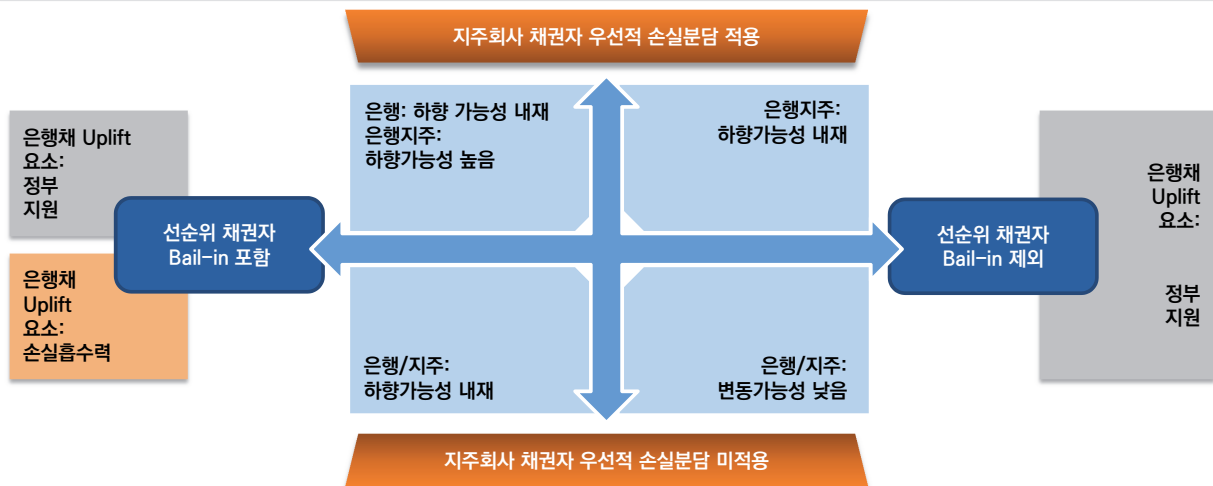
Bail-in과 은행(지주) 신용등급 변동가능성

Credit Investment Maps

베일인 제도는 금융지주 신용도에 부정적 가능성

- 금융회사 정리제도 및 채권자 베일인 제도가 도입될 경우 정부의 지원가능성 요소 축소
- 자회사 손실을 지주사가 우선적으로 흡수할 경우 은행지주에 대한 정부지원 요소는 배제될 가능성
- 은행의 신용등급은 후순위성 손실흡수력이 충분할 경우 등급이 유지될 가능성 높음
- 비은행 자회사의 경우 정리방식에 따라 등급 변동성이 달라질 수 있음

국내 금융회사 회생정리 제도 도입의 예상 시나리오 별 신용등급 방향성

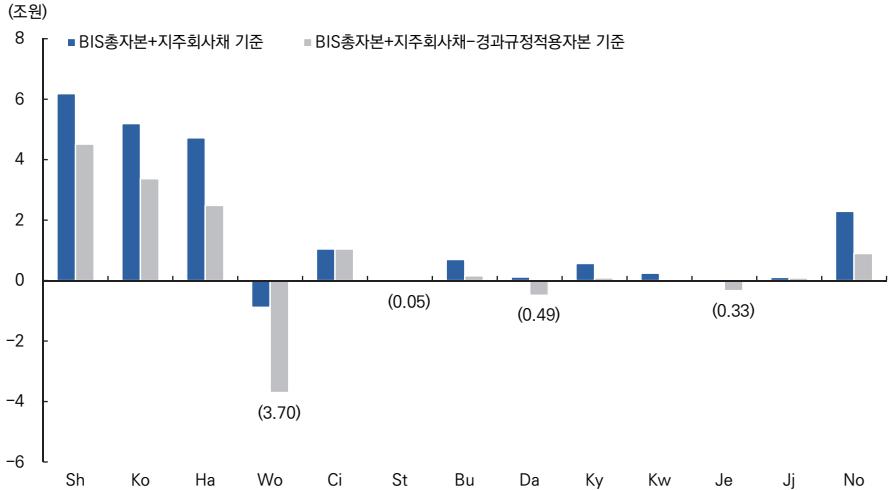


자료: 한기평 이슈리포트 '금융회사 정리제도와 채권자 베일인 제도 도입(2018.3.28)', 한신평 스펙셀리포트 'Bail-in에 대비하다(2018.3)', 미래에셋대우 리서치센터

은행의 신용등급은 후순위성 손실흡수력으로 차별화 가능성

- 선순위 은행채 신용등급은 은행별 후순위성 손실흡수력에 따라 차별화 가능성
- 지주채를 손실흡수력으로 인정하면 대부분 은행들은 등급유지 가능성 높음
- 일부 은행의 경우 선순위채 신용등급을 유지하기 위해서는 후순위성 자본확충이 필요

국내 은행 후순위성 손실흡수력 잉여(부족)액: 지주회사 우선적 손실흡수 전제



주: 1) 한기평 이슈리포트 '금융회사 정리제도와 채권자 배임인 제도 도입(2018.3.28)' 사례 응용, 2017년 12월 각 은행별 값 적용
2) 위험가중자산(RWA) 대비 16%를 기준 대용치로 가정하였으나 실행사마다 평가방법론과 손실흡수력 기준은 달리 적용될 수 있음
자료: 은행별 경영공시, 미래에셋대우 리서치센터

국가별 도입상황 사례

- 미국은 2010년 7월 도드-프랭크법을 제정하여 시스템적 중요 금융회사에 대한 감독 강화
- 유럽연합은 2015년 이후 순차적으로 금융회사 정리제도를 구축
- 소급적용 및 예금자보호 여부는 국가별로 상이하며 확정되지 않은 경우도 있음

미국

- 도드-프랭크법 또는 연방예금보험법에 따라 무담보 채권자에 대한 배임인 권한 보유
- 지주회사의 주주 및 채권자가 우선적으로 손실을 부담하는 단일보전관리 방식
- 모든 예금에 대하여 우선변제권을 인정

EU

- 주주, 채권자 및 거액예금자의 배임인이 구제금융보다 우선적으로 적용
- 독일의 경우 무담보 선순위 사채는 영업활동에서 수반되는 선순위 채무보다 후순위
- 이탈리아는 예금(거액 예금 포함)을 여타 선순위 채무 대비 선순위로 규정
- 프랑스는 후순위사채 보다 선순위지만 기존 선순위 채무에 우선하여 손실을 흡수하는 새로운 무담보 비우선 선순위 사채(senior unpreferred debt)를 도입

싱가포르

- 주요 도입국과 달리 선순위 사채를 제외했는데 FSB가 선순위 사채를 포함하도록 권고
- 법 시행 이후 발행된 채권 및 증권에 대해서만 배임인 적용

