

리서치센터 투자전략팀

# 이베스트 자산배분 전략

## 2018년 3Q, 불안은 변화를 만든다



Strategist **신중호**

02 3779 8447  
jh.shin@ebestsec.co.kr

Quant **염동찬**

02 3779 8918  
dongchan@ebestsec.co.kr

Fixed Income **전병하**

02 3779 8633  
byunghajeon@ebestsec.co.kr

Commodity **최진영**

02 3779 8689  
jychoi@ebestsec.co.kr



**Strategist 신중호**  
02 3779 8447  
jh.shin@ebestsec.co.kr



**Quant 엽동찬**  
02 3779 8918  
dongchan@ebestsec.co.kr



**Fixed Income 전병하**  
02 3779 8633  
bunghajeon@ebestsec.co.kr



**Commodity 최진영**  
02 3779 8689  
jychoi@ebestsec.co.kr

이베스트투자증권 투자전략팀입니다.

**2018년 3분기 자산배분 전략은 ‘불안 Vs. 변화’ 의 구도에서 접근했습니다.** 매일 들리는 뉴스와 가격변동성은 당장이라도 위기가 찾아올 것처럼 긴장감을 높입니다. 잘나가는 미국도 경기 고점논란이 끊이지 않고, 미국을 제외한 국가들은 말할 것도 없이 통화가치는 하락하고 경기는 부진하다는 평가가 많습니다.

당초 저희는 2분기 이후 시장분위기가 나아질 것으로 봤습니다. 결과는 여전히 불안한 시장이 지속되고 있다는 것입니다. 2분기 초반 보아오포럼을 통해 중국의 시장개방이 중미무역갈등을 둔화시키는 이슈로 판단했으나, 오히려 갈등은 확산되었습니다. 연준이 매파적 스탠스를 유지한 채 유럽의 소비가 부진한 결과를 나타내면서 2분기 중반 이후 유로화 약세가 출현했고, 동시에 공급이슈로 인한 유가 상승은 취약한 이머징 국가뿐만아니라 산유국을 제외한 대부분의 이머징 국가들의 경상수지 레벨을 낮추는 요인으로 작용했습니다. 이머징 국가에서의 자금유출 압박이 커지는 결과였습니다

긴축, 경기고점, 무역갈등, 이머징 위기, 유럽의 부진 등 무엇이 시장의 분위기를 바꿀 수 있을까요? 불안 속의 변화의 가능성은 없는 것일까요? 우리는 표면적 이슈보다 각국의 위치(미국이 원하는 것, 중국이 필요한 것, 유럽의 원래 체질)에서 고민해봤습니다. 불안의 원인은 무엇인지 그 속의 변화를 찾아봤습니다.

미국의 경기고점 논란이 한참이지만, 미국 금융권의 레버리지는 이제 시작되고 있습니다. 새로운 수요가 필요하다 보니 중미간 무역갈등이 커지는 것처럼 보이지만, 이 갈등이 오히려 중국의 시장개방을 앞당기는 이슈가 되고 있고요. 상반기 부진했던 유럽의 경기가 시나브로 개선되고 있습니다. 이머징만 보면 힘들어 보이지만, 유럽이 올라서면 리스크는 낮아질 수 있습니다. 불안이 변화를 만들어 내고 있습니다. 미국의 레버리지 활동 재개와 중국의 점진적 시장개방, 유럽의 소비회복 기조는 2분기 보다는 나은 3분기 그리고 하반기 시장을 기대케 하는 요인입니다. 힘든 시기입니다. 그러나 여기서 ‘끝’이라는 위기의식 보다 새로운 국면의 출현에 앞선 마찰적 조정국면이라는 인식으로 접근하길 권고합니다.

[2018년 3분기 각 자산별 전망과 방법론]

주식자산의 Factor별 가중치 Quality > Growth > Valuation. 그 결과 미국 비중이 이머징 국가의 비중으로 확대됨. 미국은 세제 개편 이후 긍정적인 실적을 보였지만, 이익증가율 둔화 발생했기 때문. 미국외 선진시장의 밸류에이션은 이머징 국가보다 높고 이익률은 미국보다 낮으며 배당 성향 정도만이 우수한 수준. 이머징 시장의 이익률은 가장 빠르게 상향 조정 중. 낮은 밸류에이션과 이익증가율이 안정적. 채권은 지난 분기와 동일하게 유지. 미국 금리, 무역갈등과 유로존 정치 노이즈의 연장으로 3분기에도 긍정적 자산. 선진국 국채는 금리는 소폭 오를 가능성이 높지만 환율 효과로 투자성과는 2분기 대비 나아질 것. IG 회사채와 HY 회사채, EM 소버린은 캐리 메리트는 남았으나 상대적 선호도는 낮음. 원자재 섹터는 산업금속에 집중. 에너지: 이란 제재에 따른 공급차질 우려 확산되나, 중국의 이란산 수입 지속 표명 + 사우디-러시아 주도의 증산이 상쇄시킬 것. 농산물: 기상이변 중립으로 작황은 안정적. 그러나 9월부터 엘니뇨 영향권에 접어들며 가격 하방경직성이 강화될 것. 산업금속은 7~8월 착공 부진 시기이나, 9월 중국 신규 사업과 미국 예산안 처리 시 인프라 기대감이 재현 기대되며, 구리의 가격에 주목 감사합니다.

# 2018 3분기 자산배분

			전략적 자산배분 비중	
자산	비중 (%)	주요 근거	관련 ETF	
<b>Global Equities</b>	<b>23.0</b>	<b>주식가중치, Quality) Growth) Valuation Factor. 그 결과 미국 비중이 이머징 국가의 비중으로 확대됨</b>		
<b>US</b>	10.35	세계 개편 이후 긍정적인 실적을 보였지만, 이익증가율 둔화 발생. 높은 밸류에이션에 대한 부담이 부각되는 구간 달러화가 강세를 보이는 구간에서 주가는 긍정적인 모습을 보였지만, 달러 강세는 시차를 두고 기업 실적에도 악영향을 미칠 것	SPDR S&P 500 ETF	
<b>DM(ex US)</b>	9.2	밸류에이션은 이머징 국가보다 높고 이익률은 미국보다 낮으며 배당 성향 정도만이 세 지역 중 가장 우수한 수준 기록 달러화 강세 둔화 국면에서 모멘텀을 받을 수 있지만, 민감도 측면에서 이머징 국가에 비해서는 선호도가 떨어짐	iShares MSCI EAFE ETF	
<b>EM</b>	3.45	이익률이 세 지역 중 가장 빠르게 상향 조정 중, 낮은 밸류에이션과 이익증가율이 안정적 달러화 강세였던 올해 상반기에 가장 부진한 성과를 기록했지만, 유럽경기회복과 유로화 안정으로 가격안정 구간으로 진입	Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	
<b>Global Fixed Income</b>	<b>35.0</b>	<b>무역갈등 확산보다 점진적 해결 + 시장금리의 점진적 상승 예상, 3분기 말 미 금리인상에 유의</b>		
<b>국채</b>	미국 국채	8.9	장기국채의 상승 포텐셜은 낮아졌음. 그럼에도 무역분쟁 등 이슈로 인해 금리가 하락하는 상황은 미 금리인상 4회로 확장된 것이 반영되지 않은 것으로 판단	iShares Core U.S. Treasury Bond ETF
	선진국 국채	9.6	ECB QE 연장, BOJ 정책 유지, 환율 방향성이 중요한 시점. 달러대비 주요선진시장 통화 2분기만큼의 약세는 아닐 것 유로존 리스크 완화 및 달러화 강세 제한을 예상.	iShares International Treasury Bond ETF
	이머징 채권	4.0	무역갈등 우려로 국가간 차별화 발생. 펀더멘털 이슈는 아니지만 선별적인 접근 권고. 멕시코, 러시아 선호	iShares JP Morgan USD Emerging Markets Bond ETF
<b>회사채</b>	미국 회사채	6.2	아직까지 미국 경기가 양호. 국채금리 상승세 제한적 상황에서 접근 가능	Fidelity Corporate Bond ETF
	하이일드 채권	2.8	2분기 경기전망 좋았지만 3분기 이후 추가적인 개선까지는 부족한 모습. 하이일드 스프레드가 유지되고 있고 추가적으로 줄어들기에도 어려워 보이지만 캐리 측면의 접근 유효	First Trust Tactical High Yield ETF
<b>MBS</b>	MBS	3.5	미국 자산정상화에 따른 조기상환이 예상보다는 부진하다는 점에서는 긍정적. 주택가격 상승률의 증가세가 더디고 연체율이 확대되는 등 MBS 조기상환율은 떨어짐. MBS에 대해서 비우호적인 환경에는 유의	iShares MBS ETF
<b>Alternative Asset</b>	<b>42.0</b>	<b>원자재는 산업금속, REITs는 대표 ETF</b>		
<b>Commodity</b>	에너지	7.0	OPEC+ 실질 증산 의구심 형성. 미국에서 이란 원유 수출 제로(0)로 만들 것이라 전하면서 공급차질 영향 확산. 그러나 사우디-러시아 각각 100만, 20만bpd 이상 증산 시사, 미국은 사우디에 200만bpd 증산 요구, 7월부터 공급확대로 유가 안정화 시도 예상	United States Oil Fund LP
	산업금속	6.8	7~8월 전통적으로 착공률 부진한 시기이나, 9월부터 중국의 신규 건설사업 집중. 특히, 도드-프랭크법 완화 통과로 미국의 인프라 여건 조성 완료. 9월 미국의 2019 회계연도 예산안 처리 시 2017년 트럼프 인프라 효과 재현 기대	PowerShares DB Base Metals Fund
	희소금속	2.5	DR공고의 세금 문제로 광산기업들은 사전 공급확대, 1/4분기 공급량 34.4%yoy 증가로 가격 급락. 그러나 광산 추가 공급은 제한적, 전기차 배터리용 수요 기대감 역시 유효	VanEck Vectors Rare Earth/Strategic Metals ETF
	농산물	2.7	연초부터 있었던 라니냐 이슈 후퇴로 곡물 전반 작황 우수등급은 양호, 공급에 대한 부담 작음. 그러나 9월부터 엘리뇨 발생 가능성 가시화 예상, 흉작 우려는 곡물 가격의 하방경직성 강화 기대	Invesco DB Agriculture Fund
<b>REITs</b>	23.0	글로벌 금리인상기에도 불구하고 미국 부동산은 수요견인 시장으로 변화. 가격안정성이 높아짐. 미국의 개인주택 건설 승인 반등. 2004년 이후 지속적으로 하락세를 보였던 미국의 자가보유율이 2016년 이후 반등국면. 타이트한 공급상황에서 자가보유율 증가	Vanguard Real Estate Index Fund	

# 2018년 2분기 자산배분 Review

## ● 2분기 자산간 비중배분은 성공, 그러나 Picking idea는 실패

- 포트폴리오 성과는 자산배분 2Q 2.50%, ETF배분 -1.68%. 주간변동성은 자산배분 2Q 0.72%, ETF 배분 0.82%
- 2분기 긴축우려와 무역갈등 속 전통자산인 주식,채권 수익률 저하. 이를 반영한 2분기 원자재 및 부동산 비중확대 전략은 자산배분 2.5%의 성과로 귀결. 다만, ETF 배분에 있어서 원자재의 희귀금속과 미국외 리츠시장 편입으로 Tracking error 발생
- 3분기 전략은 기초자산과의 Tracking error를 줄이는 ETF 선정에 중점

## ● 2018년 3분기, 자산별 비중과 컨셉

- 성장과 인플레이션 국면은 여전히 상승구간으로 설정. 주식:채권:원자재:부동산 비중은 23% : 35% :19% : 23%
- 주식이중치, Quality > Growth > Valuation. 미국 ↓ 이머징 ↑, 채권은 선진국채 비중유지, 원자재는 산업금속

(2016연말=100)



연간수익률 (YTD, %)



주: YTD(2018.06.29)

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# Contents



이베스트 자산배분 전략 | 2018년 3Q, 불안은 변화를 만든다 |

## Part I 06 자산배분 Process

- 07 자산배분 비중산출과정
- 10 전략적 자산배분 비중

## Part II 12 2018년 3분기 Keyword

- 13 미국, 고점논란 vs. 레버리지
- 23 중국, 무역갈등 vs. 시장개방
- 36 유럽, 낮은기대 vs. 소비회복

## Part III 45 자산별 전망

- 46 주식
- 66 채권
- 87 원자재

## Part I



07 자산배분 비중 산출과정

10 전략적 자산배분 비중

# 주요자산간 효율적 투자선 Check

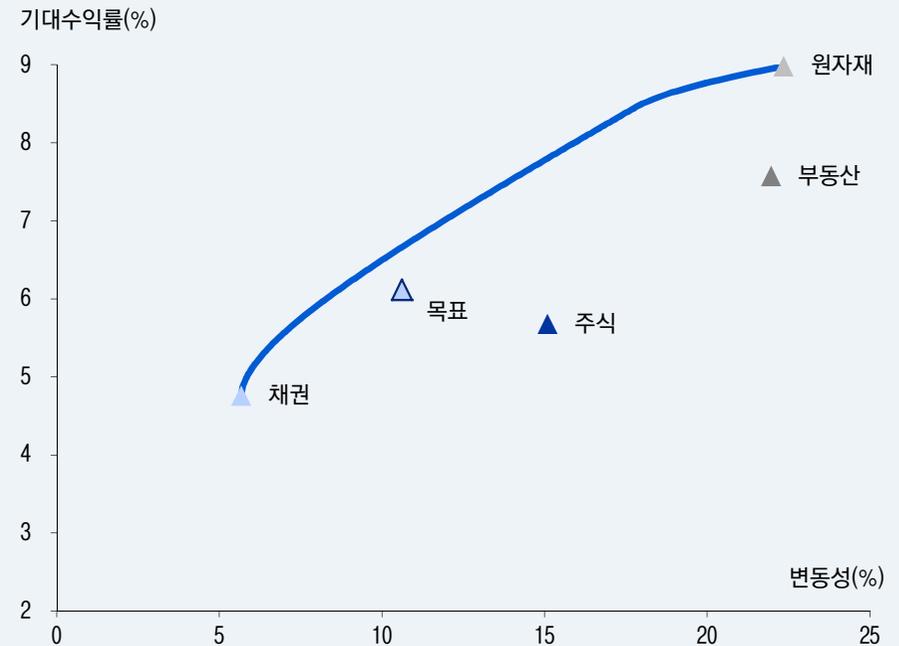
- 주요 대표 자산의 연간수익률과 변동성 측정(2004년 이후)

- 주식: MSCI AC World, 채권: Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index, 원자재: S&P GSCI Commodity index, 부동산: FTSE NAREIT U.S

- 자산배분 목표 비중 도출(Portfolio Diversification와 the Efficient Frontier)

- 자산간 수익률과 변동성을 토대로 Efficient Frontier 산출. EF에 가장 근접한 '자산배분 목표 비중' 선정
- 주식 28%, 채권 40%, 원자재 14%, 부동산 18%

	주식	채권	원자재	부동산	Allocation
기대수익률	5.8	4.8	8.9	7.4	6.1
표준편차	15.1	5.7	22.4	22.0	10.6
비중	28	40	14	18	100%
비중*표준편차	4.2	2.3	3.1	4.0	
상관계수행렬	주식	채권	원자재	부동산	
주식	1.000	0.448	0.547	0.707	
채권		1.000	0.296	0.420	
원자재			1.000	0.234	
부동산				1.000	



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 주요자산의 연간수익률과 자산배분 성과

자산배분 비중 산출과정

## ● 자산배분 목표 비중에 따른 성과

- 연간 비중조정 없어도 중위험, 중수익 달성. 소위 '덜 얻고, 덜 잃는' 자산배분의 Risk control 기능

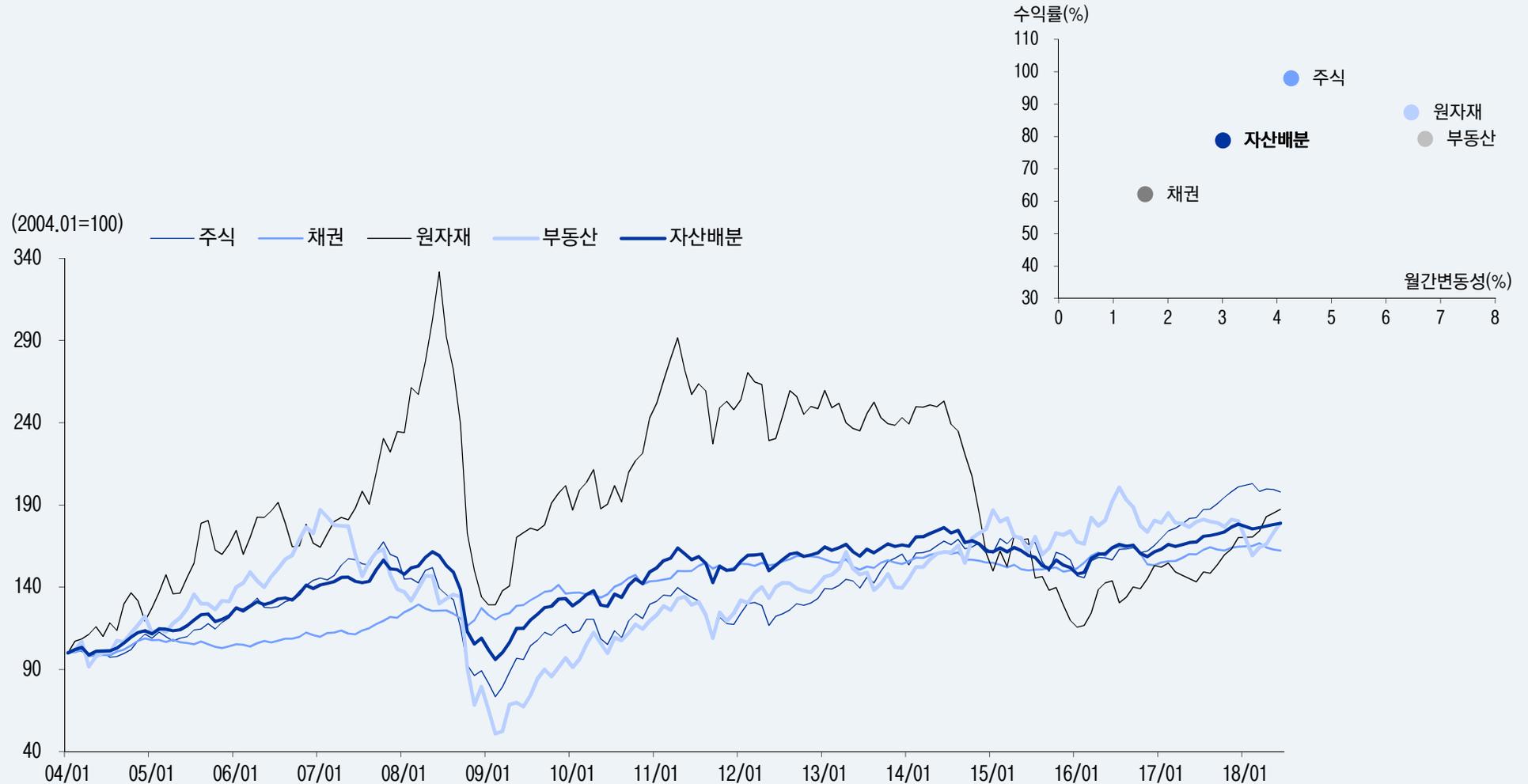
(단위: %)	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
1위	부동산 (4.06)	원자재 (39.02)	주식 (31.62)	부동산 (27.18)	원자재 (39.06)	부동산 (31.44)	원자재 (40.71)	채권 (4.79)	원자재 (50.30)	부동산 (23.34)	채권 (5.64)	부동산 (13.82)	주식 (20.25)	부동산 (25.58)	부동산 (-0.71)	원자재 (27.77)	주식 (21.62)	원자재 (10.17)
2위	채권 (1.57)	채권 (16.53)	부동산 (28.92)	원자재 (19.16)	주식 (8.83)	주식 (18.78)	주식 (9.64)	<b>자산배분 (-23.97)</b>	주식 (31.52)	원자재 (20.44)	부동산 (3.86)	주식 (13.44)	<b>자산배분 (4.39)</b>	주식 (2.10)	채권 (-3.15)	<b>자산배분 (6.98)</b>	원자재 (11.11)	<b>자산배분 (6.32)</b>
3위	<b>자산배분 (-7.88)</b>	<b>자산배분 (5.55)</b>	<b>자산배분 (20.57)</b>	<b>자산배분 (15.01)</b>	<b>자산배분 (7.48)</b>	<b>자산배분 (13.64)</b>	채권 (9.48)	부동산 (-42.80)	<b>자산배분 (22.62)</b>	<b>자산배분 (12.20)</b>	원자재 (2.07)	<b>자산배분 (8.01)</b>	부동산 (-1.27)	<b>자산배분 (0.68)</b>	주식 (-4.26)	주식 (5.63)	<b>자산배분 (10.53)</b>	부동산 (-0.54)
4위	주식 (-17.26)	부동산 (-4.31)	채권 (12.51)	주식 (13.30)	부동산 (7.42)	채권 (6.64)	<b>자산배분 (8.66)</b>	원자재 (-42.80)	부동산 (22.10)	주식 (10.42)	<b>자산배분 (0.61)</b>	채권 (4.32)	원자재 (-2.21)	채권 (0.59)	<b>자산배분 (-6.15)</b>	부동산 (3.77)	채권 (7.39)	채권 (-1.46)
5위	원자재 (-31.49)	주식 (-20.51)	원자재 (10.80)	채권 (9.27)	채권 (-4.49)	원자재 (0.45)	부동산 (-19.60)	주식 (-43.54)	채권 (6.93)	채권 (5.54)	주식 (-9.42)	원자재 (0.26)	채권 (-2.60)	원자재 (-33.87)	원자재 (-25.46)	채권 (2.09)	부동산 (-0.21)	주식 (-1.53)

주: 2018년은 6월말까지의 수익률을 기준으로 계산  
 자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 주요자산과 자산배분에 따른 수익률 추이

● 2004년~2018년 6월 누적성과 78.8%

- 이종자산 결합으로 변동성은 채권대비 높지만, 높은 수익률 달성. 변동성을 감안한 수익률(샤프비율)은 주식보다 높은 수준 기록



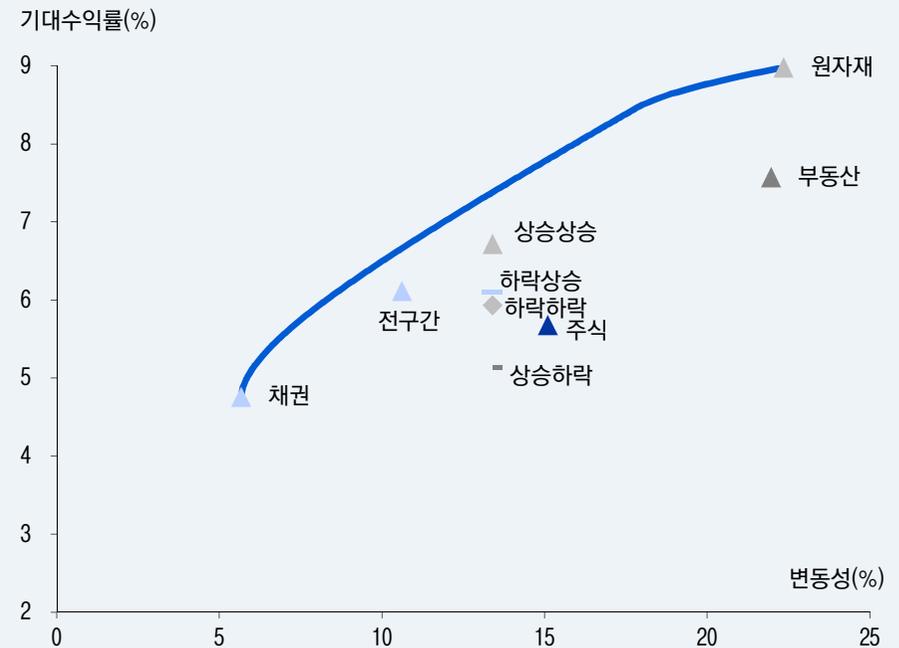
주: 각 자산과 자산배분의 수익률은 비용과 배당을 감안하지 않은 성과  
 자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 경기국면 감안한 자산배분과 비중산출

- 자산배분 목표 비중 도출(Portfolio Diversification와 the Efficient Frontier)
  - 주요 자산 Efficient Frontier 에 가장 근접한 '국면별 자산배분 목표 비중' 선정
- 다만, 국면별 자산배분 과정에서 비중조정에 따른 비용발생. 현실적인 비중조정의 어려움
  - 채권의 경우 '상승상승 국면' 에서 '상승하락 국면' 으로 대응 시 18%→73%까지 높여야 함

	상승상승	상승하락	하락상승	하락하락
주식	34.0	21.0	13.0	40.0
채권	18.0	73.0	52.0	35.0
상품	21.0	1.0	17.0	7.0
부동산(미국)	27.0	5.0	18.0	18.0

	기대수익률	표준편차
주식	5.7	15.1
채권	4.8	5.7
원자재	9.0	22.3
부동산	7.6	22.0
전구간	6.1	10.6
상승상승	6.7	13.4
상승하락	5.1	13.4
하락상승	6.1	13.4
하락하락	5.9	13.4

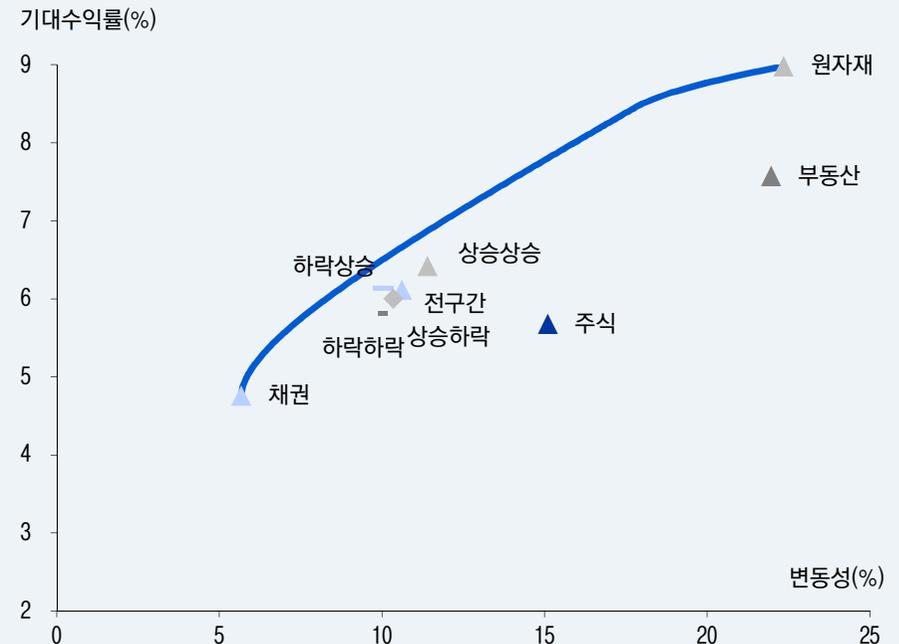


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 이베스트의 '전략적 자산배분 비중'

- 자산간 비중조정 Ceiling을 적용. 각 국면에서의 자산별 성과와 EF에 맞은 비중 산출
  - 자산별 비중조정 ±5%p로 제한
- 국면별 자산배분 비중편차를 축소한 비중 제시
  - 국면별 자산배분일지라도 '상승상승' 국면과 '전구간 목표비중' 만 활용. 단기 시그널(성장과 물가)에 의한 잦은 자산교체 비용은 수익률 훼손의 주원인
  - 각 국면간의 배분의 편차가 크지 않게 설계된 비중임을 감안하여 변동성과 수익률의 편차가 큰 '상승상승' 국면만 활용

	주식	채권	원자재	부동산
<b>상승상승</b>	<b>23%</b>	<b>35%</b>	<b>19%</b>	<b>23%</b>
상승하락	33%	35%	9%	23%
하락상승	23%	45%	19%	13%
하락하락	23%	45%	9%	23%
<b>전구간 목표비중</b>	<b>28%</b>	<b>40%</b>	<b>14%</b>	<b>18%</b>



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

## Part II



13 미국, 고점논란 vs. 레버리지

23 중국, 무역갈등 vs. 시장개방

36 유럽, 낮은 기대 vs. 소비회복

## Part II

# 2018년 3분기 Keyword

### 미국, 고점논란 vs. 레버리지

- 쓸림현상과 경기확장 그리고 Warning signal
- 규제완화와 레버리지 사이클, 새로운 수요

# 미국 증시 고점논란

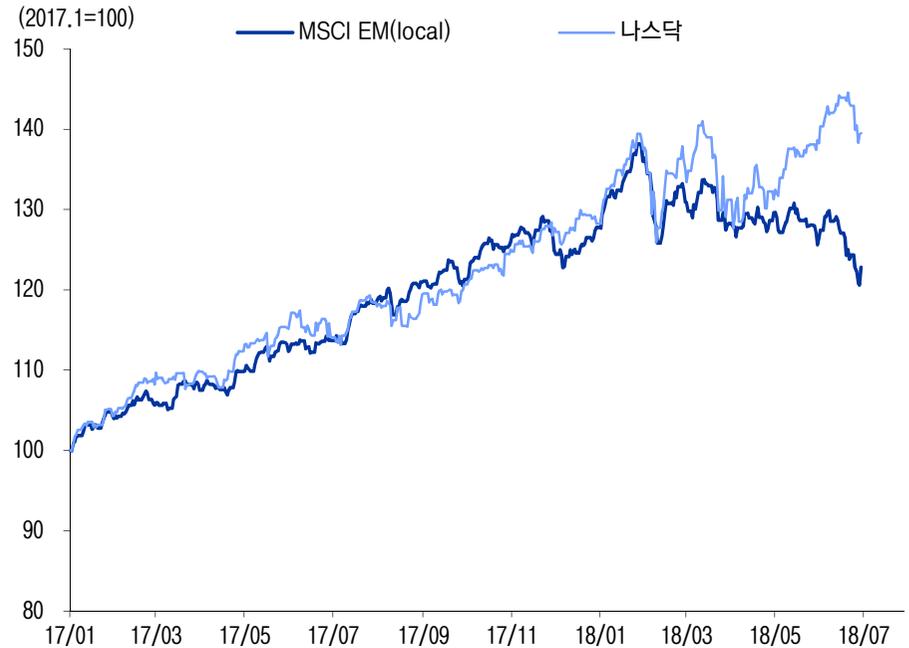
## ● 쓸림현상은 고점 시그널?

- 연준의 '이머징패싱(?)' 이 가능한 이유는 EM의 급락과 달리 올라서는 나스닥 때문이다?
- 나스닥의 강세와 함께 등장하는 위기론은 잘 나가는(?) 미국증시도 일부 종목의 쓸림현상이 심하다는 것
- 역사적으로 보면 쓸림현상은 증시고점 징후였다는 속설이 비관론의 한 축

S&P 상위 5개 기업의 시총비중



연준이 EM을 신경 쓰지 않아도 되는 이유?

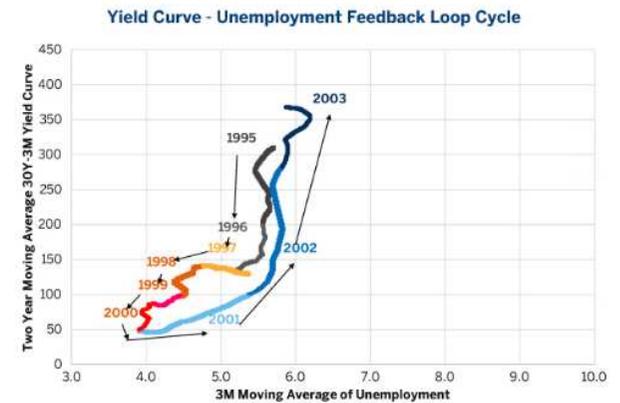
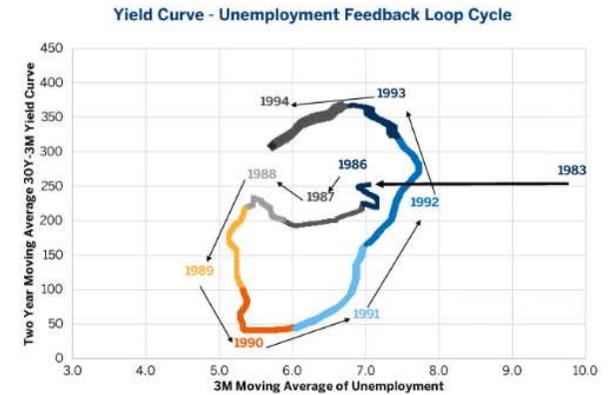
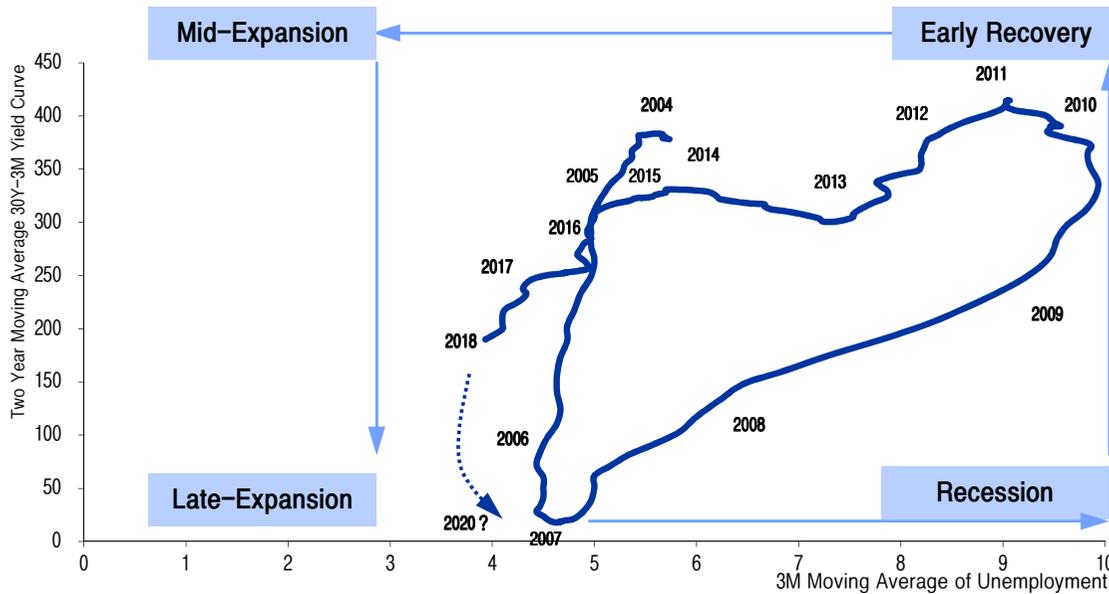


자료: WSJ, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 경기확장, 2020년 고점론 대두

## ● 일드커브와 실업률로 보면 2020~2021년 경기후퇴기 진입?

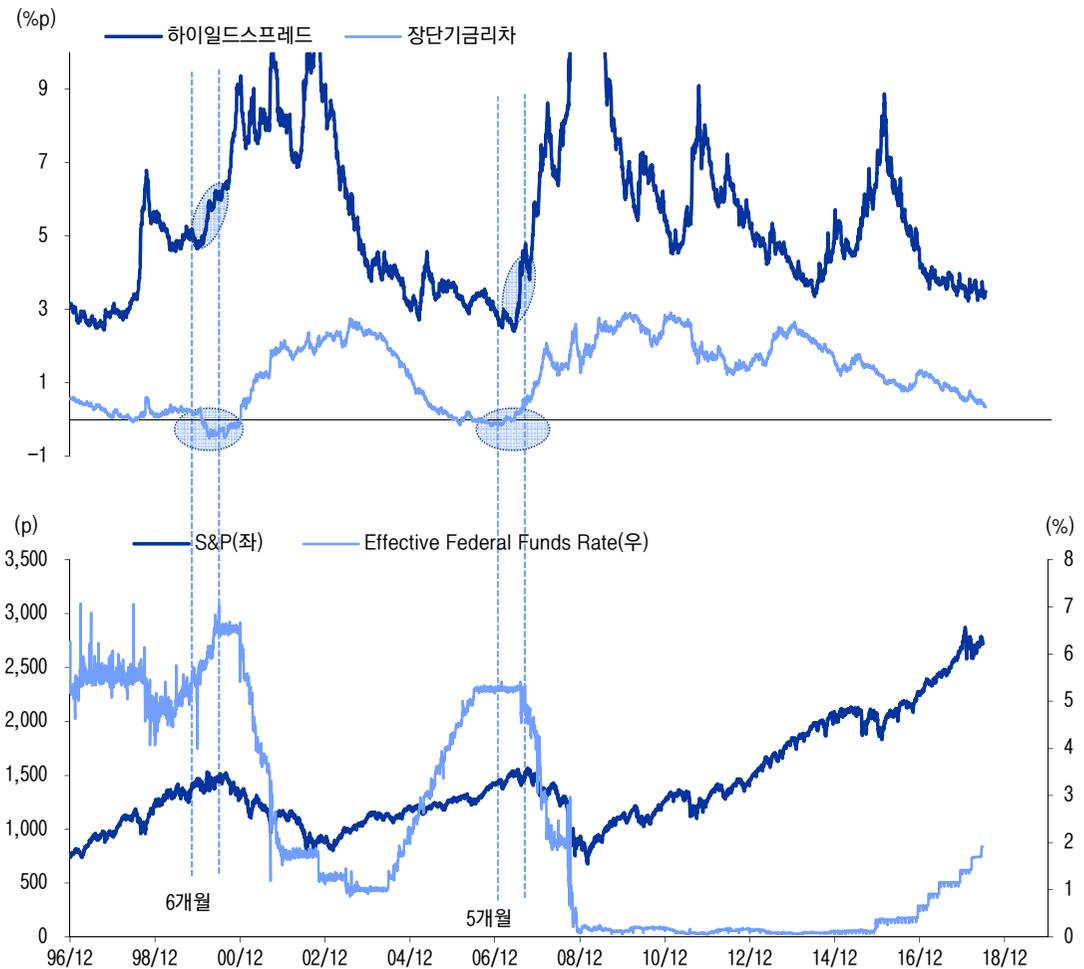
- 실업률과 일드커브를 통해 보면 현재 미국 경기는 2016년 이후 경기확장 국면 진입
- 현재와 같은 연준의 타이트닝이 2019년까지 지속된다면 2020~2021년에는 경기침체 가능성 대두
- WSJ 조사(2018.5.4~5.8), 2020년 불황 시작에 58.82%, 예정된 불황은 찾아오는가?
- 경기순환에서 주목해야 할 것: 경기확장의 화려한 시기는 낮은 실업률 유지와 장단기금리차 축소될 때



자료: CME, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 장단기금리차 역전과 하이일드 스프레드 상승

- Warning signal: 장단기금리차 역전과 하이일드 스프레드 다이버전스 출현 후 통상 6개월내 증시 고점 출현
- 하이일드 스프레드 기준, 저점대비 200~250bp 상승 이후 증시고점 출현. 6월 말 현재 3.48%p, 저점대비 25bp내외 상승
- 2018년 주식시장 상승국면은 연장될 것으로 기대. 다만, 중기적인 시각에서 올해 지속될 단기금리 상승과 이로 인한 2019년 이후의 인플레이션 분위 기 둔화는 대비
- 주식의 시대는 아직 끝나지 않았음. 긴축과 무역 갈등 우려가 2분기 변동성을 자극. 그러나 Credit creation에 의한 경기확장 국면의 지속 전망
- 연준 스탠스 변화와 새로운 수요와 공급 출현, 더불어 경기의 비이성적 과열까지 예측하기 어려움. 막연한 우려보다 Warning signal에 주목



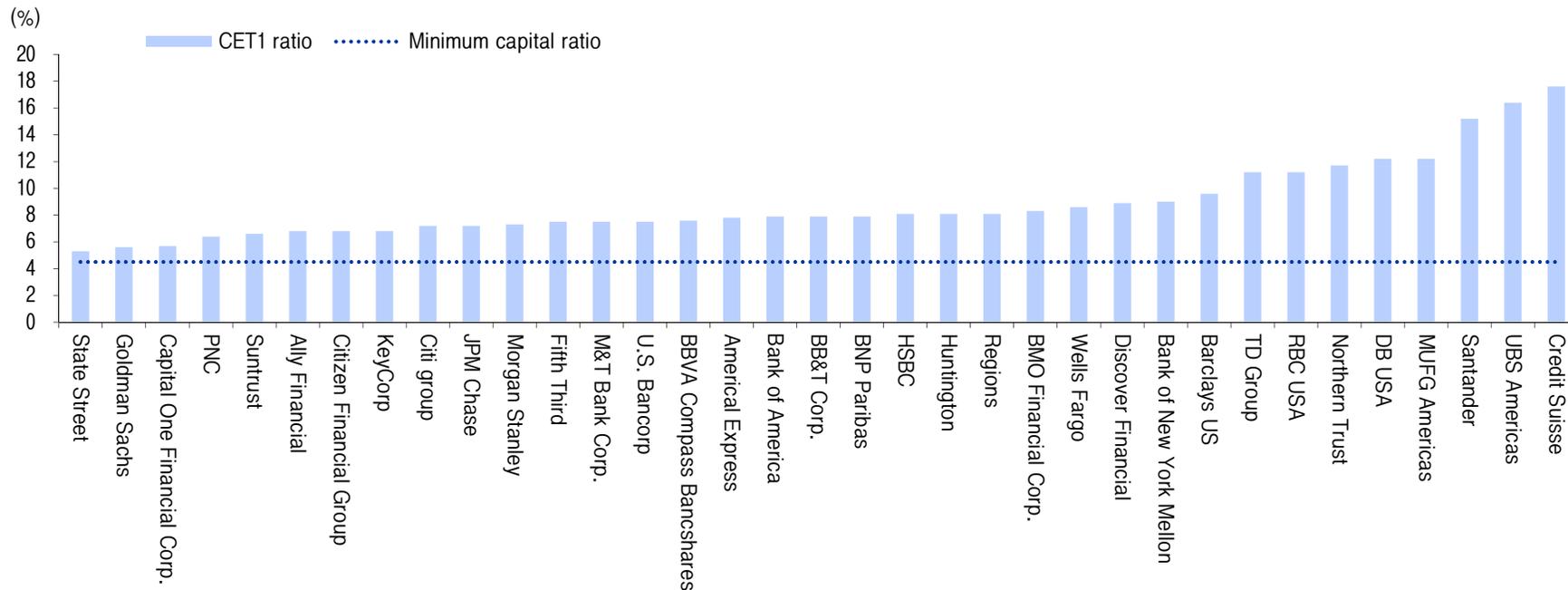
주: 하이일드스프레드(ICE BofAML US High Yield Master II Option-Adjusted Spread, Percent, Daily, Not Seasonally Adjusted), 장단기금리차(US 10Y- US 2Y)  
 자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 돈을 융통(자기투자, 대출 등)해야 돈을 버는 기업들

## ● 금융기관 안정성은 보증되었다

- 현 시점에서 흥미로운 사실, 6월 말 미국 35개 은행들(35개 은행은 미국에 있는 은행들이 보유한 총자산의 80%)의 1단계 스트레스 테스트가 무난히 통과되었다는 것. 1단계 테스트 결과는 은행 주주들이 주주환원을 기대할 수 있는 청신호. 1차는 양적 평가, 2단계 테스트는 질적인 평가
- 2차 테스트 이후 랜들 켈스 연준 금융감독 부문 부의장 “이번 스트레스 테스트 결과는 대형은행들의 자본 수준이 탄탄하며, 승인된 자본 배분을 한 후에 심각한 경기침체 상황에서도 대출 능력을 유지할 것”

## 최소자본비율을 모두 통과한 은행들



주: CET1 ratio(보통주 자본/위험자산)  
 자료: 연준, 이베스트투자증권 리서치센터

# 미국 금융시장 ‘위기-규제-완화’ 사이클

## ● 규제완화 사이클의 시작

- 서브프라임사태 이후 9년간 지속된 금융규제가 트럼프 정부에 의해서 완화기조로 변화
- 금융기관의 스트레스테스트 통과는 트럼프 행정부의 은행업 규제 완화에 탄력을 줄 것. 5월, '도드-프랭크법' 개정안 통과

연도	이벤트	주요내용	구분	기간
1929년	대공황		위기	46년
1933년	글라스-스티걸 법	은행, 증권, 보험업 완전분리. 연방준비제도 강화. 투자은행과 상업은행 분리. 예금보험제도 창설 등	규제	
	증권거래법	증권거래기관 공시의무 강화. 연방정부 등록 의무화		
1934년	증권거래위원회 설립			
1940년	Investment Company Act	증권거래위원회에 뮤추얼펀드 감독권 부여		
1956년	은행지주회사법	은행지주회사가 규제회피 수단으로 활용되는 것 방어. 2개 이상 은행을 지배하는 은행지주회사 대상 규제 강화		
1974년	상품선물거래 위원회 설립			
1975년	증권거래법 개정안	불필요한 증권시장 규제 완화	완화	13년
1980년	예금기관 규제완화 및 통화관리법(DIDMCA)	저축대부조합의 수지개선을 위해 이자율 규제를 완화, 금융회사간 경쟁촉진		
1982년	예금취급금융회사법(DIA)	DIDMCA 이후 더 많은 규제를 해제. 자기자본 비율 완화, 이자율 제한 폐지 등		
1988년	저축대부조합파산		위기	11년
1989년	금융회사 개혁 구제 및 규제강화법(FIRREA)	부실 금융회사 정리체제 보완, 연방주택대부은행이사회와 연방저축대부보험공사 폐지. 재무부 내 저축기관감독청 신설	규제	
1991년	연방예금보험공사개선법(FDICIA)	은행건전경영에 대한 규제 대폭 강화		
1999년	금융서비스현대화법(Gram-Leach-Bliley Act)	금융회사간 업무장벽 폐지. 글라스-스티걸 법 폐지	완화	9년
2000년	상품선물현대화법(CFMA)	파생상품을 비롯한 고위험 자산 투자에 대한 규제완화		
2008년	서브프라임 금융위기		위기	9년
2010년	도드-프랭크 법	대형은행 자본확충 의무화. 중요 금융기관 스트레스 테스트 시행 의무화 등 규제강화	규제	
2015년	볼커룰	은행 자기자본거래 금지, 사모펀드 소유 및 투자제한 등		
2017년	금융선택법 2.0	볼커룰 개정을 비롯해 도드-프랭크 법의 대안으로 금융 규제 완화	완화	?

중대형은행 규제 완화	<b>1. SIFI 기준 상황</b> 스트레스테스트, 별도 규제비용 부과 등 엄격한 감독 적용 되는 SIFI 자산 기준을 \$500억에서 \$2500억으로 상향 : 골드만 삭스, JP 모건 등 초대형 은행은 해당되지 않으나, SunTrust Banks 등 중형은행은 상당 부분 감독 의무 면제 (38개사 → 12개사) 연준은 자산 \$1000억 이상 은행에 대해 강화된 감독기준을 적용할 권한 보유하고 있으며, 리스크에 따라 금융사별 감독기준 차별화도 가능
	<b>2. 건전성 규제 완화</b> 보완차입금비율(Supplementary Leverage Ratio)계산 시 연준 및 연은 예치금을 자산에서 제외, 유동성 비율 산정 시 지방채 분류기준 상향
지역은행 규제 완화	<b>1. 건전성 규제완화</b> 자산 \$100억 미만의 은행은 자기자본비율이 일정 기준을 충족할 경우 위험가중자본비율 등 다양한 감독기준 면제
	<b>2. 볼커룰 면제</b> 자산 \$100억 미만의 은행은 볼커룰(자기자본 또는 차입금으로 주식, 채권, 파생상품 등에 투자 금지) 적용 면제
	<b>3. 기타</b> 자산 \$50억 미만 은행 1,3분기 'Call Repor(FFIEC에 제출)간략화, 현장검사 빈도 감소(12개월에서 18개월), 헤지펀드 및 사모펀드 명칭 제한 (은행과 유사) 폐지 등
	<b>4. 모기지 대출 관련 규제 완화</b> 자산 \$100억 미만 은행 모기지 취급기준 완화, 사업자 등록 조건 완화, 기존 인가로 다른 주 사업 영위, 감정평가 의무 완화 등
	<b>5. 신용정보 및 소비자 보호</b> 도용 등 의심으로 고객 요청 시 무료로 신용정보 동결, 퇴역군인 의료 채무 신용보통에서 제외, 학자금 대출 연체정보 삭제 가능

# 경기가 올라서도 움츠렸던 금융권

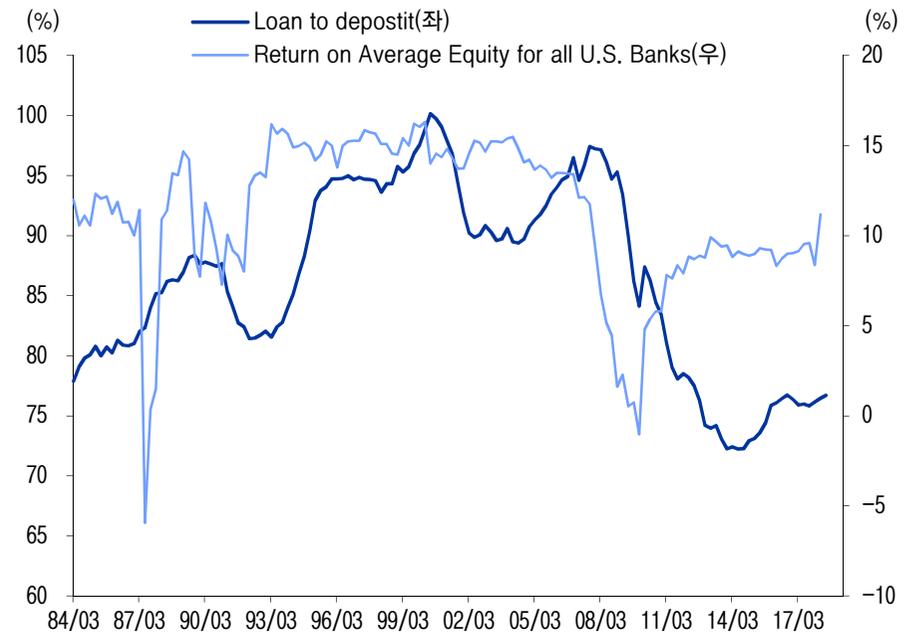
## ● 미국, 투자를 위한 레버리지 확대 모색

- 실업률이 낮아진다는 것은 경기가 좋다는 것. 경기가 좋아지면, 은행들의 자산은 증가. 예대율이 상승하면서 수익성 증가
- 대출이 늘어나면서 경기의 진폭이 커지고 버블까지 만들어내기도 함
- 금융위기 이후 제 2의 글로벌 금융위기 방지 위해 2010년 7월 도드프랭크법 도입. 실업률 하락세에도 은행권 예대율이 여전히 낮은 이유 중 하나

완전고용에 가까워졌지만, 예대율은 76%에 불과



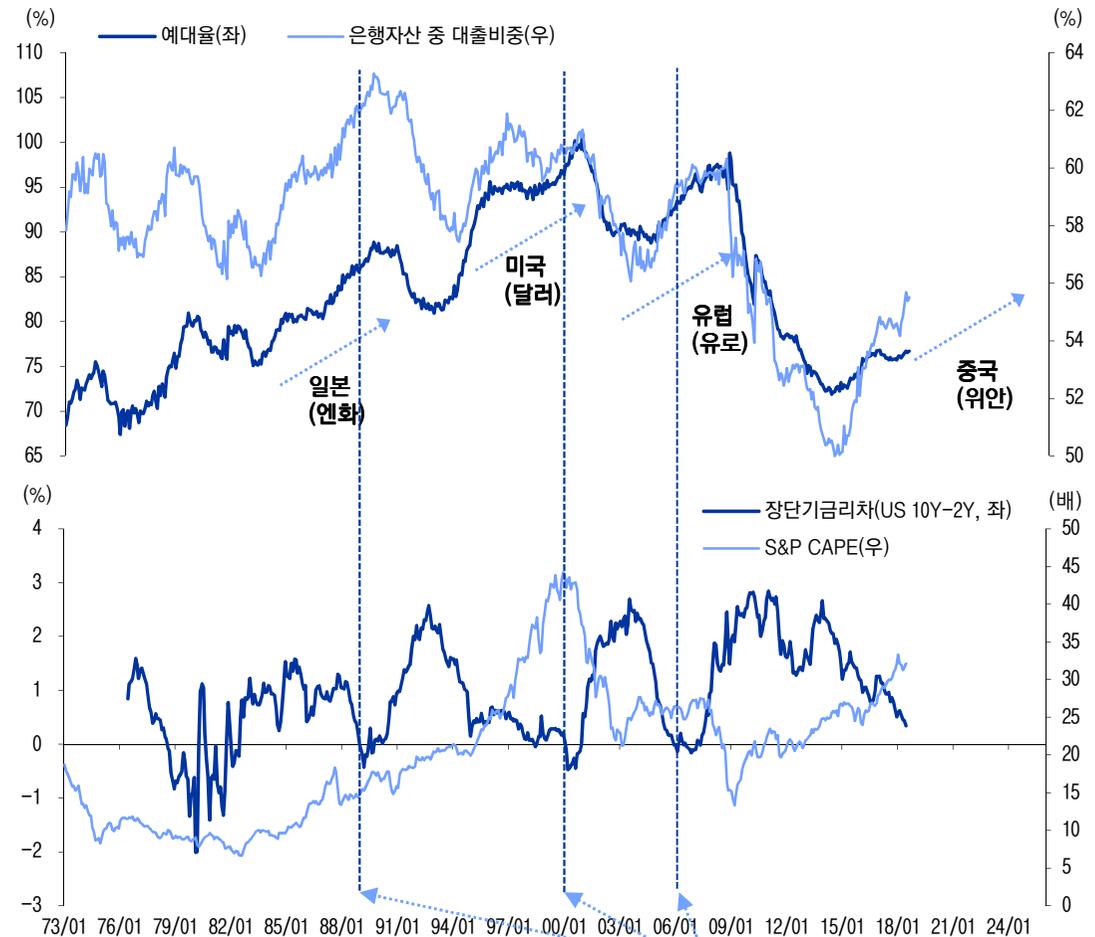
은행권 수익성 회복은 자산증가를 위한 자신감



자료: Bloomberg, FRB, 이베스트투자증권 리서치센터

# 레버리지와 시장개방

- 버블은 레버리지를 수반해야 함. IT버블, 글로벌 금융위기 등 미국 증시의 밸류가 고점을 기록한 것은 은행권의 레버리지가 충만해졌을 경우. 밸류에이션 레벨 자체는 오히려 문제가 되지 않았음. 시중에 기대심리의 향연(레버리지)이 얼마나 퍼져있는지가 중요
- 현재 미국 상업은행의 예대율은 76.7%(6월 현재), 2000년 100%, 2008년 98%에 한참 못 미치는 수준이며 장기평균 83%도 하회. 은행자산 중 대출 비중도 55.5%에 불과하여 위기 국면의 대출비중 60%에 못 미치고 있음
- 트럼프의 미국이 도드프랭크 법을 완화하고 은행들의 레버리지 활동을 자극하는 것은 완전 고용의 미국을 좀 더 확장국면으로 가져가려는 의도. 아직 레버리지가 일어나지도 않았음
- 레버리지를 위해 필요한 새로운 시장의 출현? 트럼프 대통령이 '중국' 을 괴롭히는 이유는? 시장개방



- 장단기 금리차 역전 이후로도 밸류에이션 지속 상승(시차를 두고 고점 발생)  
 - 새로운 시장에 대한 기대와 레버리지가 경기확장을 견인

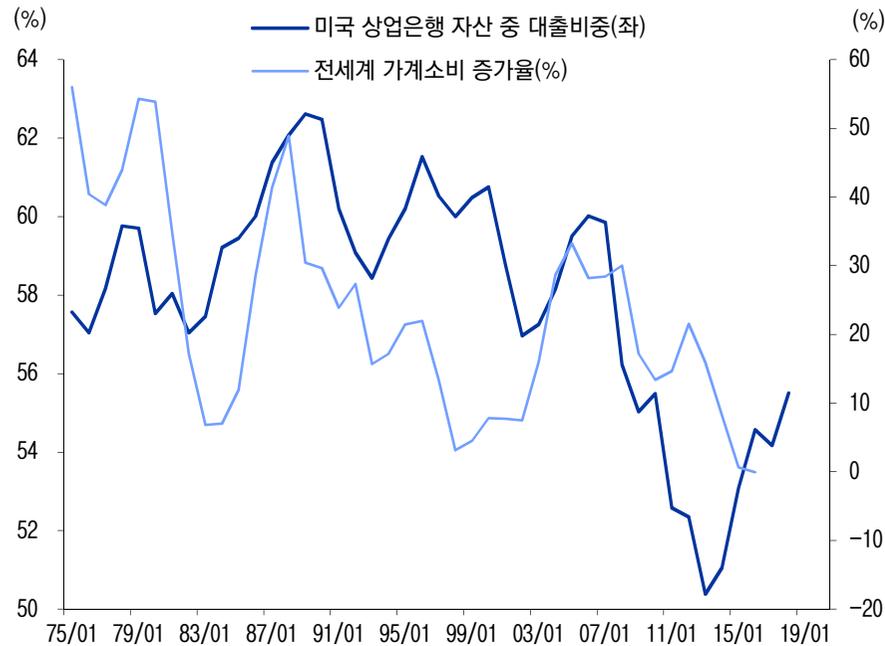
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 소비의 새로운 주체는 누구?

