



Asset
Management



2013. 07. 01

KPOP Strategy – 短期는 주식, 中期는 채권

Strategist **김형렬**

3771_9773

jeff2000@iprovest.com

Economist **임동민**

3771_9113

dmlim2337@iprovest.com

Derivatives Analyst **김지혜**

3771_9162

jh5.kim@iprovest.com

채권전략 RA 연구원 **이슬비**

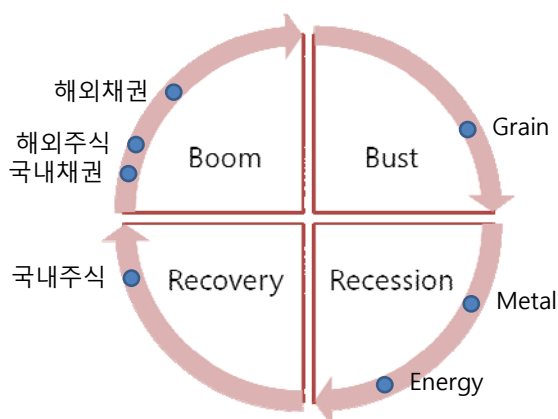
3771_9175

sblee@iprovest.com

미국 양적완화정책 단계적 축소 및 중단 가능성이 등장하며 글로벌 금융시장의 변화가 확대되고 있다. 주식시장과 채권시장이 동반 약세를 나타내며 위험자산에 대한 기피심리가 심화된 상태이다. 그러나 세계경제가 완만하게나마 회복세를 이어가고 있고, 출구전략 역시 회복 정도에 따른 유연성이 가미될 수 있다고 고려할 때 위험자산에 대한 투자비중을 확대하는 고민이 필요해 보인다. 정책 불확실성에 대한 내성의 강도를 체크하며 투자 공략 대상을 선별하는 작업이 필요해 보인다.

7월 KPOP전략은 주식 비중을 중립 수준으로, 채권 비중 확대를 제안한다. 출구전략에 반응해 금리 상승이 확대되었지만 저금리 기조가 상당 기간 유지될 것이란 믿음을 바꿀 필요는 없기 때문이다. 주식투자는 변동성이 축소될 때까지 트레이딩 관점 대응이 요구된다.

주요 자산별 수익률을 고려한 투자사계(投資四界)



자료: 교보증권 리서치센터

| Compliance Notice |

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며, 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사항목은 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.

Contents

- 3 Executive Summary
- 4 Analysis for SAA : 7 월 거시건전성 테스트, 한국 안정
- 8 Analysis for TAA : 주식과 채권가격 회복의 우선순위
- 10 주식 교보전략 - 기술적 반등 이후 모멘텀 점검 중요
- 12 채권 교보전략 -경기 우려 반영한 금리 하향 안정세 예상
- 15 상품 교보전략 - 출구전략 이슈 등장으로センチ먼트 악화
- 17 에너지 교보전략 - 상품시장에서 가장 매력적인 대상
- 19 환율 교보전략 - 금리도 안정되는 원화 약세 회복
- 20 KPOP Strategy - 短期는 주식, 中期는 채권



Executive Summary

불과 한 달 사이에 투자환경이 많이 바뀌었다. 5월까지만 해도 주식시장의 고민은 선진국 증시와의 디커플링 정도에 그쳤고, 1분기까지 어닝쇼크가 이어지는 상황에서도 하반기에 대한 신뢰를 유지해 왔다. 그러나 시장금리가 상승하고 동시에 신흥국 통화 가치가 하락하며 전반적으로 위험자산에 대한 기피현상이 심화되었다. 주식시장과 채권시장이 동반 패닉 상황을 보이며 리스크 관리에 주력하는 변화를 확인했다. 지금의 고민은 리스크 관리를 계속해야 할 지, 아니면 단기 변동성 환경을 투자기회로 삼아야 할 지 선택을 해야 하는 상황이다.

결론부터 말하면 위험자산에 대한 투자비중을 확대하는 것이 합리적인 선택으로 생각된다. 출구전략 시행은 아직 시간을 두고 검토할 변수이며 매크로 환경 변화에 따라 바뀔 수 있는 유동적인 변수이기 때문이다. 오히려 금융시장 혼란이 실물경제에 부정적 영향을 주게 될 경우 금융시장은 시장 친화적인 정책 등장을 다시 기대할 수 있게 된다. 출구전략이란 표현까지 나왔으니 금리상승이 본격화 되는 것은 아닌지 걱정되었지만 현재 상황은 과도하게 전개된 금리 하락이 걱정 수준으로 수렴하는 것으로 해석된다. 다시 말해 주식과 채권 가격의 복원은 가까운 시일에 확인할 가능성이 높아 보인다.

문제는 주식과 채권 중 어떤 자산을 선택하느냐 문제이다. 주식시장의 하락폭이 과도했던 만큼 투자매력이 가장 높다고 느낄 수 있겠지만, 한편으로 단기 조정상황을 보인 채권시장도 매력적인 투자대상이 된다.