일본

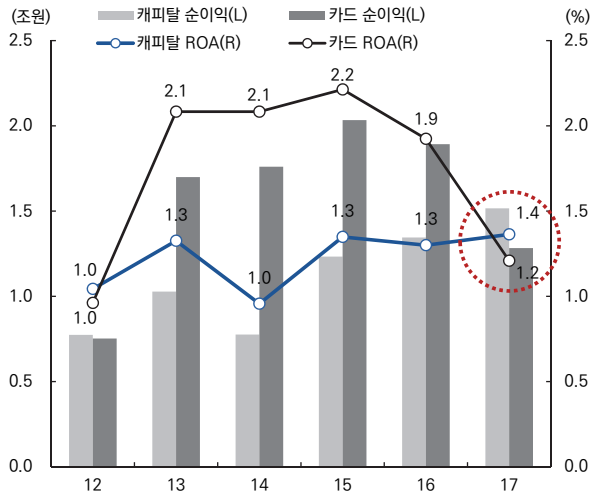
- 1단계 영업유지 정리방식: 배임인 범위를 후순위 사채, 대출금, 우선주로 한정
- 2단계 청산하는 정리방식: 무담보,비보호 채권자로 하되 시스템적으로 중요하지 않은 채무에만 적용. FSB는 시스템적으로 중요한 기준을 보완할 것을 지적

주: 1) FSB(Financial Stability Board) = 금융안정위원회
2) 영국은 배임인 도입에 대비하여 예금의 우선변제권을 법제화
자료: 한기평, 한신평, 미래에셋대우 리서치센터

카드사 vs 캐피탈사, 영업실적 역전

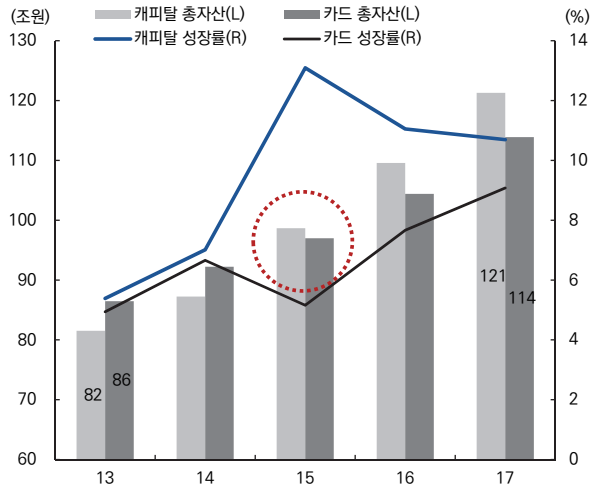
- 2017년 카드사의 순이익 규모와 수익성(ROA)이 캐피탈사에 모두 뒤처지며 역전
 - 가맹점수수료 인하와 신용대출 규제 강화 등의 영향
- 2015년 이후 카드사의 자산규모가 캐피탈사에 추월 당한 이후 격차 확대

카드사 vs 캐피탈사, 수익성 역전



주: 12년과 14년 삼성카드 일회성이익 및 17년 현대캐피탈 영가매수차익 제외, 대손준비금 반영 후 순이익 기준
자료: 금융통계시스템, 미래에셋대우 리서치센터

카드사 vs 캐피탈사, 자산규모 역전

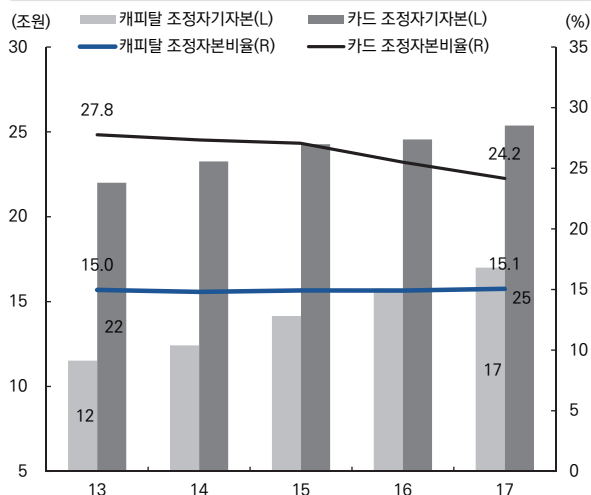


자료: 금융통계시스템, 미래에셋대우 리서치센터

카드사 vs 캐피탈사, 자산건전성과 자본적정성 격차 축소!

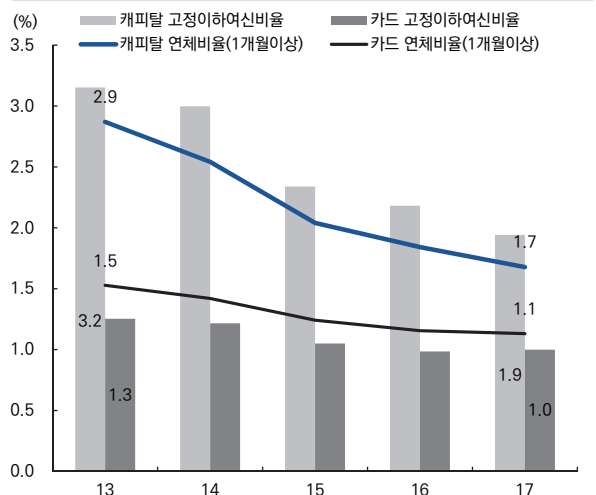
- 최근 4년 동안 카드사 조정자기자본이 3조원 증가하는 사이 캐피탈은 5조원 증가
- 캐피탈사 조정자기자본비율이 15%를 유지하는 동안 카드사는 27.8%에서 24.2%로 하락
- 두 업종 간 1개월이상 연체비율 격차는 13년 1.4%p에서 17년 0.6%p로 축소
- 두 업종 간 고정이하여신비율 격차는 동 기간 1.9%p에서 0.9%p로 축소

카드사 vs 캐피탈사, 자본적정성 격차 축소



자료: 금융통계시스템, 미래에셋대우 리서치센터

카드사 vs 캐피탈사, 자산건전성 격차 축소

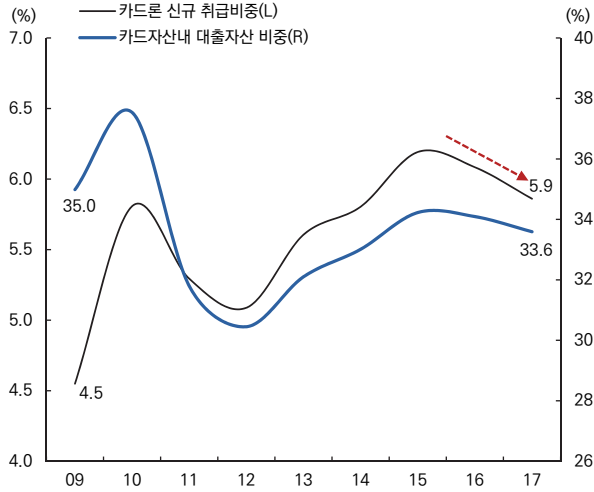


자료: 금융통계시스템, 미래에셋대우 리서치센터

카드론 영업 위축도 수익성 압박 요인

- 가맹점수수료 인하와 더불어 카드론 영업 위축도 카드사 수익성에 부정적으로 작용
- 법정 최고금리 인하 추세 및 자산건전성을 우려한 리스크관리 강화 등의 영향
- 자동차 할부금융 취급을 늘리며 성장률을 제고하고 있으나 이익기여도는 낮은 것으로 판단