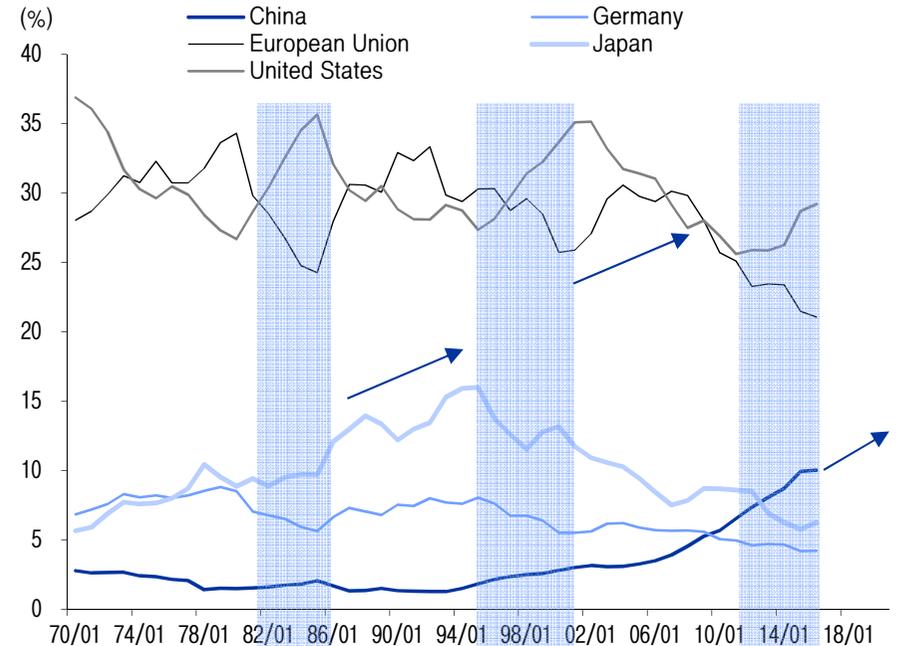
● 미국 금융기관의 대출이 증가하기 위해선? 새로운 소비가 필요하다

- 미국 금융권의 자산증가와 전세계 소비증가의 Positive loop
- 미국이 모든 것을 다하는 시대가 아님. 미국만의 소비로는 글로벌 Imbalance를 확대시키기 역부족
- 트럼프의 미국, 중국 · 독일 · 일본도 미국과 같이 소비에 동참해주기를 원하고 있음

대출 → 소비 →대출



미국소비와 미국 외 소비의 반복, 일본 → 유럽 → 중국



자료: Worldbank, FRB, 이베스트투자증권 리서치센터

# 무역갈등 조장 or 무역장벽 해소

## ● 트러블 메이커 트럼프, 시장개방을 위한 노력으로 보자

- 중미간 무역갈등의 원인은 결국 중국의 닫힌 시장. 높은 관세율도 그 중 하나
- 트럼프의 무역갈등이 단기 증시조정 원인으로 지목되지만, 시장개방은 오히려 무역량 증대 요인

### 높은 무역장벽을 낮추려는 트럼프



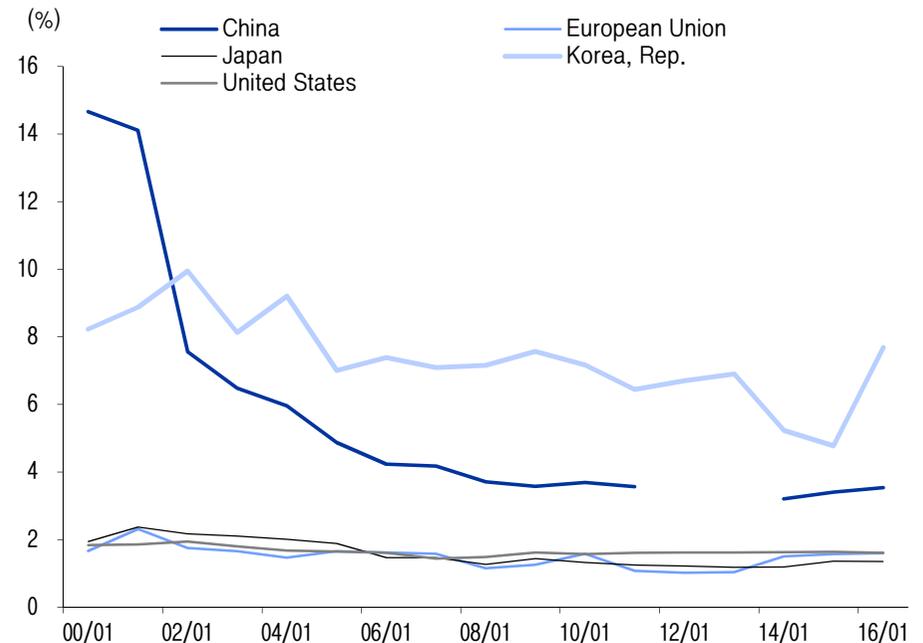
**Donald J. Trump** @realDonaldTrump · 6월 26일

....We are getting other countries to reduce and eliminate tariffs and trade barriers that have been unfairly used for years against our farmers, workers and companies. We are opening up closed markets and expanding our footprint. They must play fair or they will pay tariffs!

**Donald J. Trump** @realDonaldTrump · 6월 26일

....We are finishing our study of Tariffs on cars from the E.U. in that they have long taken advantage of the U.S. in the form of Trade Barriers and Tariffs. In the end it will all even out - and it won't take very long!

### 주요국 관세율, 중국은 미국의 2.2배



주: Tariff rate, applied, weighted mean, all products (%)  
 자료: Worldbank, 이베스트투자증권 리서치센터

## Part II

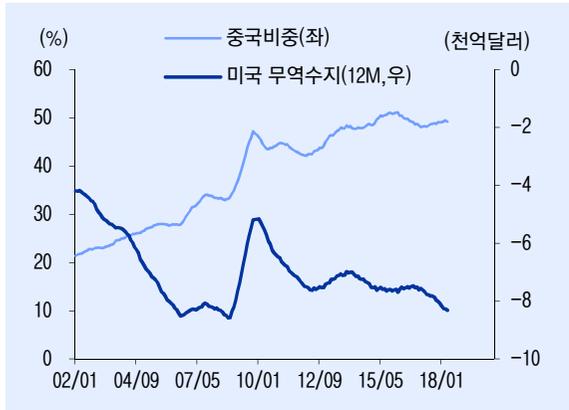
# 2018년 3분기 Keyword

### 중국, 무역갈등 vs. 시장개방

- 미국이 원하는 것 = 중국의 체질변화
- 금융시장의 점진적 개방과 소비, 그리고 위안화 절상

# 미국이 원하는 것은 무엇인가?

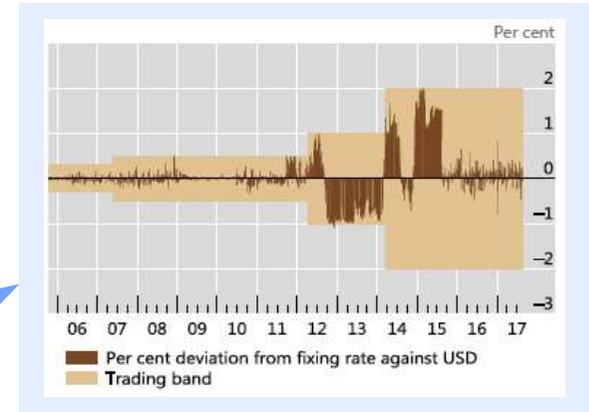
## 미국의 무역수지적자와 중국비중



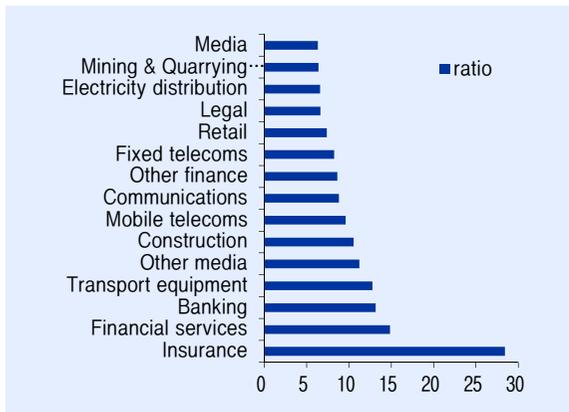
무역불균형

환율조작국

## 중국 위안화 Trading band



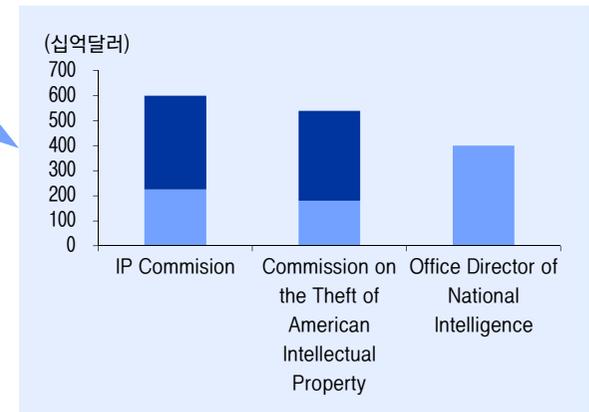
## 중국, OECD 평균과의 개방도 차이



닫힌 사회

지재권 도용

## 중국 지재권 도용에 따른 미국 피해추정



주: OECD FDI Regulatory Restrictiveness Index는 높은 점수일 수록 개방강도가 낮음을 의미  
 자료: Bloomberg, BIS, OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

# 금융억압의 불합리, 금융개혁의 필요성

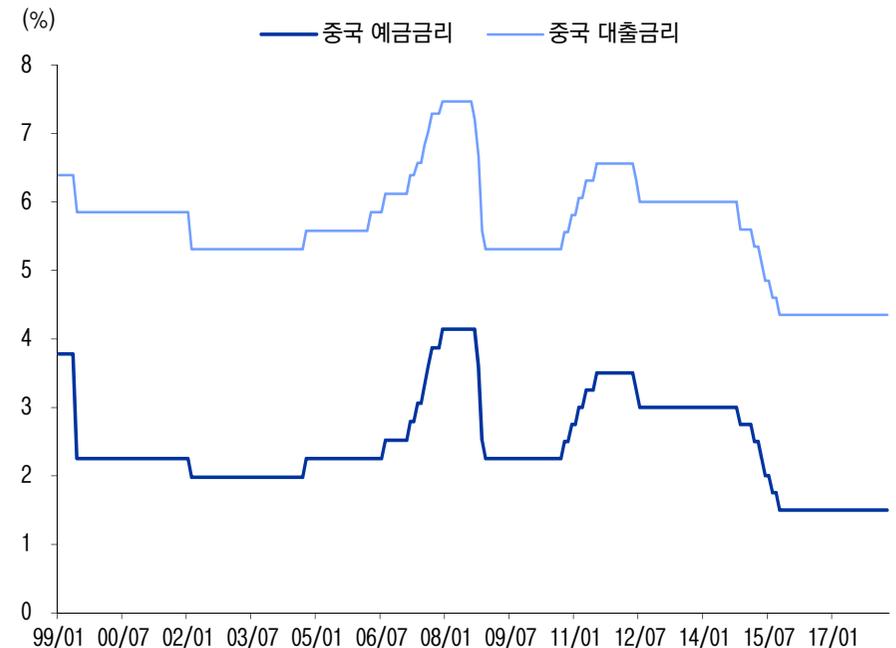
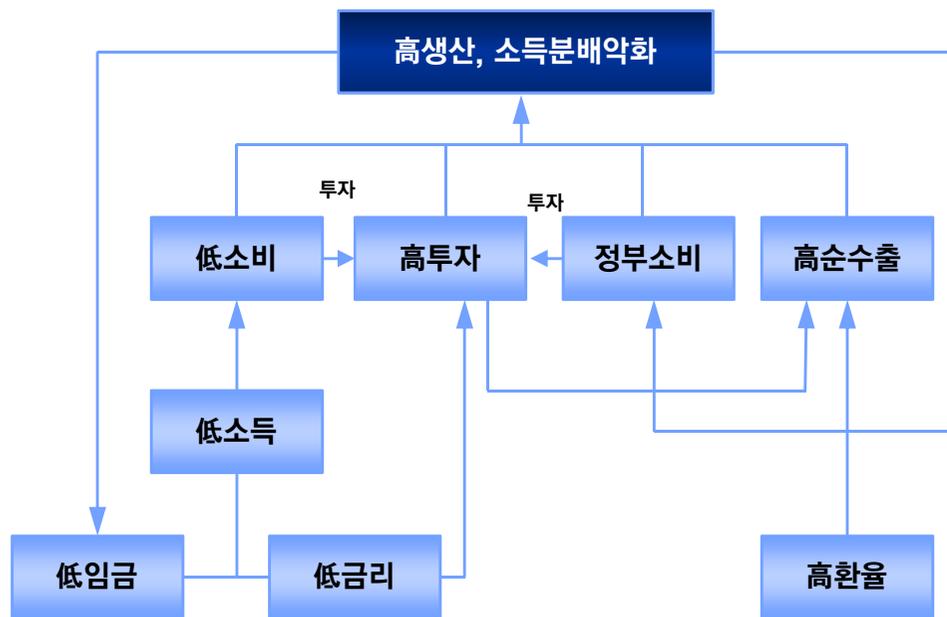
## ● 지금까지의 중국, 금융억압을 통한 성장과 Negative 외부효과

- 금융억압은 금리규제 등의 정부개입을 통해 금융자원을 특정부문에 집중시키는 금융정책. 인민은행이 예금과 대출 기준금리 결정
- 예금금리를 낮게 유지하여 사실상 예금조세 부과. 금리왜곡으로 만성적인 초과 자금수요 발생. 과도한 국가부채와 과잉투자 문제

## ● 통제에서 벗어나야 할 시기 도래

- 경제 성장이 지속되면서 개인 자산관리수요도 급증하였으나, 예대마진에 의존해 온 기존 국유 상업은행들은 투자수요 미충족

### 지금까지의 중국의 성장모델



자료: KDI, 이베스트투자증권 리서치센터

# 자금의 왜곡과 낮은 소비

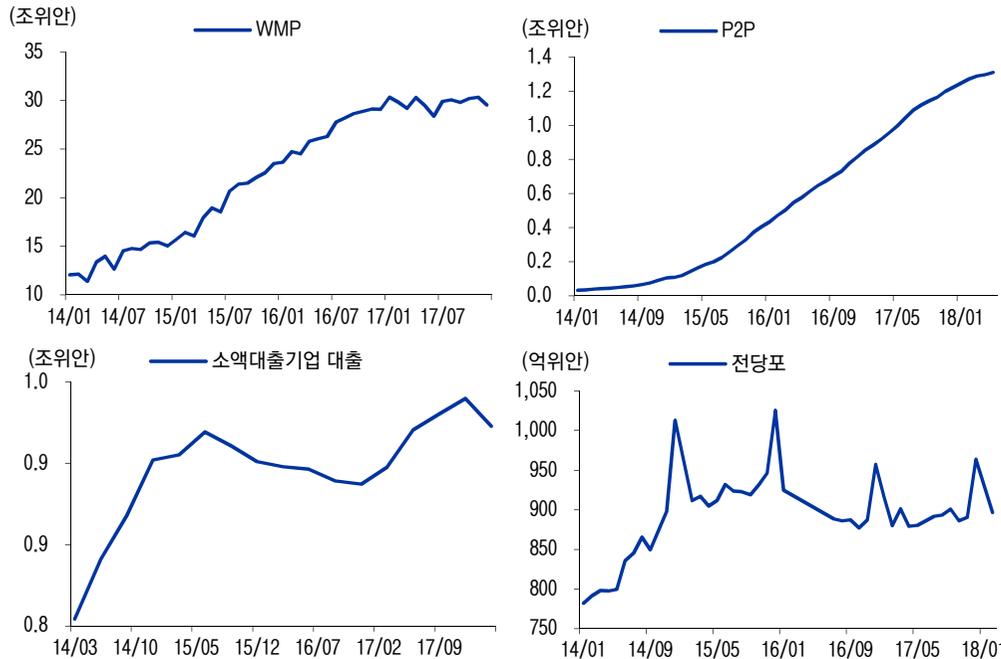
## ● 자금의 합리적 분배가 필요

- 주요 국유은행들의 대기업 중심의 대출(공급과잉 문제)과 ‘필요한 곳’ 에 가지 못한 자금들. 그림자 금융은 중국 금융시장의 현재

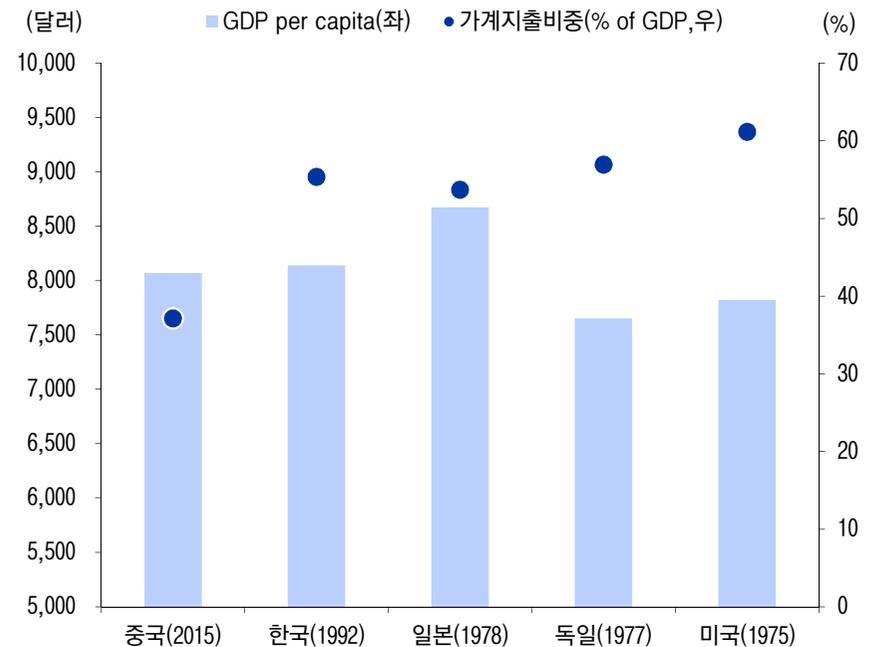
## ● 현재의 경기수준일 때 중국 가계 소비는 주요국의 65%에 머무르고 있음

- 현재 중국의 1인당 GDP 수준을 감안, 중국의 가계지출 비중은 현저히 낮음. 주요국 1인당 GDP가 중국과 비슷한 규모일 때의 주요국 가계지출 비중은 평균 56%. 현재(2015년 기준) 중국의 GDP대비 가계지출 비중은 37%. 소비비중을 높여야 함

### 금융억압은 그림자 금융을 키웠다



### 주요국 1인당 GDP(현 중국레벨)과 가계지출 비중



자료: CEIC, BIS, 이베스트투자증권 리서치센터

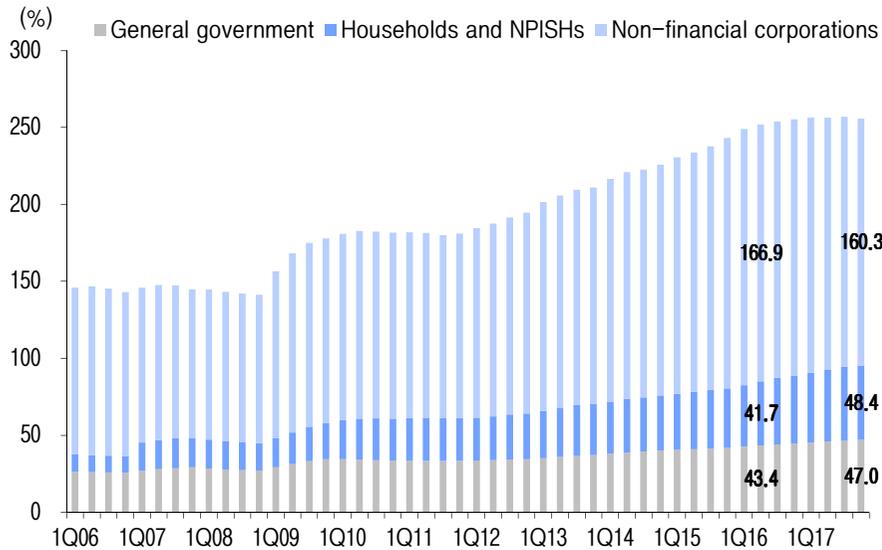
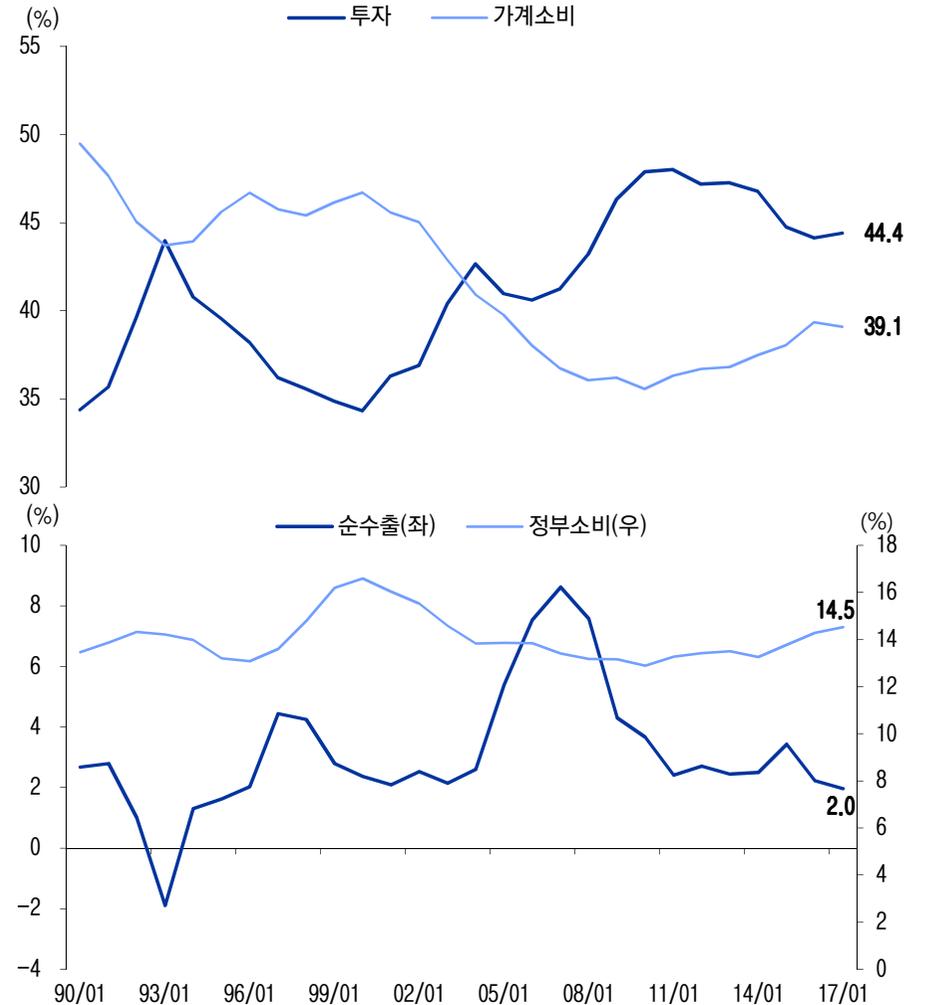
# 중국, GDP target에서 Sustainability of growth

## ● 과도한 기업부채, 낮은 가계 및 정부부채

- 기업부채 문제해결을 위한 최선은 부채/GDP의 비율을 축소시키는 것. 출자전환 등의 구체적 계획과 함께 정부주도의 소비(투자)로 기업부채 문제 해결하려는 중국
- 2012~2015년 주요 Theme도 '중국소비증가' 였음. 그러나 2015년 8월 위안화의 기습적인 절하는 중국 소비확대가 생각보다 시간이 걸리는 문제임을 각인시킨 이벤트

## ● 문제를 알고 있는 중국 정부, 경제주체의 부채전환과 때마침 시장 개방을 자극하는 트럼프

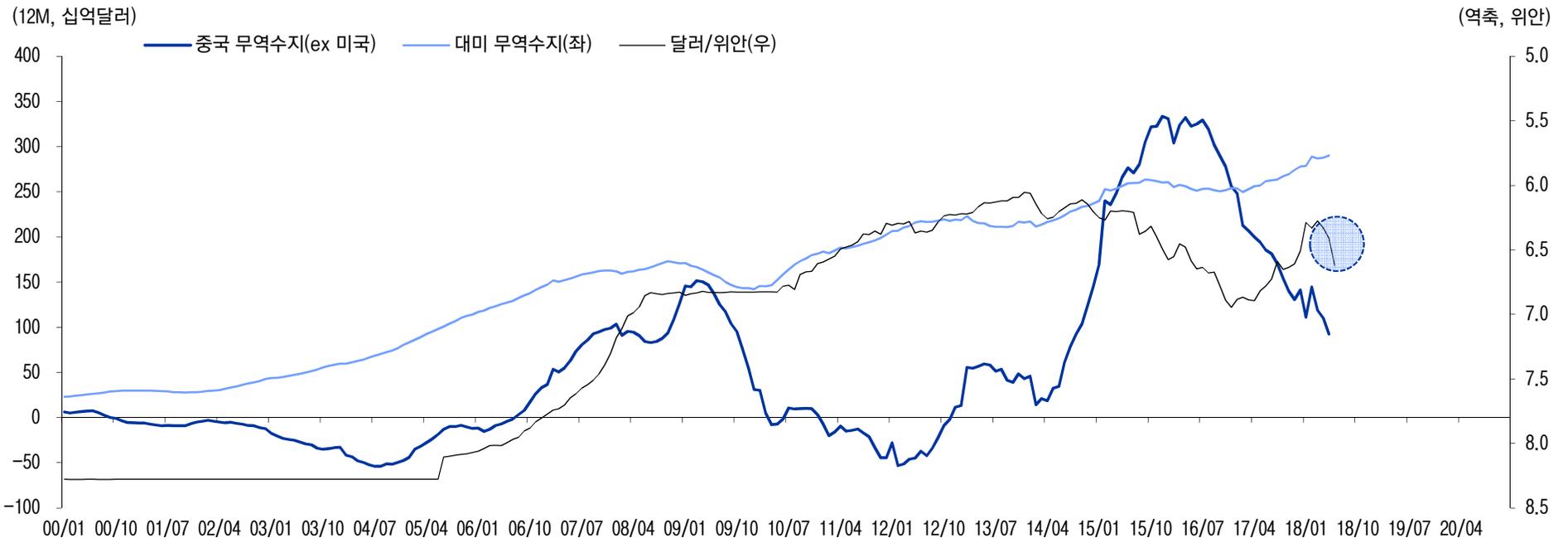
중국 GDP 부문별 비중추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 중국정부는 위안화 절하를 원한다?

- 일각에선 미국의 관세조치에 대응해 위안화를 절하시키고, 수출축소를 보완하려고 한다는 시각. 그러나 위안화는 대미 무역수지가 증가하는 구간에서 절상되어 왔다는 점에 주목. 중국 경제의 내부구조 변화를 위해서는 무역수지를 통해 들어오는 돈이 필요
- 무역갈등 심화로 인한 자금유입량 축소우려가 위안화 숏베팅 심리를 자극했다는 판단
- 오히려 정부의 재정지출 효과극대화과 내수소비 비중의 확대를 위해선 위안화의 안정적 절상이 필요
- 특히, 소비규모의 가파른 확장을 위해선 금융시장 개방이 수반되어야 함

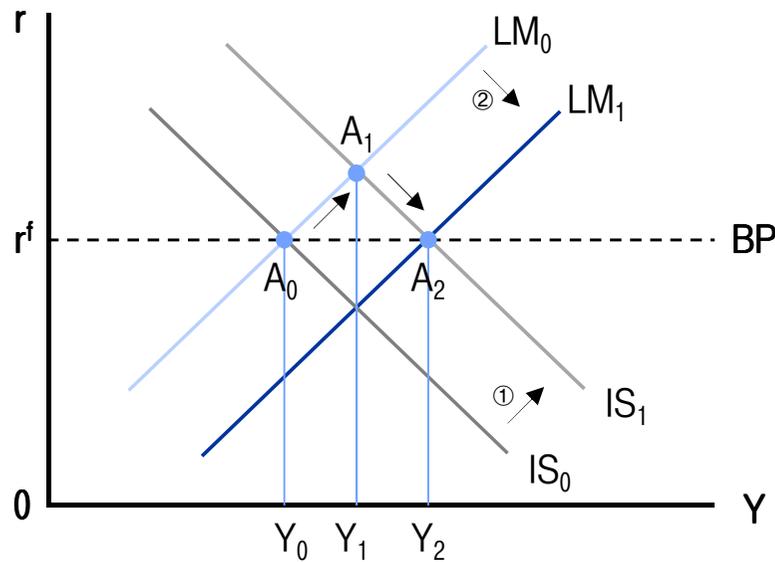


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

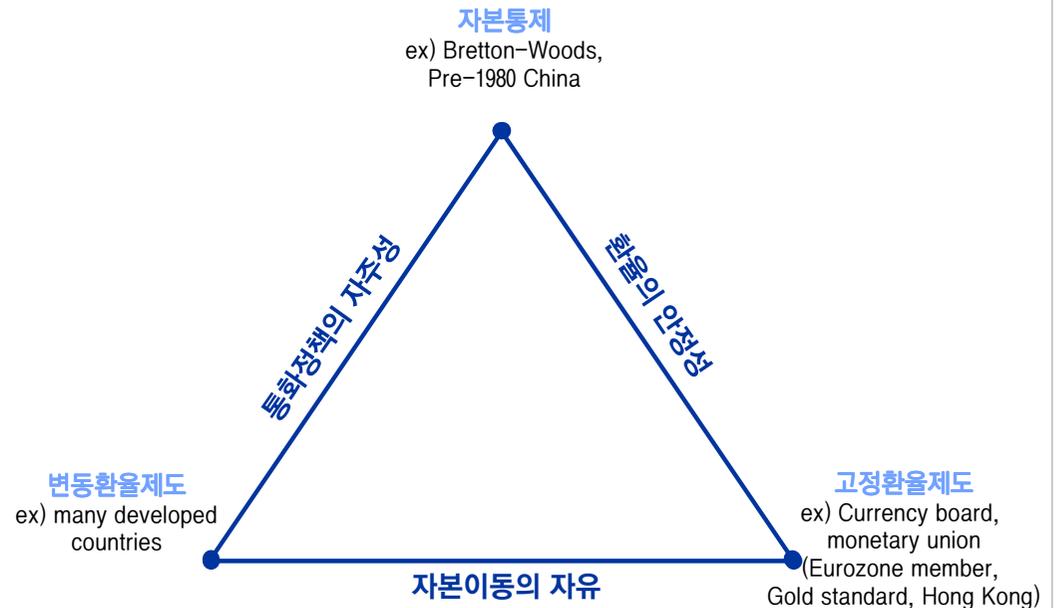
# 위안화의 안정이 정부지출 효과를 극대화 시킬 수 있다

- 최적의 조합은 '중국정부의 자본통제와 재정정책' + '위안화 강세와 강하지 않은 달러'
  - IS-LM-BP 모형 (먼델-플레밍 모형)을 통해 중국의 정책방향을 가늠해 봄. 중국은 자유로운 자본이동을 통제해 2개의 정책 (독자적 통화정책과 환율안정)을 유지하고 있음. 2015년 8월에 위안화환율 결정방식을 보다 시장화하였지만, 정부 통제에 가까움
- 고정환율제도에서는 통화정책보다 재정정책의 효과가 큼
  - 재정지출증가 → GDP증가 → 화폐수요증가 → 이자율 상승 → 해외투자 기대수익률 감소 → 자국통화강세압력 → 중앙은행의 달러매수 통화량 증가 → 이자율감소 → 환율유지 → GDP추가 증가

고정환율제도에서의 재정정책 효과



불가능한 삼위일체



# 소비증가를 위해선 금융개방이 필수적

## ● 중국 내수성장과 체질전환, 가계에 있다

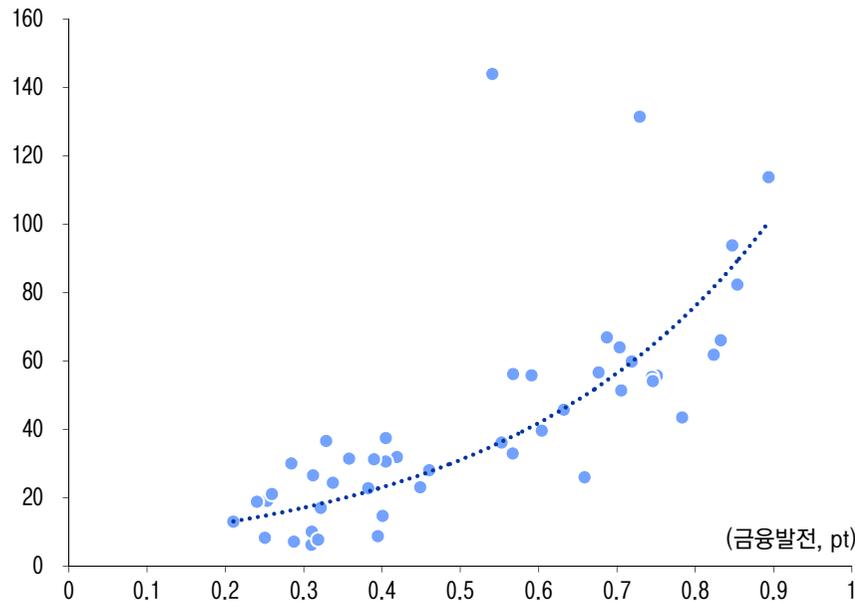
- 가계 부채는 언제나 리스크 요인으로 지적되지만 금융이 발전하는 국가에서의 가계부채 증가는 자연스러운 현상. 금융이 발전할수록 대출을 받을 수 있는 시스템은 편리해지고 대출에 대한 여력은 증가

## ● 가계부채는 소득증가와 자산가격 상승, 경제의 성장을 따라서 증가

- 1990년에서 2007년의 기간과 2008년에서 2016년의 기간을 비교해 보면 이머징과 선진국 모두 높은 경제성장률과 소득을 기반으로 상당히 높은 대출 증가율 보여줌. 반대로 경제성장속도가 빨라 이머징 국가의 GDP대비 부채 수준은 그리 높지 않았음

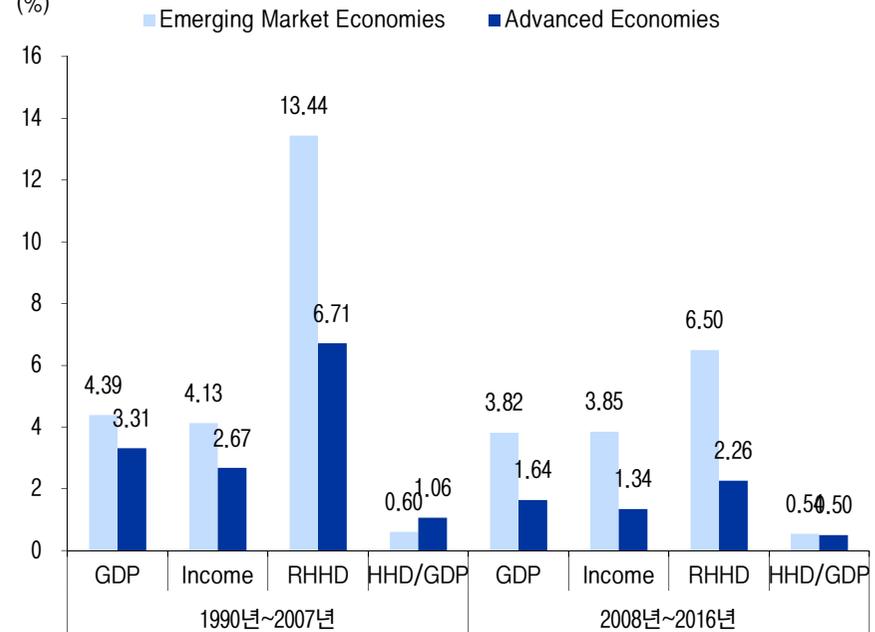
### 금융발전은 부채를 증가시킨다

(가계부채, %GDP)



### 가계부채는 소득증가와 경제성장과 함께한다

(%)



주: HHD는 House Hold Debt  
 자료: IMF, 이베스트투자증권 리서치센터

# 한국 금리자유화와 소비

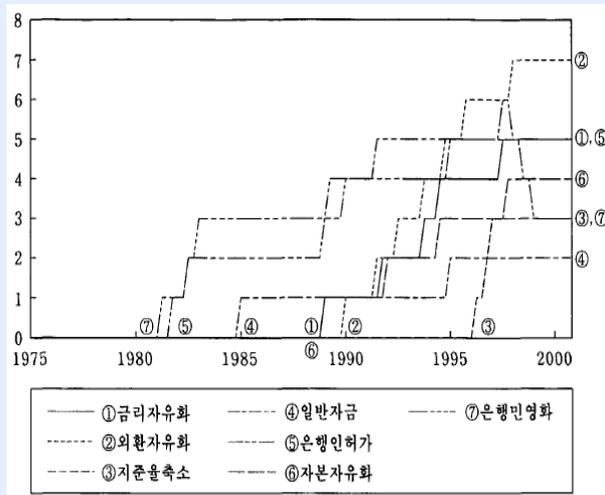
## ● 1980년대의 한국, 금리자유화를 통한 일반자금대출 비중 확대

- 1980년대 후반 만성적인 경상수지 적자가 흑자로 전환, 기업 내부유보자금 확보와 자금 초과수요 완화, 물가 안정세로 금융자유화를 본격적으로 추진. 시기적으로도 국내금융시장에 대한 외부로부터의 개방요구 확대
- 금리자유화, 외환자유화(시장평균환율의 일일 변동 폭 확대), 법정 지급준비율 인하, 은행대출금의 일반자금대출 비중 확대, 은행 인허가, 자본자유화 및 은행 민영화 등 7개 부문의 개별금융자유화 조치의 순차적 적용

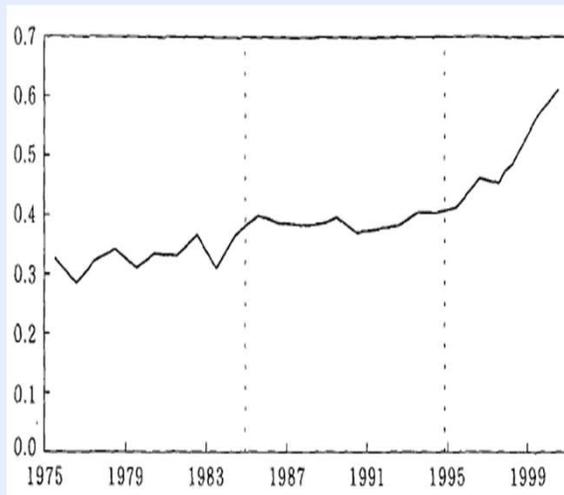
## ● 중국, 기업대출 대비 가계대출 비중 52.4%

- 알고 있는 방향: 과도한 기업부채의 조정, 낮은 가계대출 비중의 상승. 방향을 자극하는 것은 금융시장 개방

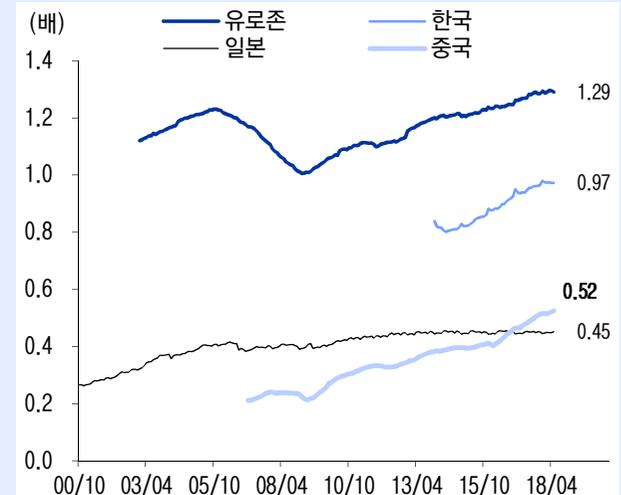
한국의 금융자유화



일반자금대출 비중 추이



주요국의 기업대출대비 가계대출



자료: 한국은행, 금융경제연구원 경제분석 제8권 제2호(2002 II) 「한국에서 금융자유화가 소비에 미친 영향」, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

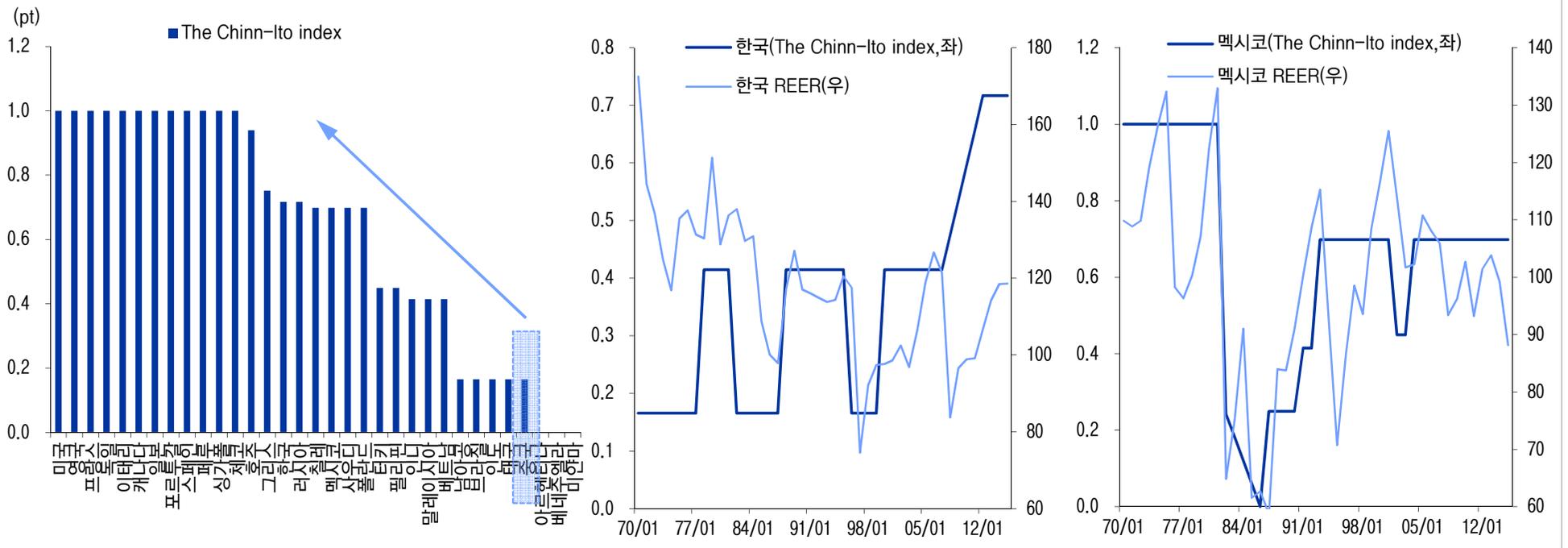
# 금융시장 개방과 통화가치 절상

## ● 닫힌 사회, 중국

- 자본시장 개방도를 측정하는 The Chinn-Ito index(외환시장 및 경상거래, 무역에 관한 규정을 토대로 측정)를 보면, 중국은 0.165로 낮은 수준(0~1, 1에 가까울 수록 자본시장 개방)

## ● 한국과 멕시코 사례를 보면, 금융시장 개방은 통화가치 절상을 유도

- 자본시장 개방으로 자금의 효율적 배분과 가계의 금융상품 접근성 확대로 내수성장 기반 확대

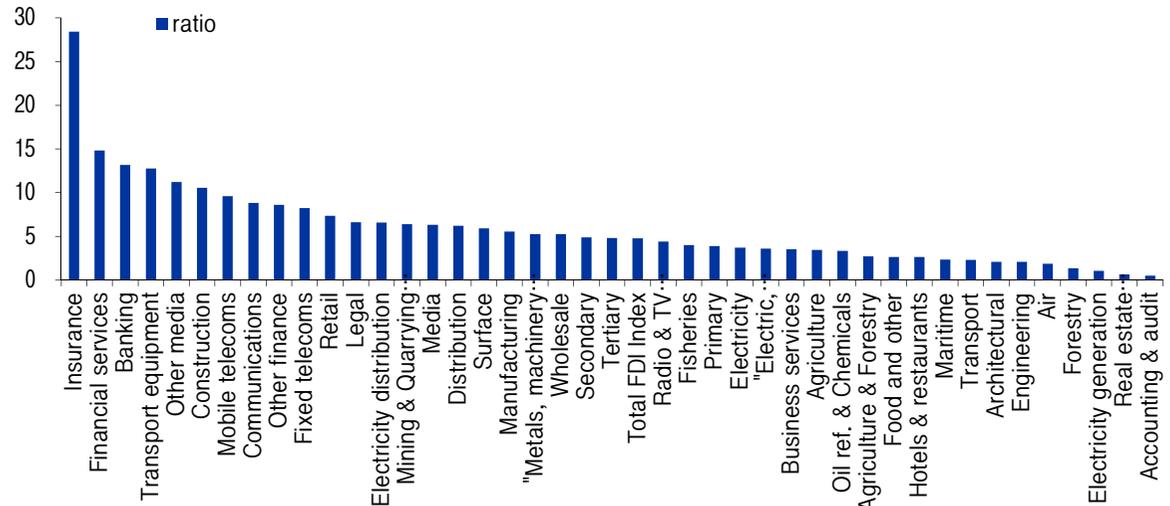
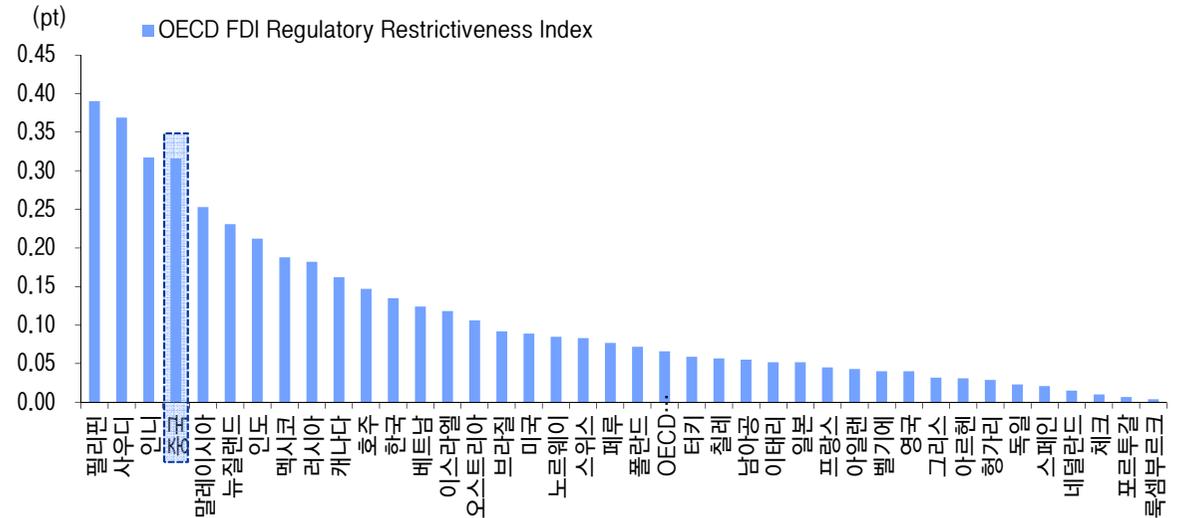


자료: Portland State University, BIS, 이베스트투자증권 리서치센터

# 주요국 및 주요산업에 대한 FDI 규제강도

## ● FDI 규제, 특히 금융시장을 닫아놓고 있는 중국

- FDI 규제지수는 22개 경제부문에 대한 외국인 직접투자에 대한 법적제한을 측정. 외국인 지분 제한, 차별적인 선별 및 승인메커니즘, 핵심인력에 대한 외국인 고용과 제한, 기타 운영제한을 측정
- OECD 조사대상국 68개국 중 FDI 규제지수 4위, 숫자가 높을 수록 개방강도가 약함
- 특히, 보험, 금융서비스, 은행 등 금융시장 개방도가 OECD 평균대비 10~30배 이상 규제가 엄격한 것으로 평가되고 있음



주: ratio= 중국/ OECD 평균, 규제강도  
 자료: OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

# 중국, 금융시장 개방에 나서다

## ● 2018년 4월 11일 중국 금융시장 개방 로드맵 발표

- 단계적 규제완화를 통해 중국 금융시장 개방 확대. 1단계 외국계 은행이 중국 토종은행을 100% 인수할 수 있고, 2단계 은행에서 증권, 보험 등으로 점진적 사업영역 제한 제거. 자회사 설립이나 직접 지점설치를 선택해야 했던 기존 진출 방식이 모두 자유로워지면 진출 지역 여건에 맞춰 진출방식 결정과 영업확대. 신탁, 금융리스, 자동차금융, 소비자금융 분야에 대해서도 외국인 투자를 점진적으로 허용할 예정이므로 새로운 사업영역 확대 가능. 크레딧 · PF · 메자닌(전환사채, 신주인수권부채 등에 대한 투자) 등 다양한 금융상품을 취급 가능