주식의 가격복원에는 많은 조건이 필요하다. 당분간 필요한 유동성 지원, 고용과 소비를 중심으로 실물경제가 있어야 하고, 후행적으로 기업이익 개선 모멘텀이 뚜렷해야 한다. 채권의 가격복원(금리 하락)은 상대적으로 주식보다 쉬울 것으로 보인다. 중국을 중심으로 신흥국 경기둔화 징후가 뚜렷하고, 경기회복 시그널이 강해진다고 해도 출구전략의 의미가 미국 연준의 자산매입 프로그램 축소를 의미하는 것이지 기준금리 인상을 고려할 정도는 아니기 때문이다.

수익률 변화의 조건을 종합하면 단기적으로는 주식과 채권이 동일한 매력을 갖고 있어 보이지만, 중기적으로는 채권의 투자매력이 더욱 커질 것으로 보인다. 시장위험이 상대적으로 낮은 선진국 채권 투자비중을 확대하는 것이 필요하며, 미국과 유럽 채권 비중을 조정하는 것이 합리적인 선택이 될 것으로 보인다.

Analysis for SAA : 7월 거시건전성 테스트, 한국 안정

QE 축소논란으로 인해 달러화 강세, 신흥시장에서 자금이탈 우려 존재

7월 자산시장 화두는 신흥시장 자금이탈 여부

7월 글로벌 자산시장의 화두는 달러화 강세에 따른 신흥시장의 자금이탈 우려이다. 6월 FOMC에서는 미국 경제개선이 연준의 예상경로에 부합할 경우 연내 자산매입 규모를 축소, 2014년 중반에는 자산매입을 중단할 수 있다는 계획을 밝혔다. 우리는 연준의 자산매입 조절이 경기상황에 따른 조건부 정책선택이라는 점에서 국채금리 상승, 달러화 강세, 그리고 신흥시장에서 자금이탈이 가파르게 전개되지는 않을 것으로 예상된다.

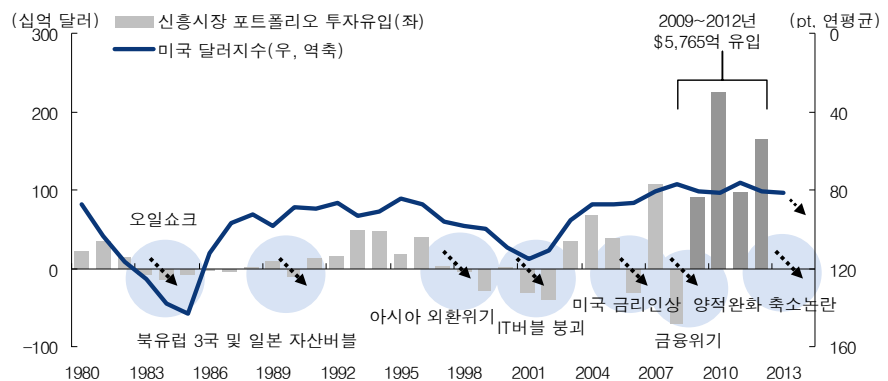
특히 미국의 경우에도 장기 저금리 기조가 조기에 흔들릴 경우, 지금까지 경기회복의 단서가 된 원활한 채무조정과 소비, 투자, 주택시장 개선세도 약화될 것이다. 즉 미국 금리상승 자체가 경기회복을 저해하는 요인으로 작용해 자산매입의 조기변경 가능성을 낮출 전망이다. 그러나 일단 채권시장에서 자금이탈이 지속되면서 금리상승, 달러화 강세와 이에 따른 자산시장 영향이 7월까지의 이어질 수 있는 분위기이다.

2009~2012년 유입된 유동성의 환류가 우려

2008~2009년 연준의 제로금리 및 양적완화 시행 이후 신흥시장으로 유입된 포트폴리오 투자는 2012년까지 5,765억 달러에 이른 것으로 추정된다. 2013년 상반기까지도 아세안 등 신흥시장에 자금유입이 지속되었다는 점에서 이 규모는 더욱 클 전망이다.

현재 이에 대한 반작용 우려는 당연하다. 1980년 이후 달러화 강세는 금융 및 실물충격 국면에서 발생했고, 이 경우 신흥시장 포트폴리오 투자자금 회수가 진행되었기 때문이다. 특히 지난 5년 간 신흥시장으로 유입된 포트폴리오 자금유입은 가장 급속하고 큰 규모로 진행됐다는 점에서 신흥시장의 전반적인 자산가격 조정 및 실물경제의 영향이 걱정되는 시점이다.

도표 1. 미국 양적완화 축소논란, 달러화 강세, 신흥시장에서 자금유출 우려



자료: IMF, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

신흥시장은 거시건전성 판단에 따른 신용등급 조정의 영향권

신흥국 거시건전성 평가 및 신용등급 변경 등이 관건

얼마 전까지만 해도, 신흥시장은 해외자금 유입을 차단하기 위한 조치 등을 강구했다. 환율 갈등 국면에서 자국 통화의 평가절하, 혹은 토빈세 등 해외자금 유입에 제약을 주었다. 그러나 불과 1~2개월 만에 상황이 역전되었다. 현재 급격한 자금유출을 걱정해야 하는 신흥국으로서는 자국 통화의 평가절하를 막기 위해 금리인상을 단행하거나, 자금이동의 거래세를 폐지하는 등 조치를 취하고 있다. 브라질, 인도네시아가 대표적이다.