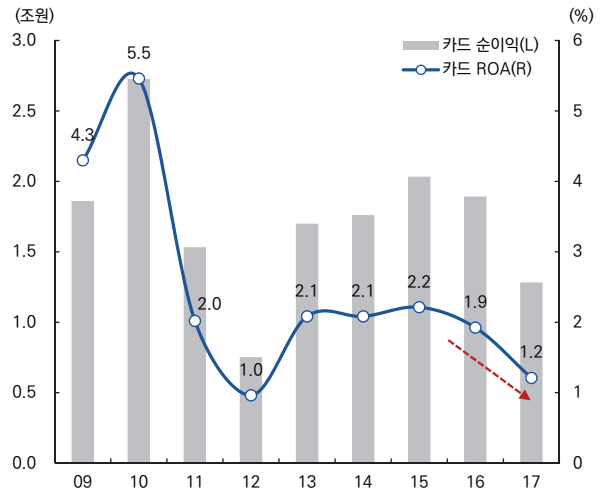
카드사의 카드론 영업 현황



자료: 금융통계시스템, 미래에셋대우 리서치센터

7 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

카드사 수익성 추이



주: 1) 12년과 14년 삼성카드 일회성이익 및 17년 현대캐피탈 영가매수차익 제외, 대손준비금 반영 후 순이익 기준
2) 11년 국민카드, 13년 우리카드, 14년 하나카드가 각각 포함되기 시작함
자료: 금융통계시스템, 미래에셋대우 리서치센터

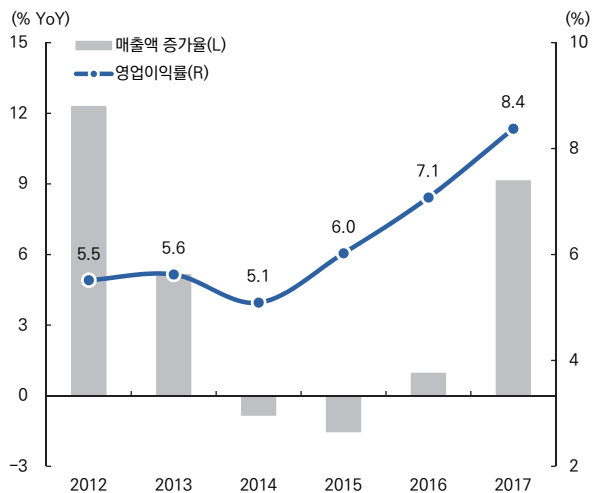
Mirae Asset Daewoo Research

기업실적 vs 자동차·유통

영업실적과 재무안정성 개선 추세 가속화

- 성장성과 수익성 3년째 개선 지속
- 원리금상환지표와 재무안정성도 가파르게 개선

상장기업 영업이익률 추이



주: 상반기 매출액 증가율은 직전년 상반기 매출액과의 비교치
자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

8 | 2H18 글로벌 자산배분 전략

상장기업 재무안정성 추이



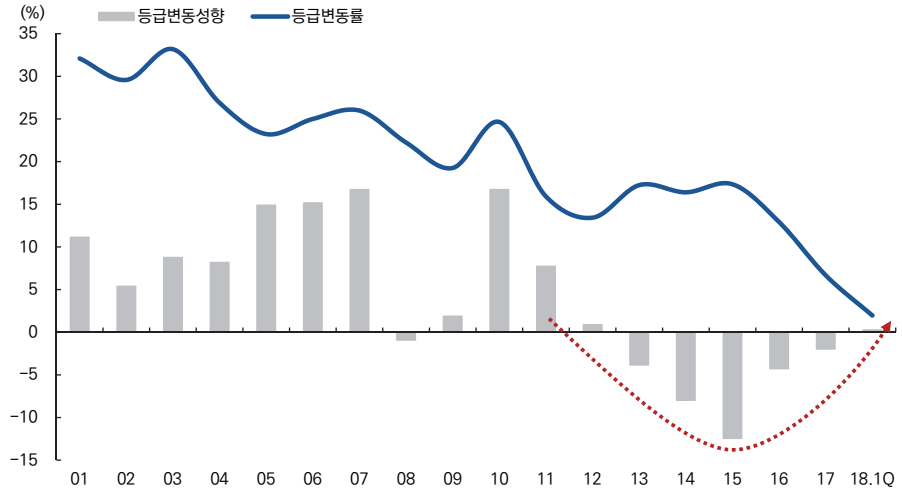
주: EBITDA는 직전 4개 분기 합산 기준
자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

Mirae Asset Daewoo Research

신용등급변동 안정적 상황 진입

- 등급변동률도 크게 줄어 등급안정성 향상
- 등급변동성향은 순상향(상향수)하향수 단계로 진입중

신용등급 변동성향은 안정적 상향추세로 전환

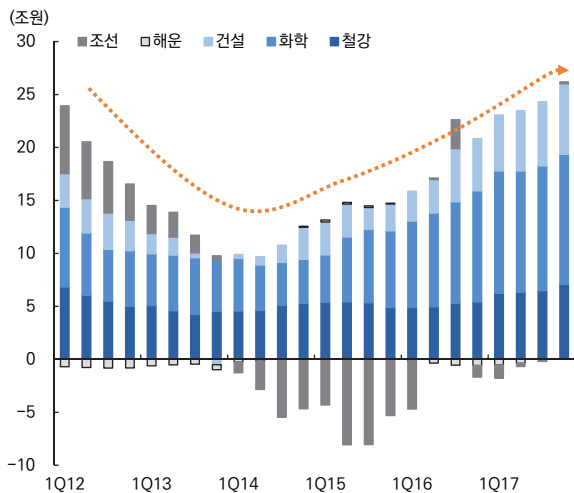


주: 신용평가 3사 단순 평균 값, 18년 1Q는 한기평 수치
자료: 신용평가 3사, 미래에셋대우 리서치센터

자동차와 유통은 부진

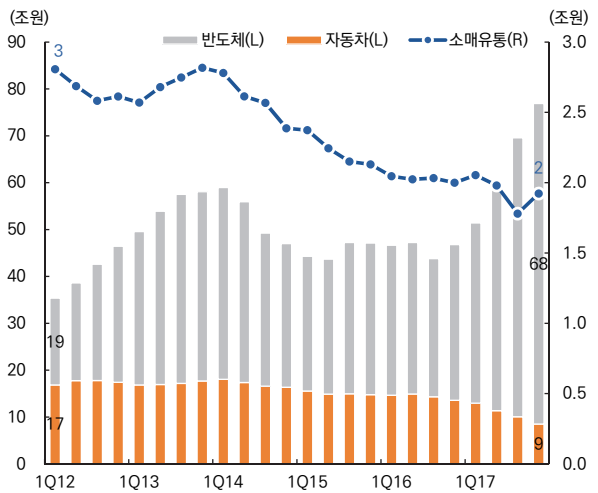
- 건설, 화학, 철강 부문은 뚜렷한 개선 추세
- 자동차 및 소매유통은 부진