## ● 무역갈등이 심화과정에서 중국의 외국인 네거티브 투자리스트 발표는 화해시그널?

- 6월 28일, 2018년 외국인 투자 네거티브 리스트(수정)를 7월 28일부로 시행할 것이라 발표. 2017년 63개의 제한 항목이 48개 항목으로 대폭 축소. 2018년 외국인 투자 네거티브 리스트는 자동차, 금융 영역 이외 대외개방의 계획을 제시하고 있으며, 점진적으로 더 큰 개방을 추진하겠다고 밝힘

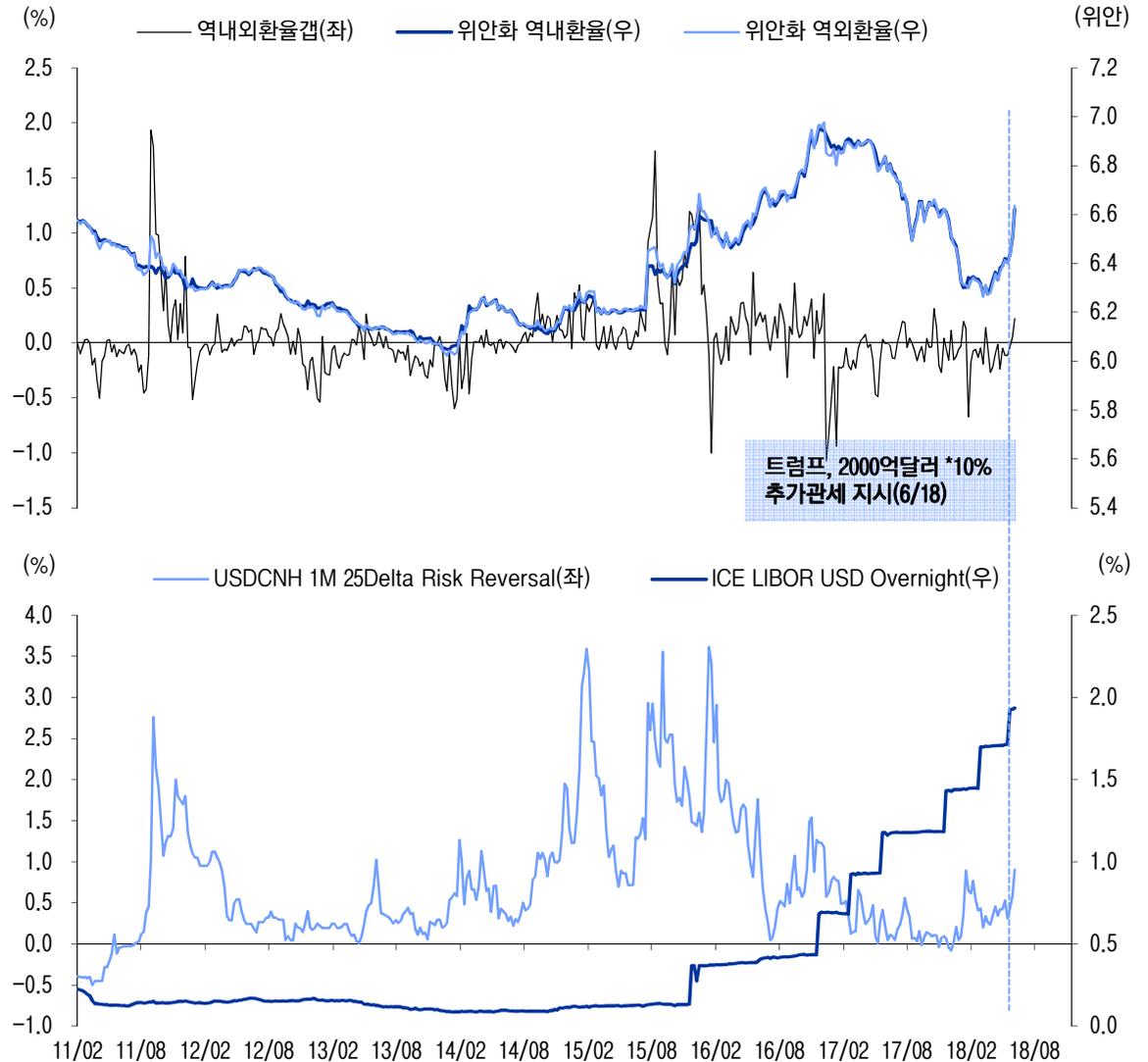
시기	주요 내용	1단계(6월 예상)	2단계(연내 시행)
2017-12-20	중앙경제공작회의, 지적재산권 보호 강화, 외자 지분비율 제한 완화, 수입관세 하향 조정, 서비스 무역 촉진	① 은행과 자산운용사의 외자비율 제한 (현행 20%) 폐지, 외국은행 분행과 자은행 동시 설립 허용	① 외국계 신탁, 금융리스, 자동차금융, 지불결제, 소비자금융 허용 확대
2018-03-05	리커창 총리, 자동차, 일부 필수 소비재 수입관세 인하 발표. 일반 제조, 통신, 의료, EV, 은행 등 외자 지분비율 제한 폐지	② 증권사 · 자산운용사 · 선물사 · 생보사 외자지분 한도 51%로 확대(3년후 폐지)	② 외국계 금융자산투자자와 자산관리사(WM) 지분한도 폐지
2018-04-10	시진핑 주석, 무역/금융시장 4대 분야 개방 발표. 시장진입 완화, 혁신적 투자 환경 조성, 지적재산권 보호 강화, 수입 확대	③ 합작 증권사의 최소 1개의 중국 파트너사 조건 폐지	③ 외국은행의 사업영역 확대
2018-04-11	이강 인민은행 총재, 금융시장 개방 위한 11대 조치 발표. 은행, 자산운용사에 대한 외자 지분비율 제한 완화	④ 5월1일부터 후강통, 선강통 투자한도 3~4배로 확대	④ 합작증권사 사업영역 제한 폐지
2018-04-17	발개위, 제조업 개방 위해 친환경차, 특수목적 차량에 대한 외자 지분비율 제한 완화 계획 발표	⑤ 외국계 보험대리업 업무 허용	⑤ 외국계 보험사 본사설립 전 중국내 대표사무소 설치요건 폐지
2018-04-29	증감회, 증권사, 자산운용사에 대한 외자 지분비율 기존 49%에서 51% 확대 등 구체 계획 발표	⑥ 외국계 보험사의 사업범위 제한 폐지	⑥ 후룬통(상하이-런던 증시 상호 투자허용) 연내 추진
2018-05-18	류허 부총리, 천연가스, 석탄, 원유, 농산품 등 미국산 제품 수입 확대 발표		
2018-05-22	재무부, 자동차 수입관세 20~25%에서 15% 인하, 부품 현행 8~25%에서 6%로 인하		
2018-05-30	리커창 총리, 화장품, 가전기기, 주방용품 등 소비재에 대한 수입관세 7월 1일부 인하		
2018-06-13	리커창 총리, 일부 소비재에 대한 수입관세 범위 추가 확대 언급		
2018-06-28	발개위, 2018년 외국인 투자 네거티브 리스트 발표		

자료: 중국인민은행, 이베스트투자증권 리서치센터

# 위안화 강세전환을 전망

## ● 위안화 숏베팅 → 안정국면으로 전망

- 28일 외국인투자 네거티브 리스트 발표 후 금융시장 반응은 긍정적. 위안화는 추가약세를 보였으나 중국증시는 강한 반등. 위안화 숏베팅 심리는 다소 완화(USDCNH 1M 25Delta Risk Reversal 1.15→0.90)
- 미국과 중국이 예고한 1차 수입관세 발효 시한을 앞두고 백악관, 중국의 미국 첨단기술에 대한 투자제한 리스트 발표를 철회. 최근 중국 언론에서 美 백악관에 대한 비난 어조가 다소 누그러진 점. 결과를 예단할 수는 없지만 양측 모두 정면 충돌을 지양한다는 점에 주목
- 위안화 약세를 통한 수출모멘텀 보다는 구조조정 비용증가와 내수약화, 자금유출 압박이 크다는 점
- 유럽경기회복에 따른 달러화 강세압력 둔화



## Part II

# 2018년 3분기 Keyword

### 유럽, 낮은 기대 vs. 소비회복

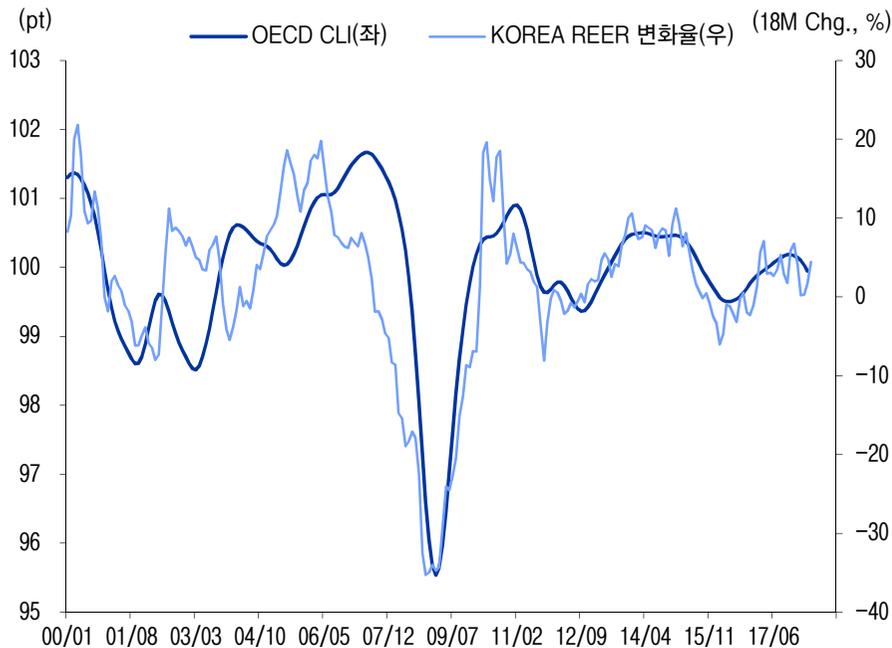
- 이머징 체력약화의 주요원인은 유럽소비부진과 수입증가율 둔화
- 상반기 부진을 딛고 회복되는 유럽(유로존) 경기와 안정되는 유로화

# 단기적으로 투자심리를 달래줄 곳은? 유럽

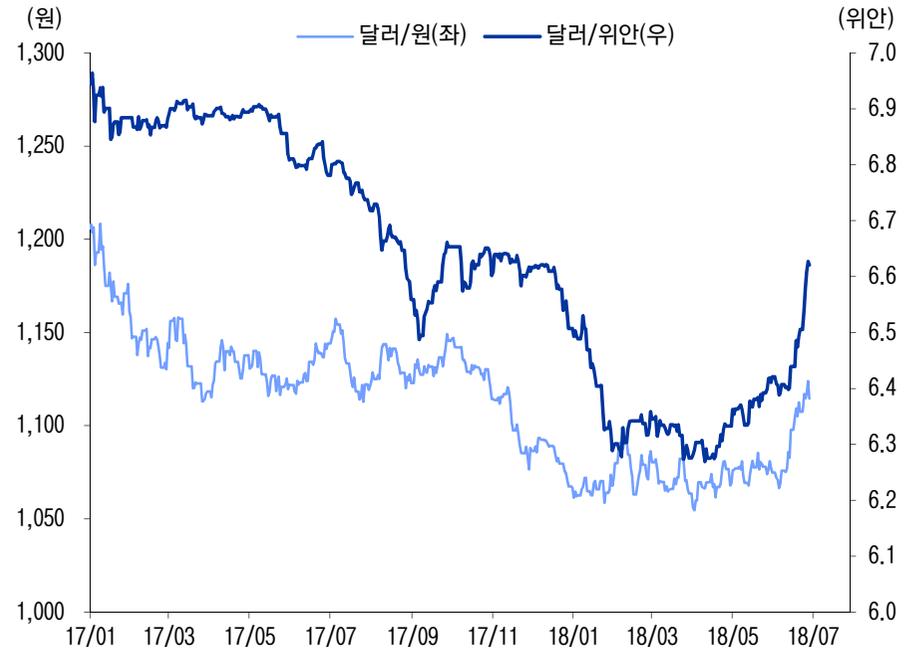
## ● 투자심리 안정은 한국 원화에서 시작

- 원화의 변화는 곧바로 글로벌 경기의 선행지수 역할. 원화강세는 글로벌 경기회복과 경상수지의 흑자, 이머징 국가들의 펀더멘털 회복 등을 의미함. 역으로 USD/KRW의 상승은 글로벌 수요의 훼손을 시사. 다만, 6월말 중국의 외국인투자 네거티브 리스트 발표 후 원화 단기 안정 + EU정상회담에서의 난민문제 합의를 통한 유로화 안정이 긍정적인 변화
- 중미 무역갈등 국면이 봉합보다 확산일로로 치달을 경우 위안화 약세 및 원화약세 촉발. 글로벌 경기 레벨이 낮아지는 리스크. 중미 무역갈등이 중국 시장개방 의지 부각으로 점점 찾기에 나섰다는 시각. 더불어 미국 일방향의 경기회복에서 유럽경기가 상반기 부진 이후 회복되면서 유로화 안정과 이머징 리스크가 완화될 것으로 전망

원화의 안정은 글로벌 경기가 좋다는 것



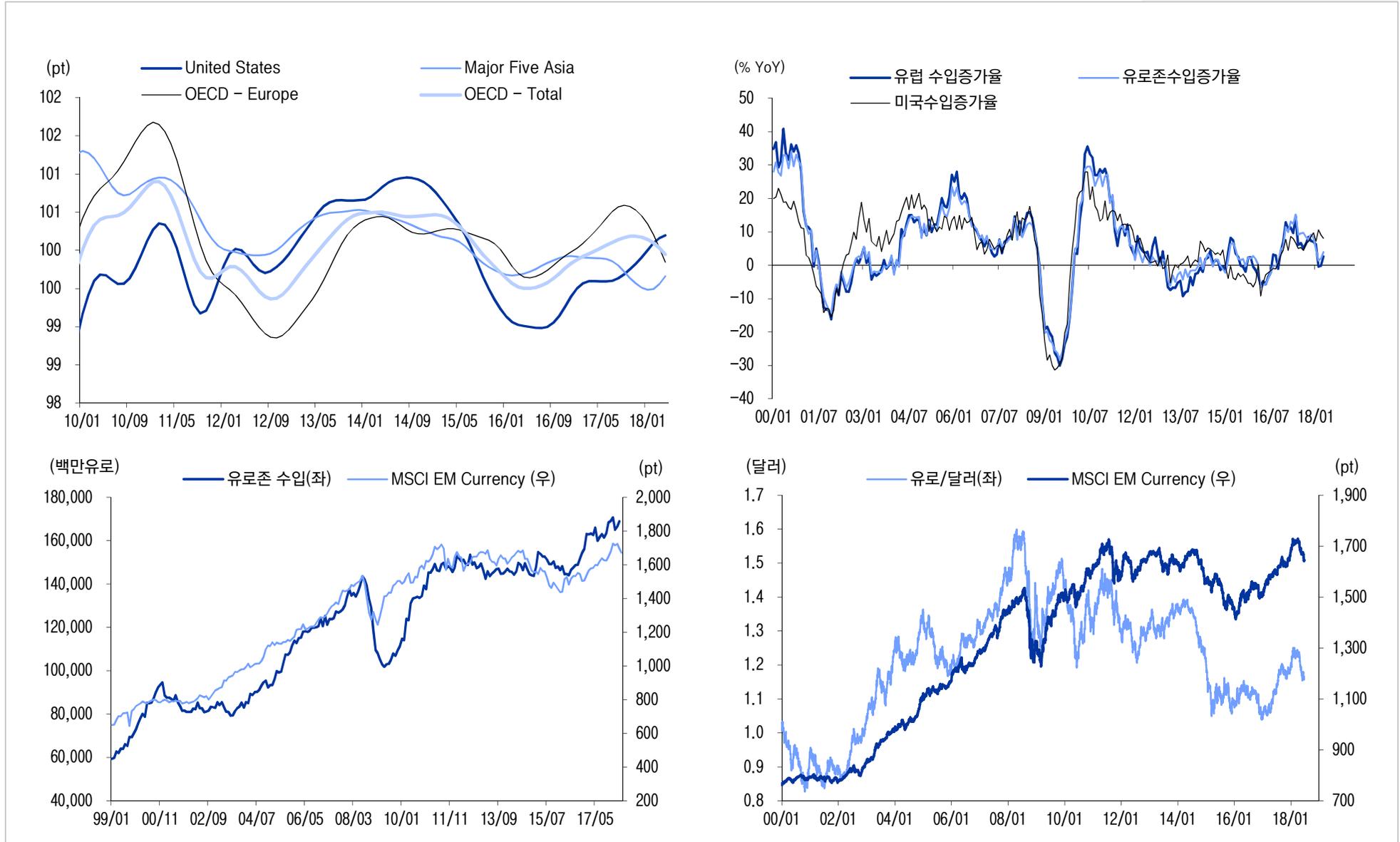
위안화 약세가 지속되면 글로벌 경기 훼손



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 유럽 부진이 이머징 체력을 약화 시킴

유럽, 낮은 기대 vs. 소비회복



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

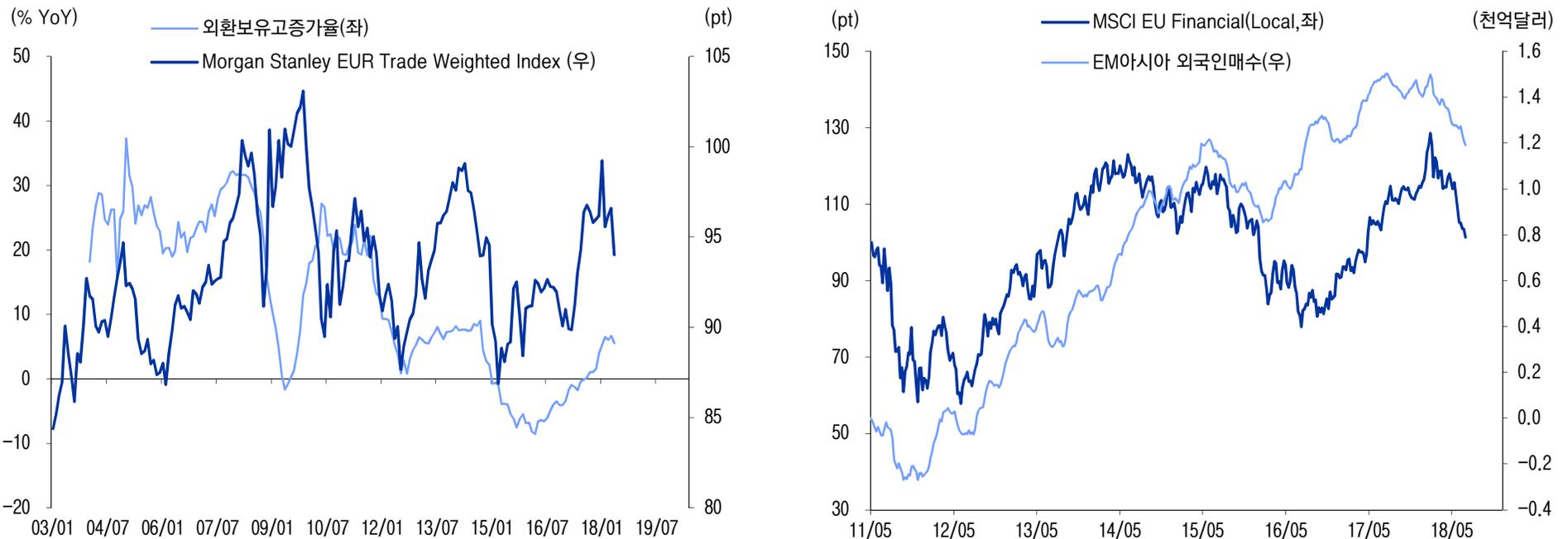
# 이머징 리스크는 유로화가 안정되면 잊혀진다

## ● 유로화 안정은 이머징 외환보유고 상승 의미

- 유로존이 전세계 물동량에서 차지하는 역할(미국대비 2.4배)로 인해 유로화 안정은 이머징 외환보유고 증가를 의미. 유로화 안정이 지속된다면 최근의 이머징 위기설은 잠잠해질 수 있음

## ● 유럽금융주가 올라설때 외국인은 이머징 주식을 산다

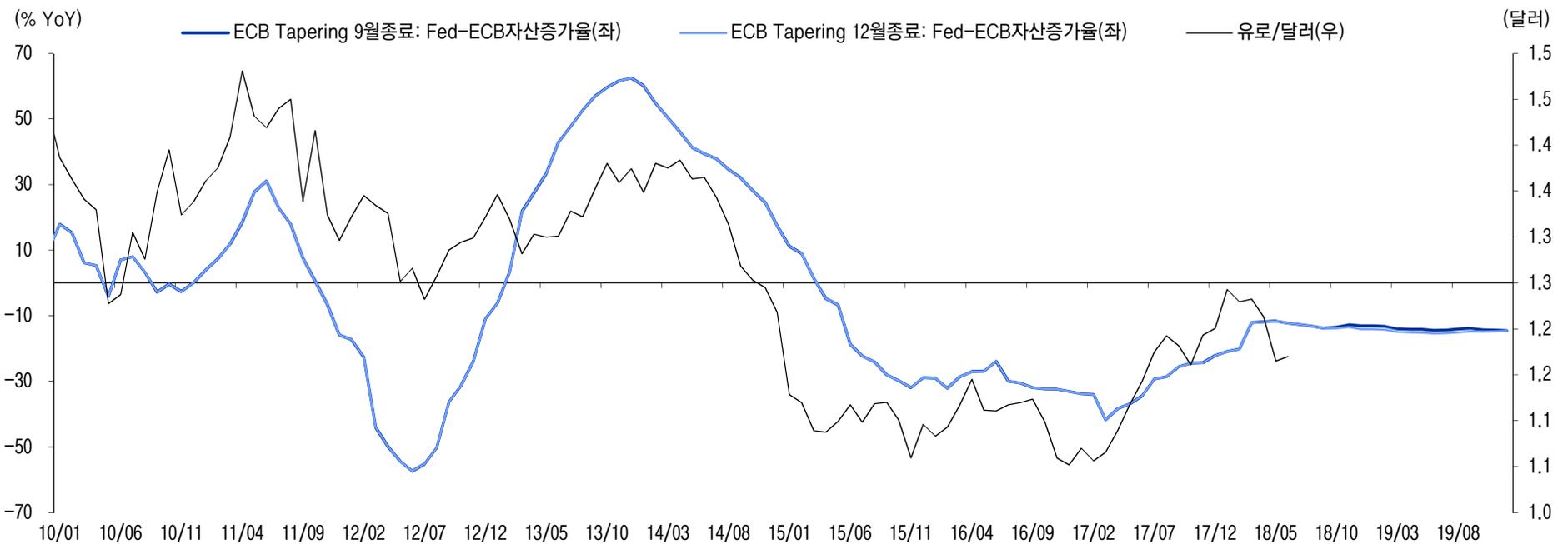
- 유럽금융주는 연초 이후 유럽 소비경기 부진으로 하락세. 특히, ECB 스탠스가 양적완화 종료를 3개월 지연시키면서 유로화 단기 급락을 초래. EM향 자금유입을 기대하려면 유로화 안정과 유럽금융주 상승이 필요



주: 외환보유고(ex, 미국, 스위스, 일본, 유로존), EM아시아(인도, 인니, 베트남, 필리핀, 태국, 한국, 대만)  
 자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 중앙은행 자산증가가 통화에 미치는 영향은 축소

- 2010년 이후 연준과 ECB의 자산증가 속도에 따른 유로/달러 변동성, 그러나 영향력은 이제 축소
  - 2018년 이후 연준과 ECB의 자산증가율 차이에 의한 통화변동성은 크지 않은 구간으로 돌입
  - 450억달러 추가 매입이 유로화 약세를 촉발한 Key는 아니었던 것으로 볼 수 있는 것



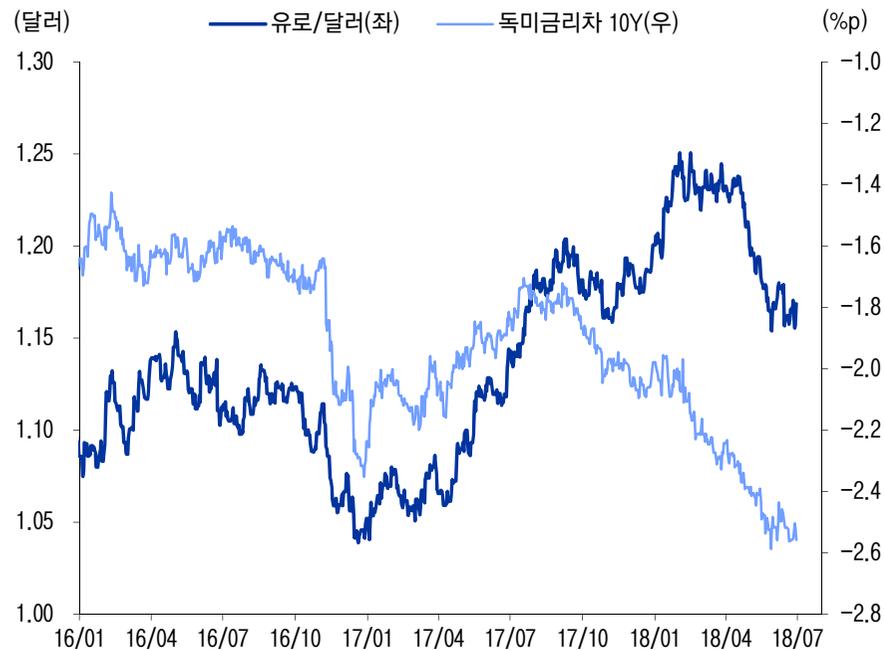
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 미국과 유로존 경기회복 시차

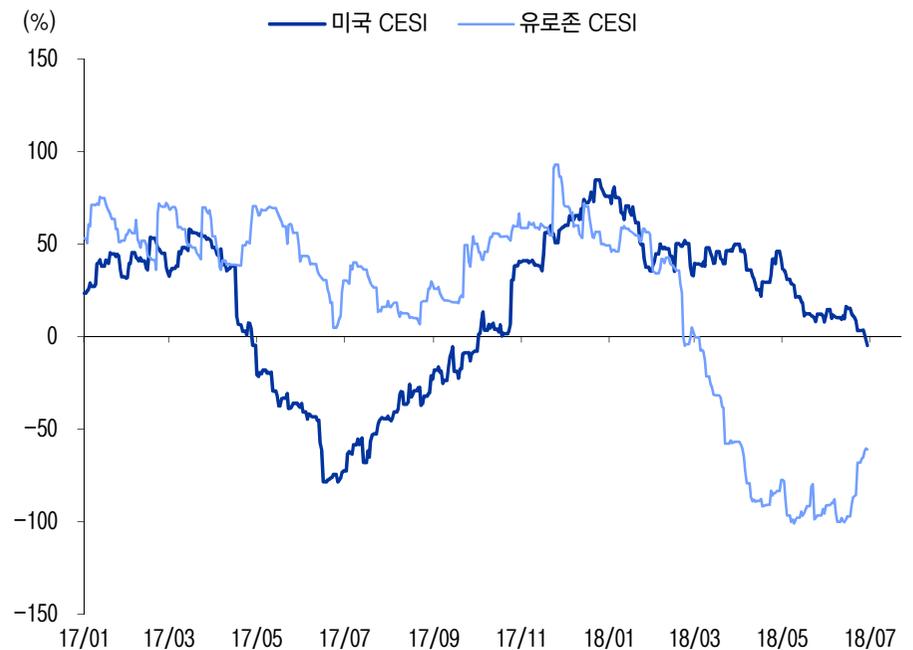
## ●상반기 미국, 하반기 유럽

- 독미간 국채스프레드가 과연 줄어들 수 있는지가 관건. 미국과 유럽의 경기개선 차에 의한 유로화 하락이 지속되면 어쩔 수 없이 미국의 달러 강세와 이머징에서의 자금유출 압박
- 다행히 유로존 CESI가 6월 중순이후 회복국면으로 진입. 지난해 서프라이즈를 기록하며 유로존 경기회복심리를 강화시켰던 구간에 비해서는 약한 상황. 그러나 미국과의 경기개선차가 좁혀지면서 일방향의 유로화 약세보다 안정국면에 진입

독미간 금리차 안정이 더 중요



유로존 경제지표가 실망수준에서 회복



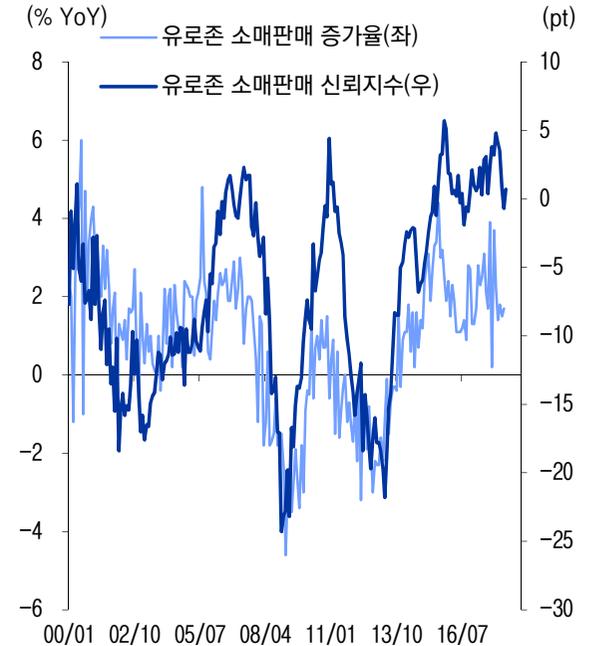
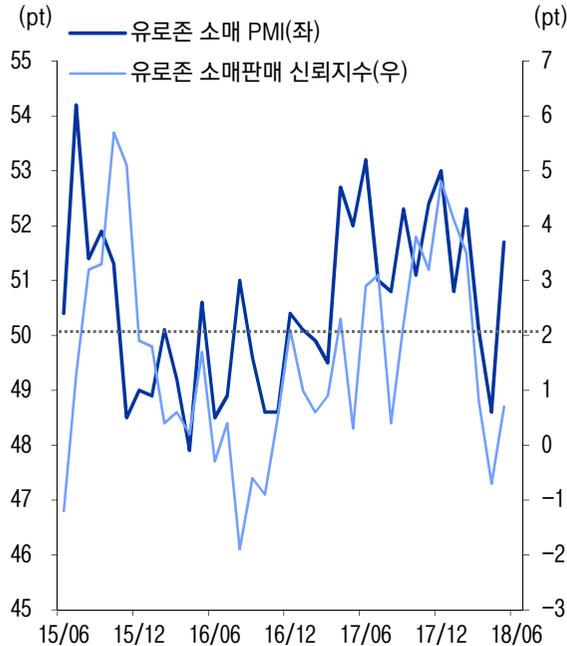
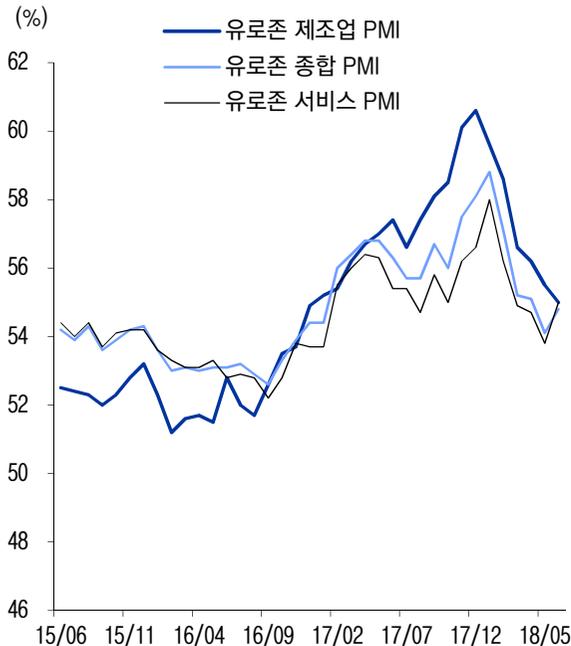
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 연초 소비부진에서 벗어나는 유럽(유로존)

## ● 상반기 유로화 약세에 따른 PMI 개선, 강추위에서 벗어나는 유로존 소비

- 6월 말 발표된 유로존 주요 PMI는 여전히 50 이상의 확장국면을 유지. 특히 소비 및 서비스 영역의 PMI는 개선되거나 재 확장국면에 진입. 5월 이태리의 정치적 불확실성에도 불구하고 소비심리가 훼손되지 않았던 것
- 7월~8월 유럽의 소비지표가 유로화 및 이머징 통화의 주요 이벤트. 높은 레벨에서 유지되고 있는 소매판매 신뢰지수가 소매판매 증가율의 안정화로 확인된다면 최근의 이머징 위기설은 빠르게 안정화될 수 있음

### 소비회복 시그널



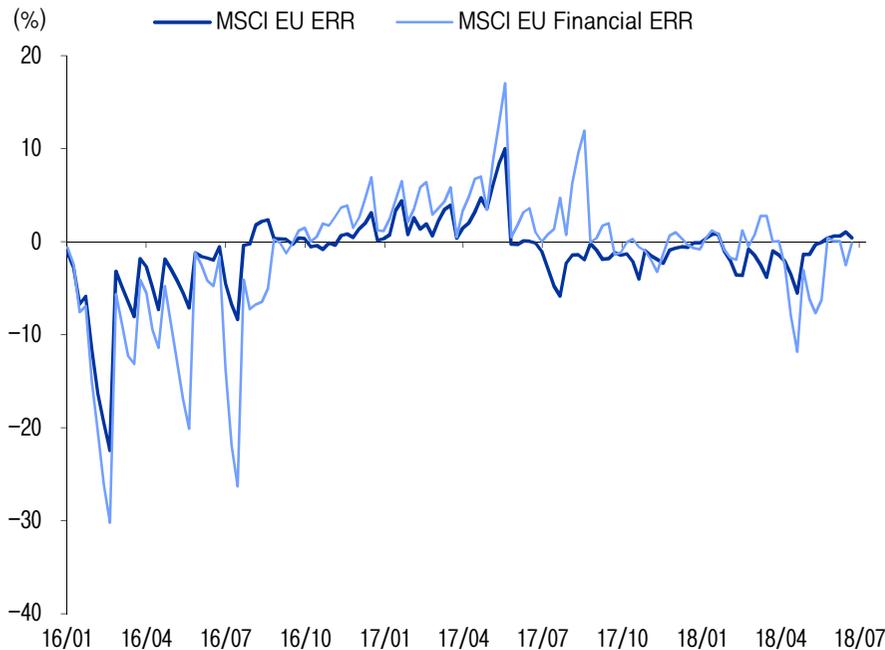
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 유럽금융, 회복되는 이익과 강화되는 모멘텀

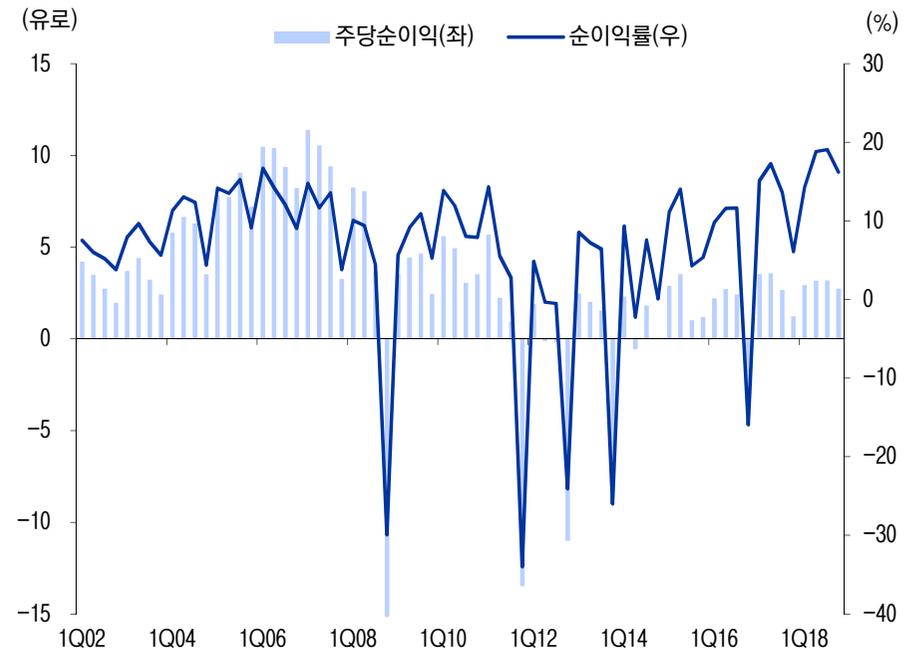
## ● 유럽 소비 회복은 유럽금융주 실적 견인

- 5월 이후 유럽금융주의 ERR(이익수정비율)이 (+)전환되면서 ROE 개선을 시사
- 지난해 3분기 이후 둔화되던 이익모멘텀, 상반기 흑안과 정치리스크를 거쳐 하반기 개선
- 금융위기 이후 반복되던 2분기 적자우려는 잊혀지기 시작

유럽과 유럽금융주의 이익수정비율 회복세



유럽금융주 분기실적

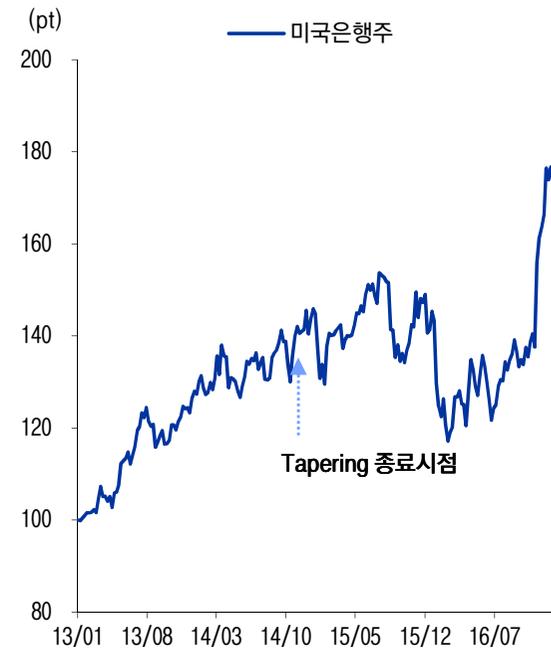
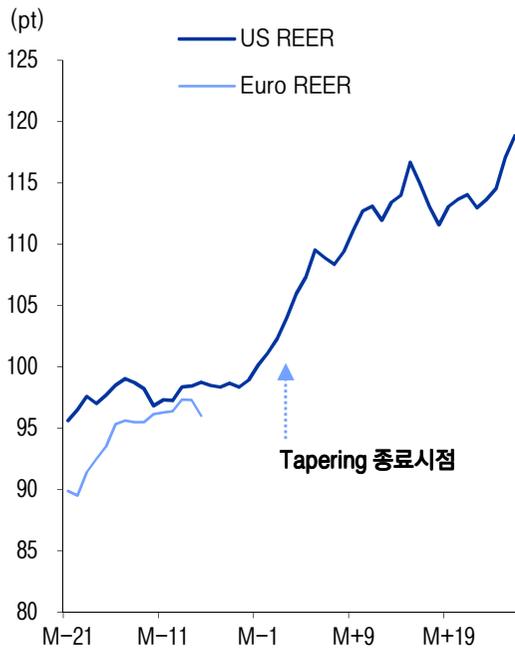


자료: Datastream, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 테이퍼링 시기 전후, 금융주 추이

## ● 자산을 더 늘리지 않아도 되는 체력(대출증가), 금융주 주가모멘텀

- ECB 스탠스는 연내 양적완화를 중단. 과거 연준의 Tapering 종료 시기를 참고하면 경기회복의 레벨(대출증가율 회복)을 반영한 중앙은행의 스탠스 변화는 유로화의 상승을 자극할 수 있음
- 다만, 미국의 대출증가율 보다 낮은 속도라는 점에서 은행주의 탄력이 강하지는 않을 수 있지만, 하락추세보다 상승가능성에 무게



자료: BIS, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

## Part III



- 46 주식  
미국의 독주에 변화가 발생할까?
- 66 채권  
불안을 먹고 크는 채권, 잠재된 상승압력에 유의
- 87 원자재  
Who is Next? 산업금속 !

## Part III

# 자산별 전망

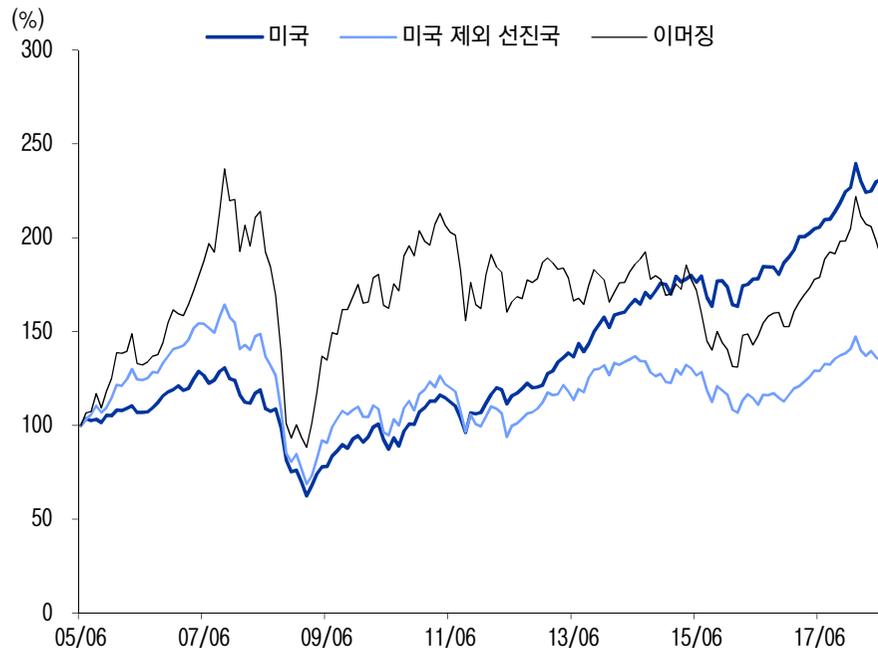
### 주식

- MSCI ACWI 개요
- 주식 매력도 판단 방법론
- Factor별 데이터 동향
- 매력도 순위 평가
- 미국의 독주에 변화가 발생할까?

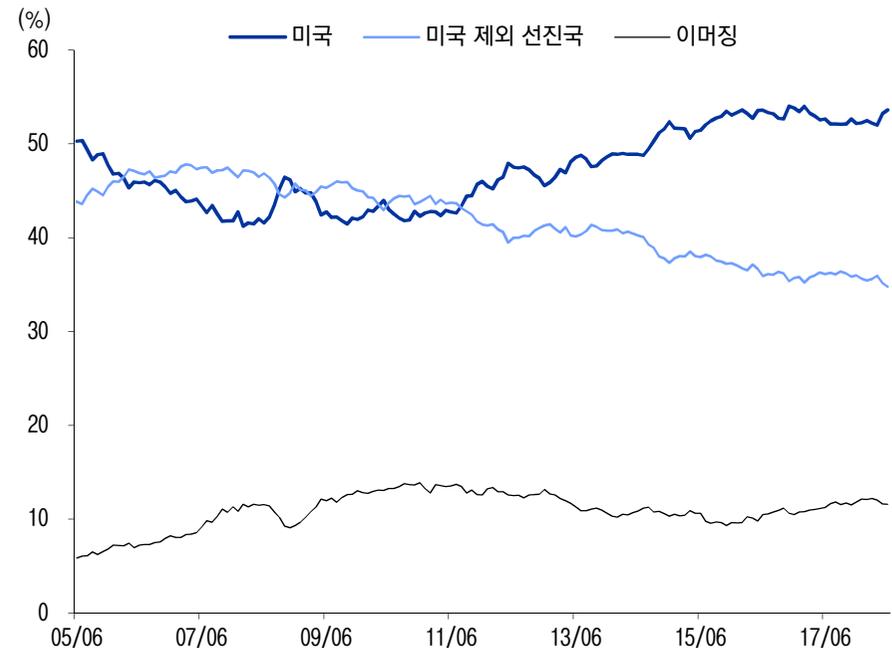
# MSCI 분류별 인덱스 흐름

- 주식은 MSCI AC World 데이터를 벤치마크로 사용하며, 이 중 미국, 선진국(미국 제외), 이머징 세 분류의 비중 조절을 목적으로 함
  - 성장성, 인플레이션 등 Top-down 데이터를 이용해 국면을 판단
  - 지수의 밸류에이션, 이익증가율 등 Bottom-up 데이터의 Z-score에 국면별로 다른 가중치를 적용하여 최종적인 비중 결정
- 2018년 5월말 기준 비중을 살펴보면, 미국 비중은 53.2%, 미국제외 선진국은 35.2%, 이머징은 11.6%
  - 자산배분 모형에서의 비중은 미국(45~55%), 선진국(35~45%), 이머징(5~15%) 내에서 선택

MSCI AC의 세부 지수 흐름



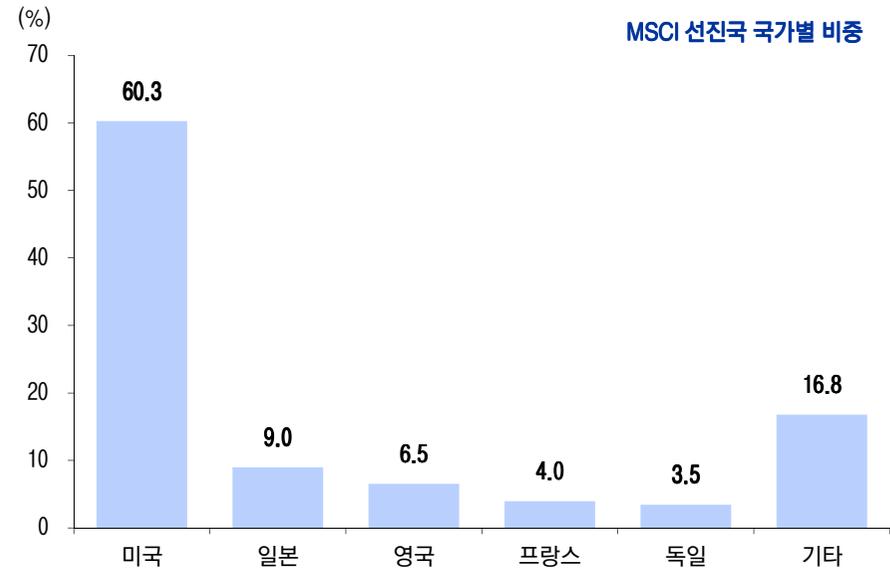
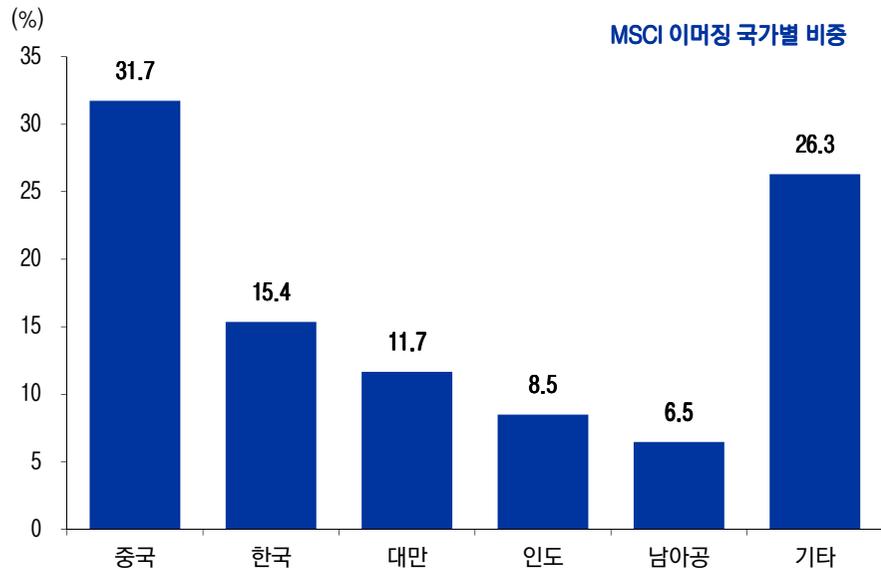
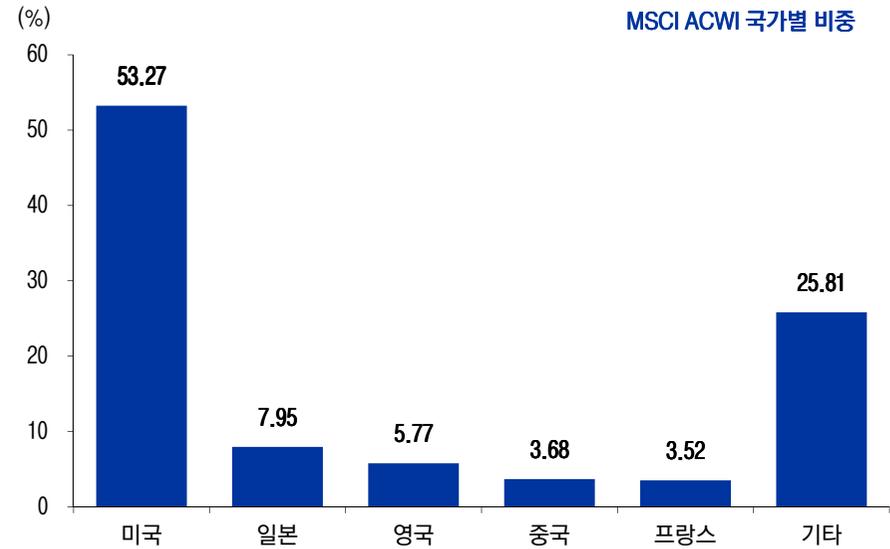
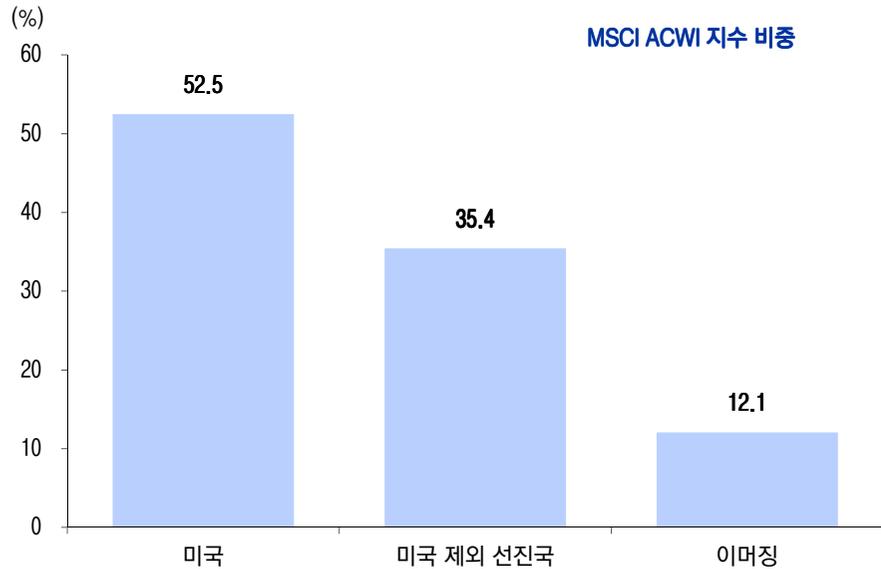
시가총액 비중



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# MSCI AC World Index의 비중

MSCI ACWI 개요

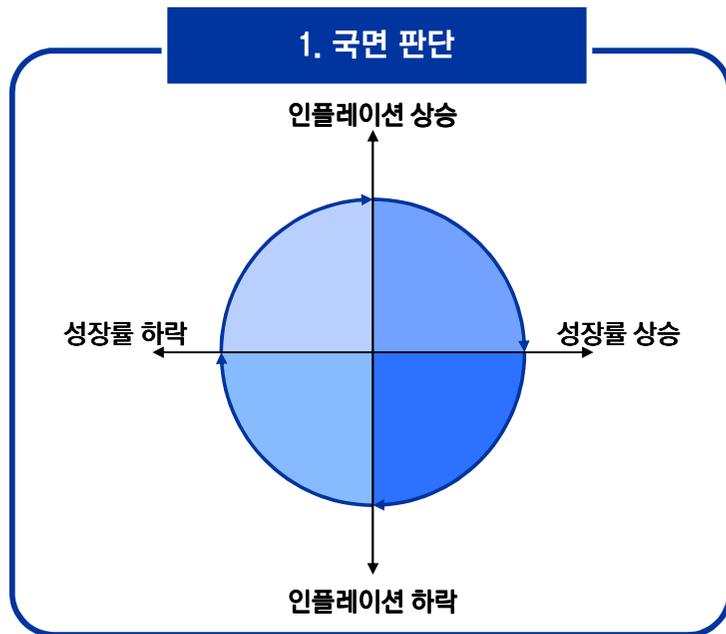


주: 2018년 2월말 기준  
 자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 주식 자산 내 매력도 선정 방법론 요약