그러나 이러한 조치들은 한시적인 영향을 줄 뿐이다. 만약 신흥시장에서 유동성 환류가 본격화될 경우, 경제여건이 취약하거나 특히, 대외 건전성 등 기본적 여건이 결여되어 있을 경우, 신용등급 강등 및 자금이탈이 진행될 위험은 역시 클 것이다. 최근 국가신용등급 조정추세를 보면, 아직 영향력 있는 신흥국의 국가신용등급이 하향되지는 않았지만 하향조정 빈도가 증가하고 있는 것은 분명한 사실이다.

도표 2. 5월 이후 국가신용등급 조정내역

국가	외화표시 장기				외화표시 단기				최근 변경
	무디스	S&P	피치	R&I	무디스	S&P	피치	R&I	
베네수엘라	B2	B	B+	NR	NR	B	B	NR	06월 17일
아루바	NR	BBB+	BBB	NR	NR	A-2	F3	NR	06월 14일
바레인	Baa1 +-	BBB	BBB	NR	NR	A-2	F3	NR	06월 13일
대한민국	Aa3	A+	AA-	A+	NR	A-1	F1+	NR	06월 11일
라트비아	Baa2	BBB+	BBB	BBB	NR	A-2	F3	NR	06월 10일
버뮤다	Aa3	AA-	AA-	NR	NR	A-1+	F1+	NR	06월 07일
핀란드	Aaa	AAA	AAA	AAA	NR	A-1+	F1+	NR	06월 07일
키프로스	(P)Caa3	CCC	B-	NR	NP	C	B	NR	06월 03일
튀니지	Ba2	BB-	BB+	BBB-	NR	B	B	NR	05월 29일
마케도니아	NR	BB-	BB+	NR	NR	B	B	NR	05월 24일
요르단	Ba2	BB-	NR	NR	NR	B	NR	NR	05월 20일
우크라이나	B3	B	B	B+	NR	B	B	NR	05월 20일
슬로베니아	Ba1	A-	BBB+	A-	NR	A-2	F2	NR	05월 17일
터키	Baa3	BB+u	BBB-	BB+ **	NR	Bu	F3	NR	05월 16일
폴란드	A2	A-	A-	A-	P-1	A-2	F2	NR	05월 15일
그리스	C	B-	B-	CC	NP	B	B	NR	05월 14일
이집트	Caa1	CCC+	B	NR	NR	C	B	NR	05월 09일
호주	Aaa	AAAu	AAA	AAA	NR	A-1+u	F1+	NR	05월 08일
멕시코	Baa1	BBB	BBB+	BBB	WR	A-2	F2	NR	05월 08일
필리핀	Ba1	BBB-	BBB-	BBB-	NR	A-3	F3	a-2	05월 02일

자료: 각 신용평가기관, 교보증권 리서치센터

한국, 중국 등 안정. 브라질, 인도네시아 등 다소 불안. 인도는 거시건전성 결여

거시건전성 테스트 요구
대내외수지 및 실질금리

따라서 7월 글로벌 자산시장의 변동에 대응하기 위해서는 국가의 기본적인 거시건전성에 대한 테스트가 요구된다. 거시건전성을 확보한 국가의 경우 자산시장은 비교적 내성을 갖출 것이고, 그렇지 못 한 국가들은 비교적 큰 폭의 금융시장 변동이 예상된다.

한국, 중국, 러시아 등
경상흑자 상태로 안정적

가장 기본적으로 2013년 재정 및 경상수지 분포를 살펴볼 필요가 있다. 한국의 경우 재정 및 경상수지 동반흑자가 예상된다. 국가의 재정건전성 및 상품 및 서비스 교역에 따른 외환창출 능력에서 나쁘지 않은 평가를 받을 수 있다. 중국 형 신흥시장의 경우 재정수지는 적자이나, 경상수지는 흑자라는 점에서 보다 안정적 평가를 받을 수 있다. 대표적인 국가는 러시아, 말레이시아, 태국, 필리핀, 베트남 등이 있다.

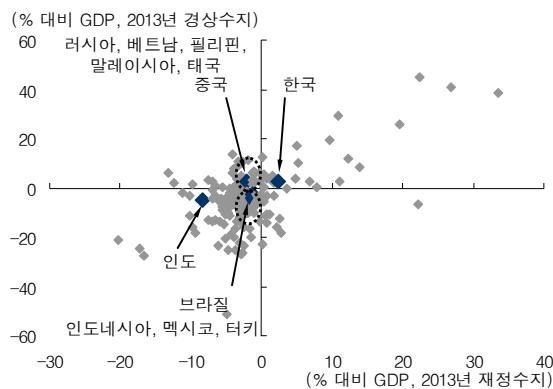
브라질, 인도, 인도네시아
등 쌍둥이 적자상태로 불안

반면 브라질 형 신흥시장의 경우 상대적으로 건전성에 대한 평가가 떨어질 수 있다. 재정 및 경상수지가 동반 적자 상태를 나타내고 있기 때문이다. 주요 국가로는 인도네시아, 멕시코, 터키 등이 있다. 인도의 경우 재정 및 경상수지 적자 폭이 커서 기본적인 거시건전성이 결여된 상태로, 상대적인 위험이 가장 큰 국가로 지목될 수 있다.