주요 업종 영업이익의 추이 (1)



주: 비금융 상장기업 직전 4개 분기 합산 영업이익의 추이
자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

주요 업종 영업이익의 추이 (2)

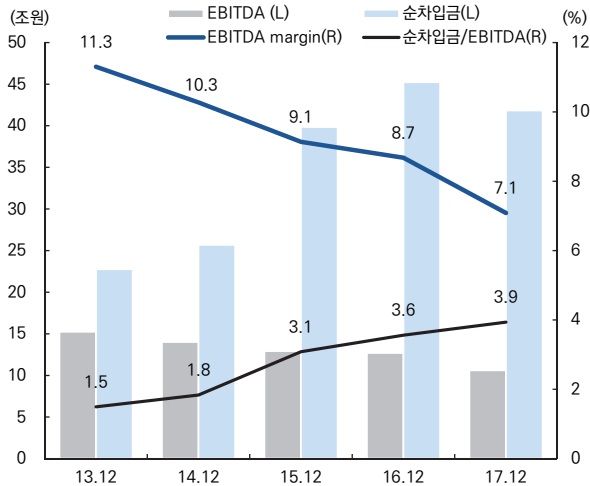


주: 비금융 상장기업 직전 4개 분기 합산 영업이익의 추이
자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

현대차그룹 수익성 반전 필요

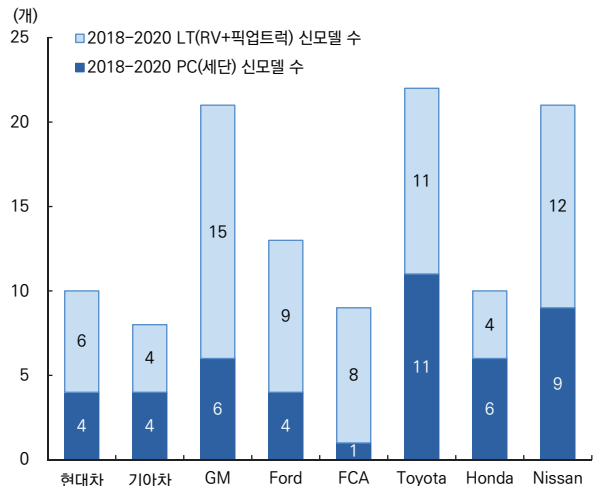
- 자동차부문 실적부진에 현대차그룹 및 협력 부품사의 신용도 우려
- 계획된 신차 출시가 많지만 글로벌 경쟁 업체의 신차 출시도 많아 점유율 및 수익성 회복 난관

현대차+기아차 주요 재무지표



주: 회사별 연결재무제표 단순 합산
자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

향후 3년간 글로벌 메이커 미국 시장 출시 신모델 수 비교

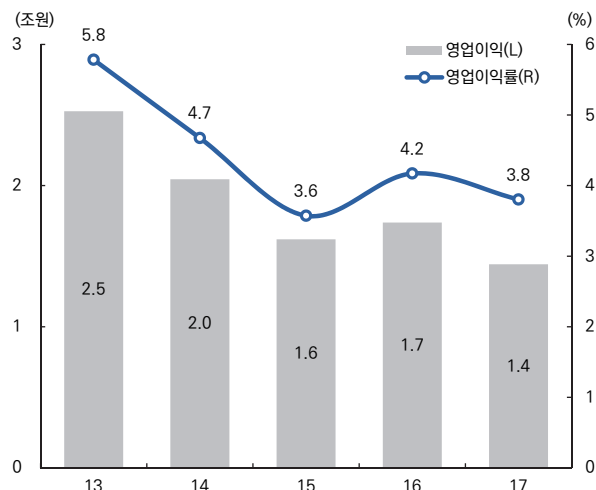


주: 부분변경모델 제외
자료: Marklines, 미래에셋대우 리서치센터

소비행태 쫓아가기 (주도자 → 추종자)

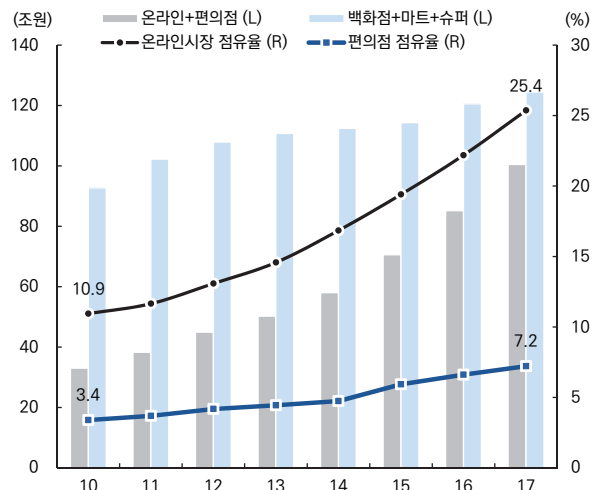
- 전통적인 소비채널인 백화점, 마트, 슈퍼의 소비성장 정체
- 온라인 시장 및 편의점의 점유율 확대 추세 가속화
- 무점포 형태의 판매채널 및 해외직구 증가 등으로 오프라인 매장의 집객력 약화
- 대형 유통기업들은 복합쇼핑몰 및 온라인 강화 등으로 대응

롯데쇼핑+신세계+이마트 수익성 추이



주: 회사별 연결재무제표 단순 합산
자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

소매채널별 구매액 및 점유율 추이

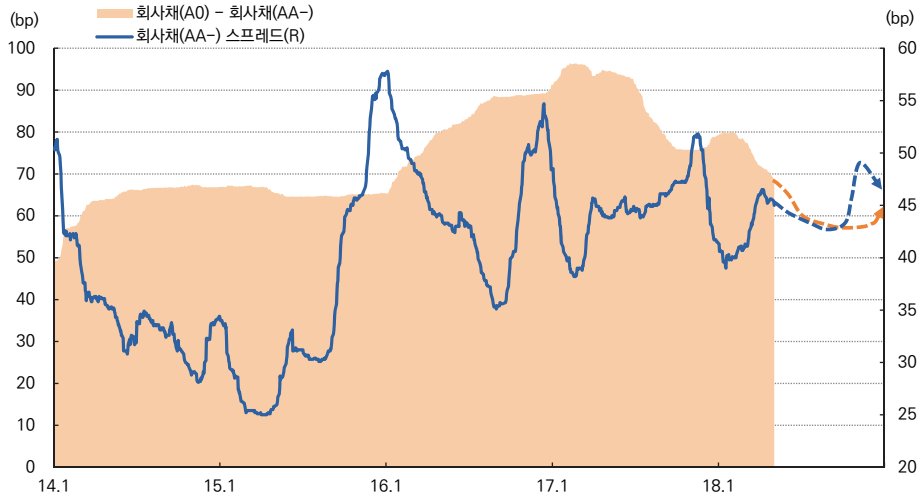


자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

신용스프레드 변동성 축소, 비우량등급 상대적 강세

- 국내외 기준금리 정상화 기조 이어지겠으나 국내 시장금리는 미국보다 완만한 상승 전망
- 우량 신용스프레드 변동성 감소되는 동안 비우량등급 상대적 강세 전망
- 한반도 지정학적 우려 크게 완화될 경우 크레딧채권에 긍정적