- 주식 자산 내의 매력도를 선정하는 방법론은 3 단계로 요약 가능
- ① 성장률과 인플레이션을 이용하여 국면을 판단
- ② 과거 미국, 선진국(선진국 제외), 이머징 국가의 월간 수익률 순위에 어떠한 요인이 가장 큰 영향을 미쳤는지를 탐색(최적화)
  - 국면별로 다른 가중치를 설정
- ③ 현재 국면을 판단하고 해당 국면에 맞는 가중치로 국가별 데이터의 z-score를 합산하여 매력도 순위를 결정

## 주식 자산 내 매력도 선정 방법론



**2. 국면별 가중치를 적용한 선호도 도출**

	가중치	미국	선진국	이머징
밸류에이션	A	...	...	...
성장성	B	...	...	...
퀄리티	C	...	...	...
이익모멘텀	D	...	...	...
주가모멘텀	E	...	...	...
<b>최종 점수</b>		<b>00</b>	<b>00</b>	<b>00</b>

⇒ 가중치는 4국면에 따라 다르게 설정

# 비중 결정을 위해 사용한 변수

- 비중을 결정하기 위해 사용하는 변수는 5가지 카테고리, 13개 변수를 사용
- 매월말의 데이터를 이용해 다음달 수익률 순위를 잘 설명해주는 조합을 찾아주는 방법
  - 각각의 변수를 표준화한 후(z-score), 카테고리 내에서 평균을 구해주고 국면별 가중치로 합산
- 과거 시가총액 비중을 고려하여 미국의 비중은 45~55%, 선진국은 35~45%, 이머징 국가는 5~15% 중 선택
  - 실제 비중은 선호도 순위에 따라 미국(45%, 50%, 55%), 선진국(35%, 40%, 45%), 이머징(5%, 10%, 15%) 중 선택

## 지역별 매력도 선정을 위해 사용한 변수

카테고리	변수명	변수설명	카테고리	변수명	변수설명
Value	12F E/P	12개월 Fwd P/E의 역수	Quality	12F ROE	12개월 Fwd BPS 대비 12개월 Fwd EPS
	12F B/P	12개월 Fwd P/B의 역수		12F 순이익률	12개월 Fwd SPS 대비 12개월 Fwd EPS
	12F D/P	12개월 Fwd 배당수익률		12F 배당성향	12개월 Fwd EPS 대비 12개월 Fwd DPS
Growth	12F EPS Growth	12개월 Trailing EPS 대비 12개월 Fwd EPS 증가율	Momentum (실적)	1M EPS 변화율	12개월 Fwd EPS의 1개월 전 대비 변화율
	12F SPS Growth	12개월 Trailing SPS 대비 12개월 Fwd SPS 증가율		3M EPS 변화율	12개월 Fwd EPS의 3개월 전 대비 변화율
	12F BPS Growth	12개월 Trailing BPS 대비 12개월 Fwd BPS 증가율	Momentum (주가)	1M 수익률	인덱스의 월말 기준 1개월 수익률
				3M 수익률	인덱스의 월말 기준 3개월 수익률

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# Top-down 국면 별 Bottom-up 데이터 가중치 비중

## ● 4가지 국면별 Bottom-up 데이터 가중치의 특성

- 성장률이 상승하는 구간에서 밸류에이션보다는 성장성이 더욱 중요한 역할을 함. 성장률이 바닥을 통과하는 구간은 일반적으로 전반적인 기업들의 성장성이 낮은 상태이며, 이 때에는 높은 성장성을 보유하고 있는 기업이 각광을 받기 때문.
- 반면 성장률이 Peak-out하면 오히려 밸류에이션이 중요한 역할을 하는데, 경기가 회복되고 위험자산에 대한 선호도가 증가하는 구간에서는 낮은 밸류에이션에 대한 선호도가 더욱 높아지기 때문
- 인플레이션이 상승하는 구간에서는 퀄리티(이익률)의 중요도가 증가하고, 하락하는 구간에서는 주가 모멘텀의 중요성이 증가

## 국면별 Bottom-up 지표 가중치

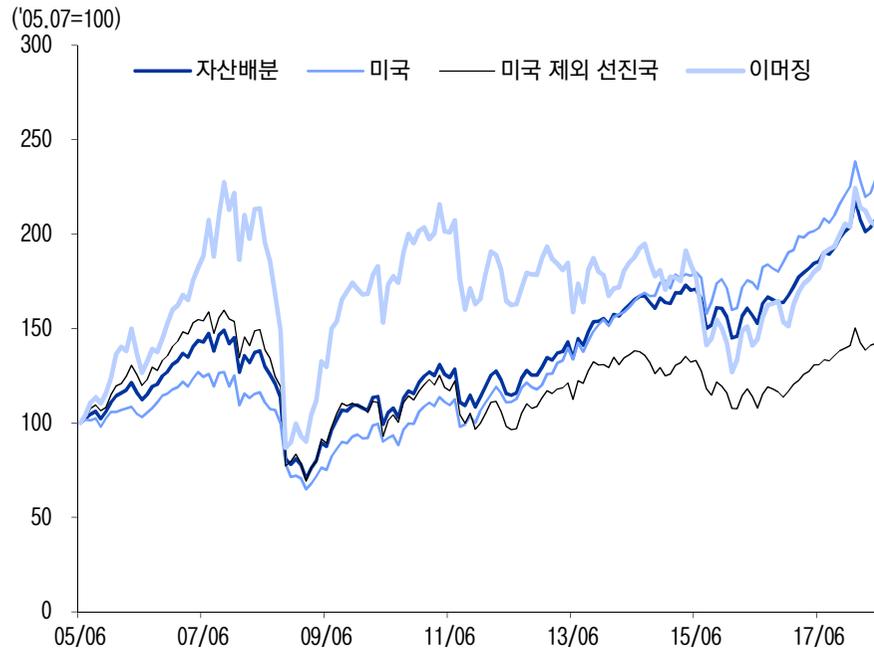
국면판단		가중치(%)				
성장률	인플레이션	Valuation	Growth	Quality	Momentum(이익)	Momentum(주가)
상승	상승	22	31	42	3	2
상승	하락	0	30	6	46	18
하락	상승	40	23	14	22	1
하락	하락	29	1	13	0	56

# 주식 자산배분 결과: 수익률 측면

## ● 주식 자산 배분의 결과: 수익률의 안정성 상승

- 주식 자산 배분은 가장 수익률이 좋았던 자산을 선택해 수익률을 극대화하는게 목표가 아니라, 수익률의 변동성을 낮추는게 목표
- 해당 모형은 안정성을 추구하는 자산배분의 목적에 잘 부합하는 결과를 도출
- 주식 자산의 벤치마크라고 할 수 있는 MSCI AC World와 비교해보면, 자산배분 포트폴리오가 MSCI ACWI 대비 CAGR 0.8%p 더 높은 수익률 기록

벤치마크 및 자산배분 결과 수익률



자산배분 VS MSCI AC World



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 주식 자산배분 결과: 순위의 안정성 측면

- 포트폴리오 수익률의 변동성 측면에서 살펴보면, 주식 자산배분 포트폴리오의 안정성이 가장 큰 강점
- 3개의 지역별 주가지수와 주식을 자산배분한 수익률 시계열을 살펴보면, 주식 자산배분 포트폴리오는 안정적으로 2~3위권의 흐름 지속
  - 즉 자산배분은 분산투자과 리스크 관리라는 목적에 잘 부합하며, 이는 수익률 극대화와는 다른 이슈

최근 10년간 지역별 수익률과 주식 자산배분의 성과

(단위: %)	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
1위	이머징 (29.22)	이머징 (38.53)	미국 (-42.37)	이머징 (76.42)	이머징 (14.82)	미국 (0.49)	주식배분 (14.07)	미국 (28.76)	미국 (13.27)	미국 (-0.25)	미국 (8.88)	이머징 (34.35)	미국 (3.39)
2위	선진국 (22.24)	주식배분 (11.16)	주식배분 (-44.15)	주식배분 (36.84)	미국 (12.09)	주식배분 (-6.39)	선진국 (13.46)	주식배분 (20.45)	주식배분 (5.61)	선진국 (-4.94)	주식배분 (7.11)	주식배분 (21.70)	주식배분 (-0.06)
3위	주식배분 (16.50)	선진국 (9.30)	선진국 (-45.72)	선진국 (33.91)	주식배분 (10.82)	선진국 (-14.60)	이머징 (13.11)	선진국 (15.53)	이머징 (-4.36)	주식배분 (-5.04)	이머징 (5.62)	선진국 (21.03)	선진국 (-3.55)
4위	미국 (11.31)	미국 (6.17)	이머징 (-55.09)	미국 (31.22)	선진국 (4.72)	이머징 (-17.91)	미국 (12.84)	이머징 (-4.79)	선진국 (-4.55)	이머징 (-15.99)	선진국 (-1.77)	미국 (19.50)	이머징 (-4.71)

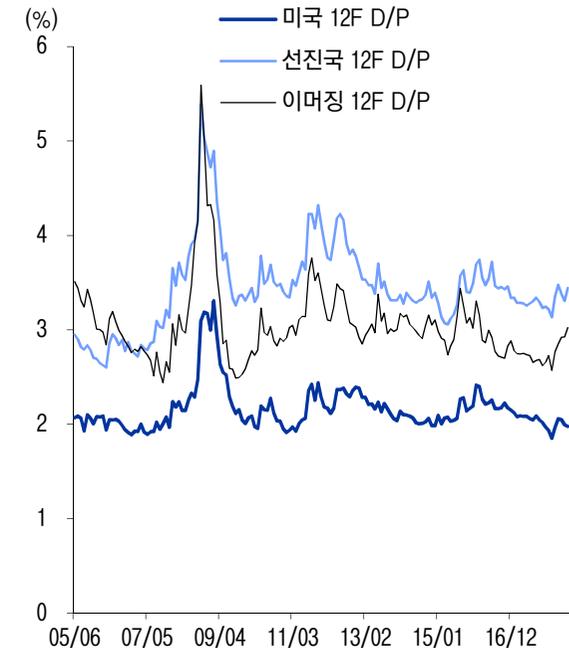
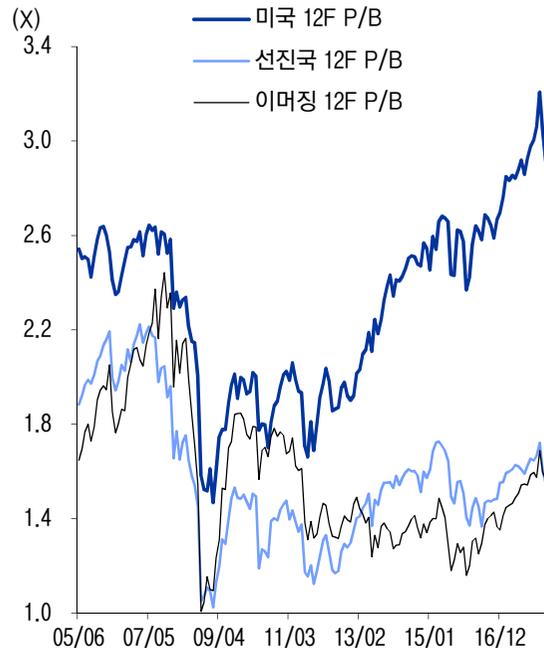
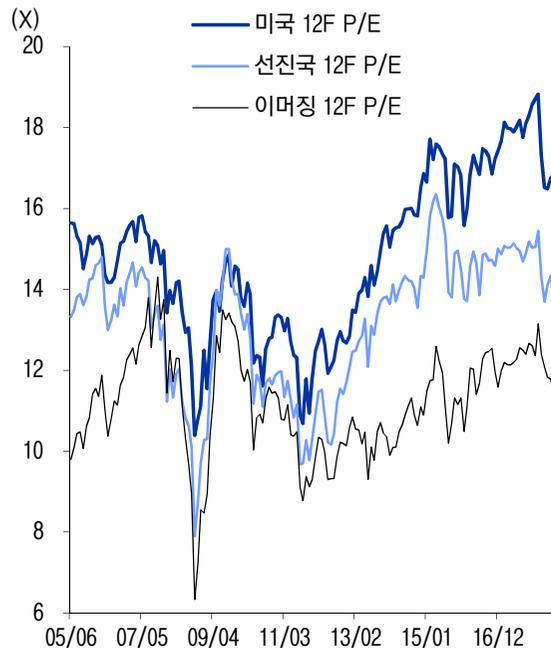
주: 2018년은 6월말까지의 수익률 기준  
 자료: Thomson Reuters, 이베스트투자증권 리서치센터

# 팩터 데이터 동향: ① Valuation

## ● 높은 선진국 밸류에이션과 상대적으로 낮은 이머징 국가

- 미국 증시는 강세에도 불구하고, 세제 개편 이후 EPS 추정치가 큰 폭으로 상향 조정되면서 P/E는 오히려 하락
- 미국, 미국 제외 선진국, 이머징 국가가 모두 연초 대비 밸류에이션이 하락했지만, 미국은 EPS 추정치가 상향 조정되면서, 나머지 국가는 주가가 하락하면서 밸류에이션이 낮아졌다는 점 특징적

지역별 Valuation 세부 지표 동향



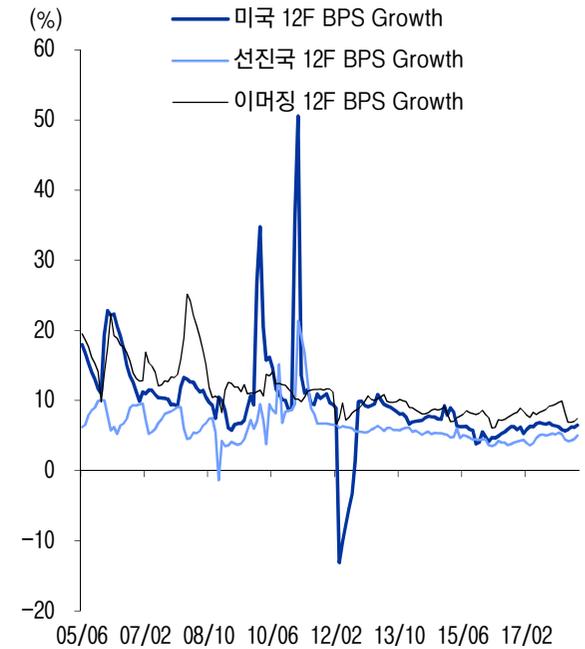
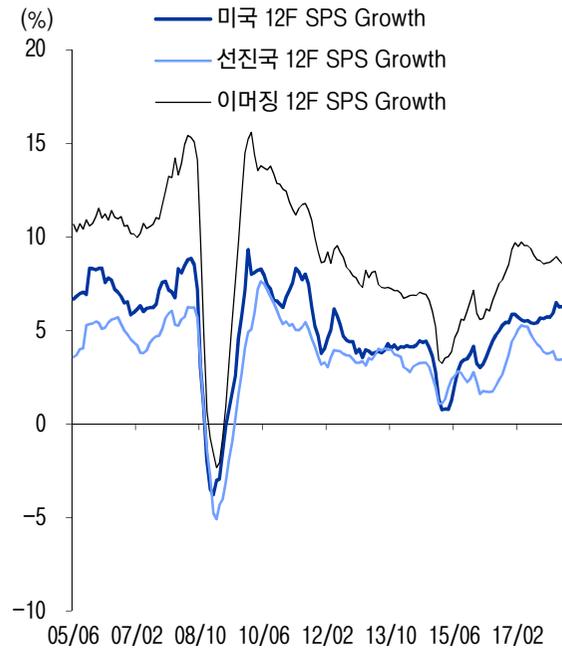
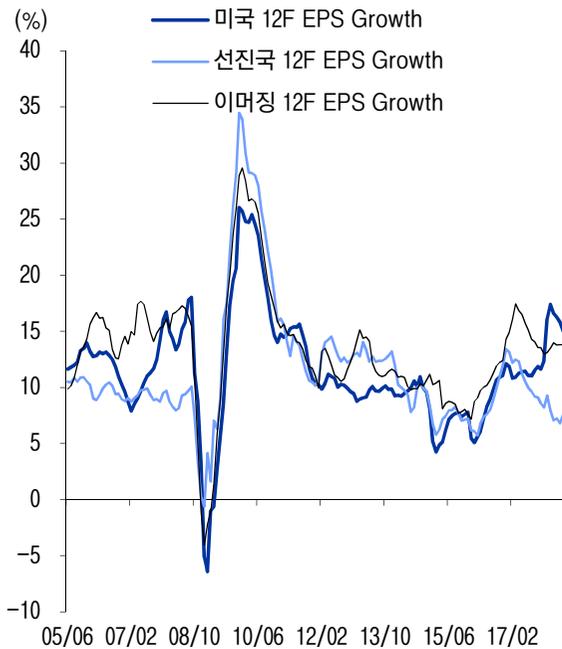
자료: Thomson Reuters, 이베스트투자증권 리서치센터

# 팩터 데이터 동향: ② Growth

● **세계 개편 이후 상향 조정된 미국 EPS Growth는 둔화 흐름**

- 미국 EPS는 세계 개편 이후 급격하게 상향 조정되었지만, 점차 기저효과가 반영되면서 증가율은 둔화 흐름 지속
- 반면 이머징 국가의 EPS는 일부 낮아지기는 했지만 높은 레벨을 유지 중이며, 매출액 증가율은 레벨에서 가장 높은 수준 지속 중

## 지역별 Growth 세부 지표 동향



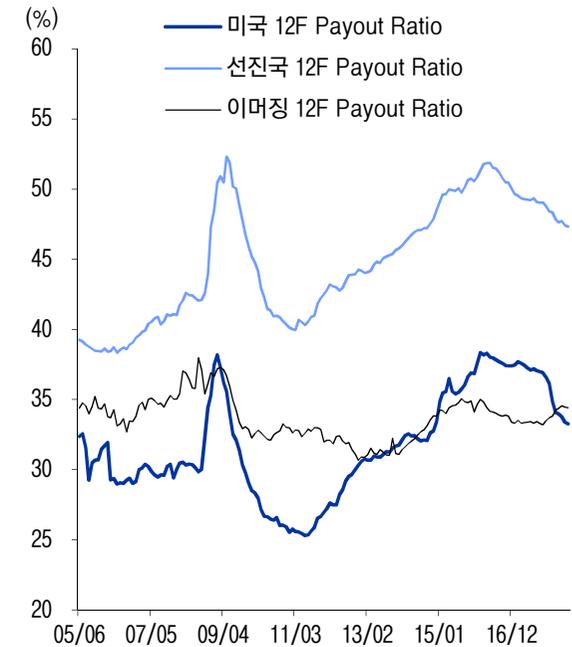
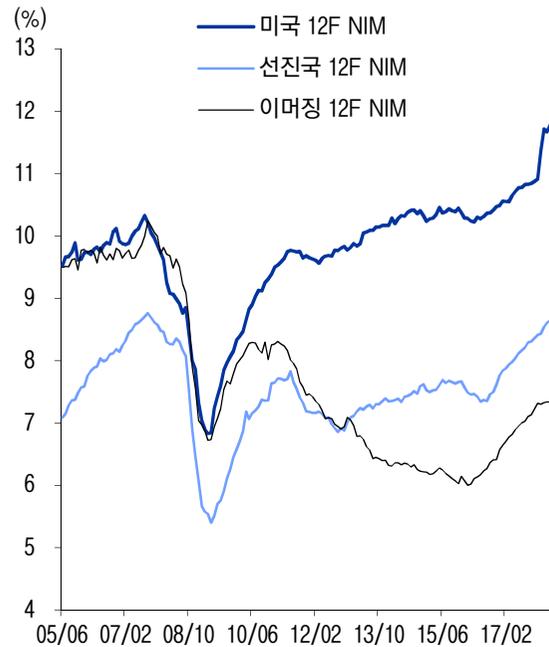
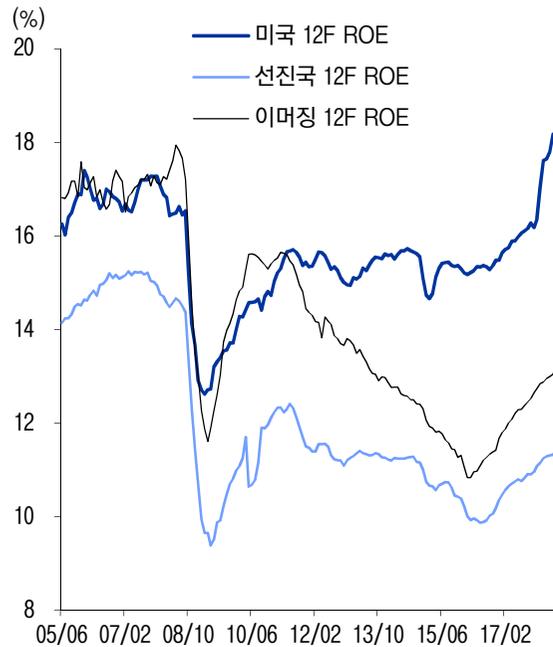
자료: Thomson Reuters, 이베스트투자증권 리서치센터

# 팩터 데이터 동향: ③ Quality

## ● 세계 개편 영향으로 미국의 높은 이익률 지속 중

- 미국은 세계 개편 영향으로 순이익이 급증하면서 이익률이 큰 폭으로 상승했고, 높은 레벨을 유지 중
- 이머징 국가의 경우 이익률의 레벨은 낮지만, ROE 반등 속도는 가장 빠르고 배당 성향 역시 미국보다 높은 수준까지 상승
- 미국을 제외한 선진국의 경우에는 ROE는 가장 낮지만, 순이익률이 빠르게 개선되고 있다는 점과 배당성향이 여전히 높은 레벨이라는 점 특징적

### 지역별 Quality 세부지표 동향



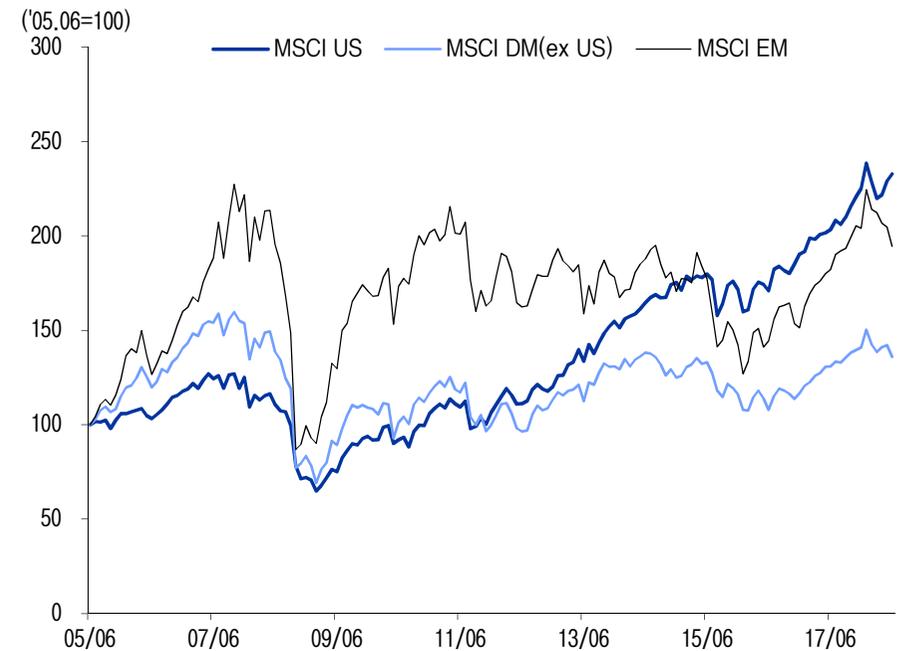
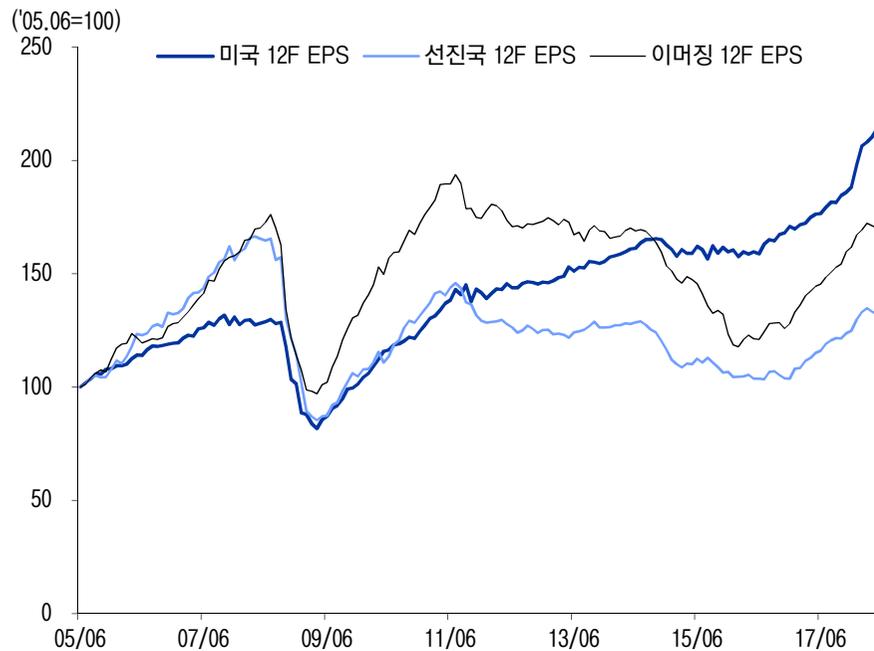
자료: Thomson Reuters, 이베스트투자증권 리서치센터

# 팩터 데이터 동향: ④ Momentum

## ● 미국을 제외한 지역의 실적 및 주가 모멘텀 둔화

- 실적 모멘텀은 미국을 제외한 선진국과 이머징 국가가 모두 둔화 흐름 지속
- 반면 미국은 세제 개편 이후 EPS 추정치가 급격하게 상향 조정되었고, 여전히 상승 흐름 지속 중
- 주가 모멘텀 측면에서도 미국은 상승하고 이머징 국가와 선진국은 하락하는 모습 나타내고 있는 상황

### 지역별 Momentum 세부지표 동향



자료: Thomson Reuters, 이베스트투자증권 리서치센터

# 2018년 3/4분기 주식 자산 매력도 순위 평가

매력도 순위 평가

## ● 미국에서 이머징 국가로의 무게 중심 이동

- 2018년은 3/4분기는 성장률과 인플레이션이 모두 상승하는 구간으로, 밸류에이션, 성장성, 퀄리티 지표가 고르게 중요한 시기
- 이머징 국가는 낮은 밸류에이션과 높은 배당성향, 빠르게 상승하고 있는 ROE 측면 등에서 가장 높은 순위를 차지
- 반면 미국의 경우 성장성은 높지만 밸류에이션 매력도가 가장 낮으며, 퀄리티 지표는 다른 지역과 비슷하다는 점에서 상대적 매력도는 하락
- 선진국은 미국과 최종 점수는 거의 비슷한데, 낮은 성장성에도 높은 밸류에이션 매력도의 영향으로 미국보다 소폭 높은 점수 획득

## 팩터 점수 및 최종 비중 결정

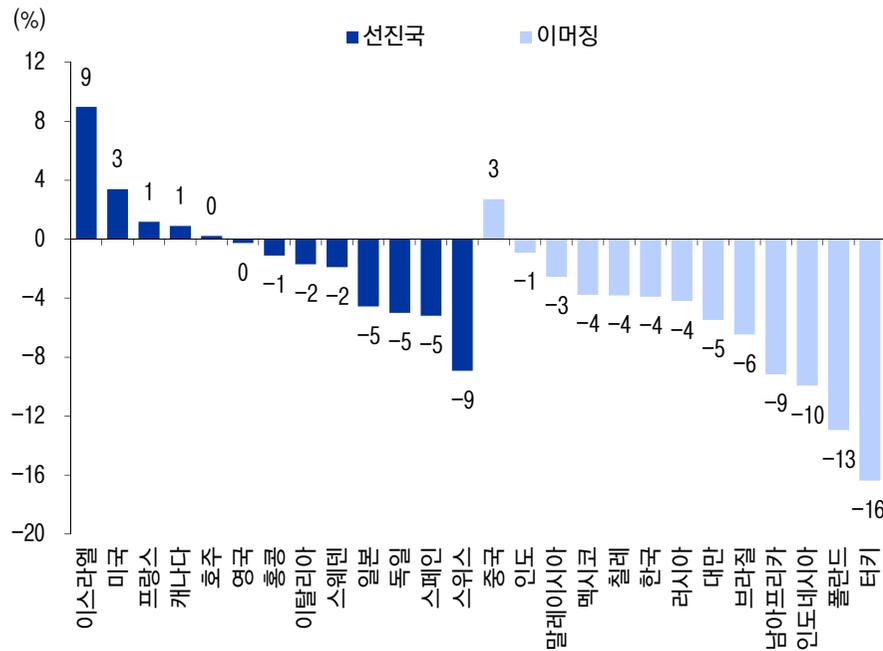
구분	Z-score					선호도 순위	최종 비중(%)
	Valuation	Growth	Quality	Momentum (이익)	Momentum (주가)		
미국	-0.1	0.6	0.5	-0.4	0.4	3위	45
선진국(미국제외)	1.3	-0.2	0.5	-1.4	-1.2	2위	40
이머징 국가	1.8	0.0	0.7	-2.1	-1.6	1위	15
가중치 비중(%)	21.9	31.0	42.4	3.1	1.5		

# 미국'만' 좋았던 2018년 상반기

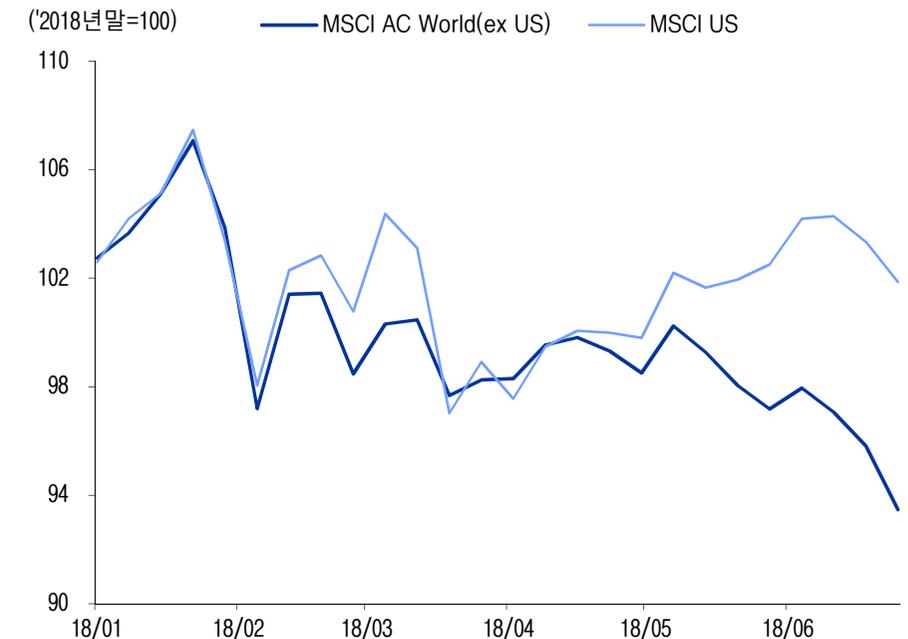
## ● 미국 주식시장만 좋았던 1H18

- 2018년 상반기 주식시장을 돌아보면, 미국과 중국은 3% 상승을 기록했지만, 나머지 국가들은 대부분 이에 미치지 못하는 성과 기록
- 이러한 수익률 차이는 5월 중순 이후 심화
- 5월 중순에는 중국과 미국의 2차 무역 협상, 미국과 북한의 정상회담 결렬 가능성, 미국의 이란 제재안 등이 발표되었던 시기

2018년 상반기 MSCI 국가별 수익률



MSCI US와 MSCI ACWI(ex US) 지수 흐름



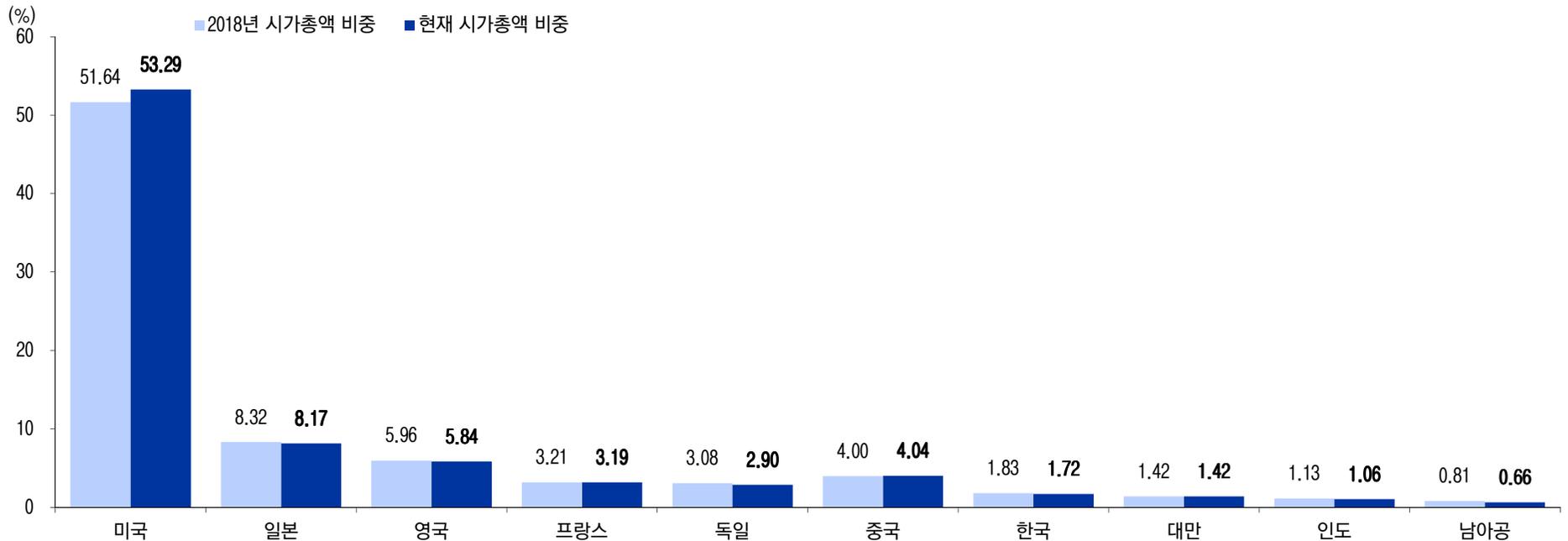
자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 전세계 대비 미국 시가총액 비중 증가

## ● MSCI AC World 지수내에서 미국만 증가한 시가총액 비중

- 미국을 제외한 주식시장은 부진한 모습을 보이고, 미국 증시는 강세를 보이면서 MSCI AC 내에서 미국 비중은 늘었지만 다른 지역의 비중은 감소
- 선진국 시가총액 상위 5개 국가와, 이머징 시가총액 상위 5개 국가를 비교해보면 미국과 중국만 비중이 늘어나고 나머지 국가는 일제히 감소
- 중국의 경우에는 시가총액 비중이 늘었는데, 이는 시장이 강세를 보인 영향과 함께 A주식의 비중이 5% 편입된 점도 영향을 미침

MSCI AC World 지수에서 선진국 5개국과 이머징 5개국이 차지하는 비중 변화



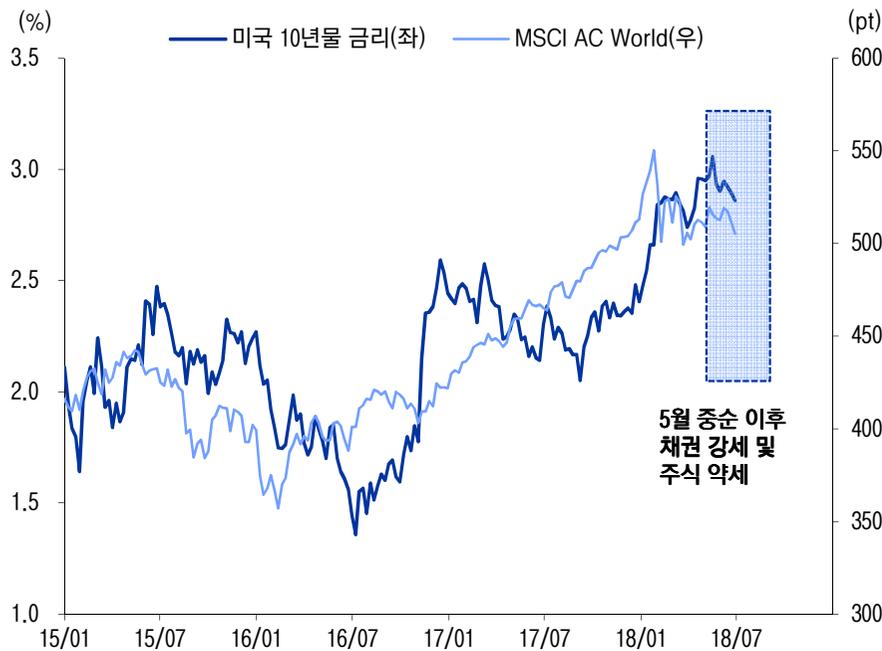
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 안전자산과 위험자산의 문제였을까?

● 2/4분기 주식 시장 약세는 위험선호도의 문제가 아님

- 2/4분기에 한국을 비롯한 글로벌 주식시장 변동성이 확대되고 미국 채권 금리는 하락했지만, 위험 회피 심리 강화와 안전자산 선호도 증가로만 해석하기에는 무리가 있음
- 대표적인 안전 자산으로 여겨진 엔화와 금 가격의 경우에는 시장 변동성이 커지는 구간에서도 함께 약세를 보였기 때문

미국 10년물 금리와 MSCI AC World



엔/달러 환율과 금가격



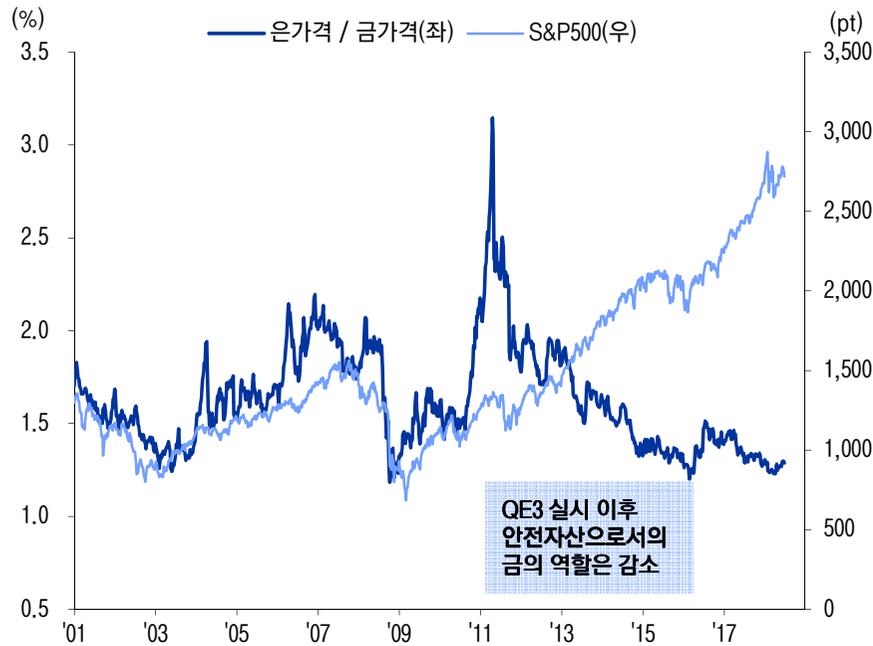
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 참고: 안전자산 바로미터로의 금 가격

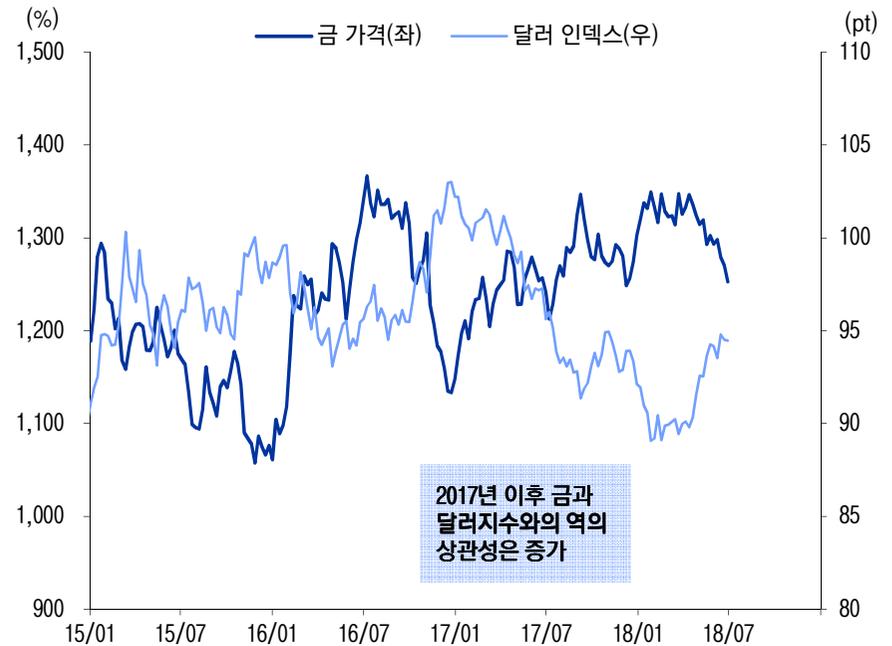
## ● 안전자산 바로미터로서의 역할이 감소하는 금 가격

- 금 가격에는 인플레이션 헤지 수요, 상품 수요, 안전자산 수요 등이 다양하게 결합되는데, 은/금 가격 비율은 이 중 상품 및 인플레이션 헤지 수요 등이 제거되고 안전자산/위험자산에 대한 수요를 확인할 수 있는 바로미터로 사용되어 왔음
- 하지만 QE3가 실시된 이후 이러한 상관성은 무너졌으며, S&P500과 은/금 비율의 상관성 큰 폭으로 감소
- 여전히 안전자산의 바로미터의 역할을 하고 있지는 않지만, 최근 달러화와의 역의 상관성이 더욱 커지는 현상은 특징적

은/금 가격 비율과 S&P500



금가격과 달러 인덱스

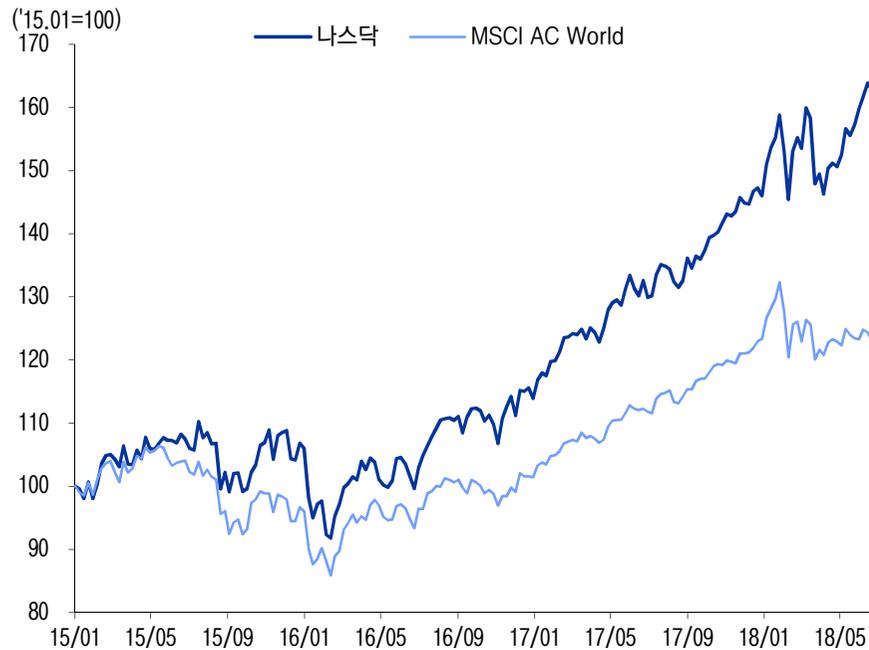


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

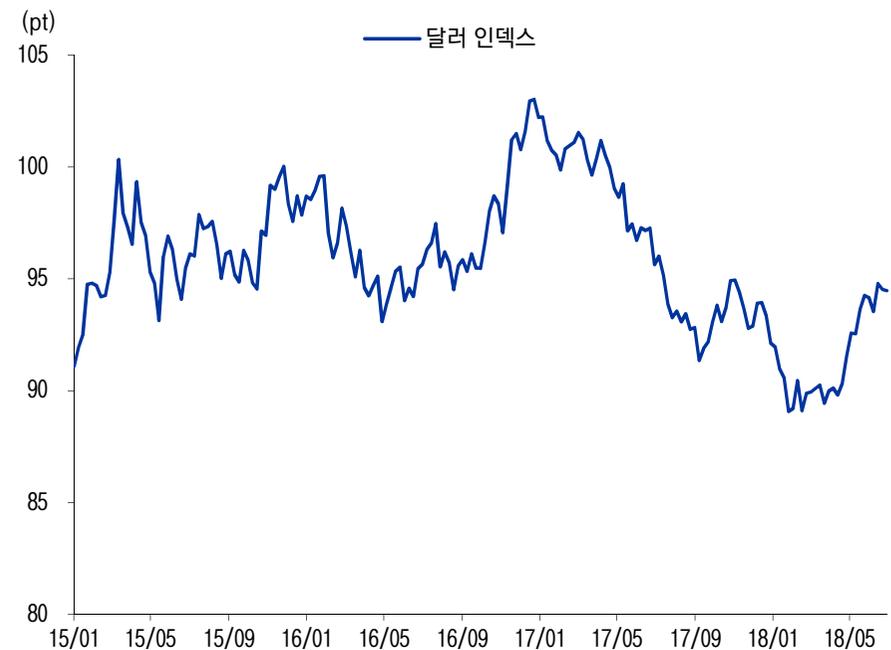
# 자산의 문제가 아니라 지역의 문제

- **올해 상반기 시장은 미국 자산의 경우 강세를, 미국 이외의 지역은 약세를 보인 경우로 해석해야 할 것**
  - 글로벌 주식시장 변동성이 확대되었다고는 하지만, 나스닥은 올해 사상 최고치를 경신하는 등 5월까지 긍정적인 모습 지속
  - 달러화 인덱스 역시 올해 강세를 이어갔는데, 이는 올해 상반기 주식 시장 약세는 자산의 문제가 아니라, 미국과 미국 이외 지역의 성과가 달랐기 때문으로 해석해야 할 것

상반기에 스프레드가 벌어진 나스닥과 MSCI AC World



달러 강세는 안전 자산 선호도 때문만은 아님



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 변화의 Key indicator: 달러 인덱스

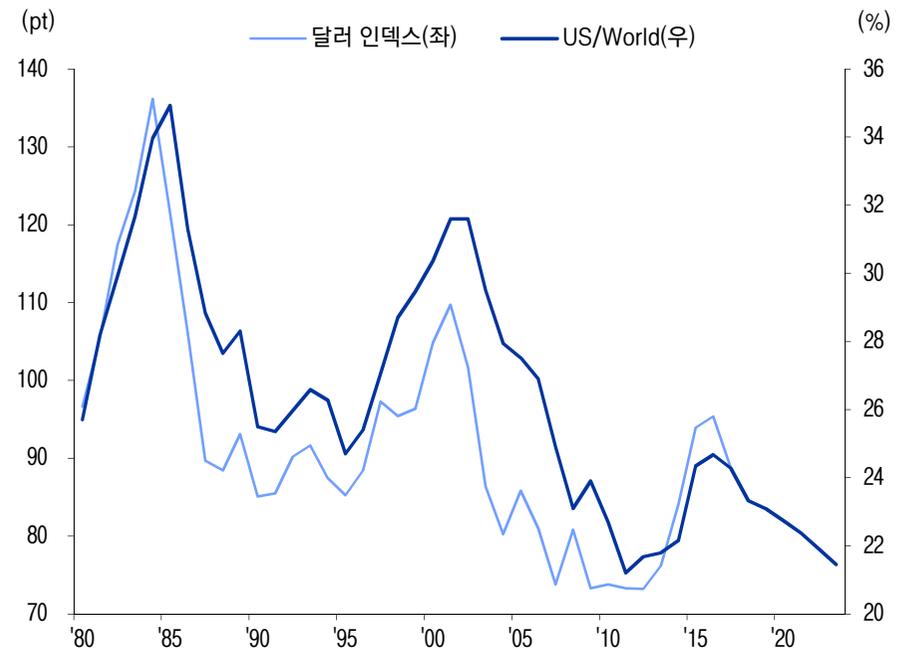
● **달러인덱스는 전세계에서 미국이 차지하는 비중을 의미**

- 달러인덱스와 MSCI AC World에서 미국이 차지하는 비중은 유사한 흐름을 보임
- 이는 MSCI AC World 자체가 달러로 계산되기 때문이기도 하지만, 미국의 경기 상황을 반영하기 때문에 나타나는 현상임
- 전세계 GDP에서 미국 GDP가 차지하는 비중과 달러 인덱스 역시 유사한 흐름을 보이는데, IMF는 2023년까지 미국이 차지하는 비중이 감소할 것이라고 전망

달러 인덱스와 미국의 비중



전세계 GDP에서 미국 GDP가 차지하는 비중과 달러 인덱스



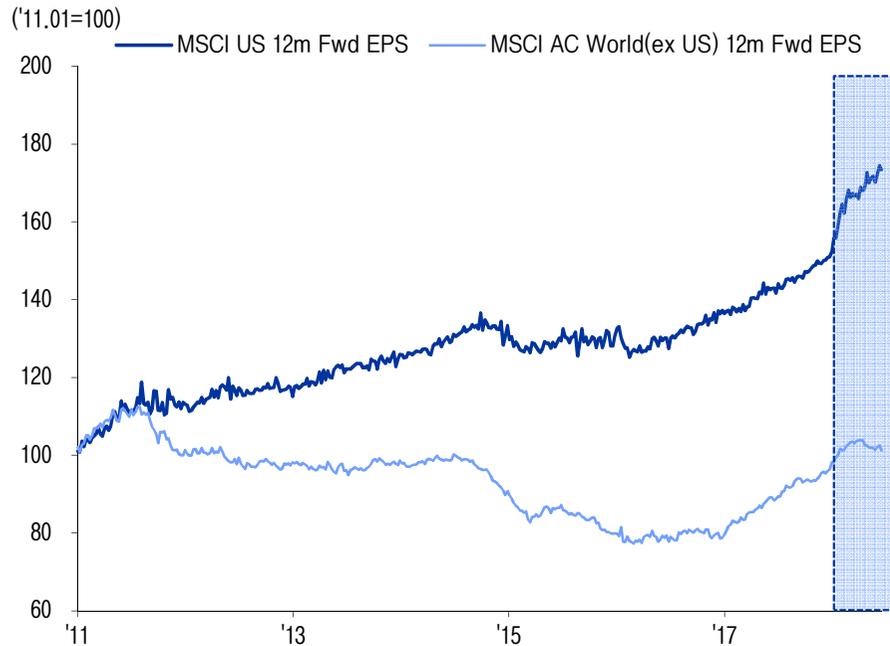
자료: Bloomberg, IMF, 이베스트투자증권 리서치센터

# 미국 기업 실적 모멘텀과도 상관성이 높은 달러 인덱스

## ● 달러 인덱스와 기업 실적

- 올해 상반기에 미국만 강세를 보였던 또 다른 이유는, 미국을 제외한 전세계 EPS는 3월 이후 감소하는 모습을 보였지만, 미국은 계속해서 상승했기 때문
- 세계 개편으로 한차례 EPS가 큰 폭으로 상향 조정된 이후, 긍정적인 실적을 반영하며 현재까지 미국의 EPS는 상향 조정 지속 중
- 다만 달러화가 강세를 보이면서 이러한 현상이 지속될 수 있을지에 대해서는 확신하기 어려운데, 2014년에 달러화가 강세를 보인 후 3~4개월 정도의 시차를 두고 미국 EPS가 둔화되는 흐름을 보였기 때문