인도는 음의 실질금리
상태로 거시건전성 결여

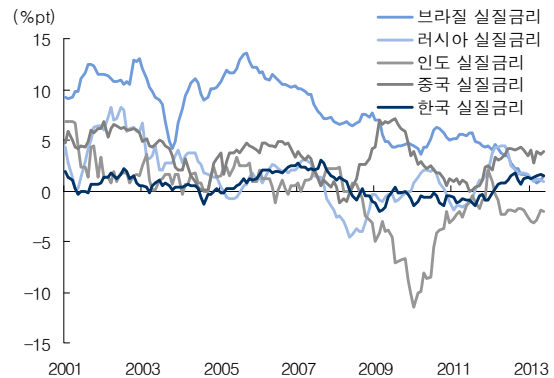
명목금리와 소비자물가의 차이인 실질금리도 중요한 판단기준이 될 전망이다. 신흥국가의 경우 대부분 양의 실질금리를 유지하고 있다. 그러나 인도의 경우에는 목표 기준금리가 7.25%인데 반해, 최근 월 CPI 상승률은 +10.24% YoY에 이른다. 인도의 경우에는 기본적인 거시건전성 결여에 대한 위험이 큰 상태에 머물러 있다.

도표 3. 2013년 전세계 국가의 재정 및 경상수지 분포



자료: IMF, 교보증권 리서치센터

도표 4. BRICs 및 한국의 실질금리 추이



자료: 각국 중앙은행 및 통계청, 교보증권 리서치센터 주: 기준금리-CPI

한국, 필요외환 대비 외환보유 비율 낮음. 안정적 펀더멘털에 대한 판단 가능

한국의 거시건전성 우월
긍정적 신용등급으로 귀결

한국은 신흥시장뿐만 아니라 선진시장 중에서도 기본적인 거시 건전성이 양호하다. 기본적으로 재정수지 및 경상수지가 동반 흑자상태에 놓여진 국가들은 그리 많지 않기 때문이다. 또한 안정적인 인플레이션 상태로 긍정적이다. 이 때문에, 최근 한국의 국가신용등급에 대한 평가 역시 긍정적이다. 무디스가 미국의 출구전략 우려에도 한국의 국가신용등급을 Aa3, 안정적으로 유지한 것도 이러한 배경에 기인한다.

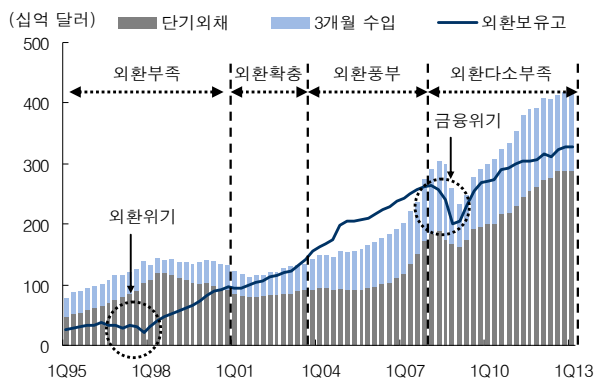
한국 단기외채 대비
외환보유 1.13배로 높음

다만 한국의 이러한 우월한 거시 건전성 상태에도 불구하고, 가파른 원화약세가 지속되고 있다. 이에 따라 한국의 외환보유고가 충분한 수준에 놓여져 있는지에 대한 판단이 요구된다. 현재 한국의 외환보유고는 3,274억 달러이며, 단기외채는 2,880억 달러이다. 단기외채 대비 외환보유 비율은 1.13배로 안정적 수준이다. 다만 적정 외환보유 (단기외채+3개월 수입액 대비) 비율은 0.78배로 낮다. 그러나 경상흑자가 누적되는 상황에서 수입액 결제를 못 할 리는 없으므로 충분히 안정적이라는 평가가 가능할 것이다.