회사채(AA-, 3년) 신용스프레드 및 회사채(A0, 3년)와의 금리스프레드



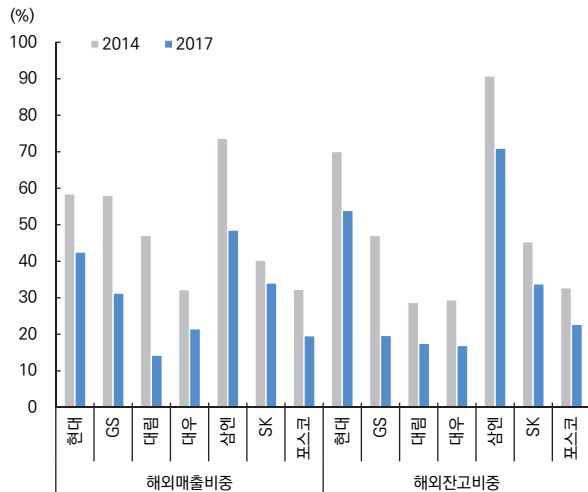
자료: 본드랩, 미래에셋대우 리서치센터

아름다운 상상, 건설채

해외, 수주부진 우려 속 손실리스크 감소

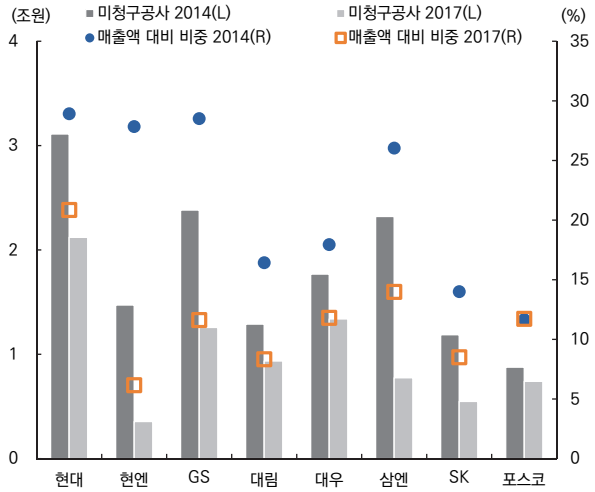
- 국내 분양시장 호조와 해외 플랜트 준공 등으로 해외사업 비중 감소
 - 아래 왼쪽 7개사 단순 평균 해외매출비중 14년 48.9% → 17년 30.3%
- 미청구공사 기 손실반영과 프로젝트 준공에 등의 영향으로 해외부문 리스크 감소
 - 아래 왼쪽 7개사 단순 평균 해외잔고비중 14년 49.2% → 17년 33.7%

주요 건설사들의 해외사업잔고 비중 추이



자료: 사업보고서, 미래에셋대우 리서치센터

주요 건설사 미청구공사 규모(막대) 및 매출액 대비 비중(점) 추이

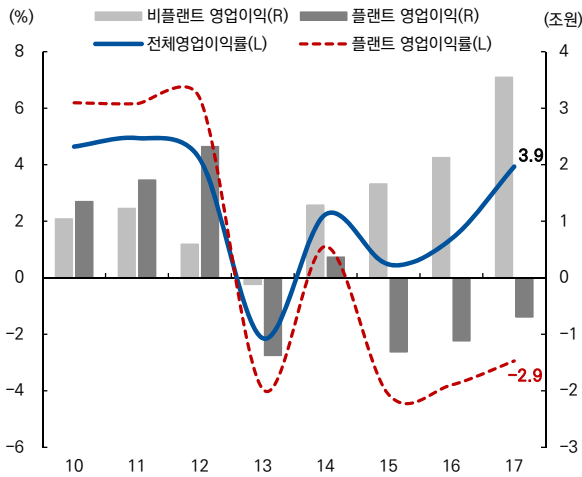


자료: 사업보고서, 미래에셋대우 리서치센터

국내, 사업전망 우려 속 실적호조 당분간 지속

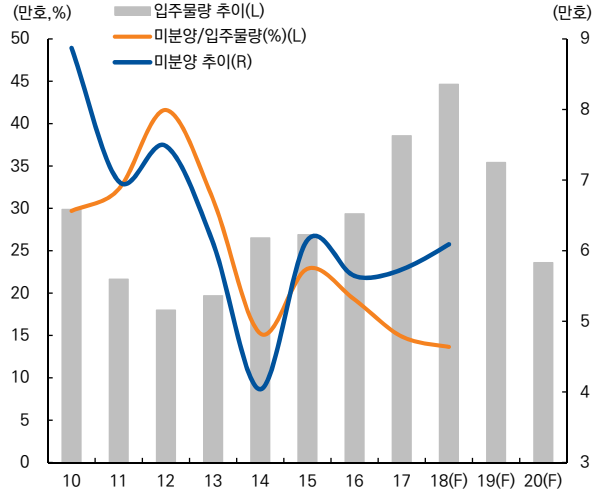
- 정부의 대출 규제 및 재건축 규제 강화 등으로 주택사업의 불확실성 확대
- 지방을 중심으로 한 미분양 증가는 다소 우려되나 당분간 입주물량이 많아 이익창출력 확보 가능
- 국내 주택부문이 장기적으로 이익창출력 악화 우려가 있지만 당장은 해외사업 부진을 충분히 상쇄

주요 건설사 수익성 추이



주: 플랜트부문 영업이익률은 일부 추정치 사용
자료: 현대, GS, 대림, SK, 대우, 삼연, 포스코 등 7개사 사업보고서, 미래에셋대우 리서치센터

아파트 입주물량 및 미분양 추이



주: 미분양 추이는 매년말 기준이며 18년은 2월말 수치임
자료: r114, 미래에셋대우 리서치센터

남북경협에 관한 합리적인 상상

- 한국 대비 북한의 인프라 수준을 고려할 때 북한의 인프라 투자가 크게 증가할 가능성 높음
- 중국에서 이미 검증된 도시개발과 경제개발특구를 통한 경제성장을 추진할 가능성 높음
- 한국 정부의 신경제지도 구상과 북한의 경제개발구가 지역적으로 유사하고 동북아 경제질서에 주도적인 위치를 차지하려는 동일한 목표를 갖고 있어 공동으로 추진할 가능성 높음

교통 인프라 한국, 북한 비교

구분	한국	북한	한국/북한 (배)
철도 (km)	3,140	5,235	0.6
전철 (km)	681	4,211	0.2
도로 (km)	97,253	24,879	3.9
고속도로 (Km)	2,778	724	3.8
지하철 (km)	412	34	12.1