MSCI 미국과 미국 제외 전세계 지수의 12M Fwd EPS



달러 인덱스와 미국 12M Fwd EPS



자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

## Part III

# 자산별 전망

### 채권

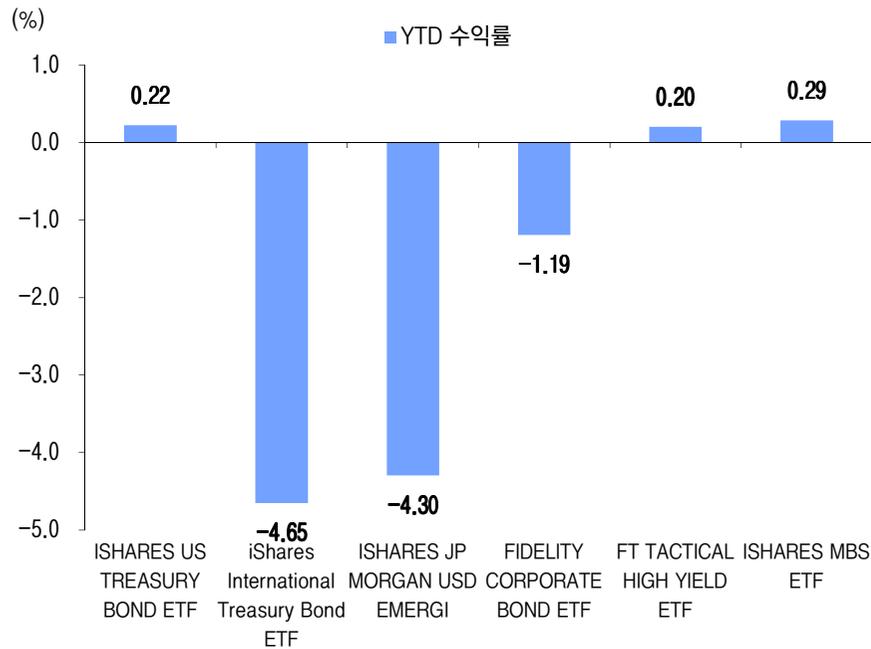
- 2Q 자산배분 Review
- 3Q를 준비하는 마음가짐
- 국가별 통화정책 및 금리 방향성 예상

# 2018년 2분기 채권 ETF 수익률 Reivew

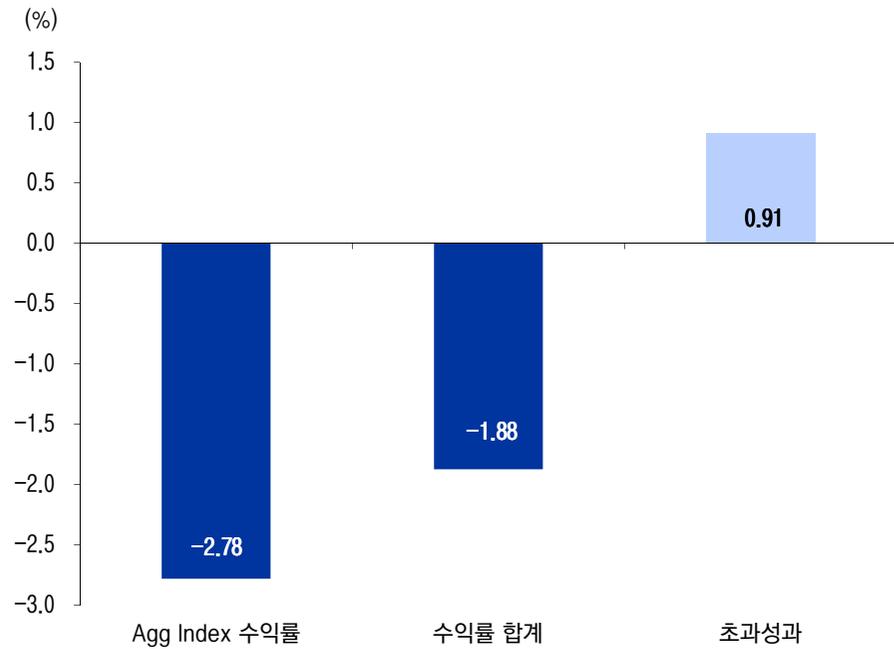
● 나름대로 강한 편이었던 미국 국채, 엔화와 유로화의 약세

- 미국 국채금리가 강한 편이었고 달러화가 강했던 탓에 미국 제외 국가들의 채권수익률은 부진
- IG 채권보다도 HY 채권이 더 좋은 성과를 거두었음

채권자산배분의 대상 ETF 2Q 수익률(2018.06.25 기준)



자산배분 성과가 모처럼 초과성과를 거둠

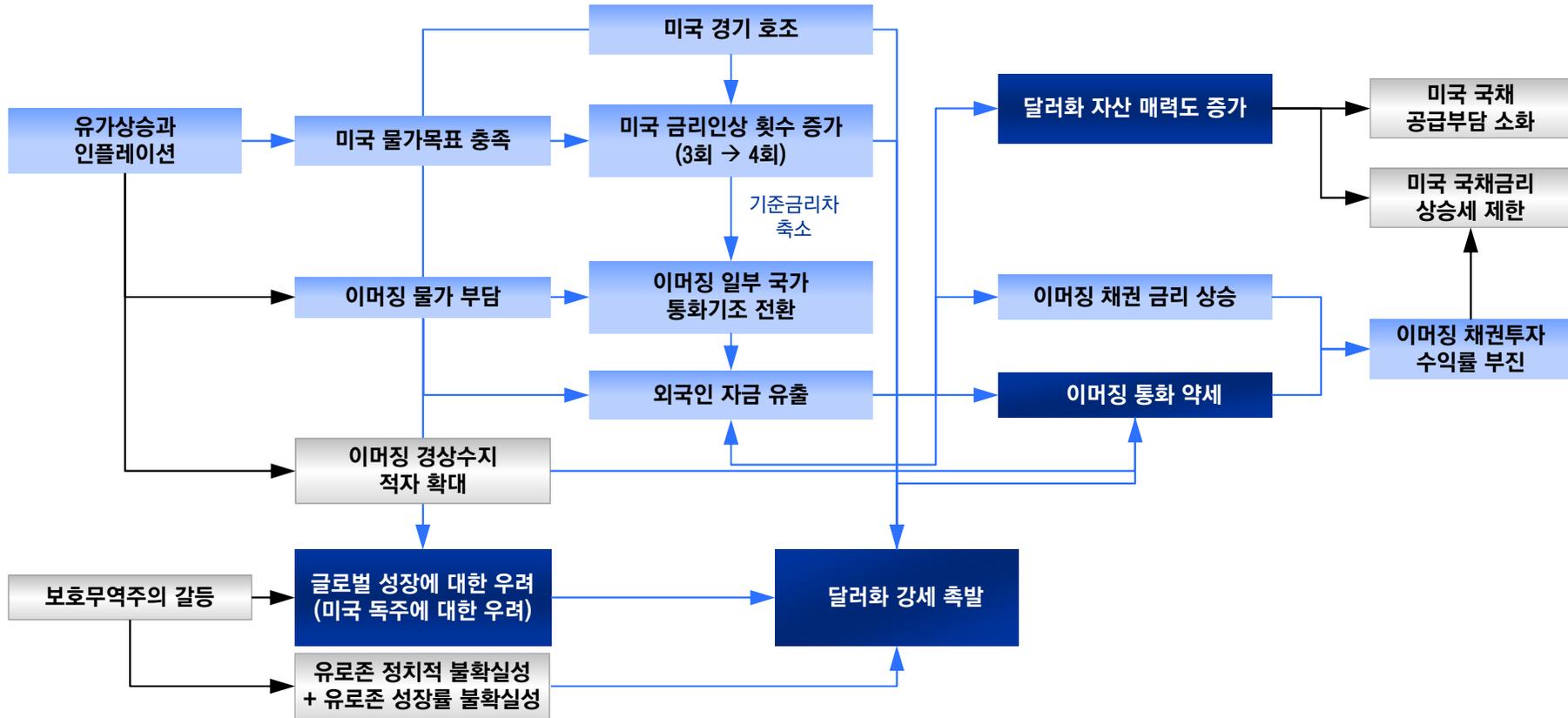


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

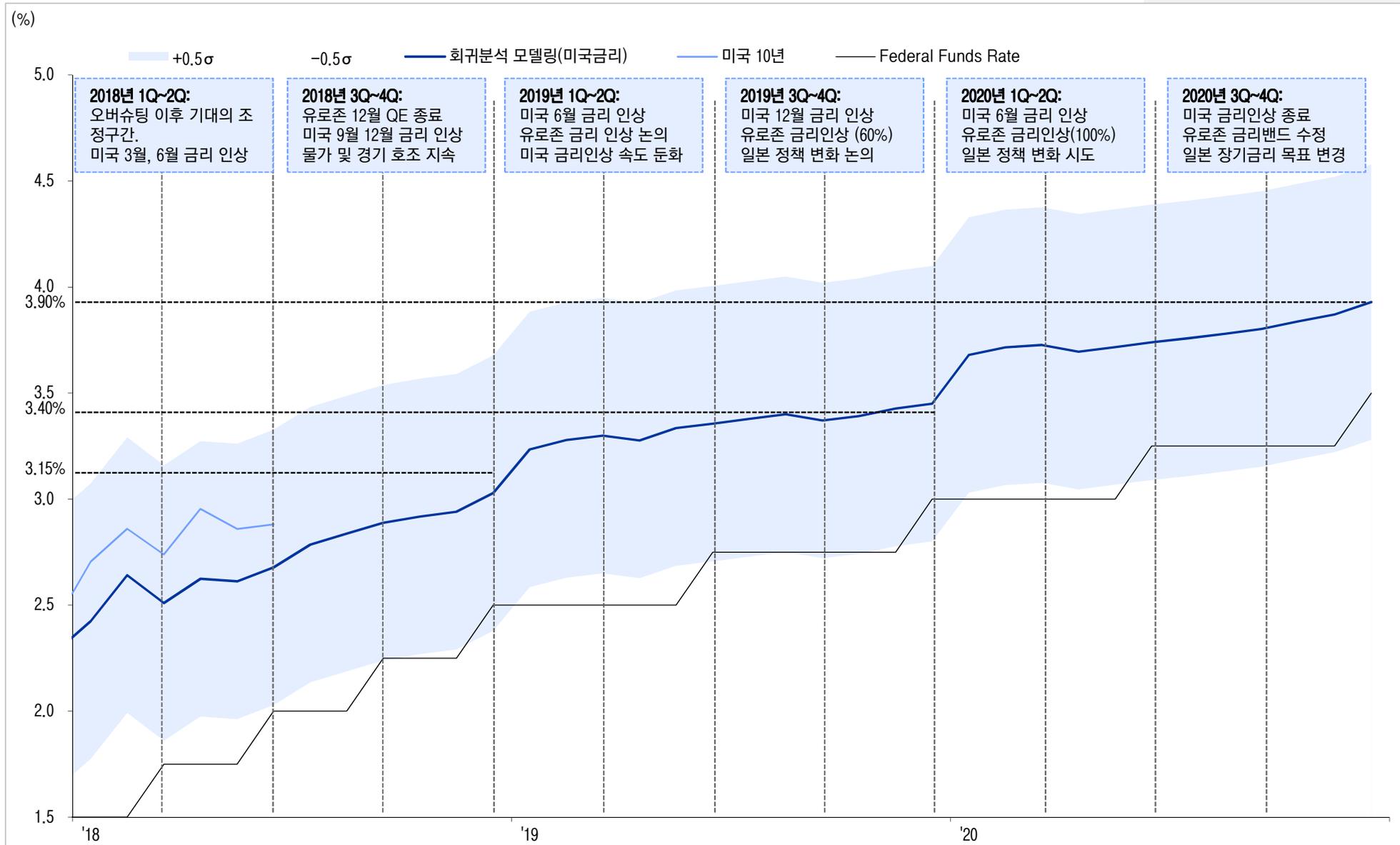
# 상반기 Review, 하반기는?

- 앞으로 연준 전망치에 따르면 미국 금리인상은 6회, 150bp 금리인상 예정
  - 선진국 인플레이션은 Cost Push(60%), Demand Pull(40%) 정도로 판단됨 Cost Push의 원인인 유가 상승은 이머징의 부담
  - 미국과 이머징 국가간의 기준금리차가 줄어드는 상황에서 유가 상승으로 인한 이머징 인플레이션 상승은 통화정책의 전환
  - 보호무역주의 우려로 인한 이머징 투자 부담 증가는 이머징 통화, 이머징 채권투자에 불리한 요소
  - 하반기에는 유가상승 고리, 보호무역주의 고리가 약해지면서 지금까지와는 다른 흐름을 기대

## 상반기(1Q, 2Q) 기간 중 시장 상황에 대한 판단, 순환적인 구조

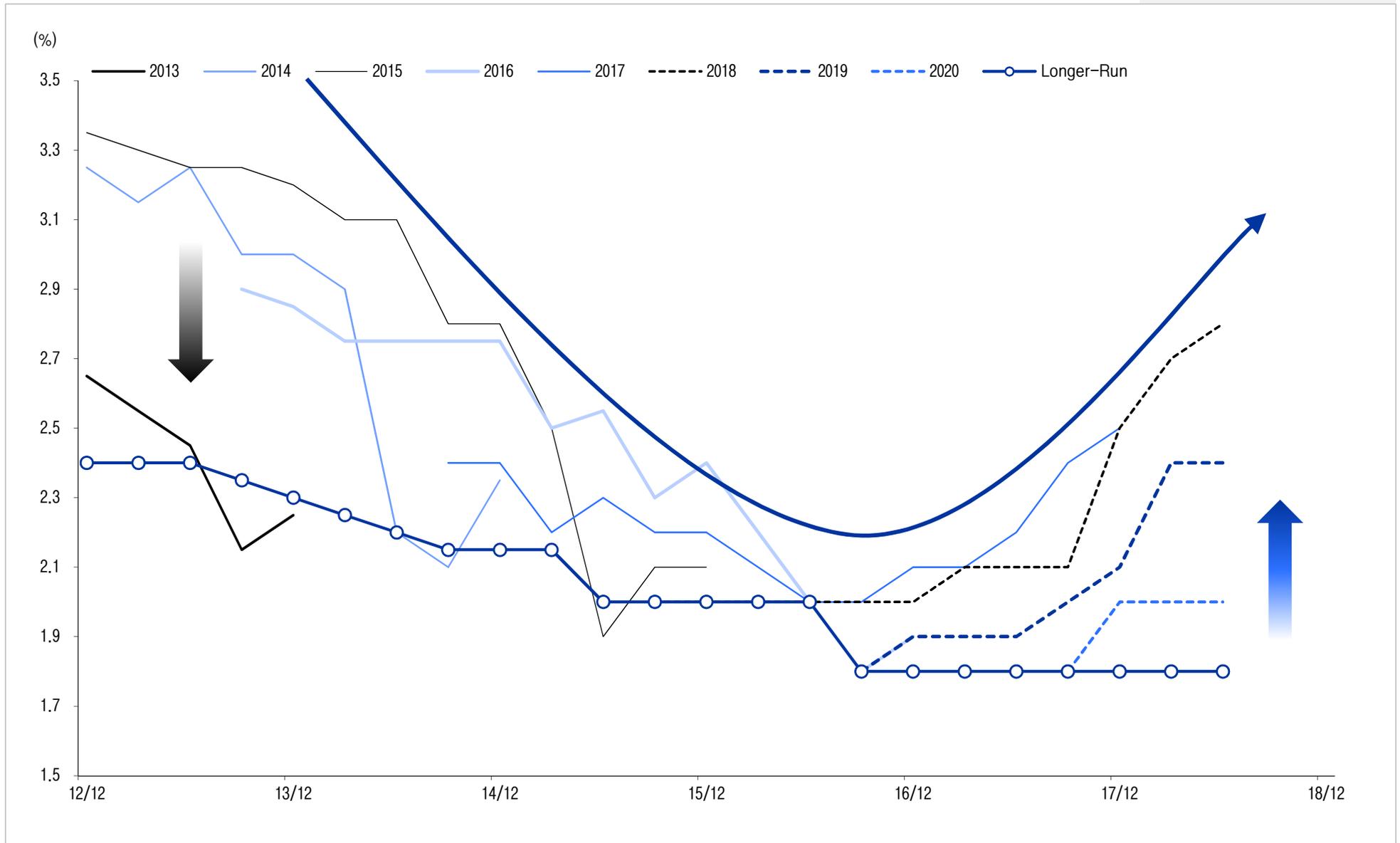


# Where are we?



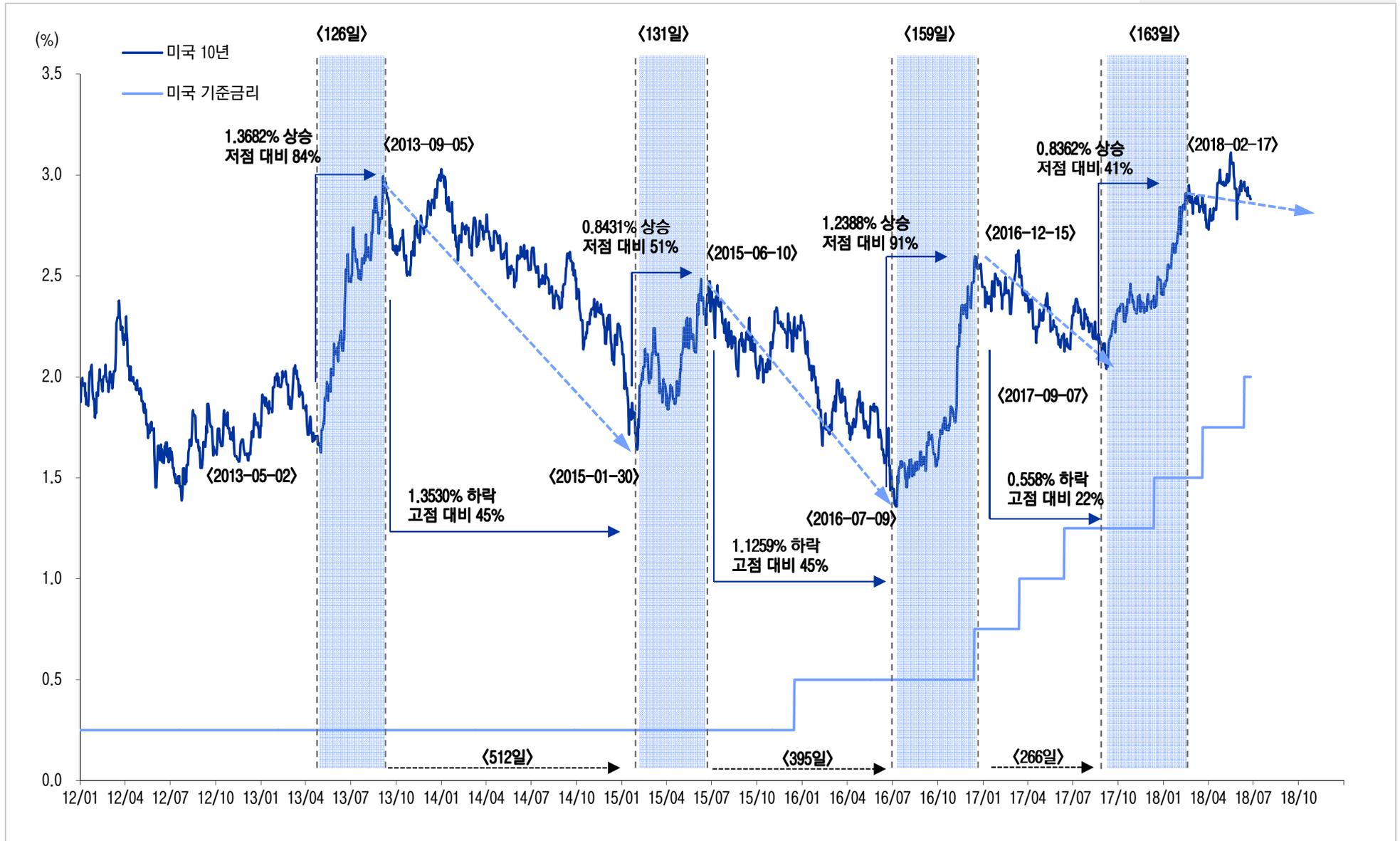
주: U.S. Treasury 10Yr Yield = f(3m T-Bill, Conference Board Leading Index, Budget Balance, Term Premium)  
 자료: Bloomberg, NY Fed, 이베스트투자증권 리서치센터

# 과도한 기대는 쇼크, 낮은 기대는 서프라이즈



자료: Federal Reserve Board, 이베스트투자증권 리서치센터

# 점점 짧아지는 강세기, 점점 길어지는 약세기

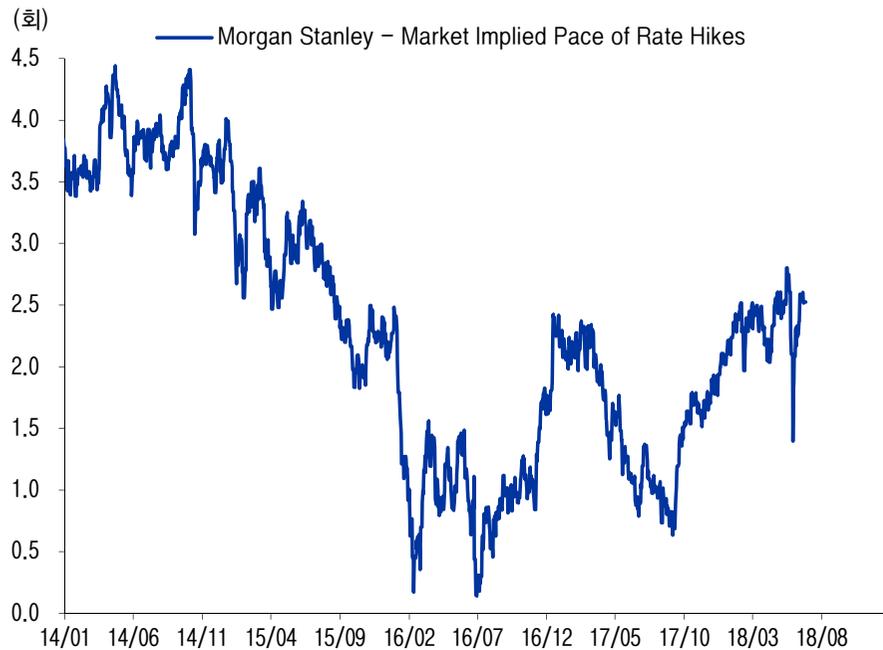


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

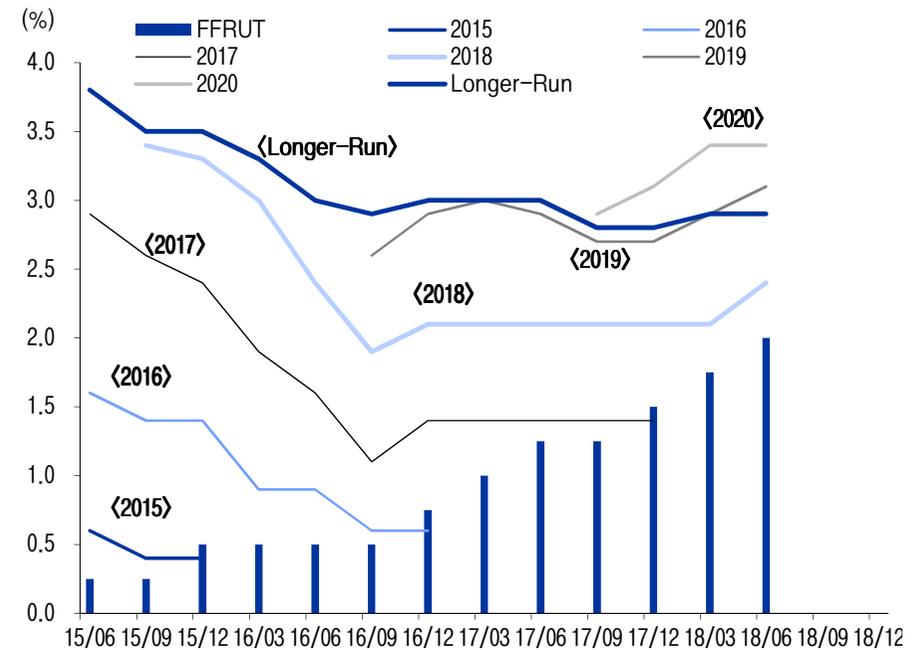
# 3분기 말 금리 상승 가능성에 유의

- 2Q 시장금리 강세 원인은 무역분쟁 탓, 통화정책 변화로 눈이 돌아갈 시점이 중요
  - 결국 점도표는 4회로 인상, 시장에서 반영하고 있는 금리인상 가능성도 다시 연간 4회 수준으로 복귀
  - 2019년 금리 전망치도 상향되었기 때문에 내년에도 2차례의 금리인상 기대
  - 다만 2020년 금리인상사이클 종료에 대한 인식 유지

다시 금리인상 확률 2.5회로 인상



경기전망 상향, 올해 금리 4회 인상 확률 확대



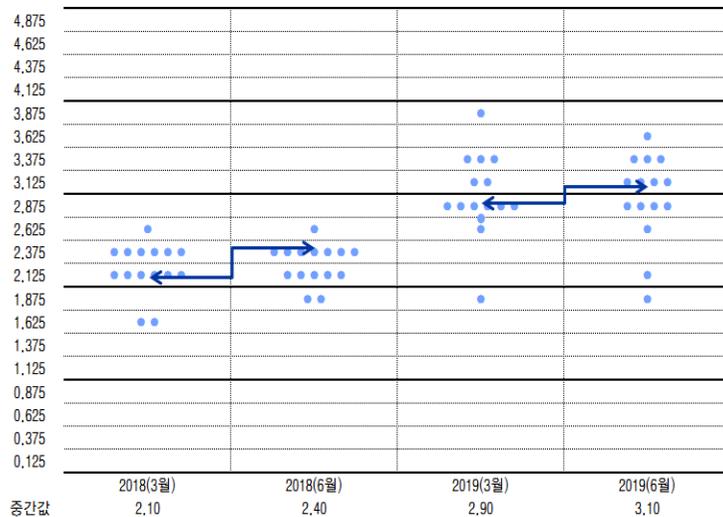
자료: Bloomberg, FRB, 이베스트투자증권 리서치센터

# 연준 위원들의 변화, 조금 더 매파?

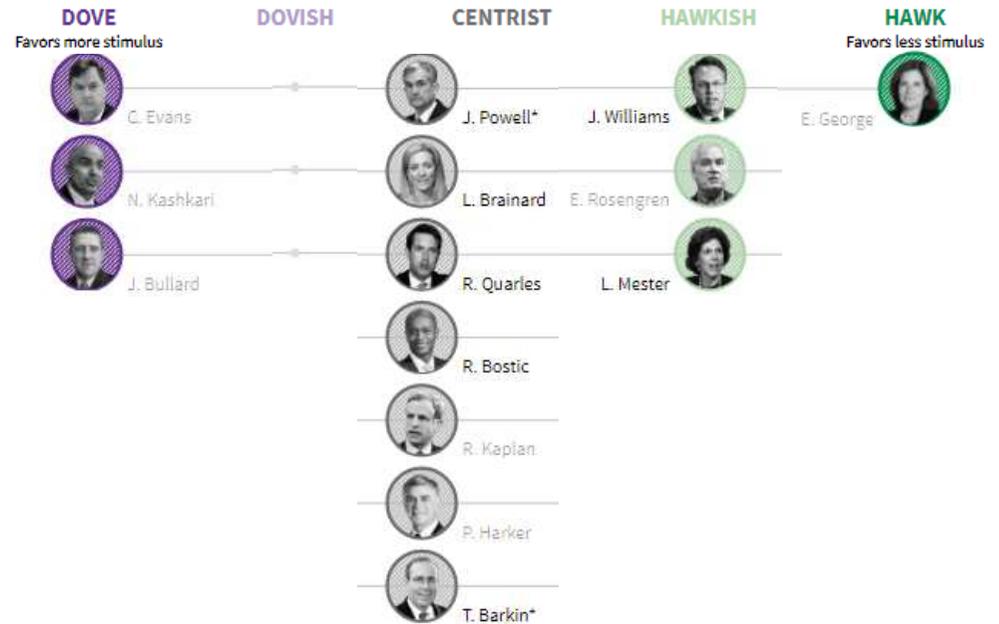
## ● 7월 이후의 투표권자 변화에 주목

- 점도표는 4회로 상향, 기존 위원들의 매파적 성향은 확대(E. George In ↔ W. Dudley Out)
- 현재 최종 임명 대기중인 연준위원 3인 (M. Goodfriend, R. Clarida, M. Bowman)의 상원 통과 여부가 3분기 이후 중요
- 7/31~8/1 예정된 FOMC에서 이들의 참여 가능성은 높지 않지만 참여하게 된다면 성향 판단을 통한 9월 FOMC 판단 가능

점도표상의 이동



투표권자의 분포 + 3인의 여부



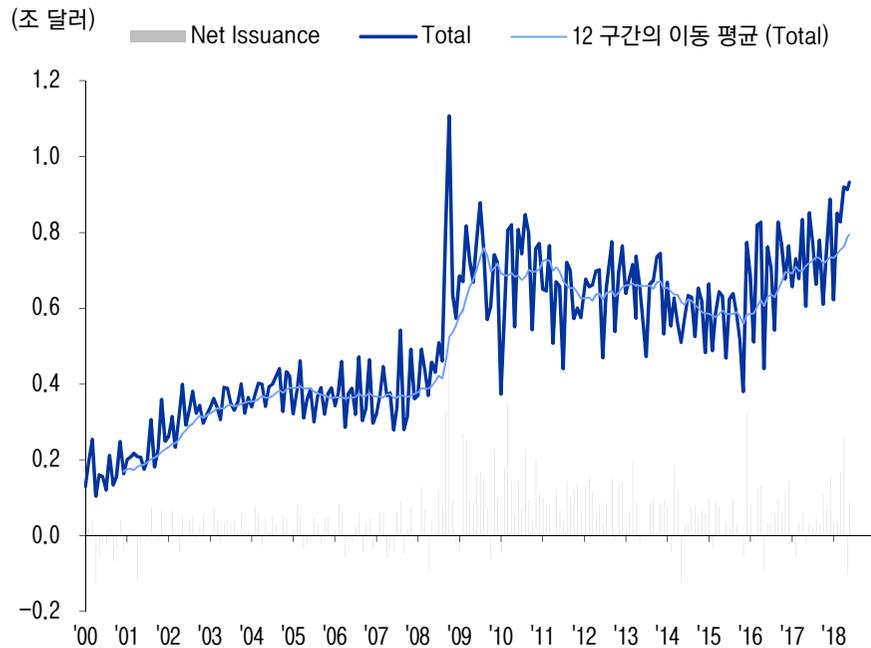
자료: Federal Reserve Board, Thomson Reuters, 이베스트투자증권 리서치센터

# 발행 부담은 지속

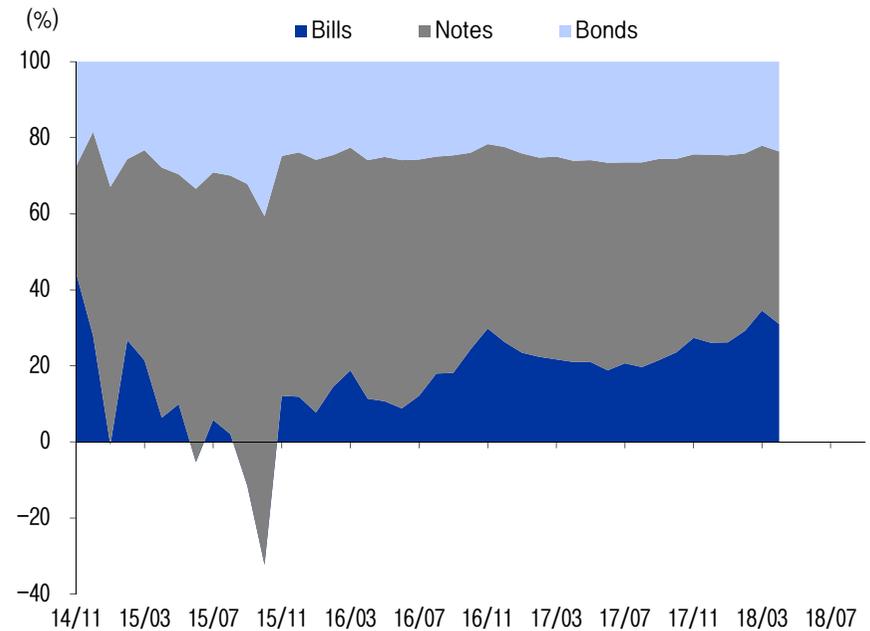
- 미국 국채 발행이 늘어났고 그 중 30%는 T-Bill

- 재정적자와 부채부담이 있는 상황에서 재무부 자문위원회의 추천은 단기국채 발행
- Note와 Bond 발행 비중은 70%까지 축소, Bill은 30%까지 상승

미국 국채 발행량 증가



Bill 발행량 비중이 30%까지 상승

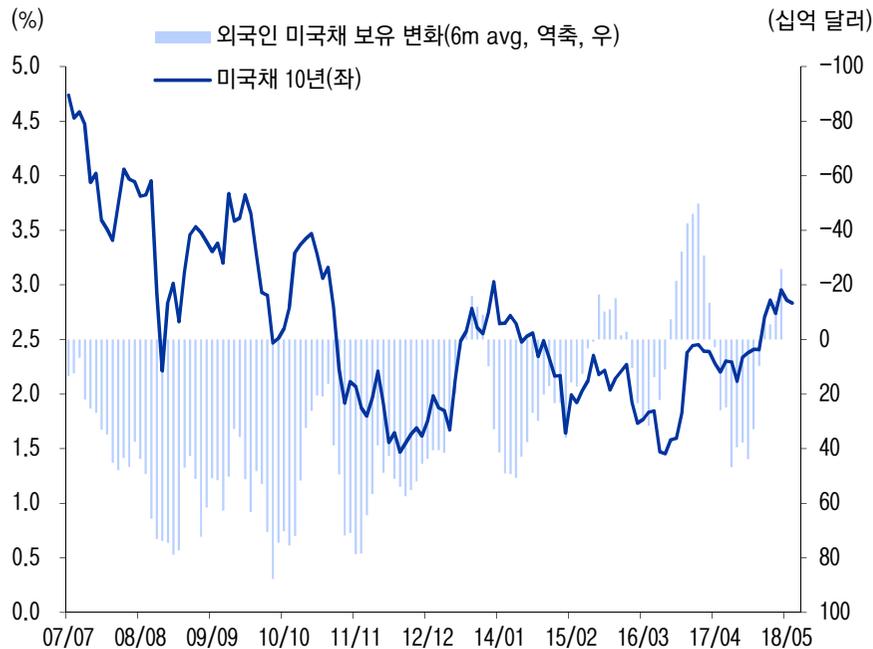


자료: Sifma, 이베스트투자증권 리서치센터

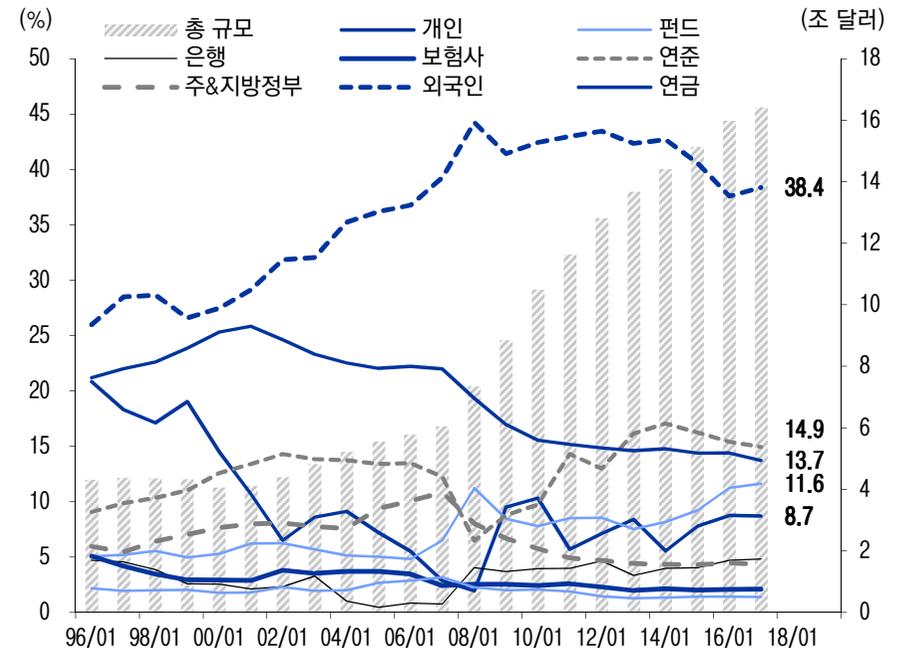
# 미국 채권시장은 대외수요가 중요

- 추세적으로 외국인이 사는 경우는 미국채 금리의 하락구간, 외국인이 팔기 시작하면 금리는 상승
  - 외국인 비중 38.4%, 미국 금융기관의 비중 32.3%(펀드, 은행, 보험사, 연금 합), 연준 14.9%
  - 연준 비중은 자산정상화 + 채권시장 규모 확대에 더불어 축소될 가능성 확대
  - 금융기관의 수요 자체도 당장 규제완화가 빠르게 진행되지 않아 제한적

외국인이 사면 금리가 오르고, 팔면 금리가 내리고



외국인 비중 38.4%, 금융기관 비중 32.3%, 연준 14.9%



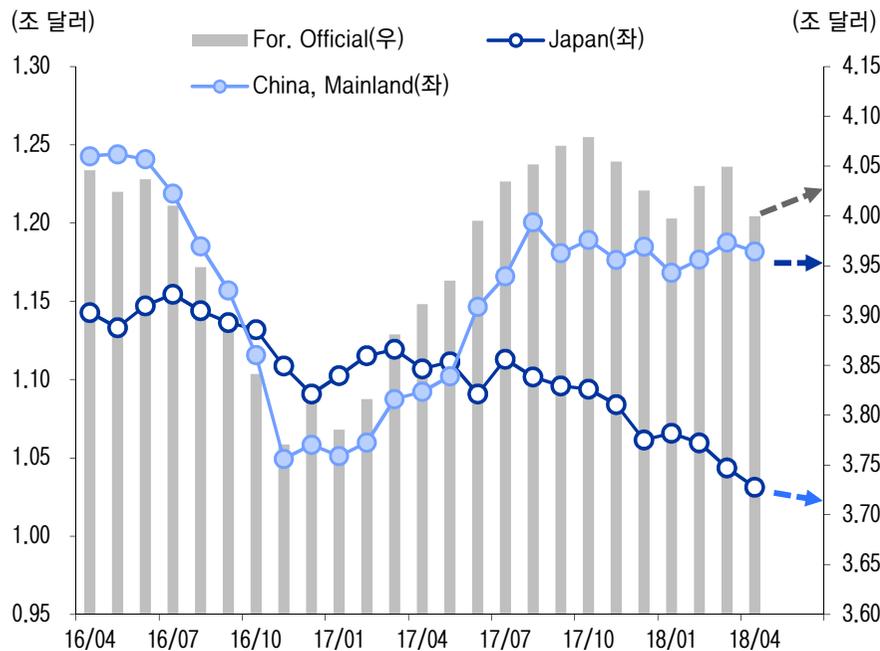
자료: Bloomberg, U.S. Treasury, 이베스트투자증권 리서치센터

# 미 국채를 왜 내다 팔까?

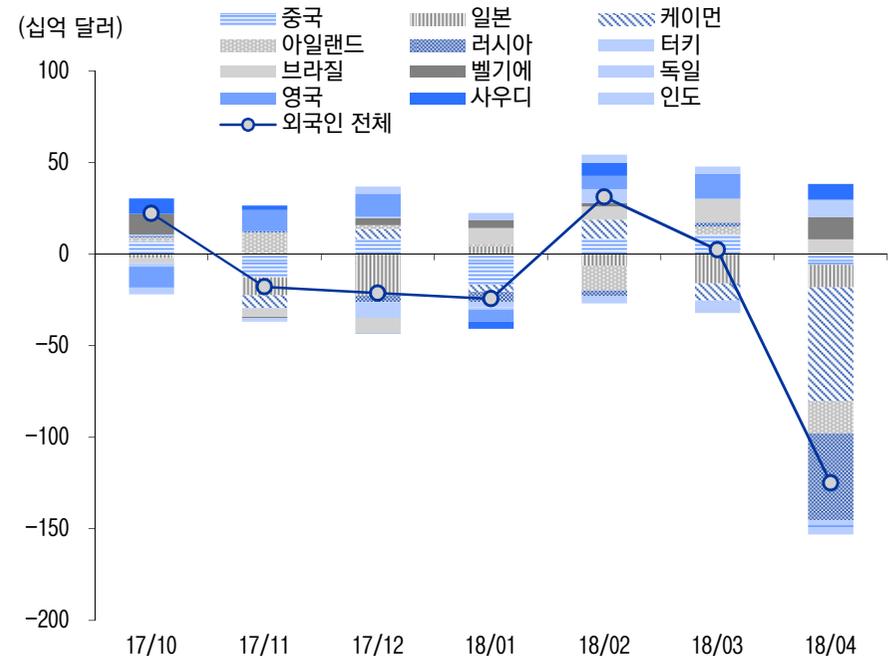
## ● 중국과 일본을 제외한 국가의 변화에 주목

- 중국은 위안화 국제화를 위해서라도, 미국채 보유비중을 줄이지는 않을 것으로 예상
- 일본은 대외투자를 지속하는 가운데 미국채 비중을 점차 줄이고 있는데 당분간 지속될 것으로 예상됨
- 4월 미국채 급감의 주요 원인: 러시아&케이먼 제도

### 일본의 비중 축소, 중국의 비중 유지, EM의 비중 축소



### 2017년 10월 이후 미국채 보유 포지션 변동



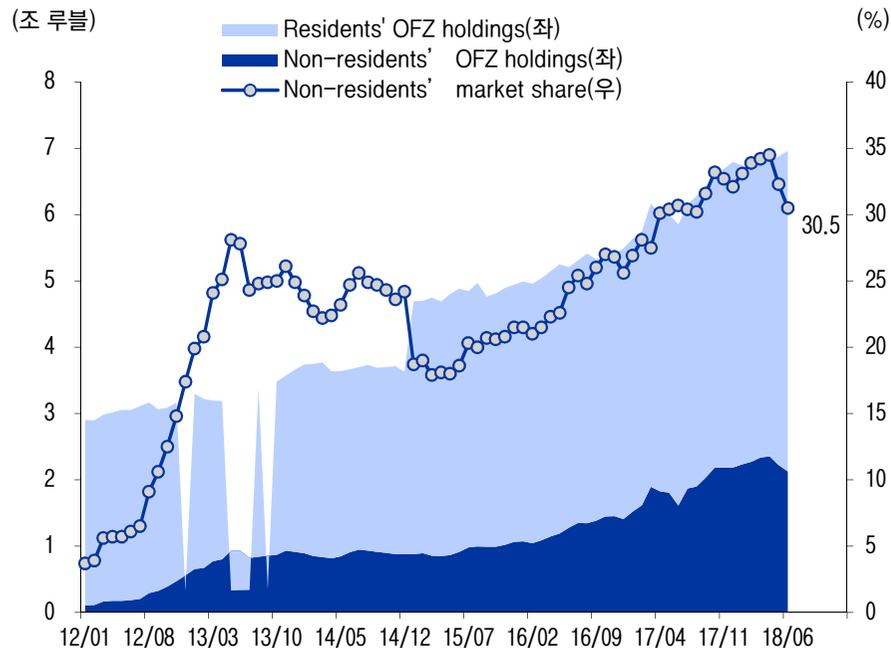
자료: U.S. Treasury, 이베스트투자증권 리서치센터

# 불안해서 국채 비중을 줄인 국가와 Cayman Island

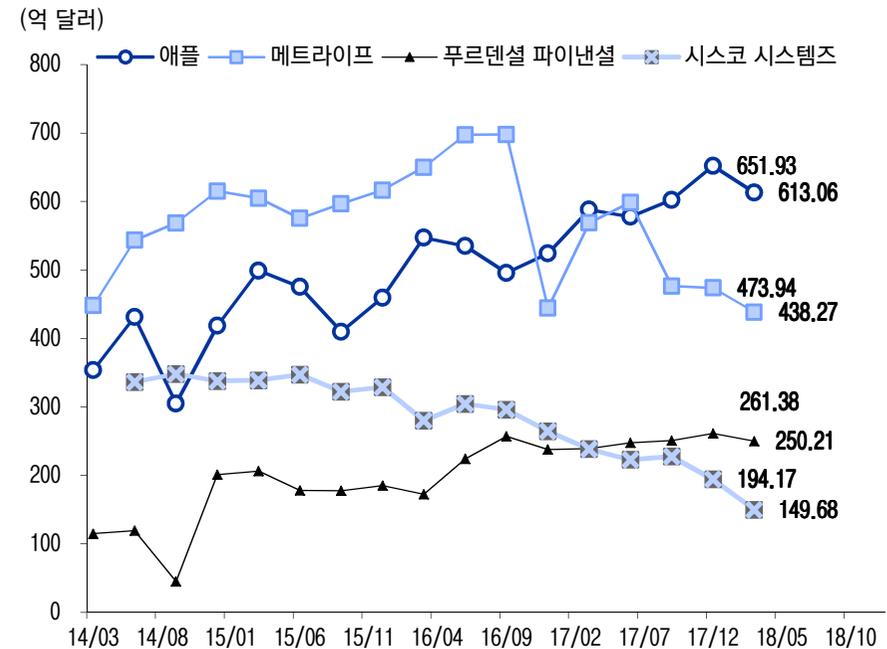
## ● 러시아 경제제재와 보유비중 축소, Cayman Island의 비중축소

- 러시아: 경제제재로 인한 루블화 약세 등 요인으로 보유국채 매도 추정, 외국인 자금 유출
- Cayman Island: 조세피난처에서의 자금 유출, 기업들의 미국채 보유비중 축소를 통한 자사주 매입으로 추정

### 러시아에서의 갑작스러운 자금 유출, 루블화 평가절하



### S&P500 공시기준 상위 4개사 미국채 보유액 축소



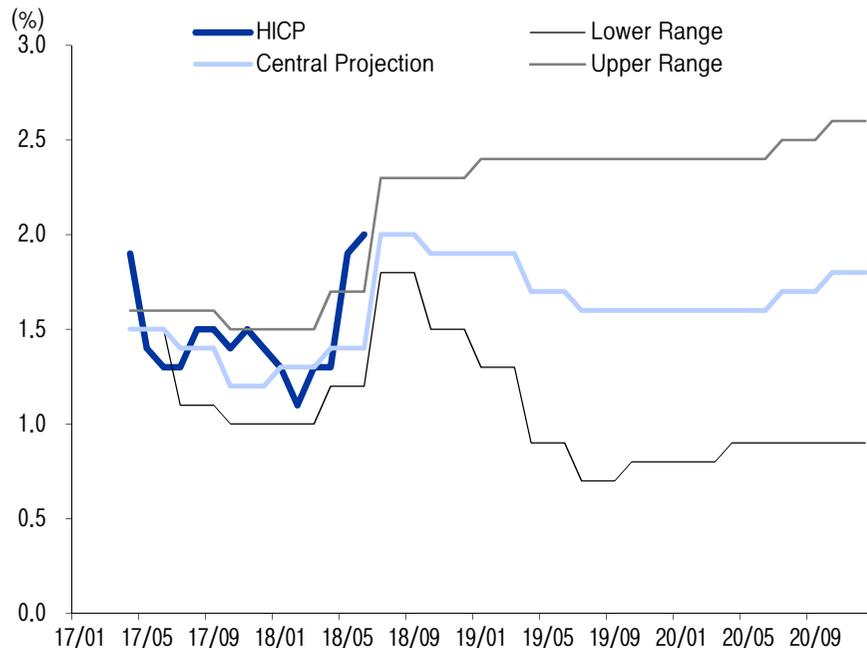
자료: CBR, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 소극적인 ECB, QE 종료를 향해서 나아가다

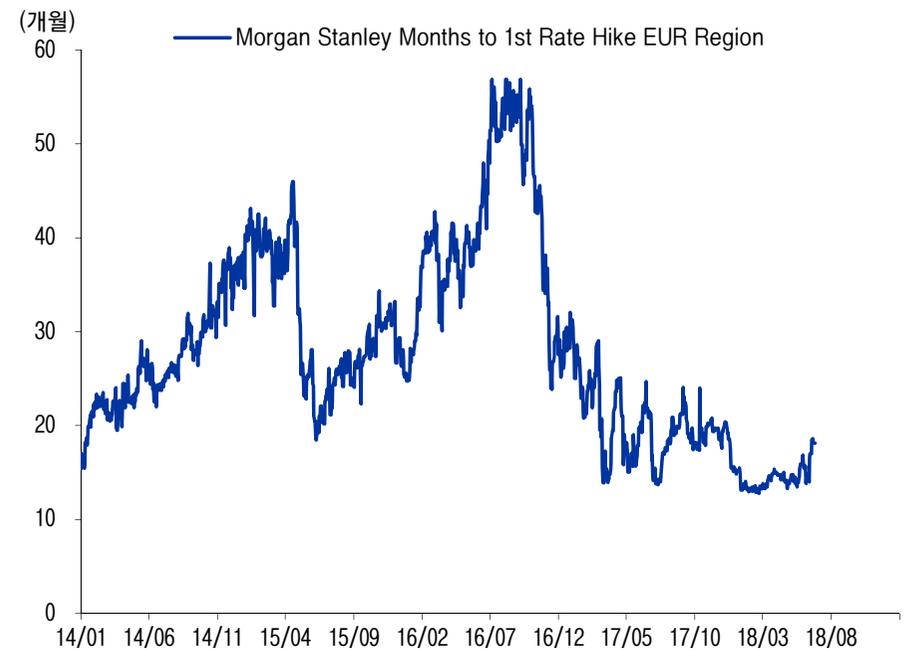
## ● 물가의 변동성이 QE 종료 시기를 연기

- 6월 ECB 회의에서 최근 급등한 유로존 HICP 덕분에 물가 전망치가 크게 상향조정
- ECB 입장에서 현재 수준의 물가가 유지된다면 통화정책의 완화 강도를 줄이는 것은 맞는 방향성
- 차기 금리 인상 시기에 대해서는 아직까지 상당히 시간이 남아 있다는 것이 일반적인 평가, 미국도 1년 이상의 시간이 필요했음

유로존 물가의 변동성이 12월까지 QE 연장을 유도



유로존 금리인상 기대는 2019년 하반기로

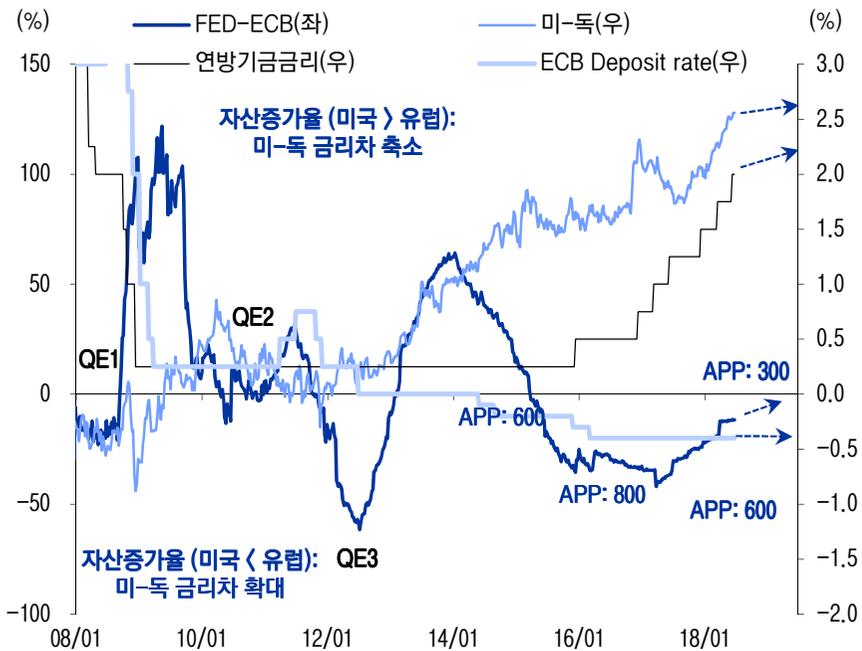


자료: Bloomberg, ECB, 이베스트투자증권 리서치센터

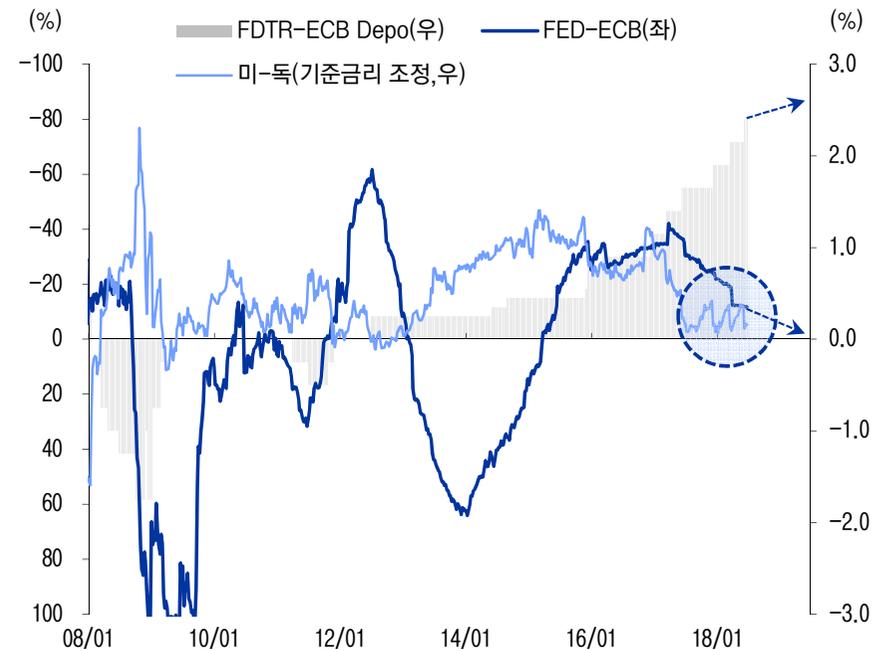
# 미국과 독일 금리차에 대한 고민

- 미국의 금리 횡보, 독일 금리의 상승이라면 미-독 금리차는 축소, 하지만 기준금리 인상은 일단 미국만
  - 유로존 QE가 올해 연말을 기점으로 종료된다는 계획 하에서 미국과 독일의 자산증가율 차이는 0으로 수렴할 것
  - QE 효과의 종료는 독일 금리가 올라가게 하여 금리차 축소요인, 그러나 현재 금리차에는 기준금리차의 효과가 더 강함
  - 현재의 미-독 기준금리 차이를 보면 기준금리차이를 제거한 상황에서는 크게 확대되어 있지 않은 상황
  - QE종료로 인한 미-독 금리차 축소 보다는 하반기 금리 2차례 인상에 따른 미 독 금리차 확대 가능성을 더 높게 평가함