신흥시장 조정국면에서
한국은 상대적으로 안정적

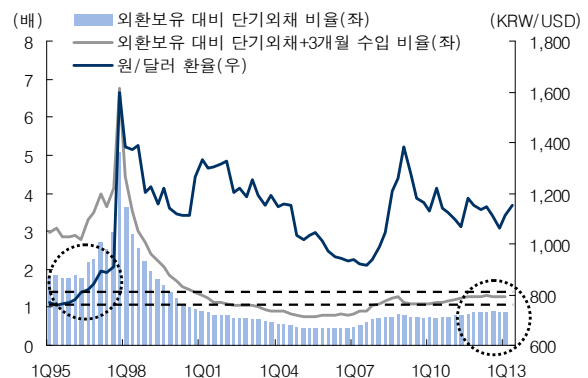
이에 따라 달러화 강세가 발생하더라도 원/달러 환율상승은 보다 제한될 수 있을 것으로 판단한다. 물론 2008~2009년 예기치 않은 리만 브라더스 파산에 따른 무차별한 위험자산 회수가 진행된다면 이러한 양호한 펀더멘털 여건에도 불구하고, 원/달러 환율이 1,200원을 상향할 수도 있다. 이러한 최악의 상황을 배제한다면, 달러화 강세와 이에 따른 신흥시장의 조정압력에서 한국 경제와 이와 관련된 자산시장은 상대적인 안정성을 확보할 것으로 판단한다.

도표 5. 단기외채+3개월 수입 대비 외환보유비율 다소 높음



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

도표 6. 외환보유고 대비 단기외채 비율은 안정적인 수준

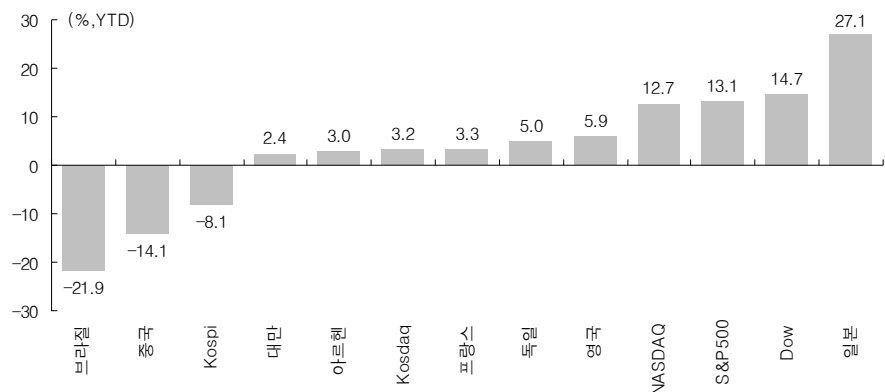


주: 적정외환보유고=단기외채+3개월 분 수입

Analysis for TAA : 주식과 채권가격 회복의 우선순위

포트폴리오 성과를 개선시키기 위한 7월 전술적 자산배분(Tactical Asset Allocation)의 핵심은 수익률 회복 과정에 주식과 채권 중 무엇이 비중을 더욱 키울 것이냐는 점이다. 투자심리가 안정을 되찾아 금융시장이 회복될 경우 단기적으로는 주식과 채권 모두 동일한 투자매력을 보유하고 있는 것으로 생각된다. 채권시장이 먼저 안정될 경우 순차적으로 주식시장의 저평가 매력도 개선되고 모멘텀 장착까지 더해질 경우 주가회복 속도를 빨라질 수 있기 때문이다.

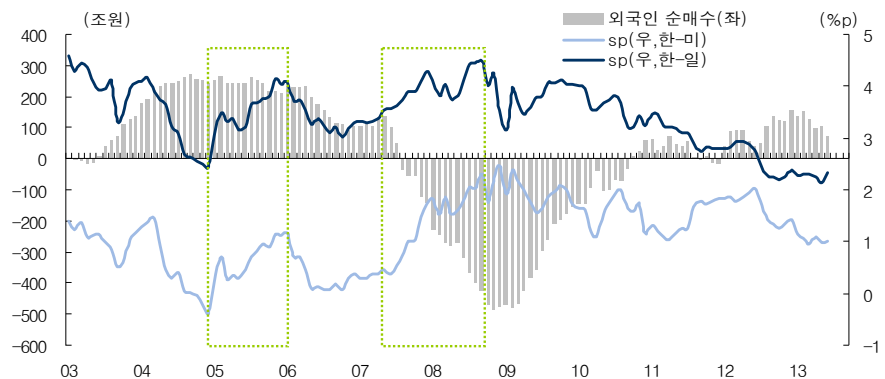
도표 7. 글로벌 주식시장 연초 대비 수익률 점검



자료: Bloomberg

주가 급락이 투자매력을 키운 측면은 있지만 신흥국 채권금리 상승이 확대되는 점은 쥔 꼬리다. 금리하락이 빠르게 정상화되지 않는다면 외국인 투자자본은 신흥국 주식시장에 대해 큰 매력을 느끼기 쉽지 않기 때문이다. 따라서 주가회복의 전제 조건이 금리라는 점을 감안하면 주식 보다 채권에 대한 비중확대에 의미를 두는 것이 필요해 보인다.