주: 1) 북한 철도는 대부분 증기기관차가 운행되고 단선이며 노후화되어서 신규 설치 필요
2) 2017년 기준 고속도로 한국/북한(배)는 5.7배임
자료: 설명민(2013), 미래에셋대우 리서치센터

한반도 신경제 지도 구상(3대 벨트)

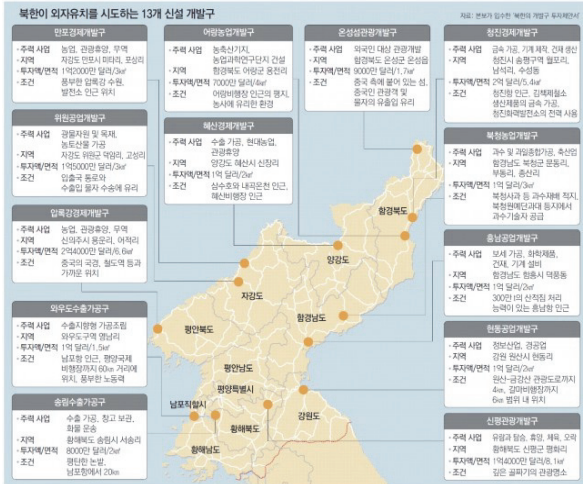


자료: 국정기획자문위원회, 미래에셋대우 리서치센터

북한 경제건설 방향과 건설적 효과

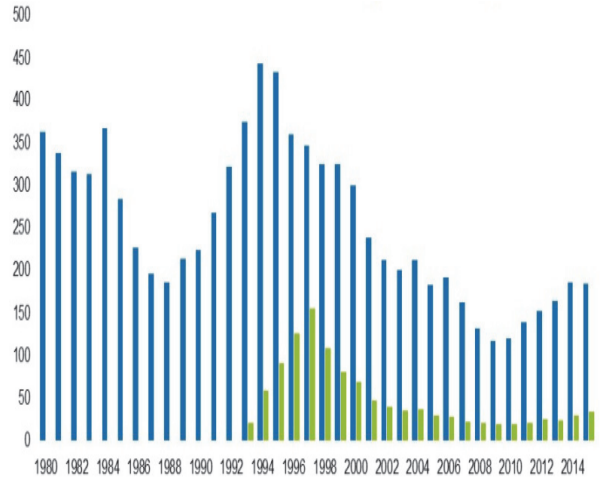
- 북한의 경제개발구가 과거 정책과 다른 점은 적극적 외자 유치이며 베트남식 빠른 성장 모델 추구
- 외국으로부터 투자에 대한 법률적 보장을 위해 경제개발구법을 제정
- 과거 독일 통일 이후 인프라 및 개발투자 수요로 독일 건설사들의 수주가 급증한 경험

북한이 2013년 신설한 13개 경제개발구



주: 2013년 신설 지정 후 현재 경제개발구는 22개로 확대
 자료: 경제마당, 미래에셋대우 리서치센터

독일 건설 수주 추이



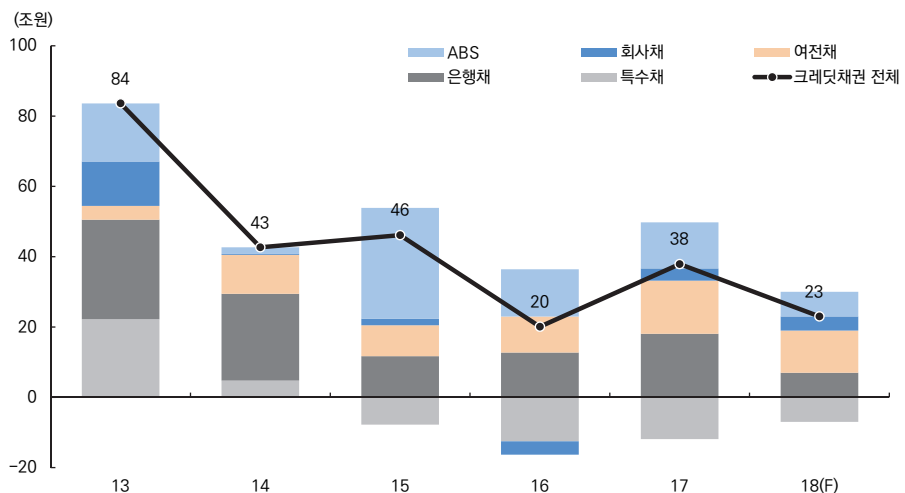
주: 파란막대는 서독 건설사의 수주액이고 연두막대(93년부터)는 동독 건설사의 수주액임(단위: 천평)
 자료: Die Deutsche, 미래에셋대우 리서치센터

크레딧채권 순발행 규모

크레딧 순발행 감소 전망

- 크레딧 순발행 전년 대비 약 15조원 감소한 23조원 전망(기존 순발행 전망치 25조에서 23조로 감액)
- 특수채 순상환 규모 5조원 축소, 나머지 섹터는 모두 순발행 감소 전망
 - 순발행 규모 전년 대비: 은행채 11조원 감소, MBS 8조원 감소 전망

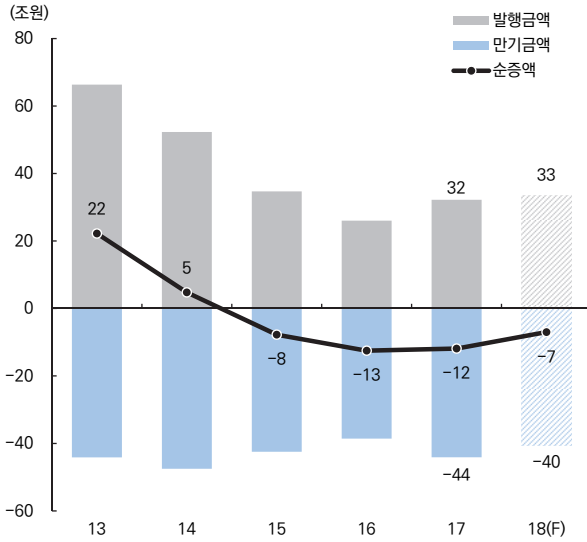
크레딧채권 순발행 추이 및 전망



주: 18년 4월말 순발행 규모 10.5조원
 자료: 인포맥스, 키스넷, 미래에셋대우 리서치센터

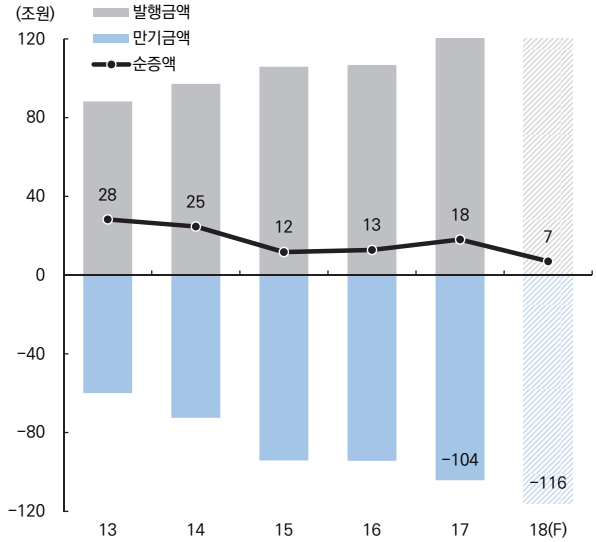
특수채의 발행증가는 많지 않을 전망(기존 순상환 전망치 -5조에서 -7조로 증액)
은행채는 대출규제 영향으로 순발행 감소 전망(기존 전망치 유지)