미국과 유로존의 QE 및 기준금리 추이와 미-독 금리차(10yr)



미국 기준금리가 인상된 것 치고는 차이가 크지 않음

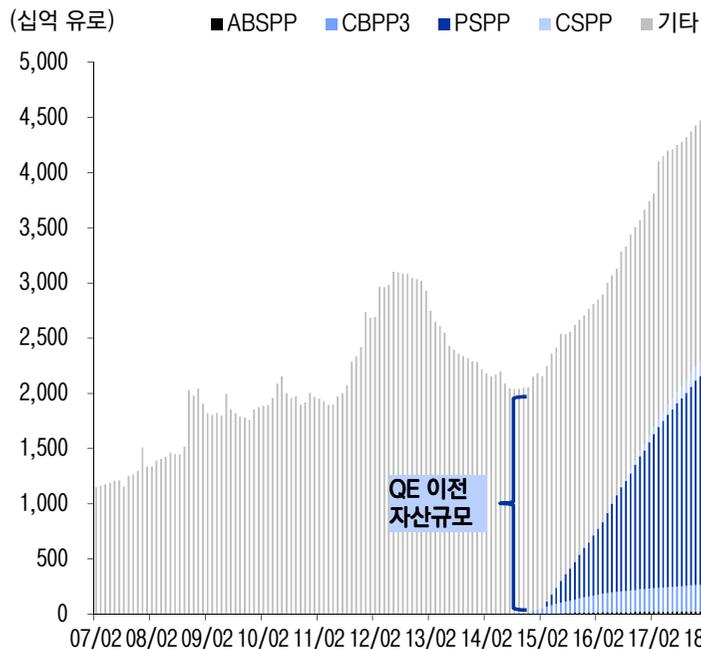


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

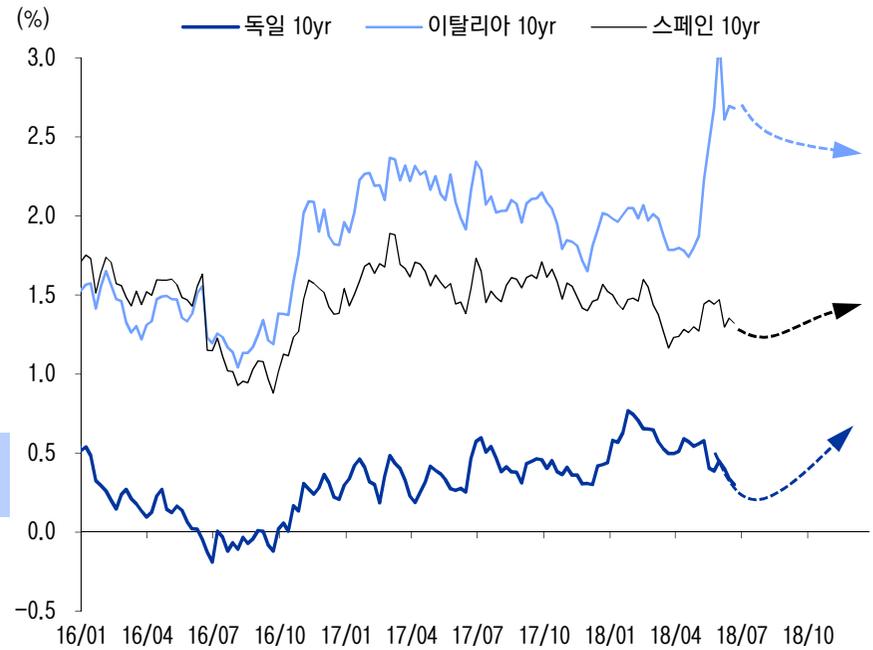
# 3Q 유로존 위기 축소 기대

- **난민 문제 타결, 유로존 공동예산 등을 통한 취약국 지원 가능성, 유로존 분열보다는 통합의 길로**
  - 트럼프 대통령의 보호무역주의의 피해자라고 할 수 있는 유로존
  - 독일(메르켈)과 프랑스(마크롱)의 연대로 유로존 공동예산 추진, 독일이 지갑을 열 가능성 확대
  - 난민 문제 등에서 합의를 이루었기 때문에 3분기 중 유로존 주변국들의 엑시트 논의 등의 불안감은 사그라들 것으로 기대
  - QE 축소로 금리 방향성은 상방, 독일 국채금리 전고점을 향해 상승, 스페인은 횡보, 이탈리아 국채금리는 완만한 하락 기대

ECB 자산은 4.5~4.6조유로 수준에서 안정



독일 국채 금리의 완만한 상승, 스페인 횡보 이탈리아 하락

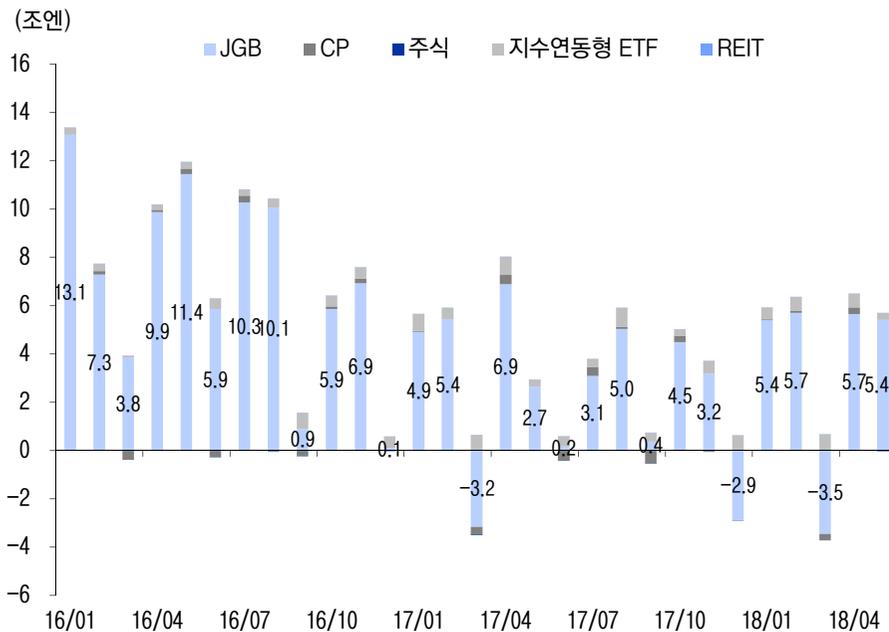


자료: Bloomberg, ECB, 이베스트투자증권 리서치센터

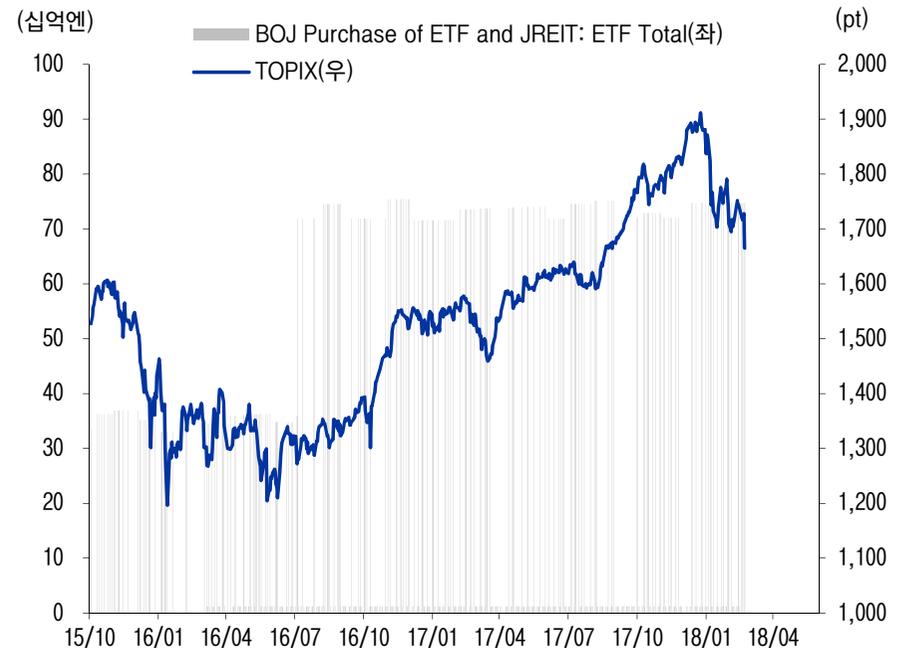
# BOJ 통화정책의 남은 시간

- BOJ의 비용은 낮다, 하지만 누적에 따른 불안 발생 가능성 확대
  - 일드커브컨트롤제도 도입(2016.09) 이후 비용 측면에서 QE 지속시간을 확보
  - 시장 유동성이 부족해 지고 있는 상황은 BOJ의 부담

낮은 매입규모도 이제는 부담스럽지 않을까



ETF 매입규모가 증시 부진에 따라 확대



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 3Q 역시 초장기 기대 유효

- **마이너스 금리를 살 이유는 없다. 초장기 구간에 대한 기대**
  - 마이너스 금리를 살 수 있었던 이유는 추가 완화정책에 대한 기대
  - 초장기구간에 대한 수요는 필연적, 정치적 리스크 축소도 긍정적
  - 일드커브 컨트롤 제도 종료 시점이 장기물 투자에 있어서 중요한 포인트, 그러나 3분기는 아님

## 일본 금리상승이 제한적이라면 일본 장기물 메리트



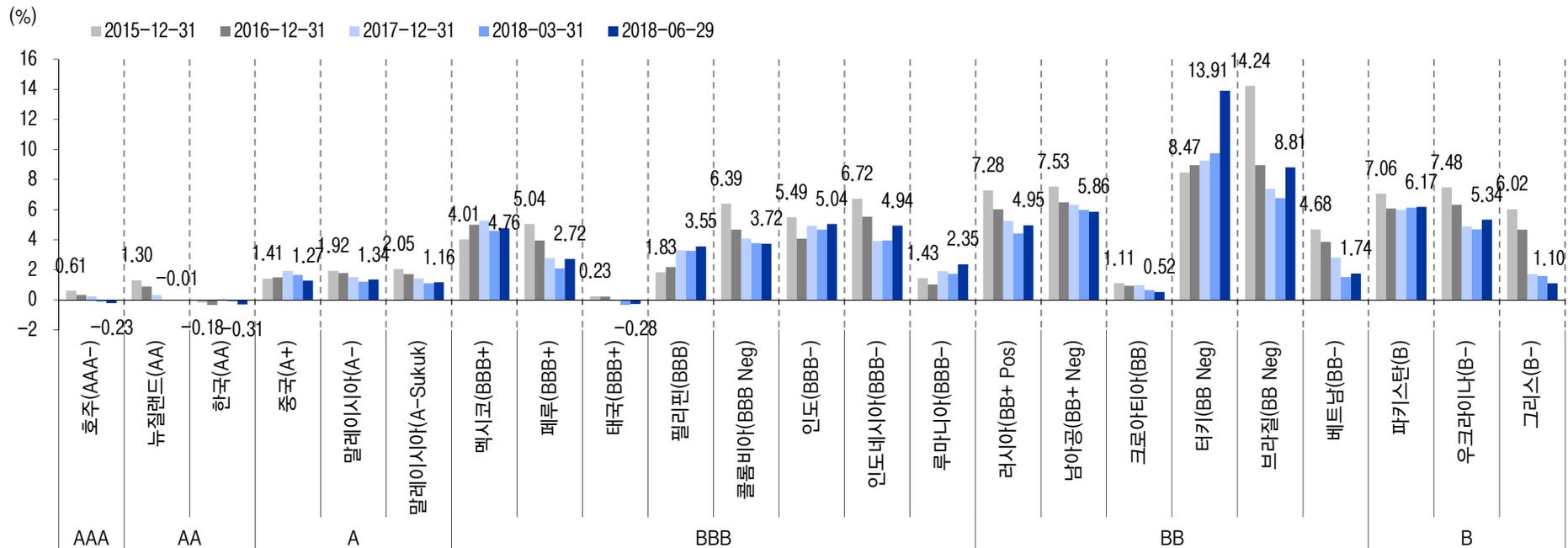
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 3Q 이머징 메리트는?

## ● 미국 장기국채 금리는 낮아져서 수치상으로는 나빠지지 않았음

- EM 10년 - 미국 10년 금리 차이를 보면 각 등급 구간에서의 금리 메리트 판단 가능
- 일부 국가(인도, 인도네시아 등)의 통화정책 방향성 변화로 스프레드는 다시 확대되는 모습
- Carry에 집중하려면 LCY(현지통화표시채권)의 경우 절대수익률, 가능하면 달러화 헤지, 혹은 달러화 채권 고려
- 투자성과를 좌우하는 것은 환율

## 미국 10년물 금리대비 각국 신용등급별(S&P 기준) 스프레드 추이



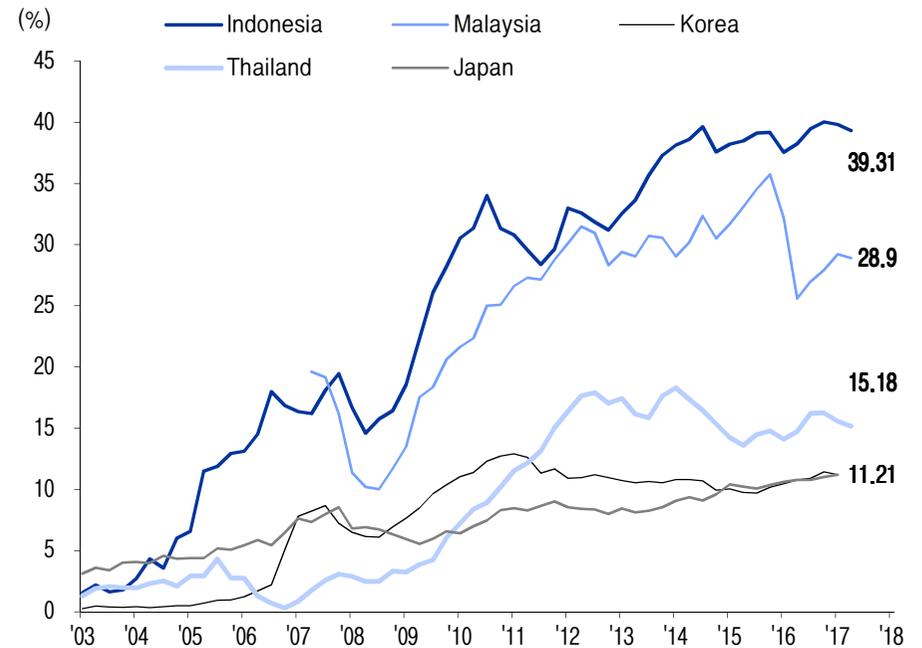
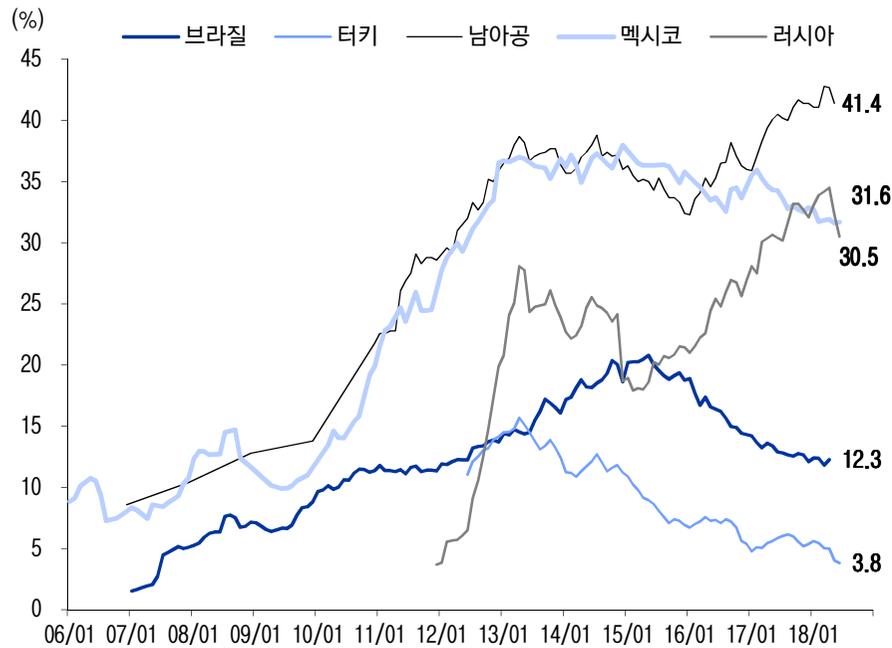
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 이머징 자금유출이 발생하는 것은 사실

● 달러화의 강세, 무역분쟁 등은 이머징 자금유출을 촉발

- 데이터가 시차는 있지만 확인된 바로는 4월 일부 이머징 국가에서 외국인 보유비중 축소가 확인
- 데이터를 지속적으로 공표하는 멕시코는 외국인 비중이 줄어들지 않는 모습

## 주요 이머징 외국인 채권시장 보유비중 추이



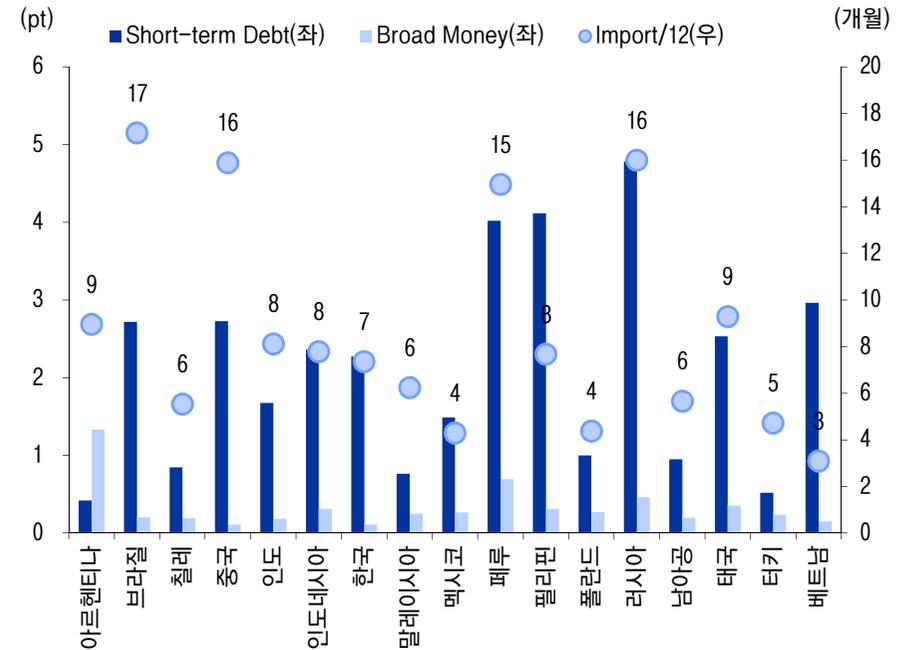
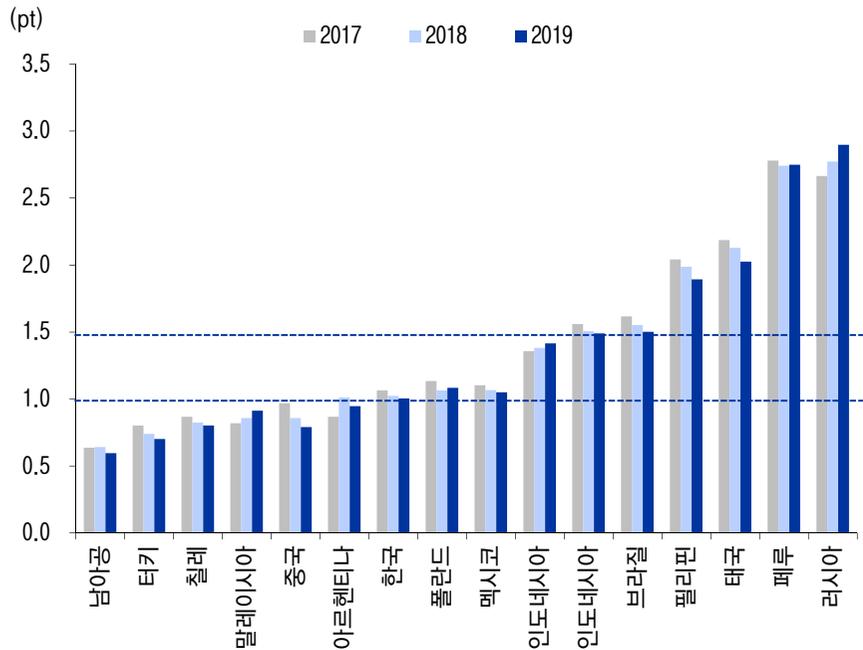
자료: ADB, 각 국가 재무부, 이베스트투자증권 리서치센터

# 이머징 위기라기 보다는 개별 국가간 차별성으로 이해

## ● 전통적 기준에서 안전버퍼는 마련

- IMF ARA Metric은 단기외채, 광의통화, 수입액 등을 포함해서 판단 1.0~1.5% 정도가 적절하다고 평가됨
- 대부분의 이머징 국가들은 여기에 있어서 자유로운 모습
- 일부(아르헨티나, 터키, 칠레, 말레이시아) 등 국가들은 단기부채가 외환보유액보다 많은 국가로 유의

### IMF ARA Metric 추이

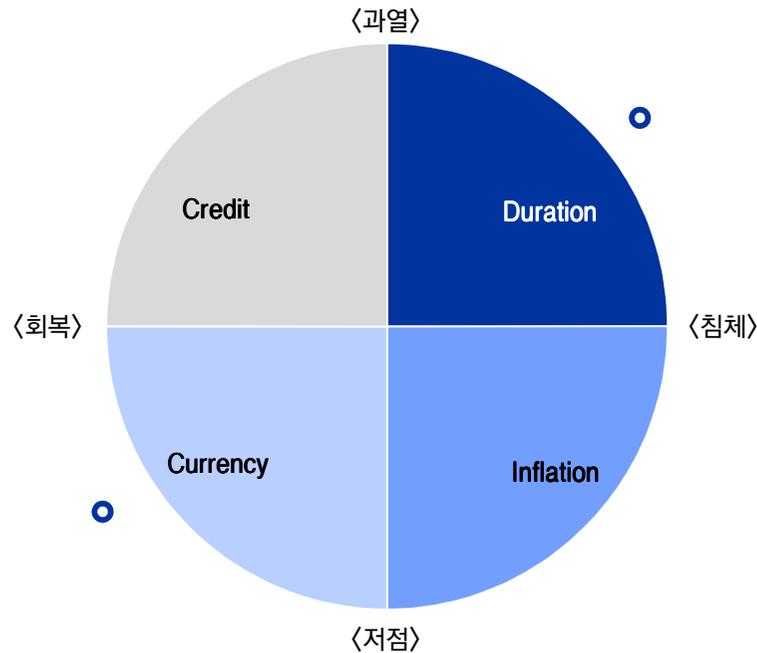


자료: IMF, 이베스트투자증권 리서치센터

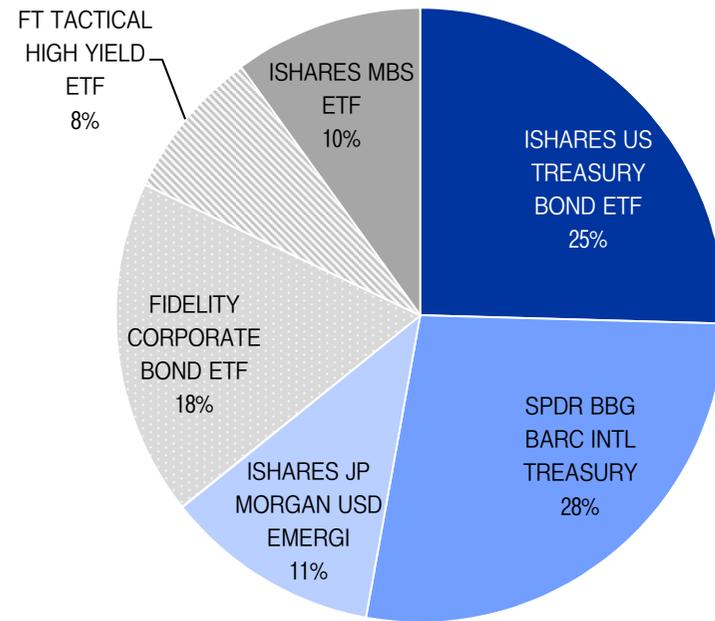
# 3Q 자산배분 비중

- **우호적 환경 3분기 말 까지 지속, 분기말 변동성 주의**
  - 보호무역주의 갈등이 지속되는 기간에서는 채권금리 급등의 가능성이 낮음
  - 미국 금리인상은 연 4차례로 확대되었으나 ECB QE는 연말까지 확장되었고 BOJ는 완화기조를 유지하고 있어 긴축의 속도가 가파르지 않음
  - 이머징에서는 일부국가를 중심으로 금리인상이 진행되고 있다는 점을 고려할 필요가 있음
  - 다만 미국 금리인상에 따른 시장금리 급등 가능성에는 유의

현재 경기 국면 판단에 따른 노출시킬 리스크 팩터



3Q ETF 자산배분 비중



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## Part III

# 자산별 전망

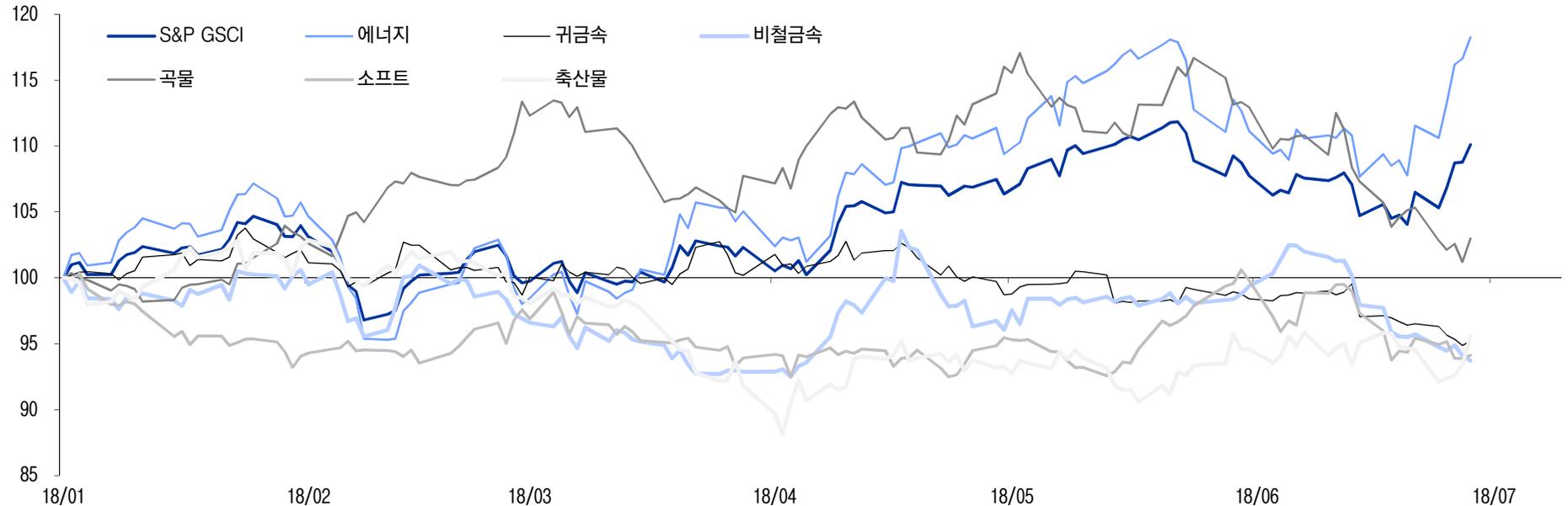
### 원자재

- 원자재 시장 동향
- 에너지: 對이란 제재 리스크 Vs. OPEC+ 증산
- 산업금속: 9월부터 중국과 미국이 이끌 향연
- 농산물: 現 기상이변은 중립, 그러나 엘니뇨에 대비하자

# 2018년 2/4분기 원자재 시장 동향

- **에너지:** OPEC+의 감산 완화 조치에도 불구하고, 실질 증산은 60만bpd에 그칠 것이란 전망 + 미국의 對이란 제재 우려에 유가 상승폭 확대
  - 美 국무부 관계자, 韓, 日, 印 등에 이란산 원유 수입 전면 중단해달라 요구하면서 공급차질 가능성 재부상
- **산업금속:** 중국의 고정자산투자와 산업생산 부진으로 중국向 수요 부진 우려 작용. 美中 무역전쟁 우려까지 겹치며 불확실성 확산
  - 6월 글로벌 2대 구리 광산인 Escondida 노조 협상이 순조롭게 진행되고 있다는 소식에 파업 가능성 축소
  - 5월 중국 고정자산투자가 3.86%yoy로 지난 2월 이후 둔화세 지속하면서 중국向 수요 부진 우려 부각
- **귀금속:** 시장의 예상과 달리 올해 美 연준의 금리인상 가능성 3회에서 4회로 조정 + ECB QE 종료 방향성 지속으로 금 가격 부진 지속
  - ECB의 자산매입은 기존 9월에서 12월로 연장. 그러나 방향성 측면에서 올해 QE 종료는 기정사실화
- **농산물:** 연초까지 이어졌던 라니냐 이슈 후퇴 + 중국의 미국산 농산물에 대한 관세 보복 우려 등 악재 산재

(2018.01=100)

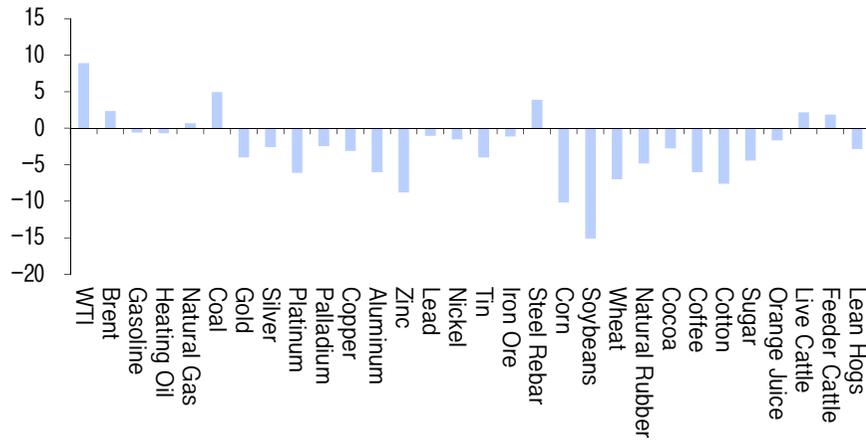


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 원자재 선물 수익률(06/29 기준)

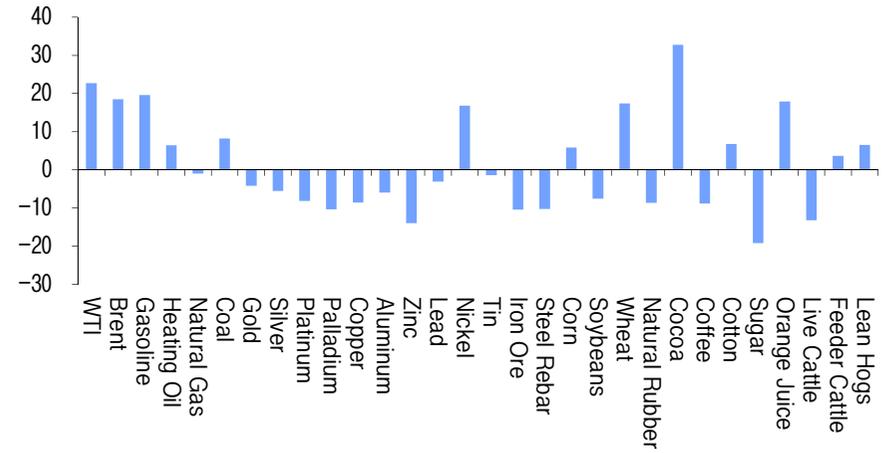
원자재 선물 1M 수익률

(%, MoM)



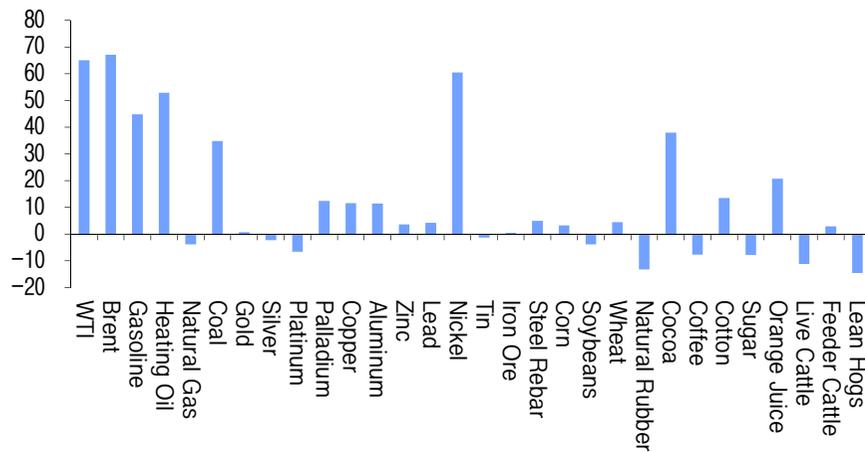
원자재 선물 6M 수익률

(%, 6M)



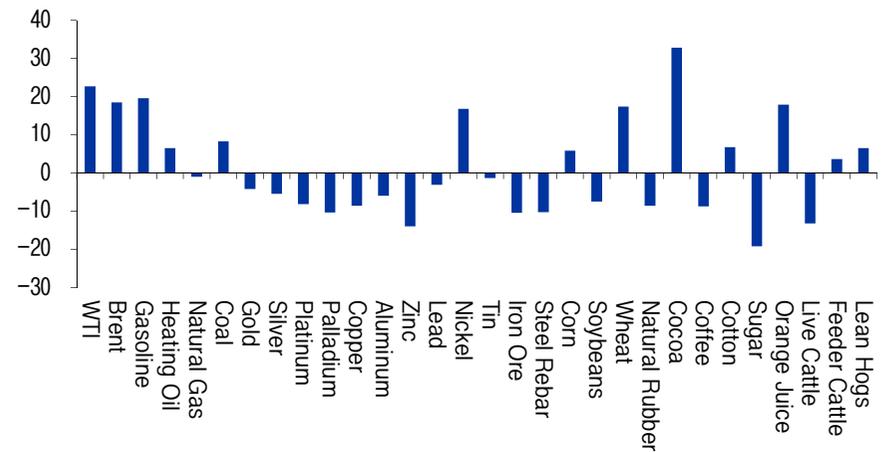
원자재 선물 1Y 수익률

(%, 1Y)



원자재 선물 YTD 수익률

(%, YTD)

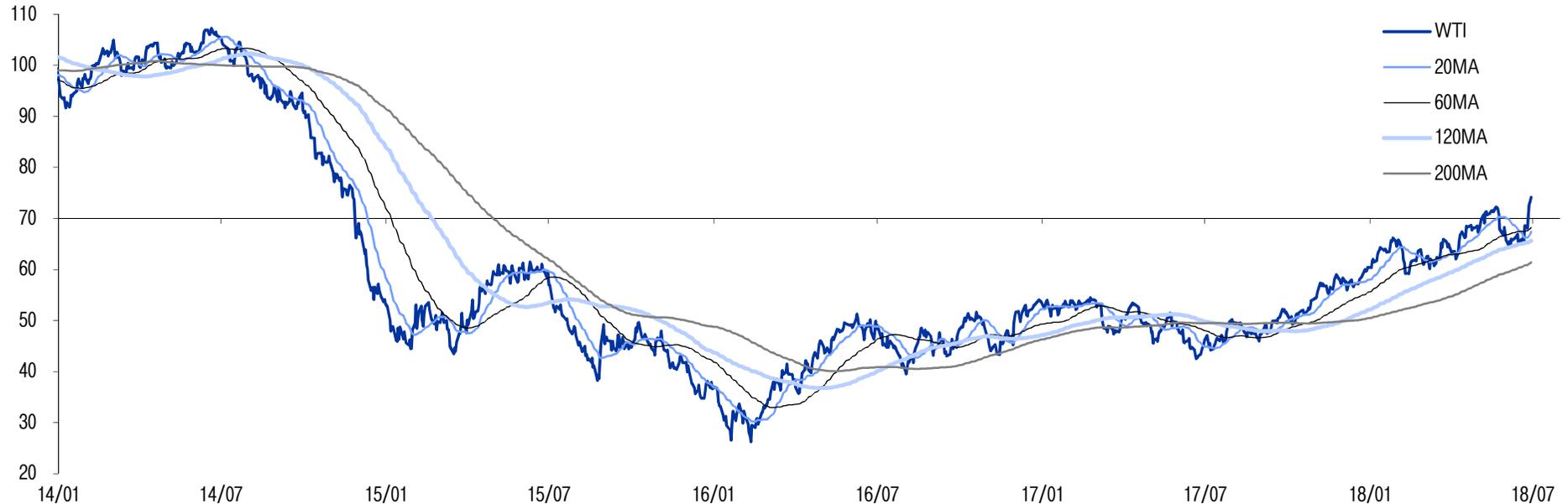


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 2018년 2/4분기 유가 동향

- OPEC+, 7월부터 감산 초과분에 대한 증산(~100만bpd)에 나설 것이라 전했음에도 실질 증산은 60만bpd에 그칠 것이라 전망 지속
  - 6월 23일 OPEC/Non-OPEC 각료회의 후 사우디와 러시아는 각각 80만bpd와 20만bpd 증산에 나설 것이라 시사
  - 그러나 이란은 다른 국가들의 M/S를 빼앗을 수 없다며 사우디-러시아의 증산에 반대, 실질 증산 60만bpd 수준일 것이라 주장
- 미국의 對베네수엘라 금융 제재 강화 + 동맹국에 대한 이란산 원유 수입 중단 요구에 유가 2014년 말 이래 최고치 경신
  - 5월 8일, Mnuchin 美 재무장관, 8월과 11월 이란에 대한 단계적 제재 진행할 것이라 공식 발표
  - 美 국무부 관계자, 이란산 원유 주요 수입국에 수입 전면 중단 요구하고 있다면서 공급차질 가능성 지속

(달러/배럴)



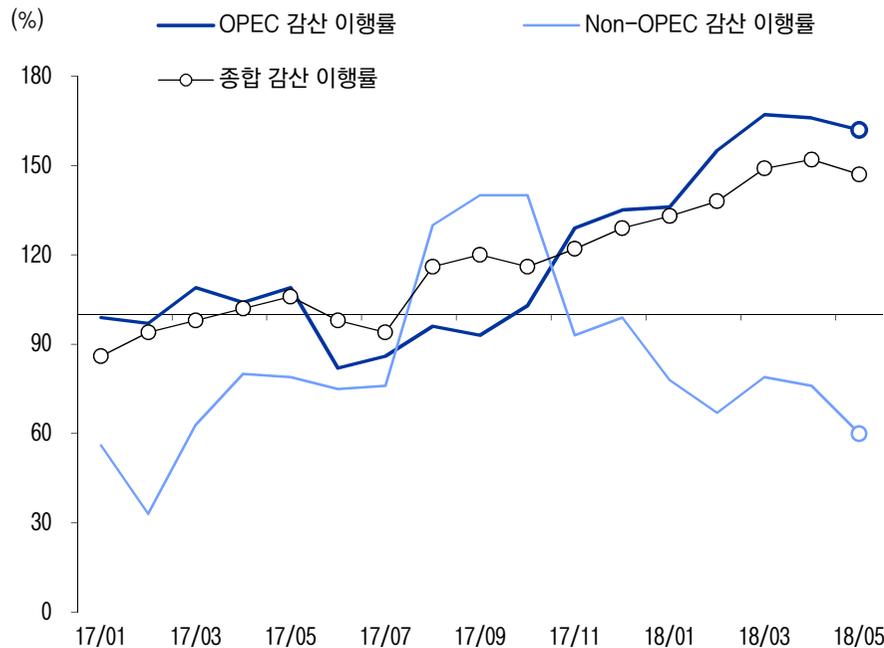
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# OPEC+, 초과 감산분에 대한 증산 결정

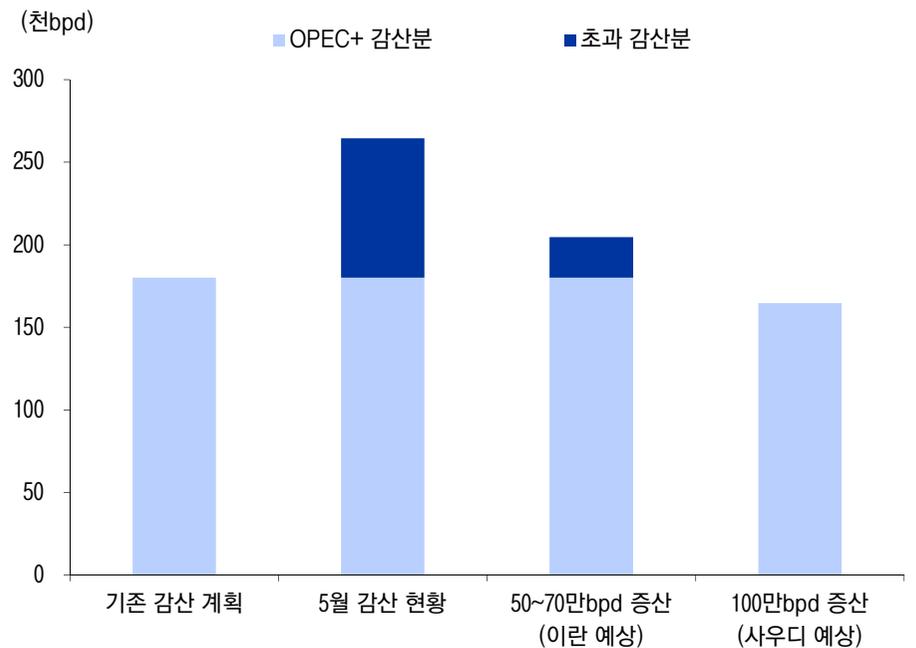
## ● 이란의 50~70만bpd Vs. 사우디의 100만bpd 증산

- 6월 22일, OPEC 정기총회에서 초과 감산분에 대한 증산 결정됐으나, 구체적 수치(100만bpd) 제시되지 않은 모호성에 의구심 형성
- 이란-이라크, 일부 국가의 내부 실정(미국의 對베네수엘라 제재, 내전 등) 고려하면 증산 효과는 50만bpd 수준에 그칠 것이라 주장
- 반면, 사우디 측은 23일 각료회의 후 각국 실정에 따라 자발적 생산 조정(비례배분) 가능해짐에 따라 기존 엄격한 생산 제한 해소 감산 참여국 24개국의 개별 생산 Capa. 고려, 60% 국가들이 증산 가능, 50~70만bpd 보다는 100만bpd 증산에 가까울 것이라 주장

OPEC+, 일부 국가 생산차질로 초과 감산 달성



OPEC+의 모호한 입장으로 증산분에 대한 의견 분분



자료: Bloomberg, OPEC, 이베스트투자증권 리서치센터

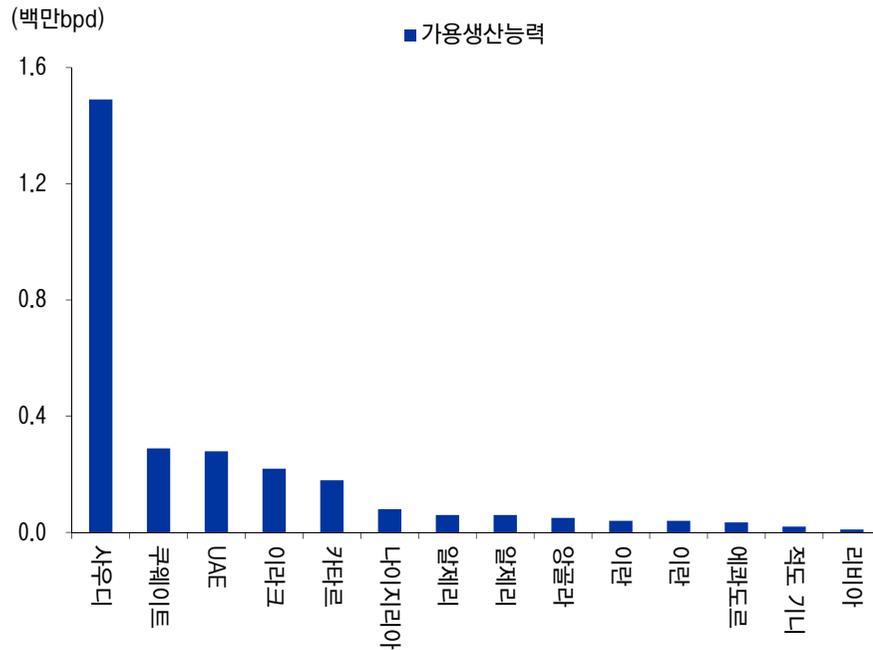
# 명시되지 않은 개별 증산 제한, 증산 여력 보유국에 주목

## ● OPEC+의 증산 여력은 200만bpd 초과 수준

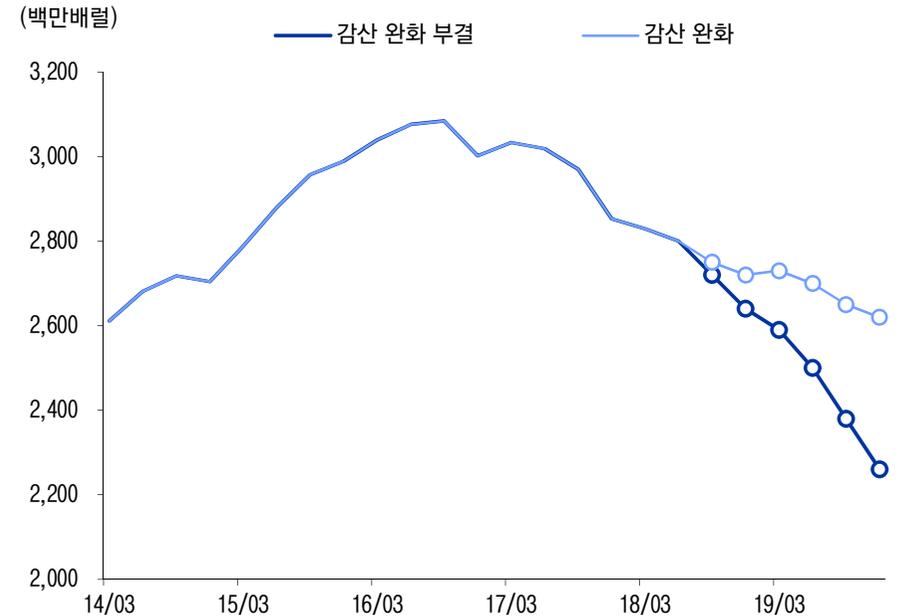
- 합의의 모호성은 모든 감산 참여국이 아닌, 증산 여력 보유한 참여국들에게 오히려 생산 제한의 족쇄를 느슨하게 만들어준 것
- OPEC 회원국 가운데, 사우디, 쿠웨이트, UAE 등 3개 국가만 하더라도 약 206만bpd 수준의 증산 여력 보유
- 6월 26일, 사우디 측은 산유량을 1,080만bpd까지 끌어 올릴 것(80만bpd 증산)이라 언급
- 감산 목표 이행률이 부진한 러시아는 각료회의 후 기자회견에서 20만bpd 이상 증산에 나설 것이라 시사

## ● OPEC+의 이번 결정으로 글로벌 석유재고의 감소세는 점진적으로 둔화될 것으로 예상, 감소는 다시 2019년으로 순연 전망

사우디, 쿠웨이트, UAE 증산 여력 206만bpd 수준



OPEC+ 증산 결정으로 OECD 석유재고 감소세는 둔화 예상



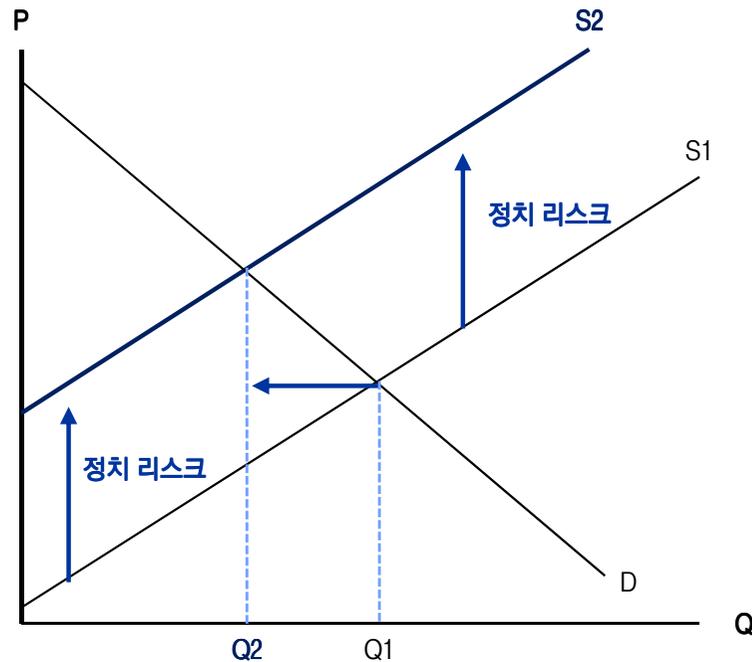
자료: Bloomberg, OPEC, Goldman Sachs, 이베스트투자증권 리서치센터

# 對이란 제재 부활이 알리는 원유 공급차질 가능성

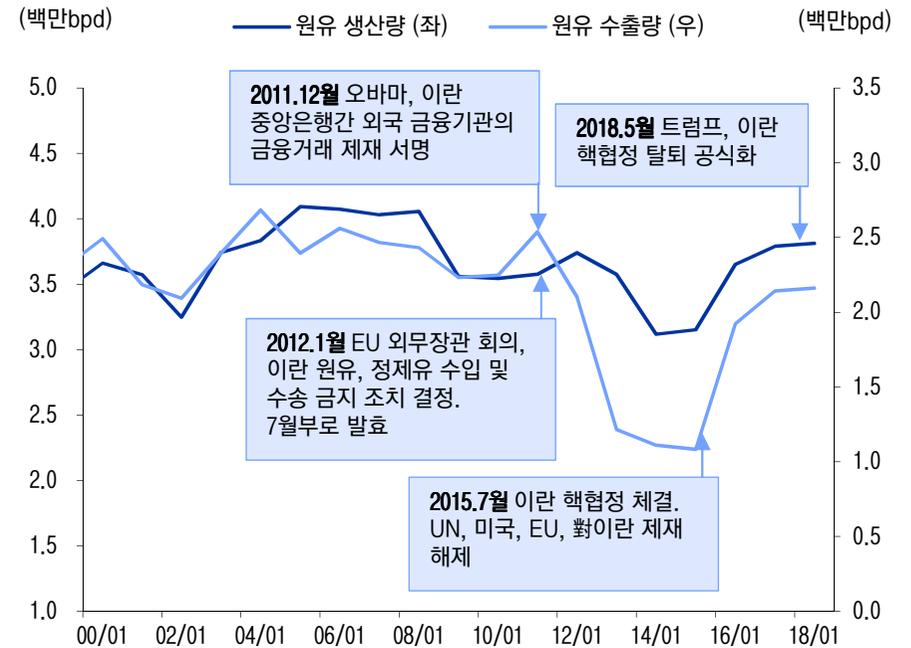
## ● 카운트 다운에 들어간 미국의 對이란 제재 부활

- 지난 5월 8일 Trump 美 대통령은 이란에 대한 핵 협정 탈퇴 공식화, 사상 가장 강력한 對이란 제재를 예고
- Mnuchin 美 재무장관은 8월 6일부로 對이란 항공기 수출, 달러 등 거래 전면 금지. 180일 이후인 11월 4일부로 이란간 석유, 해운 거래, 중앙은행 통한 모든 거래 중단될 것이라 시사
- 美 국무부 관계자, 이란산 원유 주요 수입국들에게 원유 수입 전면 중단해달라 요구, 당초 재무부의 유예 가능성 뒤집는 사건
- 2011년 12월 미국은 이란 중앙은행간 외국 금융기관의 금융거래 제재 가한데 이어, EU는 금수 조치 내리면서 이란 원유 수출 축소
- 참여국인 佛, 獨, 英 3국은 협정 지속적으로 이행할 것이라 발표했으나 최근 토탈 등 기업들은 이란 내 철수 고려 중이라 시사