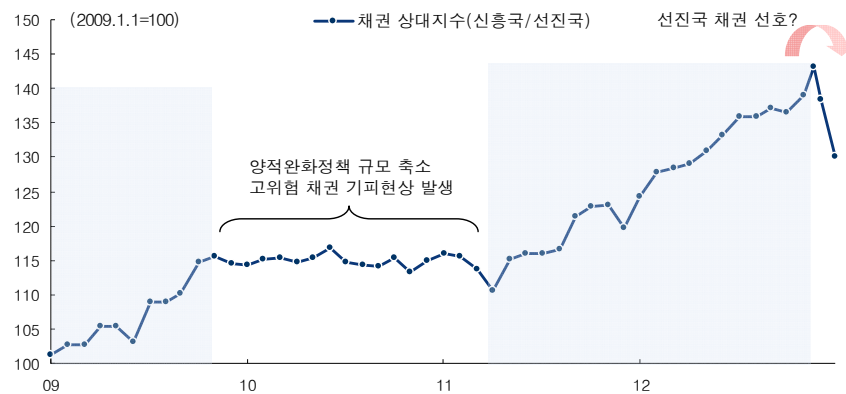
도표 8. 주요국 대비 한국 금리스프레드 강세, 외국인 투자자를 소극적으로 만들어



자료: Bloomberg

JP Morgan 선진국, 이머징 채권지수의 상대성가를 그려보면 최근의 채권시장의 무게중심 이동 가능성을 고민하게 한다. 2009년 이후 고수익 신흥국 채권 선호가 강화되었다. 유럽 재정위기 불안과 오퍼레이션 트위스트 가동 기간 정체를 보이던 상대지수는 다시 오름세를 키워왔고, 최근까지도 이 기조는 이어지는 듯 했다. 그러나 미국 출구전략 계획이 나오며 상황은 바뀌어 갔다. 선진국 채권은 신흥국 채권과 비교해 절대 금리수준이 높지 않은 탓에 하락폭도 제한적이었다. 수년 이내에 출구전략이 가동된다는 기준이 생긴 만큼 고수익 신흥시장 채권에 대해서는 '위험'도 높다는 인식을 심기에 충분하다.

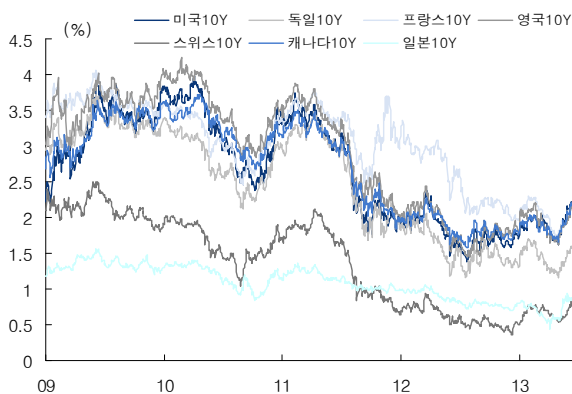
도표 9. 신흥국 채권 강세의 기조적 변화, 앞으론 선진국 채권 강세국면?



자료: Bloomberg

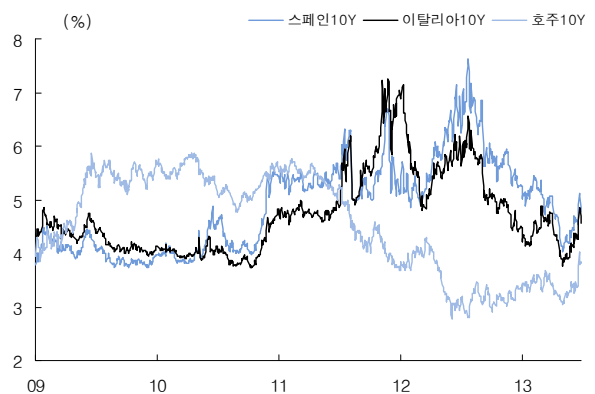
자산 수익률 회복이 단기적으로 가능하다면 회복조건이 까다롭지 않은 채권 비중을 확대하는 것이 필요하다. 채권투자에 있어서도 미국 출구전략과 경기모멘텀이 상충되는 신흥국 채권 보다 선진국 채권 매력이 더욱 크다고 생각된다. 물론 과열양상을 보였던 미국, 일본 채권의 투자매력이 크다고 볼 순 없다. 그러나 재정위기 불안에서 벗어난 유럽채권의 투자매력은 한층 강화될 여지가 있다. 이런 변화가 가능할 수 있는 것은 달러화 강세조건 하에서도 잘 버티는 유로화 동향으로 추정이 가능할 것으로 보인다.