연도별 특수채 순발행 추이



주: 18년 4월말 순상환 규모 -4.6조원
자료: 키스넷, 미래에셋대우 리서치센터

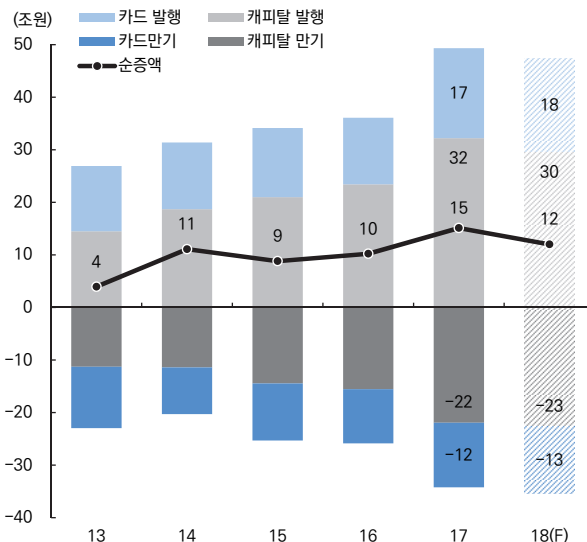
연도별 은행채 순발행 추이



주: 18년 4월말 순발행 규모 1.5조원
자료: 인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

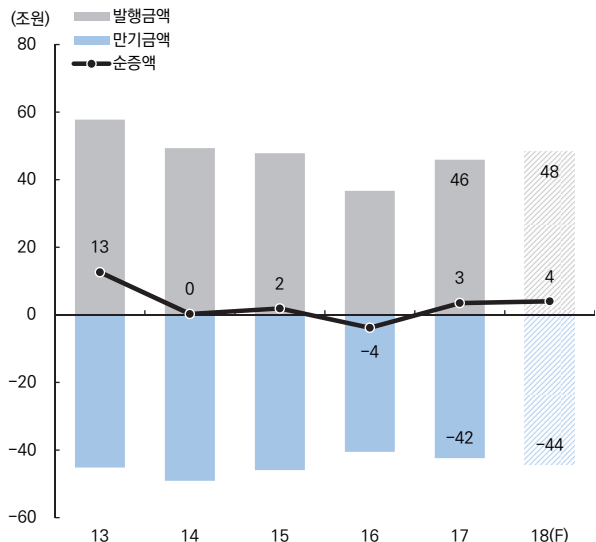
여전채는 성장이 지속되며 건조한 순발행 전망(기존 전망치 유지)
회사채는 17년도 증액발행 효과로 소폭 순발행 유지에 그칠 것(기존 전망치 유지)

연도별 여전채 순발행 추이



주: 18년 4월말 순발행 규모 7.6조원
자료: 인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

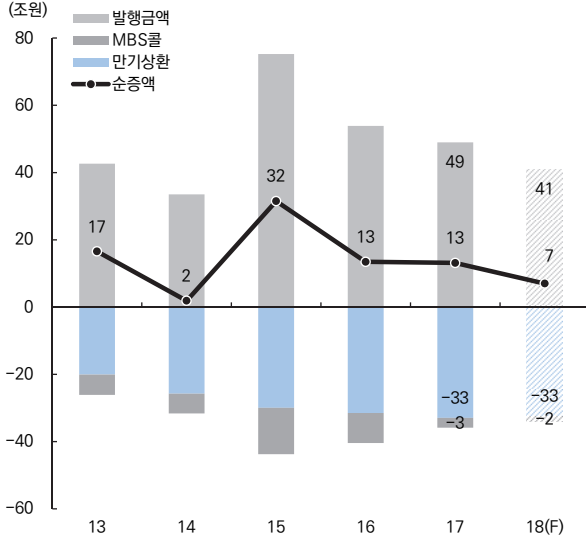
연도별 회사채 순발행 추이



주: 18년 4월말 순발행 규모 2.6조원
자료: 키스넷, 미래에셋대우 리서치센터

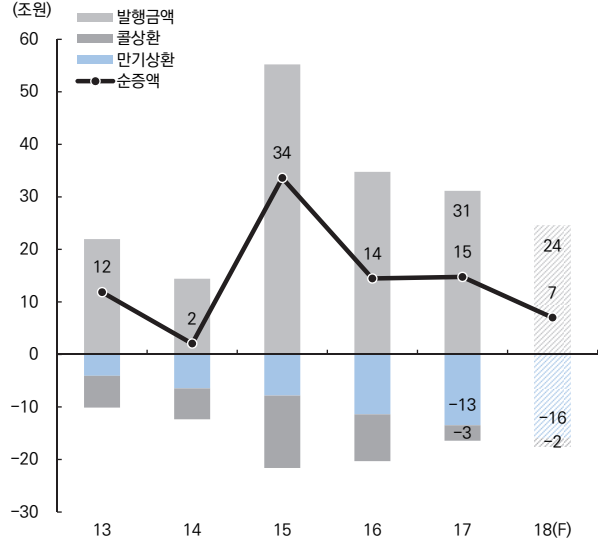
대출규제 및 부동산정책 영향으로 순발행 큰폭 감소 전망(기존 전망치 유지)