Trump 영향에 이란의 타이트한 공급 우려 부각



과거 美, EU의 對이란 제재로 이란산 원유 수출 큰 폭 축소



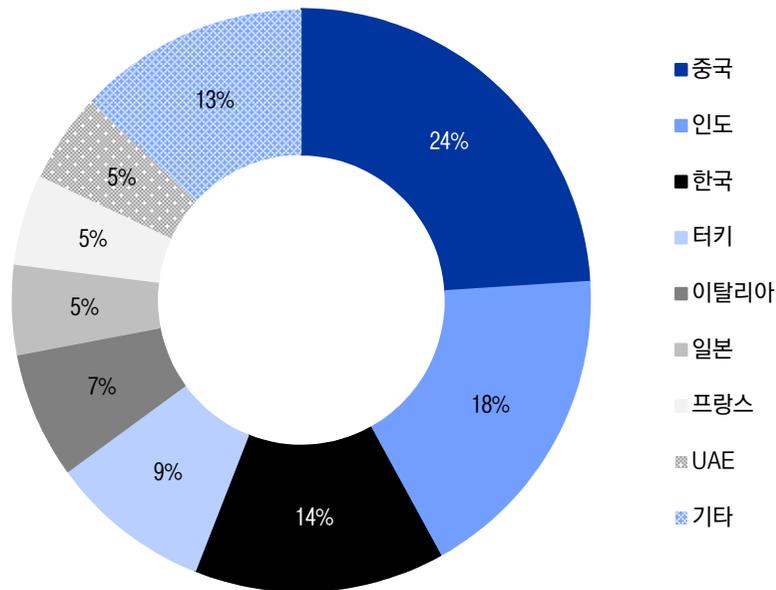
자료: OPEC, 이베스트투자증권 리서치센터

# 만리장성 앞에 막혀 있는 미국의 對이란 제재

## ● Trump의 對이란 제재 변수, 시진핑

- 미국의 이란 제재 가능성 가시화되는 가운데, 당초 핵 협정 참여국이었던 중국은 미국에 반기
- 6월 27일, 中 외교부 대변인은 미국의 이란산 원유 수입 중단 요구는 미국의 공식 입장이 아니라고 언급. 5월에 이어 이번에도 위법성 없는, 국제의무 준수한다는 전제 하에 이란과 무역(에너지 무역 포함) 지속할 것이라 시사
- 그 어떤 나라도 자국 국내법을 근거로 다른 나라에 일방적 롱암법(Long Arm Statute) 적용해서는 안 된다고 시사
- 중국의 이란산 원유수입 지속은 공급이 예상보다 확대될 수 있다는 의미이자, Trump 美 대통령이 원하는 시나리오의 최대 변수

이란의 석유 최대 수입국은 중국



2011~2012 제재 당시에도 중국은 이란산 석유수입 지속

구분	수입량	이란수출량 대비 비중	제재 동참여부	제재 대비책
중국	56만bpd	25%	X	1일 수입량 50% 감축(2012.2월까지) 수입처 다변화 이란간 협상력 제고, 수입가 인하 유도
인도	34만bpd	15%	△	금수조치 참여 예외 신청 중동/남미 지역 산유국 접촉
EU	45만bpd	20%	O	유럽 정유사 석유수입 감축 시작 EU 외무장관회의서 대안 마련
일본	25만bpd	11%	O	수입량 감축폭 미국과 협상 이란 거래 일본계 은행 제재대상 제외 요구 카타르, UAE로 수입처 다변화

자료: EIA(2017), 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

# 글로벌 원유 수요 부진 우려를 고민하자

## ● 가파른 유가 상승은 글로벌 수요 부진 우려 요인

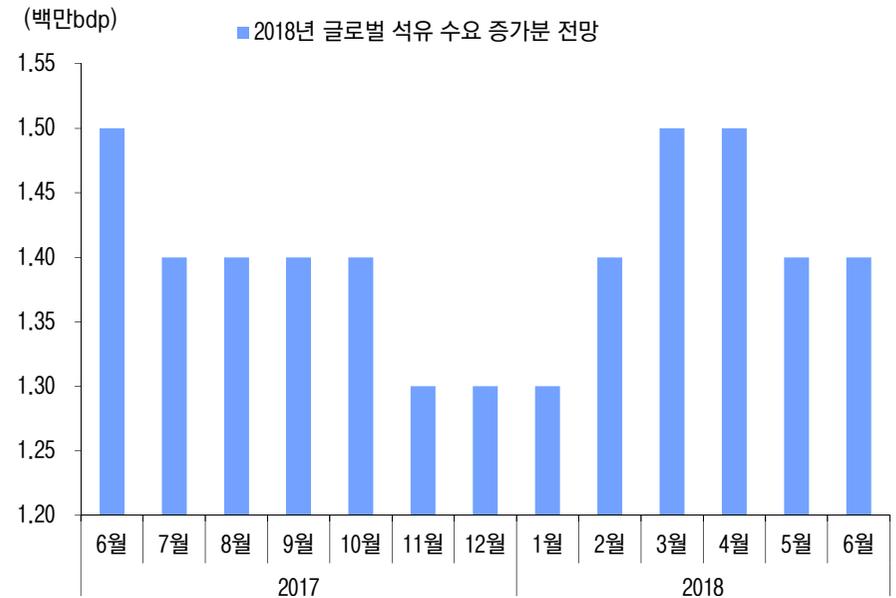
- 6월 IEA, 올해 수요 증가분 전망치 2개월 연속 140만bpd 하향 유지. 가파른 유가 상승은 印, 中 등 EM의 석유 수요 위축 우려 자극. 석유무역에서 여전히 순수입국인 미국에게 역시 무조건 반가운 일은 아님
- 지난 3월에 이어 5월 18일 인도 석유장관은 사우디 측에 유가 상승에 대한 부담을 토로, 인도 원유 수입증가율 큰 폭 둔화
- 5월부터 브라질 트럭 운전사들이 現 정부의 정제유 가격 인하 요구하며 대규모 파업 단행. 당국은 GDP 0.2% 피해 발생 우려 표명
- 6월 8일 중국 상하이, 장시, 후베이, 안휘 등 지역에서도 이와 유사한 트럭 운전사 대규모 시위 발생

## ● 글로벌 석유 수요가 부진할 수 있다는 점 고려한다면 OPEC+의 증산은 보다 탄력적일 수 밖에 없는 상황. 9월말 OPEC+는 JMMC 통해 추가적인 조정 계획하고 있어 수급 안정화 조치는 향후에도 영향력 유지할 것으로 판단

### 높은 석유 가격으로 브라질 트럭 운전사들 대규모 파업 단행



### IEA, EM 수요 부진 우려에 올해 수요 증가분 전망 하향 유지



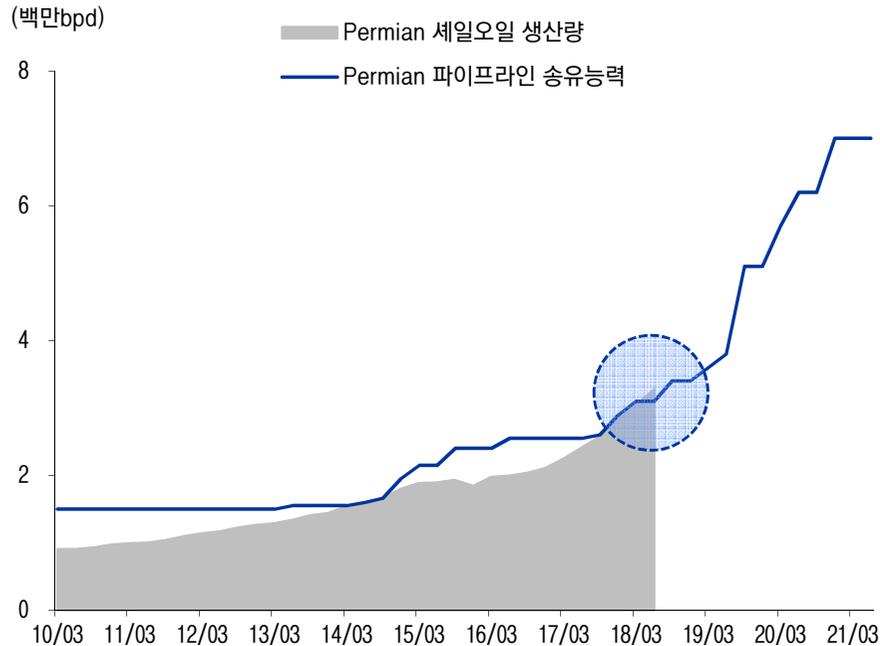
자료: 언론보도, IEA(OMR), 이베스트투자증권 리서치센터

# 미국의 부족한 에너지 인프라

## ● 한계에 직면한 美 셰일오일?

- 美 셰일오일 최대 생산지인 Permian 지역(전체비중 46%)의 산유량은 327.7만bpd로 이미 송유능력 310만bpd 초과
- Permian 지역의 산유량은 2019년 366.5만bpd, 2020년 411.6만bpd로 전망(HFI), 해당 지역 인근 증설 중인 대부분 파이프라인은 2019년 3분기 중 가동 예정(2019~2020년 송유능력 약 310만bpd 추가 예정)
- Permian 지역의 셰일오일 생산 한계는 미국의 공급 증가속도 둔화 가능성을 암시

### Permian 지역 셰일오일 생산량, 송유능력 한계 직면?



### 대부분 증설 파이프라인 가동시기는 2019~2020년 중

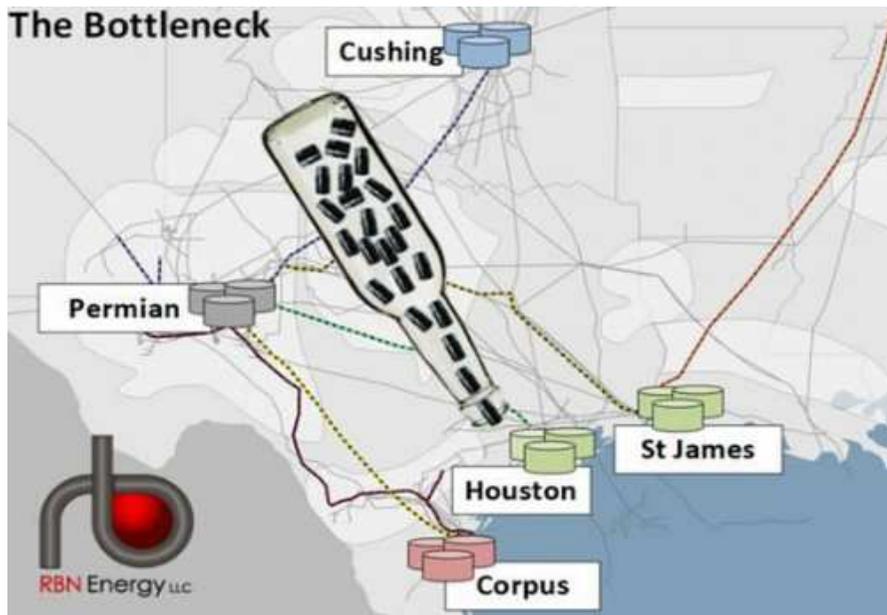
프로젝트	최대 수송능력 (만bpd)	가동시기 (예상)
Gray Oak	70	3Q19
EPIC Midstream	67.5	3Q19
Cactus II	65	3Q19
Midland to Nederland	60	2020
Jupiter	50	2020

자료: Bloomberg, RBN Energy, Goldman Sachs, S&P Global Platts, 이베스트투자증권 리서치센터

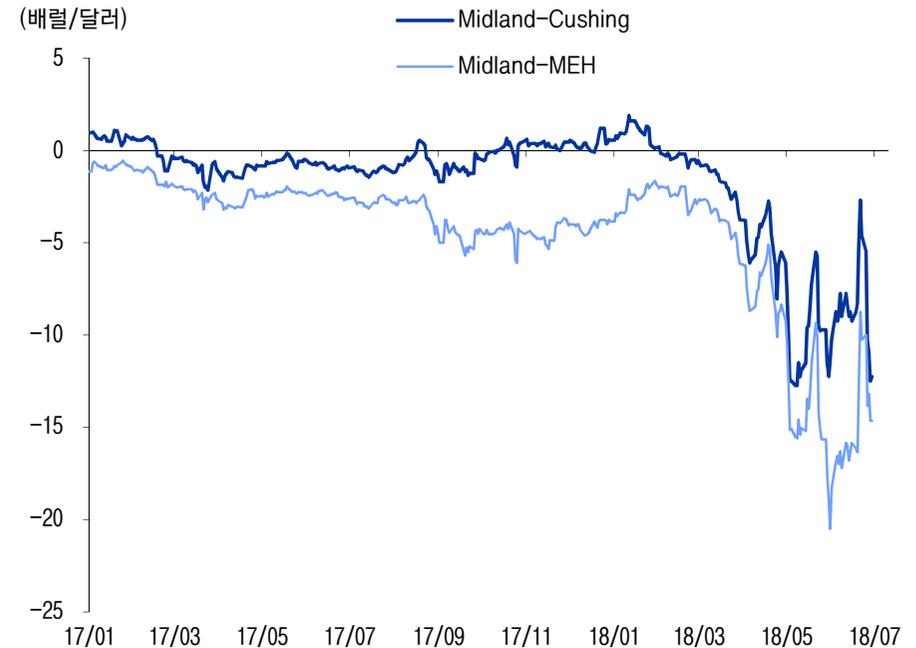
# Permian 셰일오일 공급속도 점진적 확대 기대

- 유가 스프레드 확대로 수송비용 문제 개선?
  - Permian 지역의 병목현상이 심화됨에 따라 Midland 유가는 벤치마크 가격인 WTI Cushing 보다 낮은 가격 유지
  - Midland-Cushing간 스프레드 확대로 기존 비용문제 때문에 사용되지 않던 차량/철도 운송 인프라에 주목
- 올 하반기 병목현상 우려는 점진적 완화
  - 차량의 경우 운송비용은 철도의 2~3배로 배럴당 \$20 소요. 4만bpd 운송 시 트럭 400~500대 필요
  - Permian 철도 운송능력 31.5만bpd. 비용은 배럴당 6~8달러 수준으로 송유관의 2~3배 높으나 유가 스프레드 고려한다면 활용 가능
  - 현재 Permian 지역 일부 철도는 Frac Sand 이송에 집중하고 있으나, Midland-Cushing 하에서 병목현상 우려 점진적 완화 예상

## 송유능력의 한계로 올해 들어 병목현상 발생



## Midland-Cushing 스프레드 확대는 철도 통한 공급 가능 의미



자료: RBN Energy, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 이란/베네수엘라 M/S 훔칠 Key Point, 美 에너지 인프라

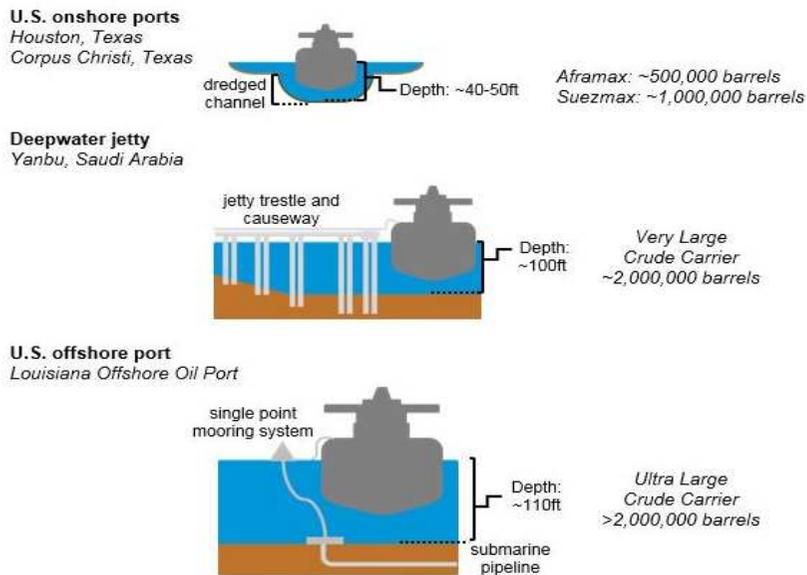
## ● 미국의 對中 원유수출 기대감

- 지난 4월 18일, 美中 경제무역 회담에서 양국은 농산물, 서비스 등 이외에도 에너지 분야에서 교역을 확대할 것이라 성명 발표
- Sinopec은 6월 미국산 원유 매입량을 53.3만배럴까지 확대. 지난해 4월 美中 정상회담 후 미국의 對中 원유수출은 2016년 2.2만bpd(연간)에서 2017년 2위인 네덜란드를 제치고 22.4만bpd까지 확대

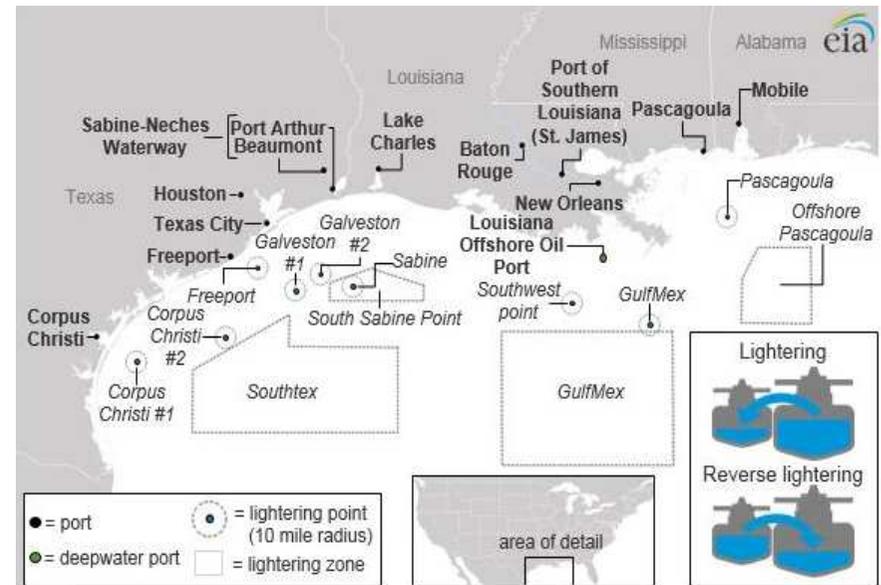
## ● 모습을 갖춰가는 미국의 에너지 인프라

- Houston, Port Arthur, New Orleans 등 기존 멕시코만 일반 항구를 포함한 미국의 석유 수출능력은 350~400만bpd 수준
- 당초 VLCC(초대형 수송선, 수송능력 200만)의 접안 문제로 역양하 방식 통해 불출, 수출비용 문제는 중국向 수출 제동 요인(EIA)
- 그러나 2월부터 LOOP港 VLCC 접안시설 확장 공사 완공, Corpus Christi港은 年 VLCC 120척 수용 가능 시설까지 개발 중

### 멕시코만 일반 항구의 유조선 가용 수심은 40~50ft



### 2월 초대형 원유수송선 접안 가능한 LOOP 확장 공사 종료

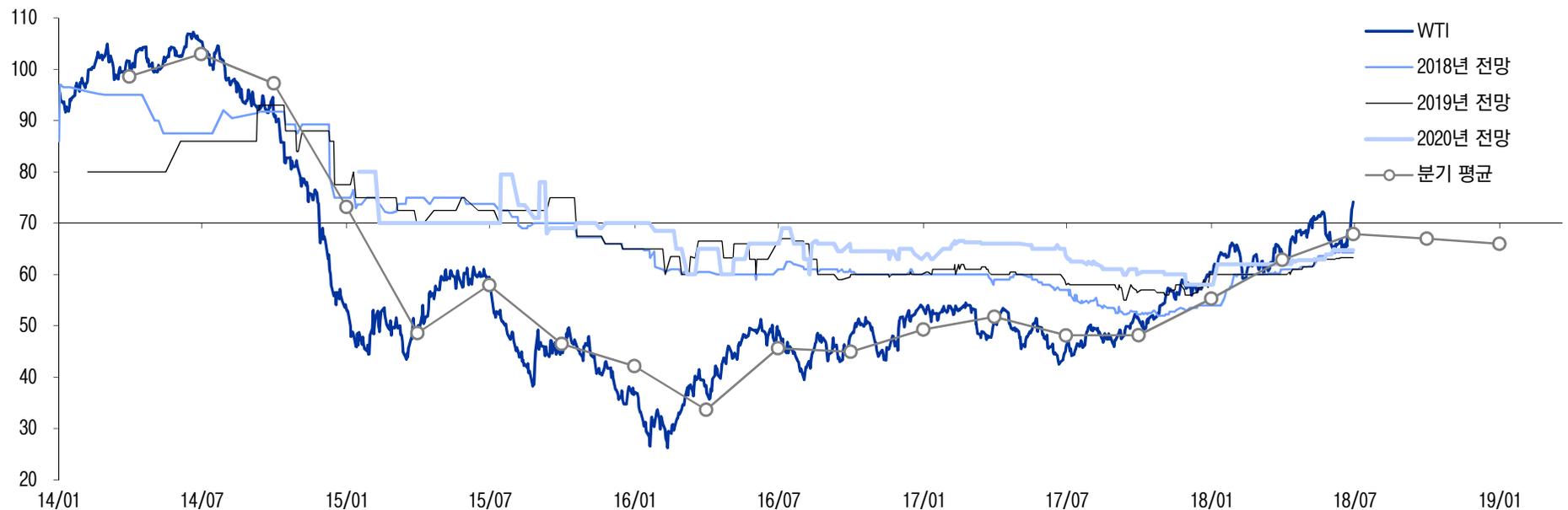


자료: EIA, 이베스트투자증권 리서치센터

# 3/4분기 유가(WTI) 평균치 배럴당 67달러 전망

- 3/4분기 유가(WTI) 레인지는 배럴당 55~75달러, 유가 평균치 배럴당 67달러(올해 평균치 66달러) 전망
- 美 셰일오일 최대 생산지인 Permian 지역의 병목현상은 철도 운송 통해 점진적으로 공급 한계 완화시켜 나아갈 것
  - Permian 송유능력 한계이나 Midland-WTI 스프레드 고려 철도 인프라 사용 가능, Frac Sand 이송 철도는 원유로 점차 전환 중
- 미국의 對이란, 對베네수엘라 제재는 원유 공급차질 우려 요인이나, 7월부터 OPEC+의 증산에 주목
  - 미국 측이 동맹국들에게 이란산 원유 수입 중단 요구했으나, 중국 측은 2011~2012년과 마찬가지로 수입 지속할 것이라 언급
  - 7월부로 사우디(+80만bpd)와 러시아(+20만bpd 이상) 측이 증산에 나설 것이라 전하면서 공급차질 가능성 상쇄 가능
  - 6월 30일, Trump 美 대통령, 사우디 국왕간 대화에서 사우디가 +200만bpd 추가 증산에 나설 것이라 동의 받았다고 언급
- 美 셰일오일 생산이 지속된다는 가정 하, 3/4분기 이란, 베네수엘라발 공급차질 가능성은 점진적으로 상쇄될 것

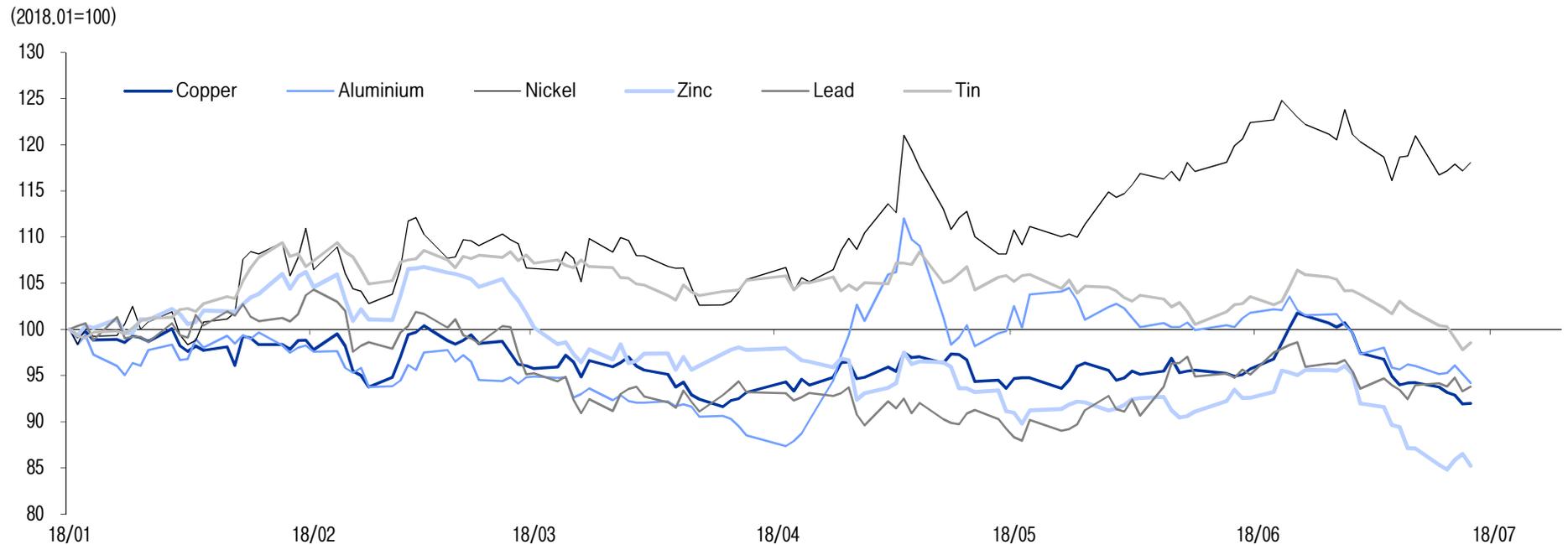
(달러/배럴)



주: 2018년, 2019년, 2020년 전망치는 Bloomberg 컨센서스, 2018년 3/4~4/4분기 평균은 당사 전망치  
 자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 2018년 2/4분기 산업금속 시장 동향

- **전기동:** 글로벌 2대 광산인 Escondida 노조 임금협상이 순조롭게 진행되고 있단 소식과 중국向 수요 부진우려에 경계심리 작용
  - 중국의 PPP 사업 퇴출로 인한 디레버리징 이슈는 일정부분 해소 국면. 그러나 7~8월 전통적으로 건설 착공 부진 시기 진입 중
- **알루미늄:** 중국의 환경 현지감사 재시행에도 불구하고, 美 재무부에서 對Rusal 제재 연기하면서 공급차질 가능성 축소되며 가격은 견조
  - 3월 15일부로 중국의 환경규제 종료됨에 따라 산동 중심으로 알루미늄, 알루미나 가동률은 규제 이전으로 회복 중
- **니켈:** 印尼 수출쿼터가 지속적으로 확대되고 있으나, 필리핀 MICC 환경평가 결과 여부에 공급확대 우려 일부 상쇄
  - 印尼 원광/NPI 공급 확대되고 있으나, 중국 STS 생산량 과거 5년 동기간 레인지 상회, 재고 역시 감소세 지속되며 양호한 수요 지속
- **아연:** 정련아연 수요우위 전망 상황에도 불구하고, 공급우위 지속 + 아연 광산공급이 확대될 것이란 우려로 TC 소폭 반등
  - MMG, 5월 1일부로 글로벌 최대 규모의 호주 Dugald River 광산(매장량 6.5천만톤, 아연 700만톤, 평균 품위 12%) 가동.



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 2018 LME Asia Week, 하반기 정책 · 투자와 전기동에 주목

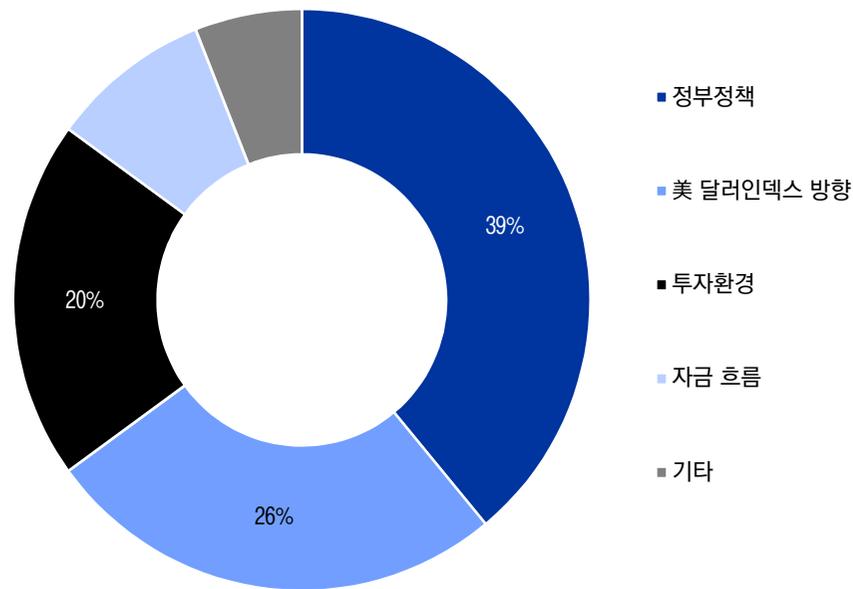
## ● 2018 LME Asia Week 최대 관심사는 중국과 미국의 정부정책 + 투자환경

- 지난 5월, 2018 LME Asia Week에 참석한 이들 중 39%와 20%는 정부정책과 투자환경이 가장 중요한 가격 상승 모멘텀이라 지적
- 이와 관련하여 중국인 참석자들은 중국의 수요는 낙관적이거나, 미국의 보호무역주의 풍조 등 거론, 하반기 수요에 대한 우려 표명
- 반면, 외국인 참석자들은 DM 주도의 경기 확장세 지속되고 있으나, 하반기 중국의 건설 · 인프라 수요에 대해 의구심 여전
- 하반기 글로벌 산업금속의 주요 주체인 중국과 미국의 수요를 점검, 방향성에 주목

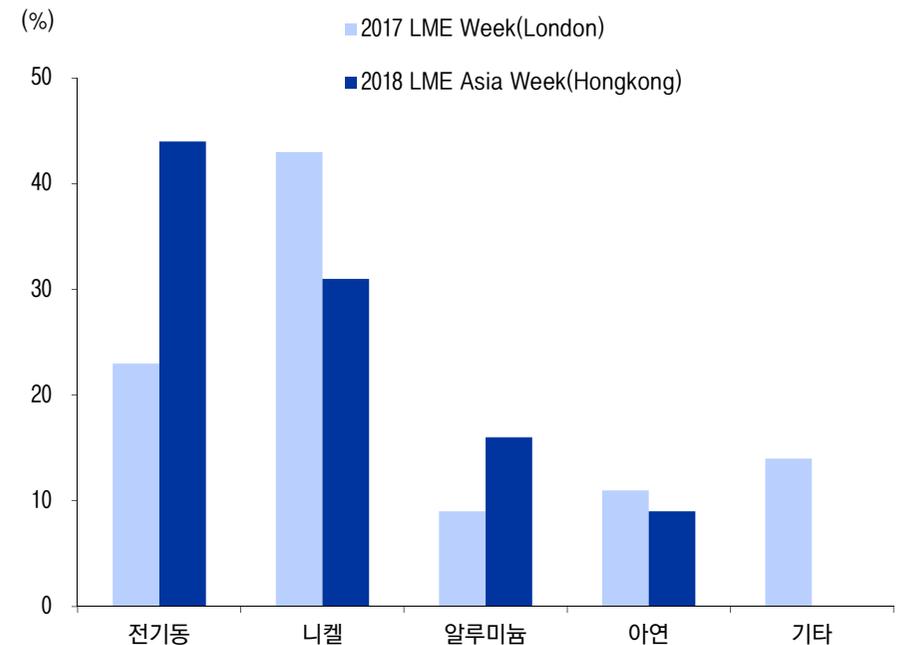
## ● 2018 LME Asia Week 서베이 중 대부분 참석자는 하반기 상승 잠재력 높은 금속으로 전기동과 니켈을 선정

- 개별 산업금속의 광산, 정련 수급 동향을 통해 하반기 방향성 점검

2018년 하반기 對산업금속 시장 주요 영향은 결국 정책 · 투자



시장 참여자들, 하반기 전기동과 니켈에 주목



주: LME Week 참석자 대상 서베이  
 자료: LME, 이베스트투자증권 리서치센터

# 중국, 핵심은 금융 리스크 관리, 공급 사이드 개혁, 부동산

- **중립적 온건한 통화정책 유지, 국영기업 대상 디레버리징 작업 종료**
  - MLF 금리 인상한 반면, 기준율 인하. 그림자금융, 인터넷 금융 감독 강화하는 한편, 對중소기업, 농촌 느슨한 자금조달 여건 조성
  - 재정부, 2017년 12월~2018년 3월까지 PPP 인프라 중 레버리지 과도한 국영기업 사업 퇴출 완료, 인프라向 수요 부진 우려 일단락
- **공급 사이드 개혁, 결코 물러서지 않는다**
  - 전인대 주요 목표 업무 중 공급 사이드 개혁은 2017년과 동일한 1순위, 내용 역시 심화 단계로 추진
  - 공급 사이드 개혁의 일환인 환경규제는 이미 5월부로 강도 높게 추진, 2016~2017년과 마찬가지로 다시 한번 환경규제에 주목
- **그간 3~4선 도시에서 공급과잉으로 문제됐던 부동산 재고 감소, 과열도시는 개발면적 증가. 부동산·건설 수요에 긍정적인 환경 마련**

## 역대 전인대 주요 목표 업무

순번	2016	2017	2018
1	<b>경제성장</b> 거시경제정책 개선, 경제운영 합리적 구간 유지	<b>공급 사이드 개혁</b> 삼거일강일보(부동산 재고 해소, 공급과잉 해소 등) 추진	<b>공급 사이드 개혁(심화)</b> 실물 기반 경제성장. 삼거일강일보 추진 지속
2	<b>공급 사이드 개혁</b> 공급 사이드 개혁 강화, 성장 동력 강화 지속	<b>주요 분야 개혁 심화</b> 세제, 정부기능, 금융 시스템, 국영자본 등 주요 분야 개혁	<b>경제성장</b> 4차 산업혁명 통한 혁신적 성장 전략 추진
3	<b>내수</b> 국내 수요 잠재력 촉진, 기초 인프라 건설투자 확대	<b>내수</b> 의료, 양로, 레저 등 잠재적 내수 증진, 인프라 지출 확대	<b>주요 분야 개혁 심화</b> 국영기업, 금융 시스템, 환경보호 관리제도 개혁
4	<b>농업</b> 농업 현대화 촉진, 농업 구조조정, 농촌 공공 서비스 개선	<b>경제성장</b> 중국제조 2025 통한 전통산업 구조 전환, 창업 적극 지원	<b>3대 분야 문제 해결</b> 푸른 하늘 사수 대작전, 금융기관 리스크 관리 강화, 빈곤문제
5	<b>개방정책</b> 일대일로 건설 위한 국제협력 촉진, 외국인 서비스 투자 개방	<b>농업</b> 공급 사이드 개혁, 농업 현대화, 농촌 인프라 건설 등	<b>농업</b> 혁신적 종자산업 육성, 인터넷+농업 모델 발전
6	<b>환경보호</b> 대기오염 예방 기능 제고, 에너지 절약 및 환경보호 산업 육성	<b>개방정책</b> 일대일로 건설 촉진, 서비스업 등에 대한 외자유입 적극 지지	<b>지역 동반성장</b> 농촌 전력공급, 기초 인프라 개선, 도시 재정비, 송안신구
7	<b>민생</b> 정책 지원 통한 창업 및 취업 확대, 의무교육 질적 개선	<b>환경보호</b> 푸른 하늘 사수 대작전 추진, 토양, 수질오염 예방 기능 제고	<b>내수</b> xEV 구매세 우대정책 3년 연장, 인프라 민간투자 유치
8	<b>정부</b> 정부 기능 및 서비스 수준 제고	<b>민생</b> 의무교육 질적 개선, 의료보험 재정 보조금 제고	<b>개방정책</b> 외국인투자 촉진, 자동차 및 일부 소비재 수입관세 인하
9	-	<b>정부</b> 정부 기능 및 서비스 수준 제고	<b>민생</b> 장애인 취업 지원, 3년간 판자촌 재건축 계획 추진 지속

주: 음영 부분은 2018년 공급 사이드 개혁(환경규제), 금융 리스크 관리 등 관련 부분  
 자료: 중국 정부업무보고, 이베스트투자증권 리서치센터

# PPP 디레버리징 이슈는 일정부분 해소 국면

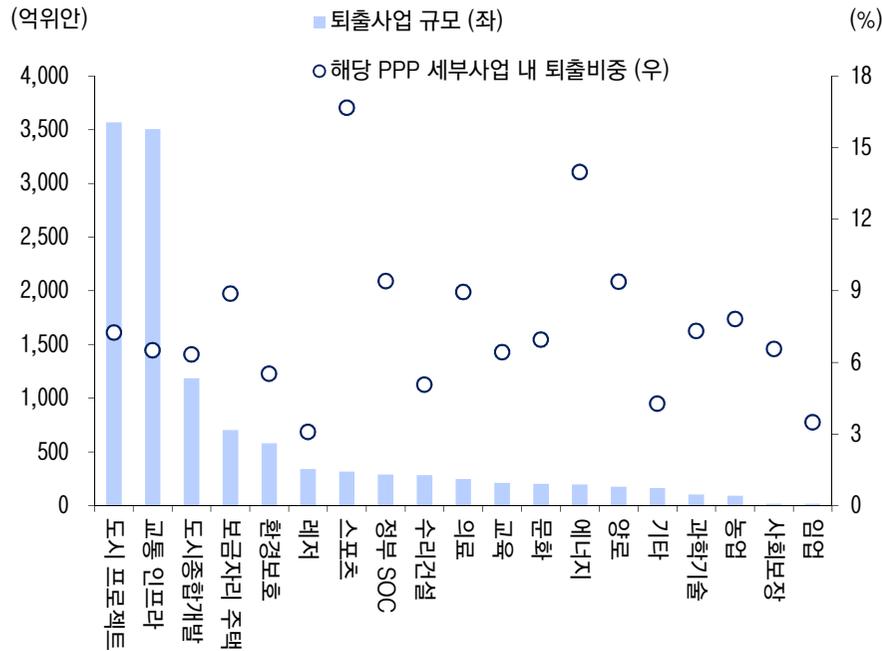
## ● PPP에 대한 정부의 디레버리징 점검

- 지난해 11월 재정부는 인가된 PPP 프로젝트 중 레버리지가 과도한 사업에 대해 2018년 3월 31일까지 재검토할 것이라 발표
- 정부의 디레버리징 이슈로 4개월간 퇴출된 PPP 사업은 전체 18.2조 위안 중 6.9% 퇴출

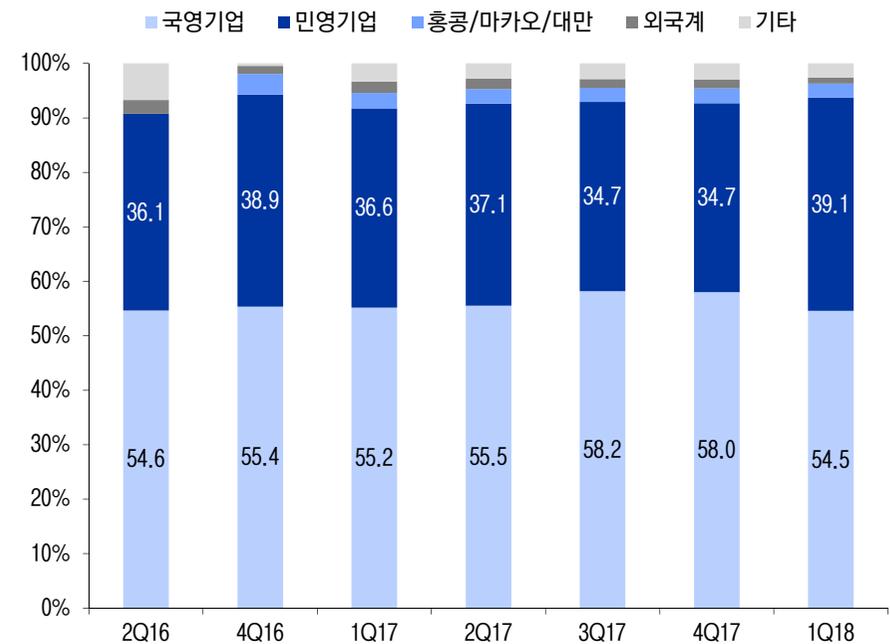
## ● 중국의 PPP 사업은 퇴출됐으나, 사업 집행률은 소폭 상승

- PPP 사업 퇴출됐으나 건전성 안정이라 판단된 사업 집행률은 1/4분기 대비 1.3%p 상승한 49.3%, 4/4분기 대비 11.05%p 상승
- 지난해 11월 발개위는 PPP 사업에 대한 민간기업 참여 장려 위해 채권 발행, ABS 등 다양한 자금조달 채널 제공할 것이라 강조
- 對국영기업 디레버리징 과정에서 PPP 사업 조정은 불가피. 그러나 건전성 확보 + 민간비중 확대, 투자여건 개선 측면에 주목

2017년 12월~2018년 3월 감사결과 1.2조 위안 규모 사업 퇴출



PPP 사업 내 민간기업 비중이 확대됐다는 점에 주목



자료: 중국 재정부, 이베스트투자증권 리서치센터

# 돌아온 중국의 환경 현지감사

## ● 환경 현지감사를 끝으로 시정 사항 시달 예정

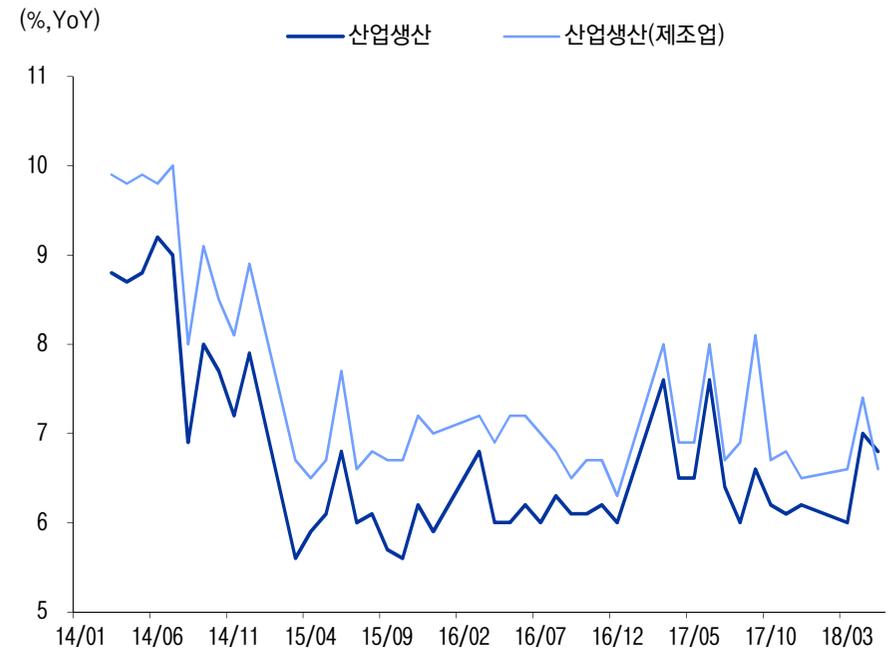
- 5월 18일, 생태환경보호 회의 중 시진핑 총서기는 환경 문제를 최우선 업무라 강조, 이를 지방정부 간부 평가에 활용할 것이라 시사
- 5월 25일, 생태환경보호부는 10개 지역 대상 현지감사 단행. 7월부터 감사 결과에 대한 시정 조치로 공급차질은 유효
- 생태환경부는 <2018~2019 푸른 하늘 사수大作전: 주요 지역 감사 강화 방안> 통해 6월 11일부터 2019년 4월 28일까지 점검 강화
- 6월 2일, 허베이성은 <천둥 행동>이라 하여 18일부터 12월 31일까지 폐산 설비 일제 점검한다고 발표

## ● 공급 사이드 개혁이 강화됨에 따라 중국의 산업생산의 강한 상승 제한적, 지난해 수준에 머무르게 될 것으로 예상

2018년 5월 30일부터 시행된 환경 현지감사



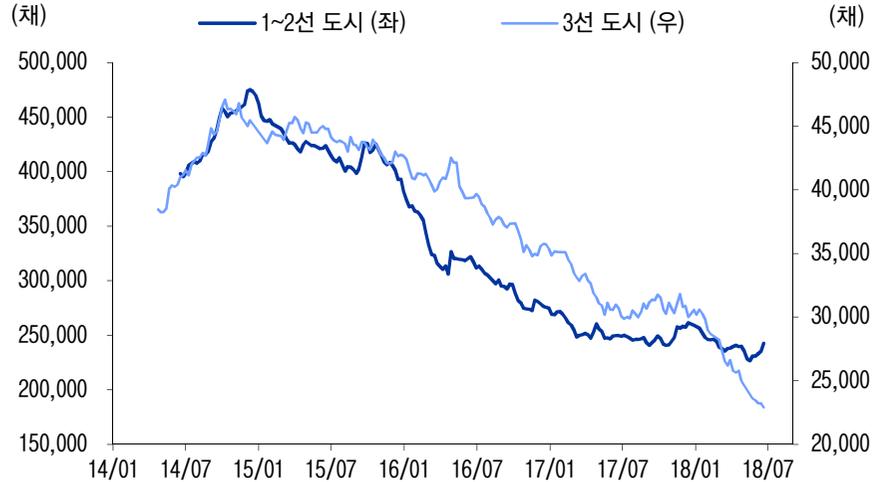
공급 사이드 개혁 속, 지난해 수준에 머무르게 될 산업생산



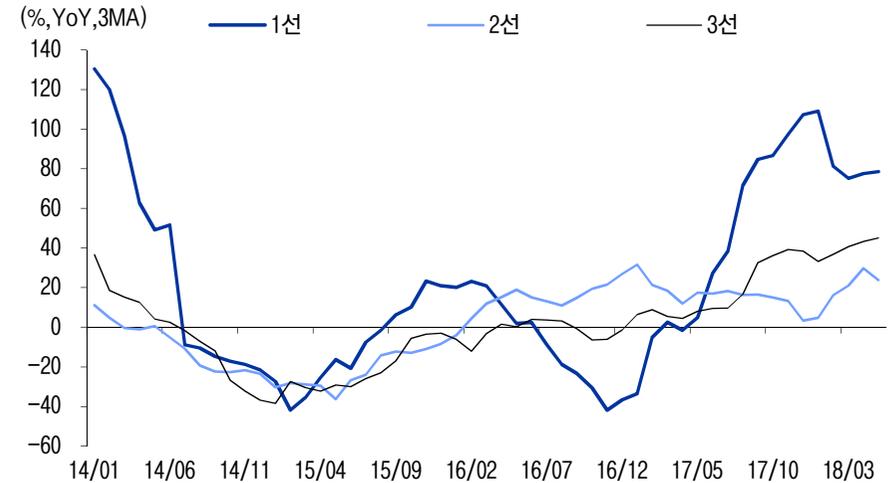
주: 파란색 부분은 2018년 환경 현지감사 시행 지역  
 자료: 중국 생태환경부, CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

# 부동산 규제 중이나 수급 개선은 지속 중

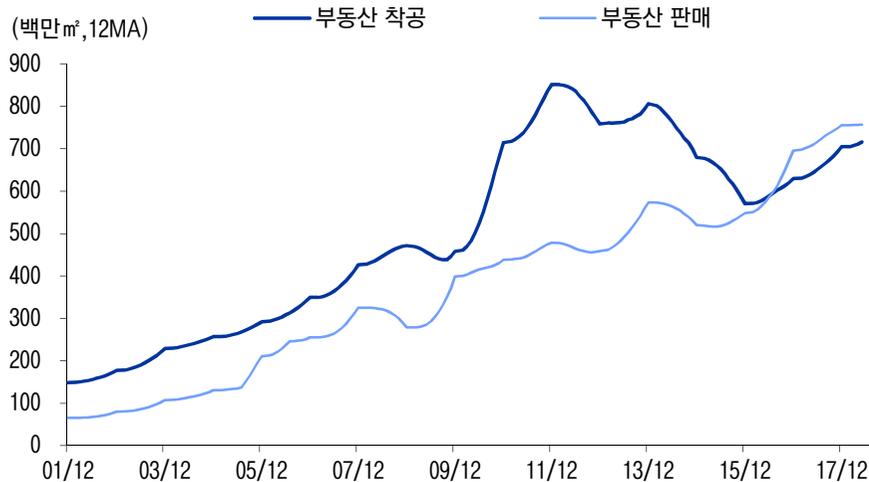
빠른 속도로 재고 감소세가 이어지고 있는 3선 도시



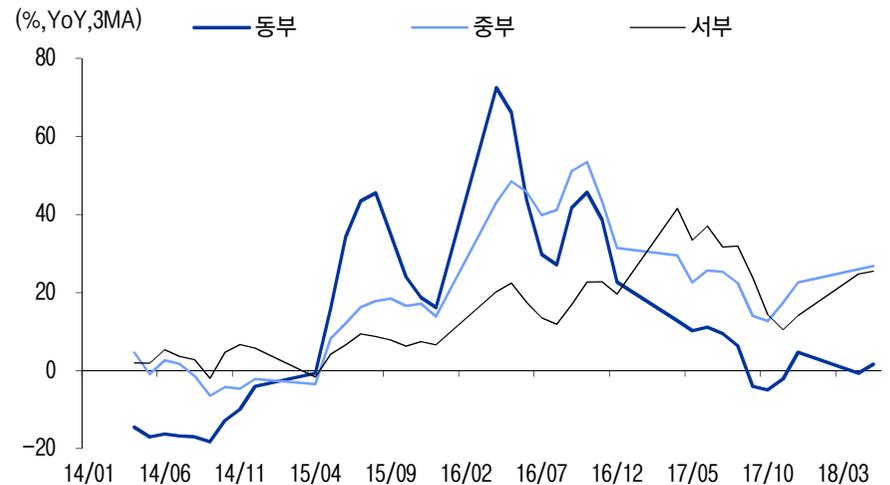
올해 주택용지 공급은 가격 과열 지역인 1선 도시로 집중



부동산 수요우위는 양호한 모습 이어가는 중



부동산 판매 수요는 공급과잉 해소 중인 중서부 지역 위주

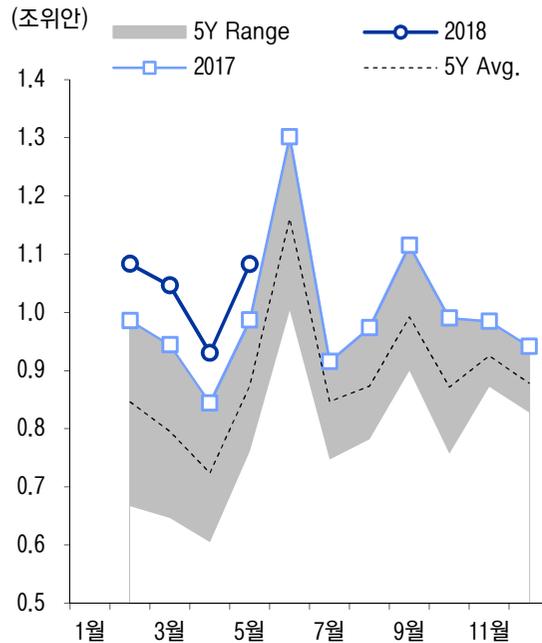


주: 부동산 재고는 중국 주요 15개 도시 기준  
 자료: Soufun, Wind, Bloomberg, CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

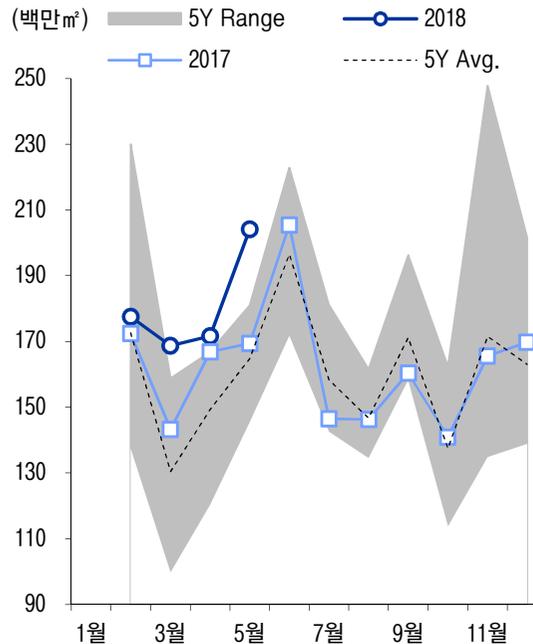
# 하반기가 더 빛나는 부동산 · 건설向 수요

- **부동산 · 건설向 수요는 더운 여름이 지난 후**
  - 5월 고정자산투자 증가율은 3.86%yoy로 3개월 연속 둔화된 반면, 부동산 투자증가율은 +9.78%yoy로 반등세 유지 중
  - 하반기를 놓고 보면 부동산에 대한 과도한 비관론 지양. 7~8월은 전통적으로 착공 부진한 시기. 그러나 온화한 기후로 접어드는 9월부터 부동산 착공이 다시 반등할 것에 주목
  - 부동산개발투자를 추세적으로 12개월 선행하는 개발업체 신규 프로젝트 건수가 올 하반기 집중되어 있다는 점에서 수요에 긍정적
- **5월 2일 국무원, 일부 지역 대상 건설 사업 심사기간 평균 200일에서 120일로 단축, 2019년 상반기 전국 전면 시행, 부동산向 수요 주목**