도표 10. 3% 이하 수준인 주요 선진국 국채금리



자료: 교보증권 리서치센터

도표 11. 3% 이상 수준인 주요 선진국 국채금리



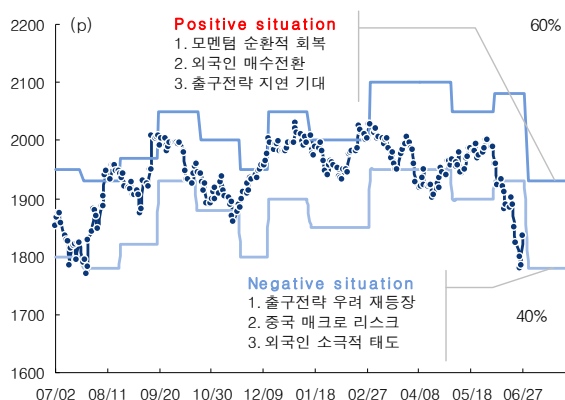
자료: 교보증권 리서치센터

주식 교보전략 - 기술적 반등 이후 모멘텀 점검 중요

6월 중시 급락은 글로벌 주식시장과 연동된 측면도 있지만 내부적으로는 시기총액 비중이 큰 삼성전자에 대한 외국인 매도를 간과할 수 없다. 전체 기업이익의 1/3을 차지하는 삼성전자의 실적둔화 가능성은 개별주식에 한정된 악재가 아닌 한국증시 틀을 흔드는 변수가 될 수 있기 때문이다. 시장심리가 안정될 경우 국내주식 회복도 빠를 것으로 보이지만 그 추세를 연장할 수 있는 것은 모멘텀 장작이다. 2분기 실적이 그 Key를 쥐고 있다고 생각된다.

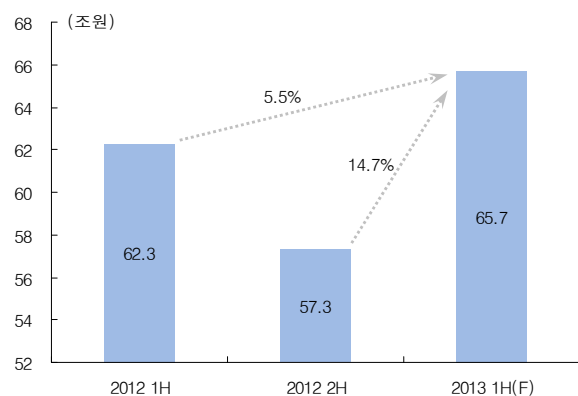
2분기 실적은 직전분기 대비 소폭 개선될 것으로 보인다. 금융시장 여건이 악화될 만큼 어닝쇼크의 발생 확률이 없다고 볼 순 없지만 올해 상반기 실적을 총합해서 보면 지난해 하반기와 비교해 단기 이익모멘텀 개선은 뚜렷한 것으로 판단된다. 2분기 실적 하향 조정이 제한될 경우 이는 하반기 실적에 대한 기대감으로 확대될 수 있다. 단기 및 중기 이익모멘텀이 양호한 업종 및 종목으로 압축 대응할 것으로 제안한다.

도표 12. Kospi 7월 예상밴드는 1,780p~1,930p



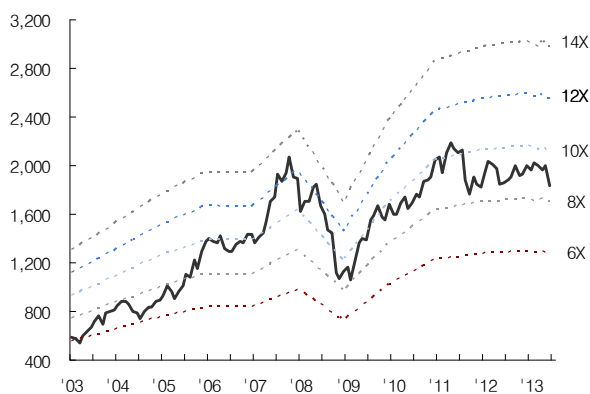
자료: 교보증권 리서치센터

도표 13. 2012년 상,하반기 실적과 비교한 2013년 상반기



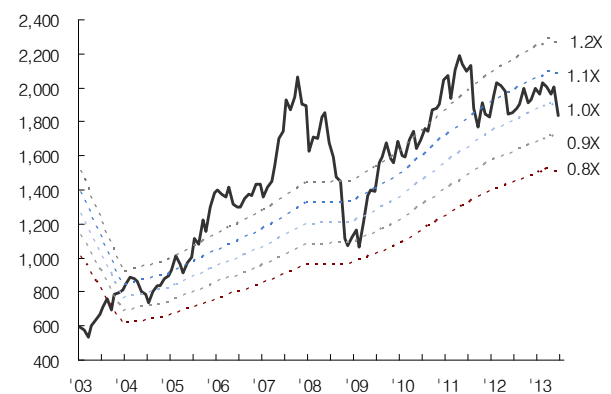
자료: 교보증권 리서치센터

도표 14. Kospi와 PER 밴드



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

도표 15. Kospi와 PBR 밴드



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

도표 16. 주요 MSCI 권역별/국가별 Index (6/27 기준)

(단위: pt, %)