연도별 ABS 순발행 추이



주: 18년 4월말 순발행 규모 3.5조원
자료: 키스넷, 주택금융공사, 미래에셋대우 리서치센터

연도별 MBS 순발행 추이

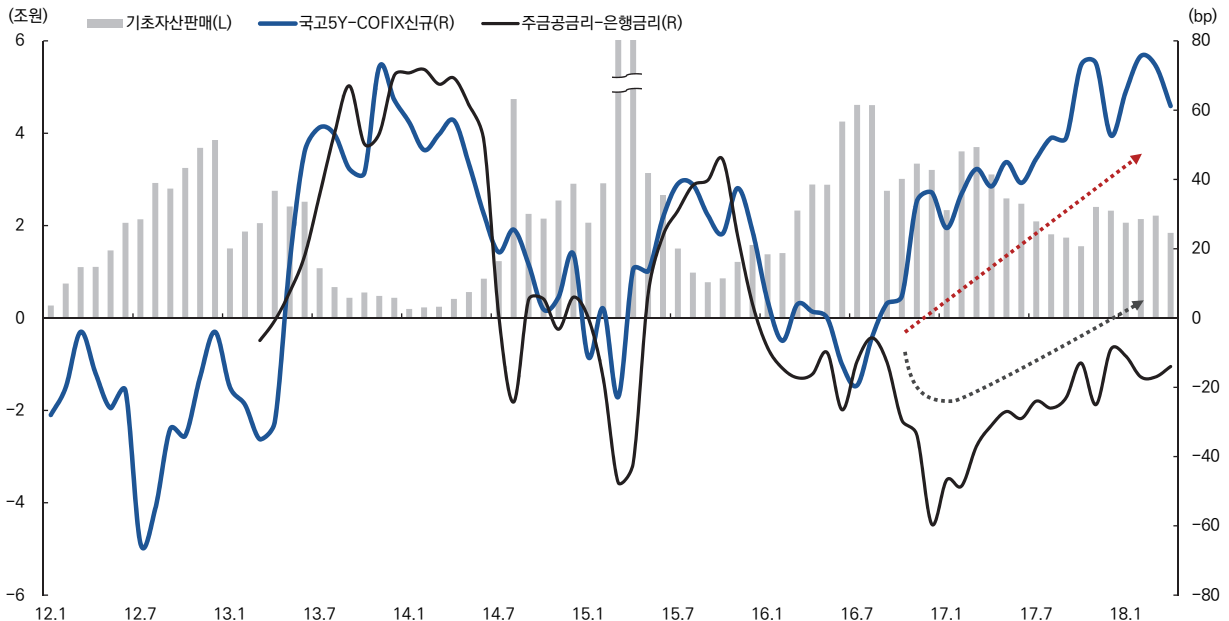


주: SLBS는 최근 몇 년간 발행이 없고 상환 규모도 적어 포함하지 않음
자료: 본드랩, 주택금융공사, 미래에셋대우 리서치센터

MBS 발행과 투자매력 전망

시중금리 상승으로 주택금융공사 대출상품의 금리매력 희석

주금공 대출금리와 은행금리 vs. MBS 기초자산과의 상관관계

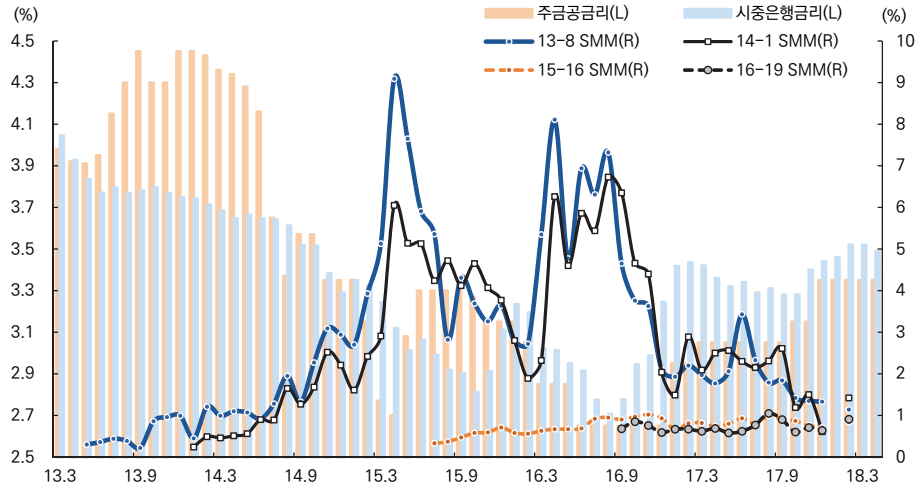


자료: 은행연합회, 주택금융공사, 미래에셋대우 리서치센터

MBS 조기상환위험 감소 → 투자매력 증가

- 최근 MBS 기초자산의 대출금리가 낮아지면서 조기상환 리스크 감소
- 금리가 높을 때 발행된 MBS(ex. 13-8회차, 14-1회차) 및 금리가 낮을 때 발행된 MBS (ex. 15-16회차, 16-19회차) 모두 조기상환율이 매우 낮음
- 금리상승기에는 MBS 수익률이 유사한 신용도의 타 채권보다 우수한 편

최근 발행된 MBS 기초자산의 대출금리가 낮고 시중금리가 상승해 조기상환율이 낮은 수준



주: 1) 주금공금리는 보금자리론 (15년과 20년의 평균값)과 적격대출 중 낮은 금리
2) 시중은행금리는 4대 시중은행 평균취급금리
자료: 은행연합회, 주택금융공사, 미래에셋대우 리서치센터

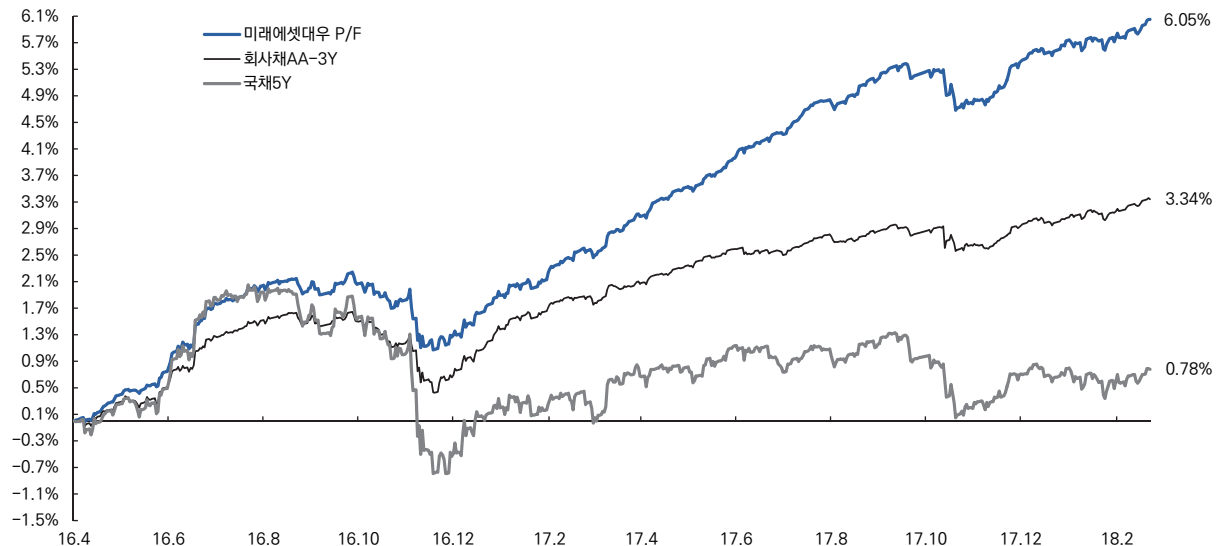
크레딧채권 추천종목

포트폴리오 1호 마감 성과: 6.05% (AA-3년 3.34%, 국채5년 0.78%)

포트폴리오 2호 운용중: 한화케미칼, 실트론, 메리츠캐피탈, 대림산업, SK건설, 대한항공 등 추천

(주간 Credit Investment Maps 참조)

포트폴리오 1호 누적 성과, 벤치마크 대비 Out Perform



자료: 미래에셋대우 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석 자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.