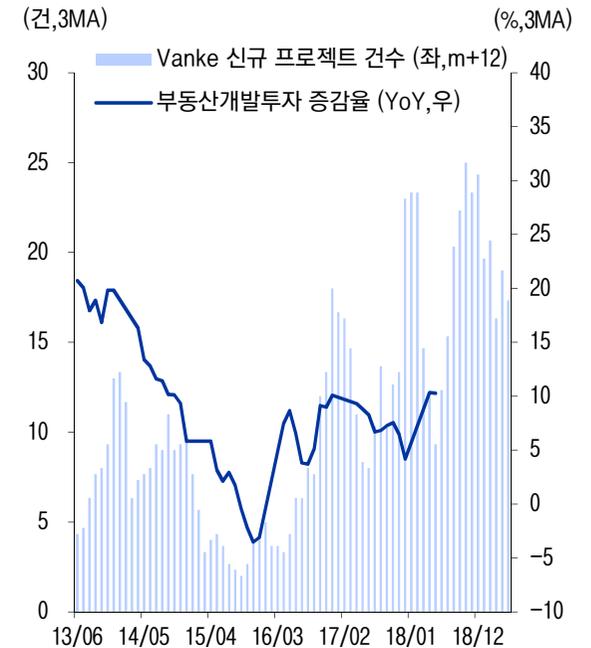
**부동산 투자 집행은 6월 집중**



**하반기 부동산 착공은 9월부터 시작**



**개발업체 신규 사업은 하반기 집중**



자료: Bloomberg, CEIC, Vanke, 이베스트투자증권 리서치센터

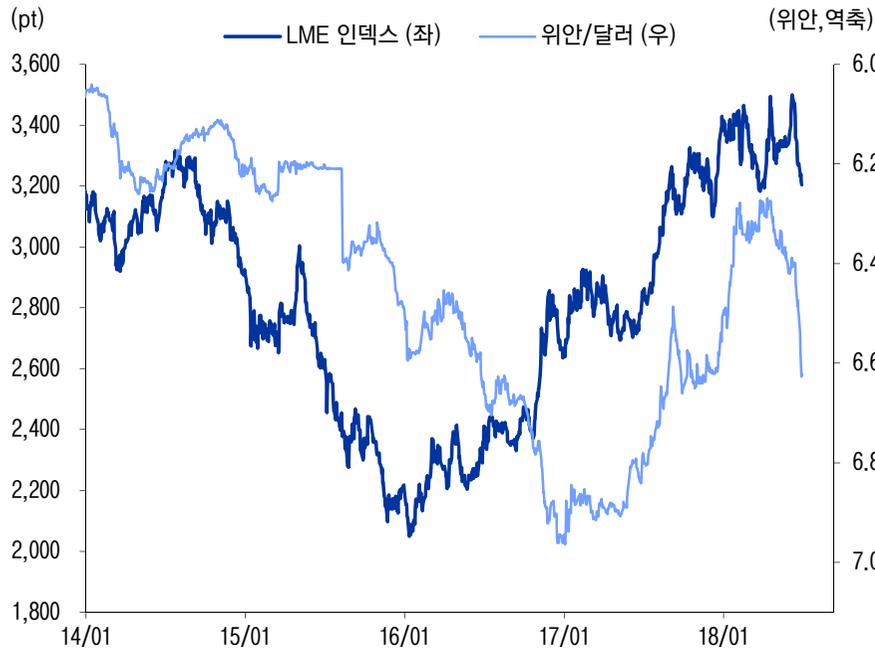
# 수입이 늘어나는 조건, 위안화 그리고 증치세

## ● 수요에 대한 의구심은 조금 내려놓자

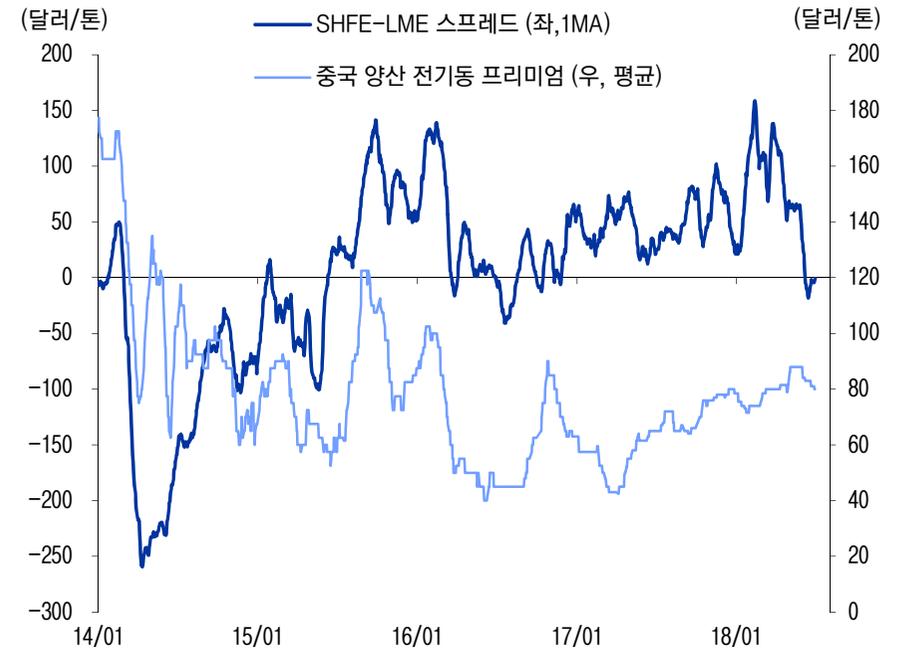
- 3월 28일 리커창 총리는 5월 1일부로 화물거래 증치세율을 17%에서 16%, 석탄, 농산품 등에 대해서도 11%에서 10%로 하향조정
- 증치세란 화물거래(수출입), 가공·수리 서비스 등에서 얻어지는 수익 일부 징수, 부가가치세와 유사하며 중국 세수의 39% 차지
- 美中 무역전쟁 우려 따른 위안화 약세는 中 바이어의 수요 기대감 위축. 그러나 증치세 조정 따른 SHFE-LME 스프레드 축소 주목

$$\text{LME 금속 수입가격} = (\text{LME 3M 가격} + \text{현물 프리미엄} + \text{CIF SH 프리미엄}) * \text{위안/달러} * (1 + \text{수입관세}) * (1 + \text{증치세율}) * (1 + \text{신용장개설비용률} + \text{상품검사비용률}) + \text{신용장 파이낸싱 이자} + \text{항구 발생비용} + \text{운반비} + \text{입고 비용} + \text{보관료(+인도비용)}$$

美中 무역분쟁 이슈 따른 위안화 약세로 바이어들의 수요 위축



그러나 증치세율 조정으로 SHFE-LME 스프레드 축소



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# Trump의 인프라 투자에 대한 고민

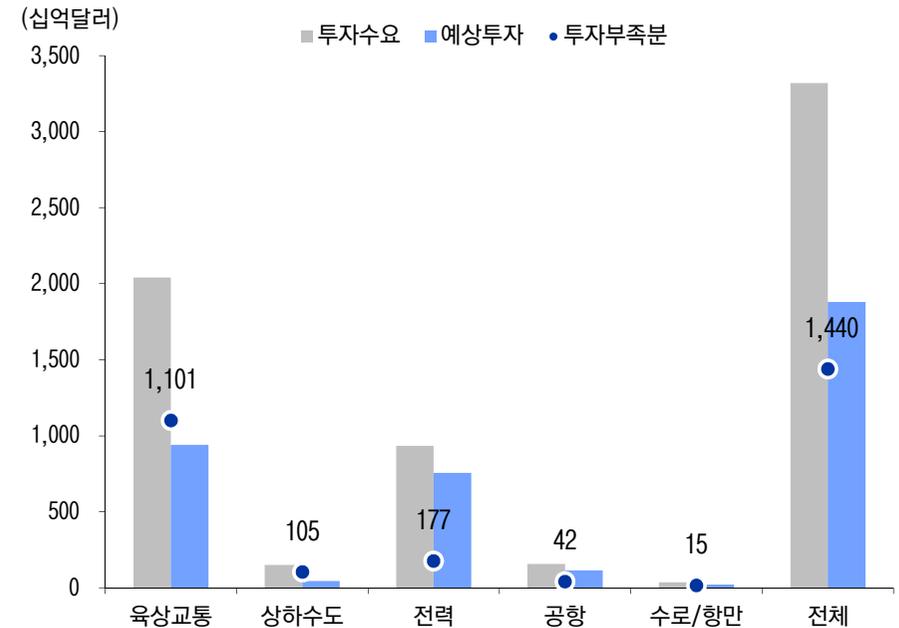
## ● 미국의 인프라 투자의 핵심은 민간

- 미국은 글로벌 산업금융 시장에서 중국에 이어 2번째로 큰 소비국
- Trump 美 대통령의 인프라 계획은 10년간 2천억 달러를 연방정부가 지원, 나머지 1.3조 달러는 주/지방 정부와 민간이 조달
- 결국 미국은 부족한 재원을 민간에서 조달하기 위해 PPP 투자에 우호적인 환경 필수

### Trump 美 대통령이 원하는 인프라 계획 발표

구분	주요내용
투자 규모	10년간 총 1.5조 달러
자원 조달	연방정부 2000억 달러
	주/지방 정부와 민간투자 1조 3,000억 달러
연방정부 재정확충안	취발유세 인상
	고속도로 휴게소 이용료 부과
	에너지 공공기관 매각 등 민영화
	PPP(Public private partnership) 활용

### 투자부족분은 PPP 통해 조달한다는 것이 중점



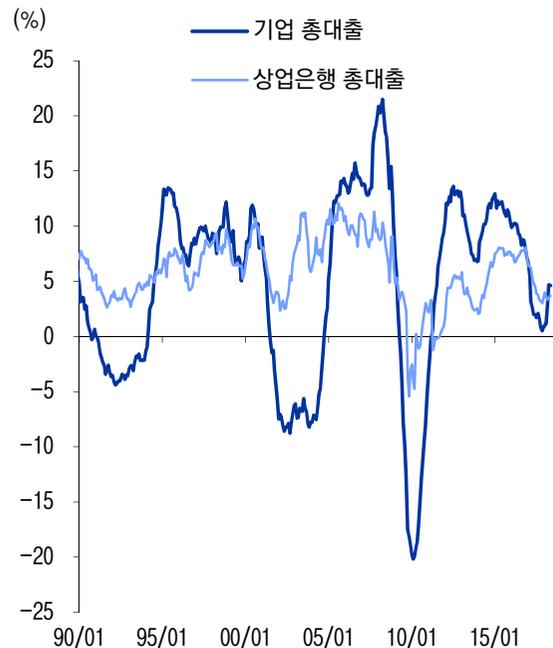
# 美, 금융규제 완화, 이제 레버리지다

- **인프라 투자로 가는 길이 열린다**
  - 5월 24일, 北美 정상회담 취소 소식으로 세상의 이목이 한반도에 주목한 사이, Trump 美 대통령은 도드-프랭크법 완화 개정안 서명
  - 2017년 11월 美 기업/상업은행들의 대출 태도는 완화적 기조로 전환 중, 순이자 마진은 상승 전환한 상태
  - 대출 여건이 개선되고 있는 가운데, 금융규제 완화로 민간의 인프라 투자에 주목해야 될 시기
- **2018년 9월, 2019 회계연도 예산안이 순조롭게 처리될 경우 미국向 산업금융 수요 기대감은 2017년 시장을 재현할 것으로 기대**

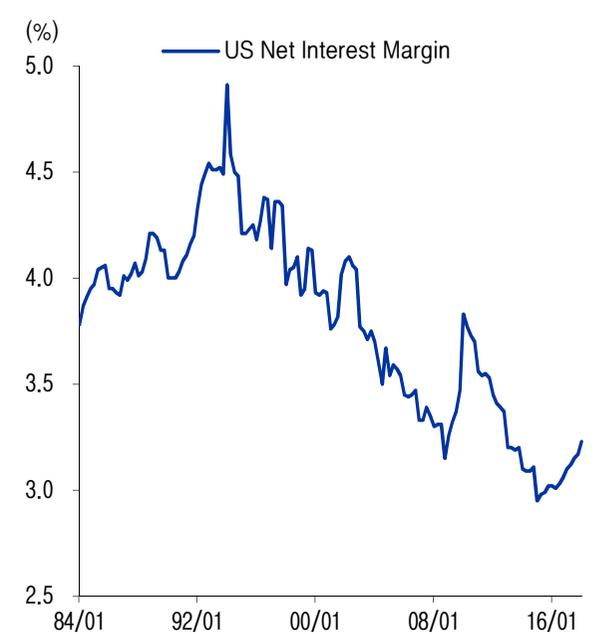
도드-프랭크법 규제 완화

자본규모별 대상은행	내용
2,500억\$ 이하	SIFI(Systemically Important Financial Institution) 규제적용
1,000~2,500억\$	SIFI규제 부분적 면제, 18개월 유예 후 스트레스테스트 면제
1,000억\$ 이하	SIFI 규제 면제 스트레스테스트 폐지
100억\$ 이하	볼커룰 면제
50억\$ 이하	보고내용 및 규모 축소

美 기업/상업은행 대출 역시 전환



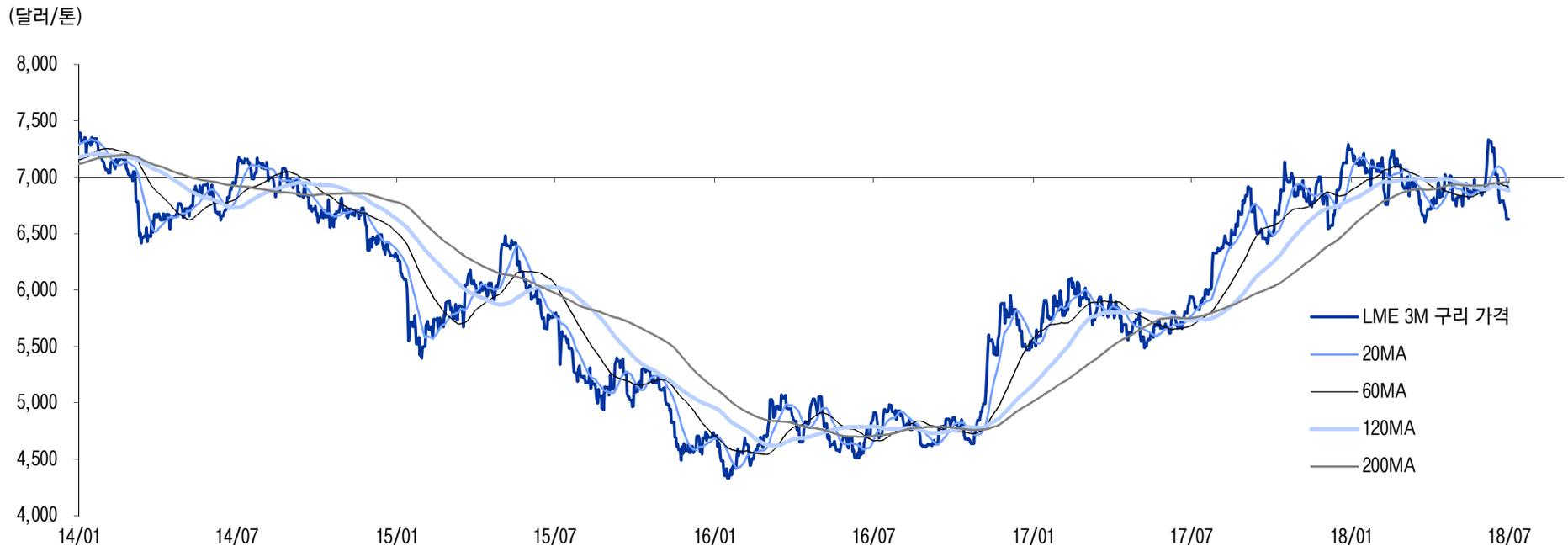
美 은행, 순이자 마진 상승 전환



자료: 美 재무부, 언론보도, World Bank, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 2018년 2/4분기 전기동 가격 동향

- 6월 글로벌 2대 광산인 Escondida 노사 1차 임금협상이 마무리 됨에 따라 협상 타결 가능성에 구리 가격 낙폭 확대
  - 지난해 2월 노조 측은 임금 7% 인상과 함께, 인센티브 3.8만달러 요구, 올해 임금 5%, 인센티브 3.4만달러로 전년대비 소폭 조정
  - 하반기 칠레와 페루 중심으로 다수 광산 근로만기 도래 예정, 공급차질 가능성은 여전히 상존
  - 그러나 Escondida 광산의 임금협상이 타결될 수 있다는 전망에 투자 심리 위축
- 올해 기존 글로벌 전기동 수요우위 전망 → 공급우위로 조정. 중국의 고정자산투자 부진 역시 수요 부진 우려 자극
  - ICSG, 기존 10.4만톤 수요우위 전망을 4.3만톤 공급우위로 조정, 광산공급 역시 소폭 상향 조정
  - 중국의 고정자산투자와 함께, Grid Infrastructure 투자 역시 집행률이 28% 수준에 그치면서 수요에 대한 의구심 형성



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 2018년에도 아직 남아있는 구리 광산 파업 이슈

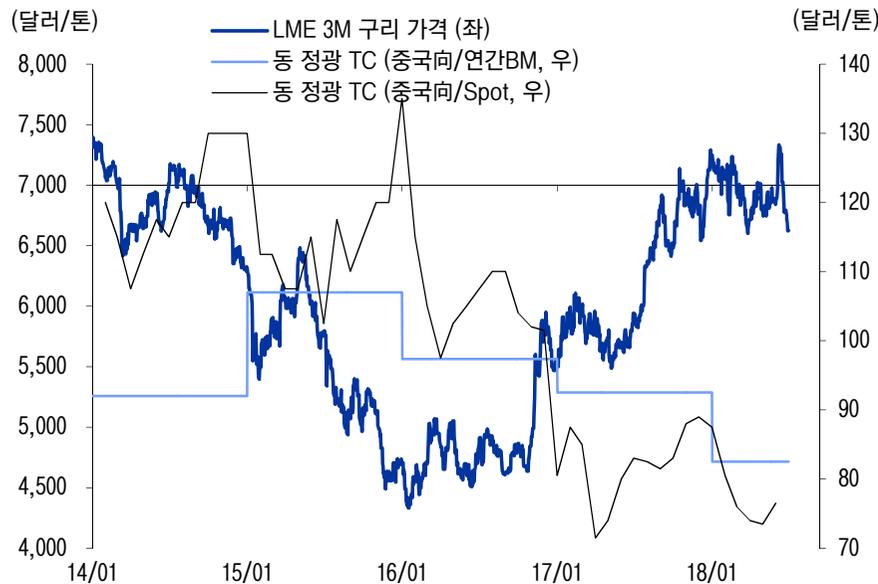
## ● 하반기 글로벌 구리광산 17곳 파업 가능성 상존

- 6월 Escondida 광산 노조 임금협상 잠정 종료. 7월말 전까지 협상 예정
- 지난해 2월 노조는 임금 7% 인상, 인센티브 3.8만달러 요구. 올해 5% 인상, 3.4만달러 요구하며 소폭 조정. 임금협상 안정적으로 이루어질 수 있다는 소식 부각
- 그러나 칠레, 페루 중심으로 글로벌 구리광산 17곳 파업 가능성 여전, 이는 글로벌 광산생산 60% 차지

## 하반기 칠레를 중심으로 광산 파업 가능성은 여전

근로계약 만기	기업	광산	소재지	노조	생산 Capa. (천톤)
1월	Glencore	Lomas Bayas	Chile	Workers Union	65
2월	Antofagasta	Los Pelambres	Chile	Labour Union	420
3월	Codelco	Radomiro Tomic	Chile	Workers Union	343
	Codelco	Chuquicamata	Chile	Union of Supervisors	320
5월	Lumina Copper	Caserones	Chile	Union of Workers	200
	Antofagasta	Centinela	Chile	Union at Sulphide mine	380
6월	Codelco	Mina Ministro Hales	Chile	Professional Union	183
	Antofagasta	Centinela	Chile	Union at Sulphide mine	380
	Antofagasta	Los Pelambres	Chile	Union at Plant	420
7월	BHP Billton	Spence	Chile	Staff	200
	BHP Billton	Escondida	Chile	Union No.1 of operators	1,300
	Lumina Copper	Antamina	Peru	-	450
8월	Codelco	Caserones	Chile	Mine Workers Union	200
	Codelco	Andina	Chile	Union of Supervisors	260
	BHP Billton	Cerro Colorado	Chile	Operators	75
	Southern Copper	Cuajone	Peru	-	161
	Southern Copper	Llo	Peru	-	28
9월	Southern Copper	Toquepala	Peru	-	145
	Freeport	Cerro Verde	Peru	-	580
	Antofagasta	Centinela	Chile	Union at Oxide Plant	380
10월	Antofagasta	Centinela	Chile	Union at Oxide Mine	380
	Anglo/Glencore	Collahuasi	Chile	Union of Supervisors	440
	Codelco	El Teniente	Chile	Union Caletones, 5/7 Sewell and unifi	430
	Codelco	Gabriela Mistral	Chile	Professional Union	122
	Antofagasta	El Tesoro	Chile	-	61
	Codelco	Caletones	Chile	-	32
	Codelco	Salvador	Chile	-	62
11월	Codelco	Mina Ministro Hales	Chile	Workers Union	183
	Codelco	Gabriela Mistral	Chile	Professional Union	122
	BHP Billton	Spence	Chile	Operators	200
12월	Lumina Copper	Caserones	Chile	Union of Supervisors	200

## 향후 발생할 공급차질은 정광 TC 상승을 제한시키는 요인



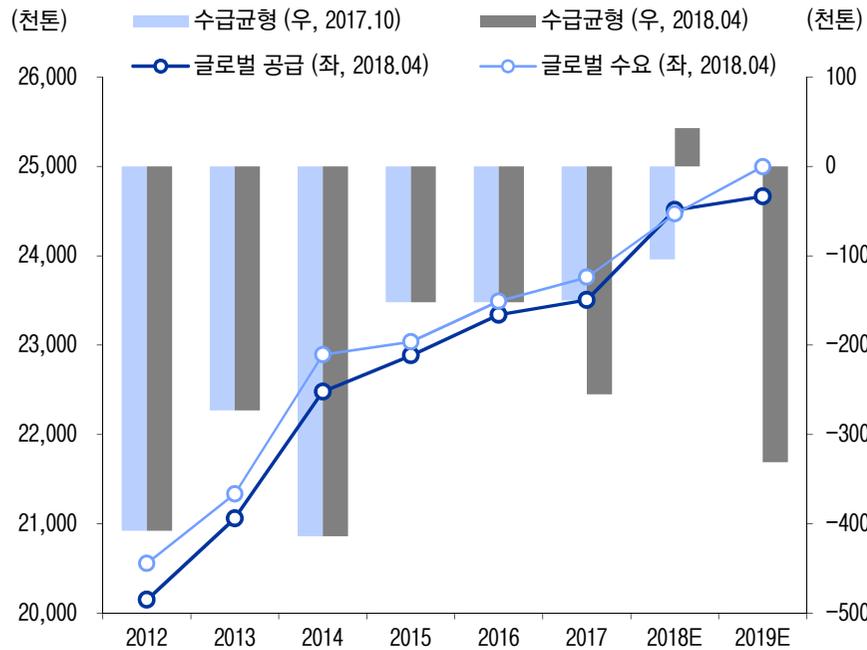
자료: Bloomberg, Wind, SMM, Antaiko(安泰科), Wood Mackenzie, China Copper Mining, 이베스트투자증권 리서치센터

# 하반기로 순연된 중국向 인프라 수요

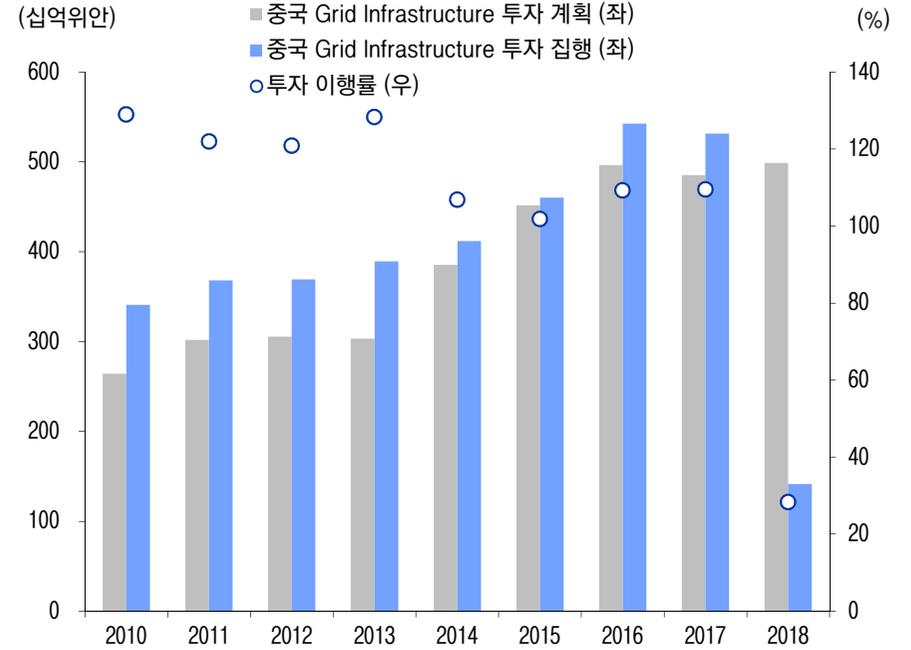
## ● 공급확대 우려는 없다! 하반기 수요에 주목

- 지난 4월 27일 ICSG 측은 2018년 글로벌 전기동 수급균형이 +4.3만톤으로 공급우위 전망. 이는 지난해 10월 전망한 수급균형 예상치 대비 +14.7만톤 확대된 수준
- 이를 수요 부진 우려로 바라볼 것이 아니라 3월 15일 중국 환경규제 종료에 따른 공급확대의 불가피성으로 바라봐야 하는 부분
- 5월부터 중국은 환경 현지감사와 함께, 대기, 토양, 수질 등 3대 오염에 대한 규제 강화하면서 공급차질 가능성 Up
- 2018년 중국의 그리드 인프라 투자 목표는 498.9십억위안, 5월 투자 이행률은 28%에 그치는 수준, 결국 수요는 하반기에 집중

ICSG, 2018년 글로벌 전기동 전망 공급우위로 변경



상반기 미집행된 중국의 인프라 수요는 하반기로 순연



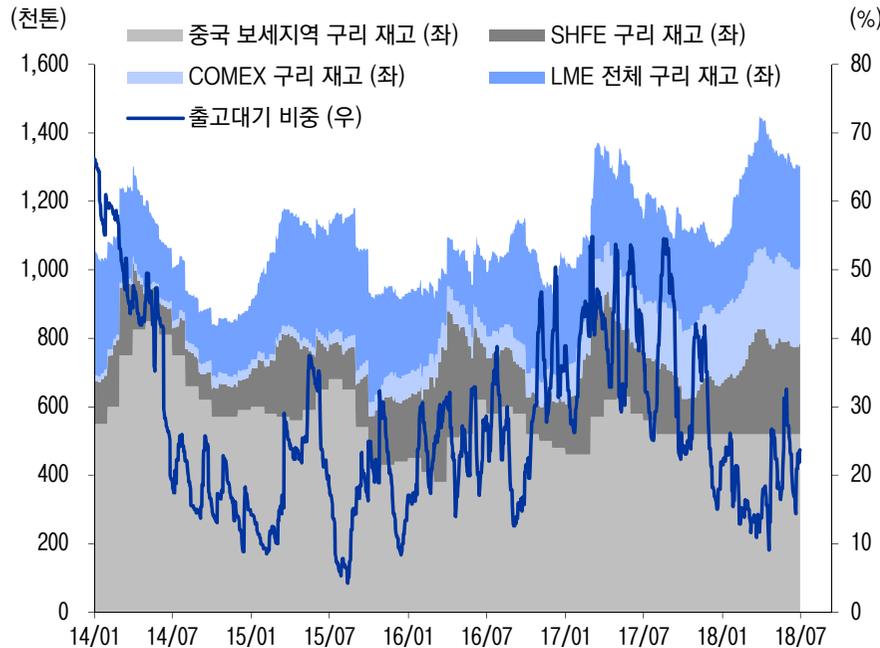
주: 중국 Grid Infrastructure 투자 계획은 정부 목표치  
 자료: ICSG, State Grid, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 하반기는 전통적인 재고 감소 시즌

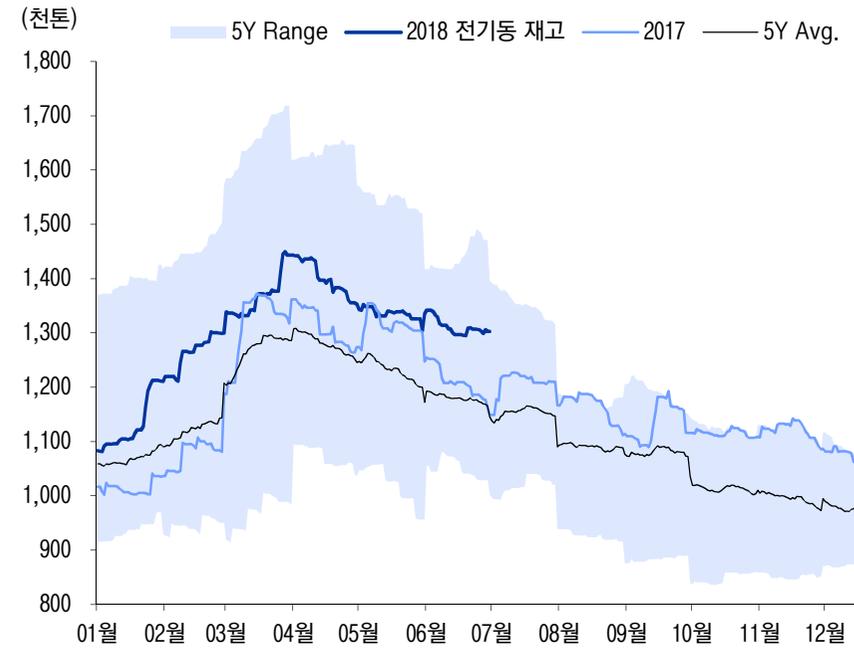
● 하반기 수요에 대한 계절성은 재고에서도 확인 가능

- 하반기부터 수요가 늘어난다는 증거는 재고를 통해 계절성 측면에서도 확인 가능
- 상반기 전기동 재고의 감소세가 더딘 모습을 보이고 있으나, 과거 5년 동기간과 함께 살펴볼 경우 하반기로 접어들 수록 전기동 재고는 우-하향세를 그리는 모습
- 앞서 중국의 하반기 착공과 2019년부터 모습을 갖춰질 미국 인프라 기대감이 전기동 재고 감소세를 더욱 두드러지게 그려낼 것

글로벌 전기동 재고는 점진적 감소하는 모습



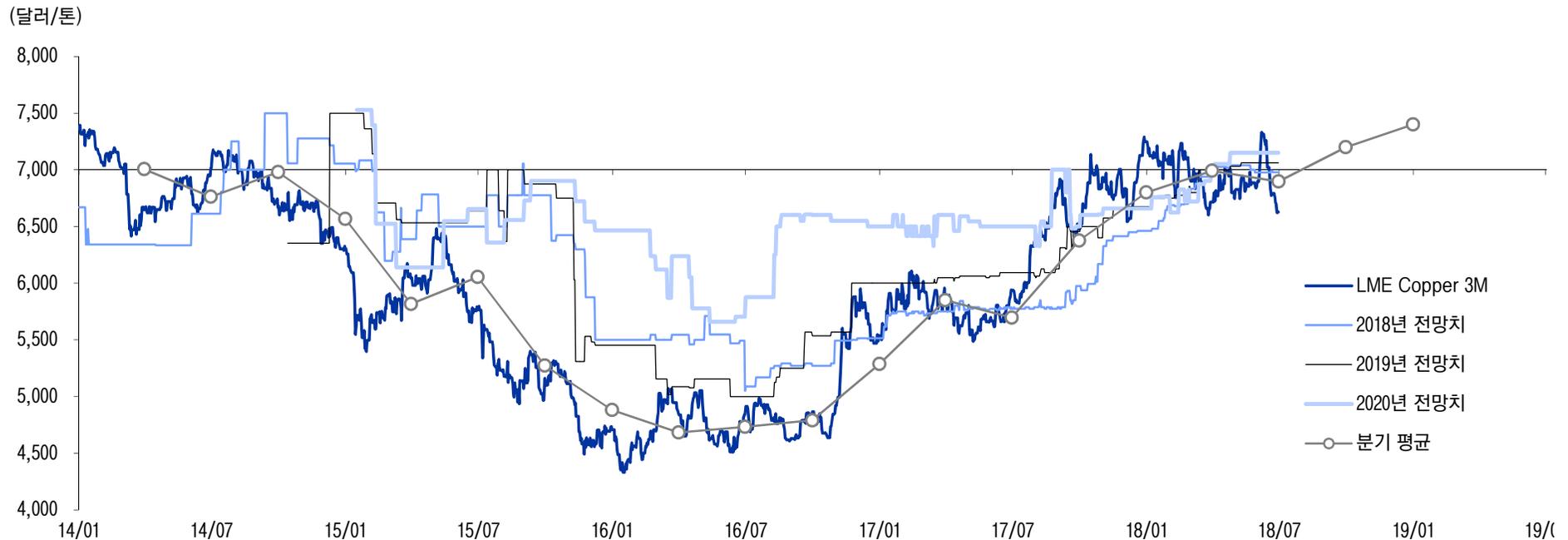
전통적으로 하반기는 수요 촉진으로 재고 감소 기간



주: 우측 차트는 글로벌 선물 시장 전기동 재고  
 자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 3/4분기 전기동 가격 톤당 7,200달러 전망

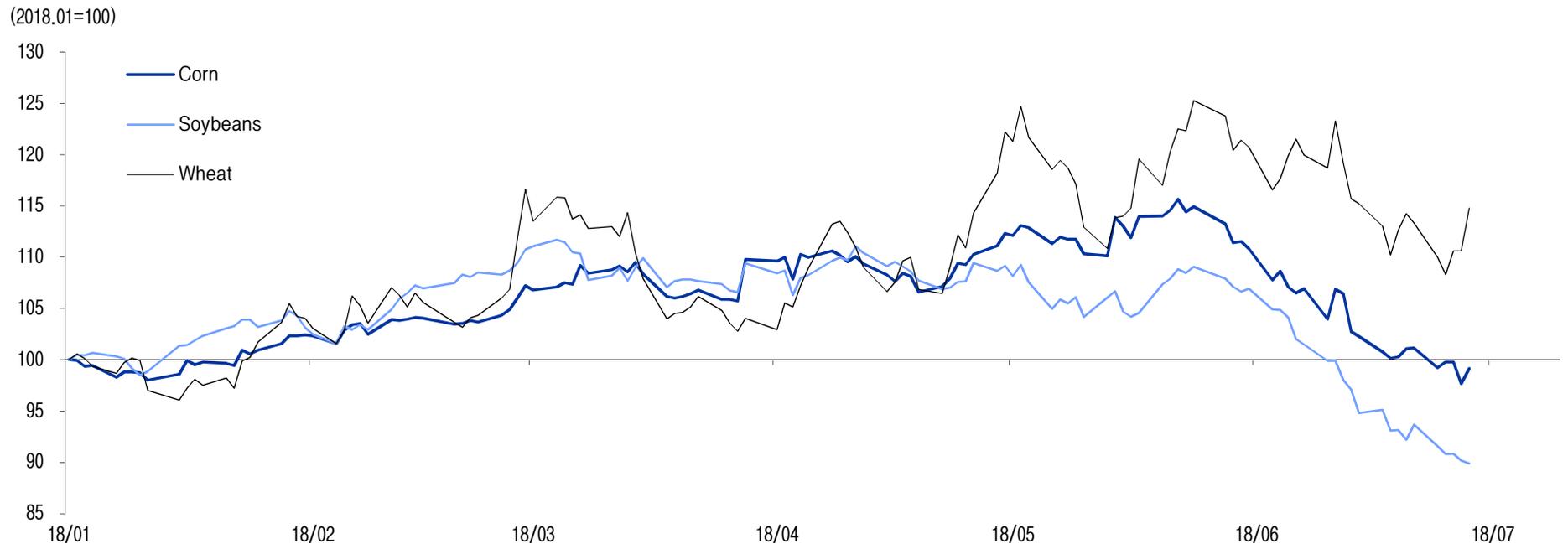
- 3/4분기 전기동 가격 레인지는 톤당 6,500~7,800달러, 3/4분기 평균치 7,200달러 전망
- Escondida 광산 노조의 임금협상 타결 가능성 언급되지만 하반기 광산 17곳 근로만기 도래 예정, 공급차질 가능성은 여전히 상존
- 중국의 고정자산투자 부진한 모습 보이고 있으나, 부동산 투자 증가율은 9.78%yoy로 견조, Grid Infrastructure 투자 역시 하반기 기대
  - Grid Infrastructure 투자 집행률은 28%이나, 이는 하반기 인프라 투자가 집중된다는 것 반증
  - 전통적으로 7~8월 건설 착공 비수기. 9월부터 온화한 날씨 도래 시 건설·부동산向 수요 원활할 것
- 증치세 인하 영향 하, SHFE-LME 스프레드에 주목, 중국 바이어들의 수입 지속적으로 확대 의미
- 특히, 도드-프랭크법 규제 완화 + 9월부터 미국의 2019 회계연도 예산안 처리가 예고됨에 따라 글로벌 2대 소비국向 수요 역시 기대



주: 2018년, 2019년, 2020년 전망치는 Bloomberg 컨센서스, 2018년 3/4~4/4분기 평균은 당사 전망치  
 자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 2018년 2/4분기 농산물 시장 동향

- **옥수수: 연초 발생했던 라니냐 영향 후퇴함에 따라 작황 우수등급 과거 5년 레인지 상회, 공급확대 우려 자극**
  - 미국의 작황 우수등급이 과거 5년 레인지 상회함에 따라 9월 수확시즌 공급확대에 대한 우려는 가격 부진 우려로 작용
- **대두: 라니냐 이슈 후퇴와 함께, 중국 측에서 미국산 곡물 수입관세 25% 인상할 것이란 우려에 가격 10년래 최저치 기록**
  - USDA, 대두 공급이 12.22억 부셸로 2007년 사상 최대치(10.92억) 상회
  - 미국 측에서 중국산 제품 수입관세 25% 부과하겠다고 전하자 중국 역시 7월 6일 미국산 제품에 대한 수입관세 인상 예정
- **소맥: 작황 우수등급이 과거 5년 레인지 상회하면서 가격 상승속도 둔화. 그러나 프랑스의 수확 전망치 축소로 가격 상승 지지**



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 완화된 기상이변, 상승속도 위축된 곡물 지수

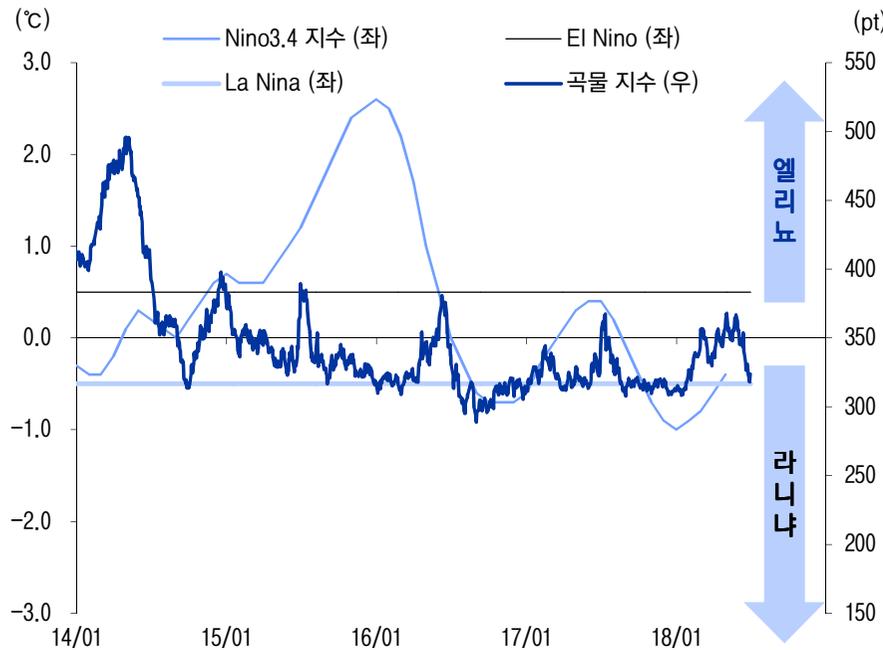
## ● 2017년 12월부터 작용했던 라니냐 영향

- 라니냐는 열대 중부지방 태평양 해수면 온도 평년대비 0.5도씨 이상 낮은 상태가 6개월 지속, 사이클론 발생 가능성 확대
- 2017년 12월 라니냐 영향이 절정에 이르면서 공급차질 가능성에 GSCI 곡물 지수 변동성 확대

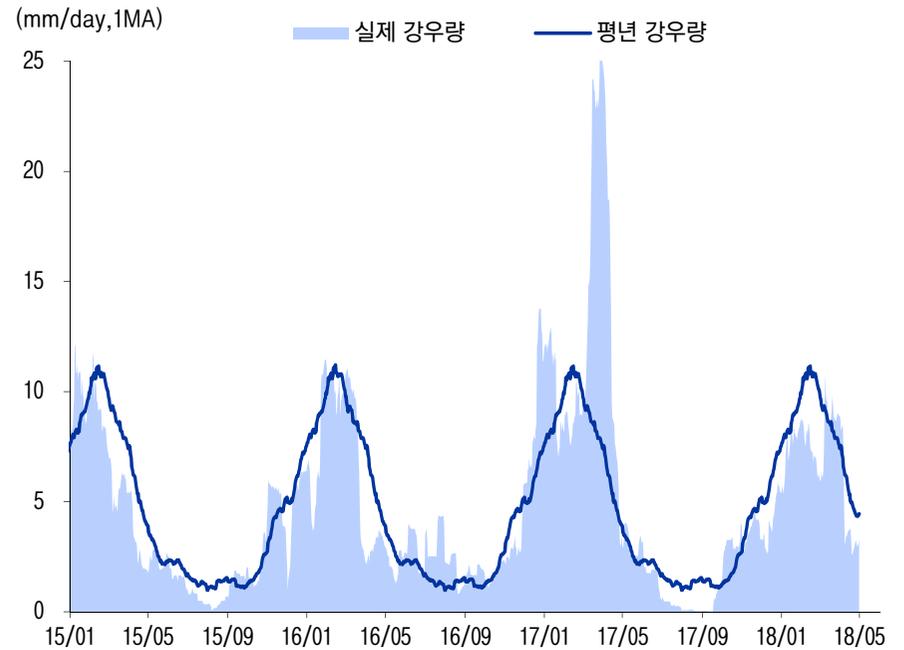
## ● 그러나 2018년부터 해소된 라니냐

- 기상이변의 척도인 Nino3.4 지수는 지난 4월 -0.4로 상승, 라니냐 영향이 후퇴함에 따라 곡물 지수의 상승속도는 빠르게 둔화
- 주요 대두 생산지 중 하나인 호주의 실제 강우량은 당초 예상과 달리 평년 강우량 내 안착, 5월 대두 안정적으로 수확

연초 라니냐 이슈가 후퇴함에 따라 곡물 지수 하락속도 확대



호주 실제 강우량은 평년 강우량 이내로 안정된 상태



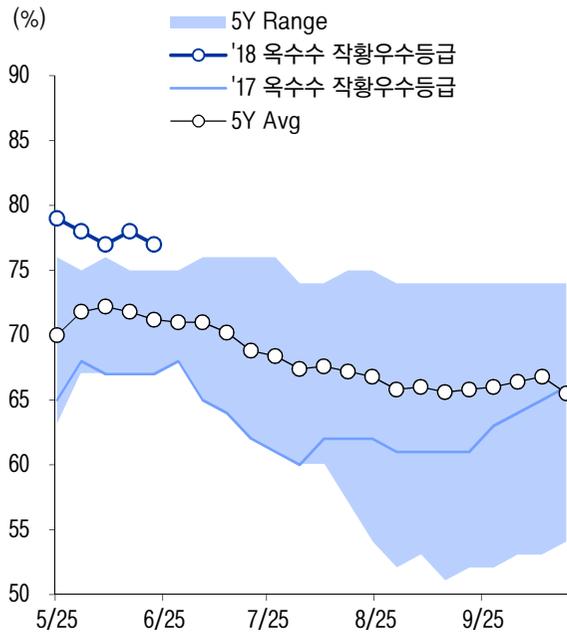
자료: Bloomberg, 호주 기상청, 이베스트투자증권 리서치센터

# 현재까지 곡물 수확 전망은 안정적

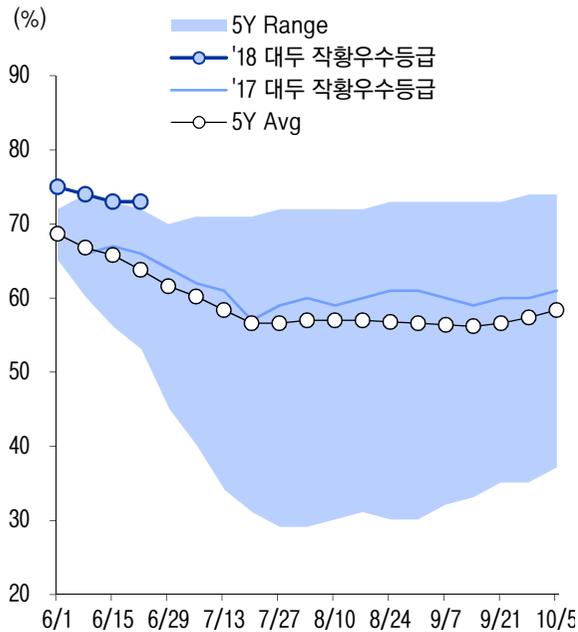
## ● 美 곡물 작황 우수등급은 모두 과거 5년 동기간 레인지 상회

- 미국의 옥수수, 대두, 보밀 모두 작황 우수등급이 과거 5년 동기간 레인지를 상회
- 작황우수등급이 안정적이란 의미는 향후 수확 시 안정적으로 농산물이 공급될 수 있다는 의미
- 결국 3대 곡물의 안정적인 작황 우수등급은 가격 측면에서 상단이 제한적일 수 있다는 것

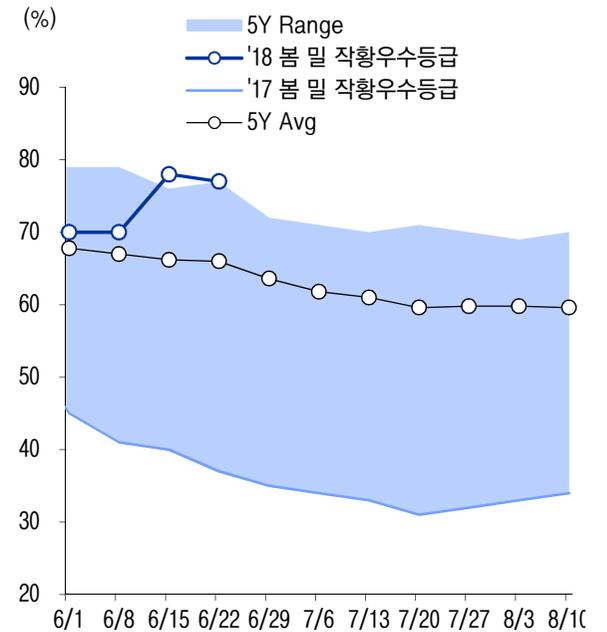
### 작황 우수등급은 과거 5년 상회



### 대두 역시 양호한 모습 보이는 상황



### 보밀은 최근 들어 안정적 유지



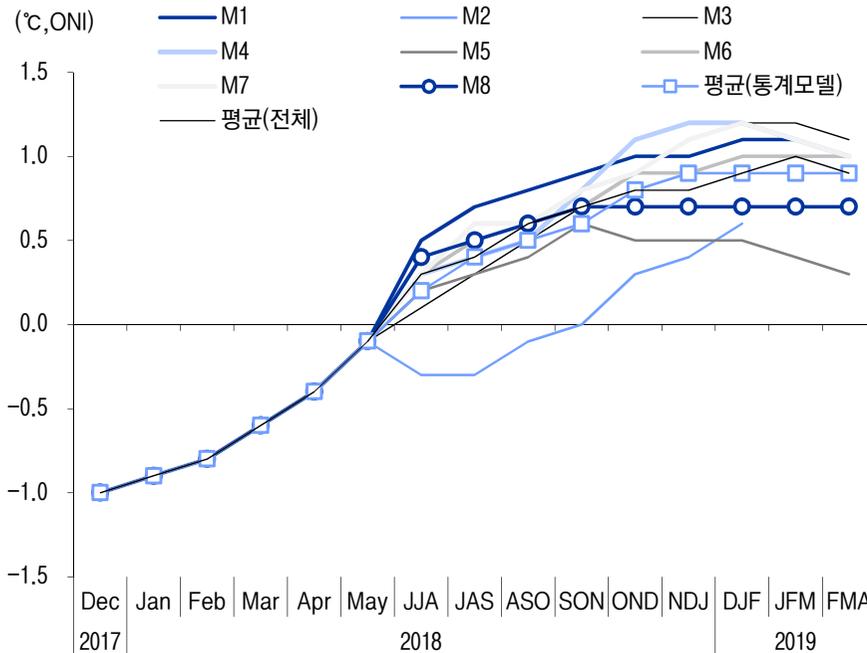
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 기상 이슈, 엘리뇨에 집중하자

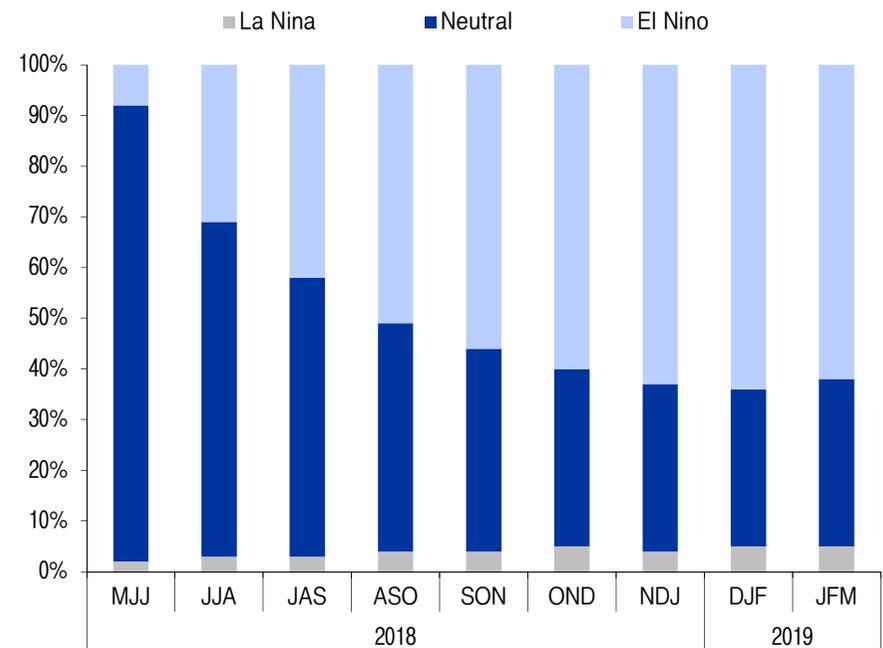
● **기상이변, 아직까지는 중립 우세. 그러나 엘리뇨 가시권으로 진입 중**

- 국제기후연구소(IRI), 3/4분기 기상이변 가능성은 크게 위축된 상황으로 판단 중. 그러나 문제는 9월부터 기상이변 가능성이 중립에서 엘리뇨 영향으로 기울 것으로 예상
- 엘리뇨 현상은 해수면 온도가 올라가는 현상으로 호주 북부, 인도, 동남아 지역에 가뭄, 남반구인 중남미에는 홍수 발생 요인
- 3/4분기 농산물 가격은 안정세일 것으로 예상되나 분기말인 9월부터 남반구의 파종 시기 가뭄 영향에 노출될 것

3/4분기는 중립 우세, 그러나 엘리뇨 가시권으로 진입 중



엘리뇨 가능성이 확대됨에 따라 가뭄 우려에 주목



주1: M1, M2 등은 모델별 기준 전망치  
 주2: JJA는 6월, 7월, 8월 의미  
 자료: CPC/IRI, 이베스트투자증권 리서치센터

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 신중호, 염동찬, 전병하, 최진영).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.