		증가	기간별 수익률					가격지표		연수익률				
			1W	1M	3M	6M	12M	PER	PBR	2009	2010	2011	2012	2013
권역	All Country	355.46	0.9	-4.4	-0.3	1.7	16.6	15.6	1.8	31.5	10.4	-9.4	13.4	2.4
	World	1,436.03	1.0	-2.4	1.2	3.9	17.2	16.4	1.9	27.0	9.6	-7.6	13.2	5.0
	EAFE	1,637.32	0.7	-3.8	-1.4	-1.1	16.7	17.2	1.5	27.7	4.9	-14.8	13.6	0.3
	Emerging	919.46	2.1	-8.9	-8.8	-14.3	-0.7	11.2	1.4	74.5	16.4	-20.4	15.1	-14.7
	Frontier	2,683.62	-0.6	-7.3	-7.6	-8.0	5.2	13.3	1.7	20.8	24.4	-20.5	16.9	-6.0
	BRIC	249.87	1.2	-10.5	-10.7	-17.9	-4.2	9.0	1.2	88.8	7.3	-24.9	11.0	-18.1
	Europe	400.38	1.1	-5.0	-1.1	-3.9	16.6	-	1.6	32.9	1.6	-14.5	15.4	-2.6
	EU	98.18	2.2	-4.8	-0.5	-0.6	10.8	17.7	1.6	27.1	8.0	-10.9	13.4	-0.0
	Far East	111.27	0.1	-4.5	-2.1	-0.8	12.4	14.1	1.3	26.5	15.0	-16.5	12.5	0.1
	Pacific	126.41	0.5	-4.6	-3.8	-2.2	11.7	14.3	1.3	32.3	14.1	-16.2	13.2	-1.4
	Asia	113.53	0.1	-4.8	-2.4	-1.4	11.9	14.1	1.3	29.2	15.2	-17.8	13.1	-0.6
	Asia ex.Japan	497.57	1.1	-8.4	-6.1	-10.8	5.2	11.5	1.4	68.3	17.0	-19.2	19.4	-11.1
선진	미국	1,538.41	1.4	-1.1	3.7	9.4	18.9	16.1	2.4	24.2	13.2	-0.1	13.5	10.2
시장	영국	1,845.56	2.1	-5.2	-0.2	1.7	9.8	15.9	1.8	22.3	8.5	-5.4	5.9	3.3
	프랑스	105.02	2.7	-4.8	2.1	1.6	17.8	19.3	1.3	23.7	-0.3	-16.6	15.9	0.8
	독일	109.31	2.5	-4.1	1.4	0.8	18.8	14.0	1.5	17.5	13.4	-17.4	25.2	0.1
	이탈리아	44.41	1.4	-10.8	-1.1	-14.8	5.8	53.5	0.7	18.8	-11.9	-23.3	6.9	-12.0
	그리스	12.75	3.5	-7.3	-9.9	-4.1	19.3	6.2	1.7	18.8	-42.6	-62.4	-2.4	-2.8
	스페인	84.11	1.6	-6.6	-0.4	-11.4	15.5	-	2.5	32.2	-20.2	-14.1	-4.8	-8.7
	포르투갈	48.90	0.5	-5.9	-3.4	-10.3	11.5	15.6	1.3	31.2	-8.7	-23.3	-2.2	-5.9
	일본	682.53	0.0	-3.1	3.3	22.8	49.4	22.1	1.3	7.3	-1.2	-20.5	18.8	28.5
	홍콩	10,895.33	0.7	-6.7	-4.9	-7.2	12.2	9.8	1.2	55.3	20.0	-18.5	24.2	-6.1
	싱가포르	1,638.16	0.1	-5.4	-6.3	-3.9	1.9	12.5	1.4	63.0	8.1	-20.0	19.1	-3.5
	호주	986.85	1.6	-2.0	-1.3	3.2	18.9	17.3	1.9	30.8	-3.5	-14.9	14.9	3.2
	신흥	한국	525.99	1.5	-8.5	-5.1	-8.9	0.5	10.6	1.0	56.6	22.1	-11.5	11.7
시장	중국	53.41	0.5	-11.0	-7.8	-17.5	1.7	9.0	1.4	58.9	2.6	-20.4	18.7	-17.8
	러시아	685.39	1.2	-5.6	-9.3	-17.5	-6.8	4.2	0.7	100.3	17.2	-20.9	9.6	-16.6
	대만	280.97	1.4	-4.7	-1.2	0.5	12.3	17.3	1.7	70.7	7.9	-20.3	8.8	0.4
	태국	512.24	4.5	-3.7	-1.8	-0.5	8.3	14.7	2.4	63.0	36.4	-1.2	26.9	-1.7
	인도네시아	5,321.58	5.1	-7.5	-8.9	3.7	12.1	16.9	3.5	90.3	25.8	4.7	8.8	2.1
	말레이시아	630.54	-0.1	-1.2	4.3	5.9	7.8	16.2	2.2	46.2	19.3	-0.2	6.8	6.5
	인도네시아	5,321.58	5.1	-7.5	-8.9	3.7	12.1	16.9	3.5	90.3	25.8	4.7	8.8	2.1
	필리핀	1,055.76	3.3	-8.9	-5.0	5.9	24.6	19.4	3.1	55.8	23.5	-3.1	34.7	8.6
	멕시코	6,478.73	7.0	-6.2	-12.7	-13.5	0.9	20.7	2.7	53.1	26.0	-13.5	27.1	-11.9
	브라질	2,201.45	4.0	-12.0	-17.2	-20.9	-13.6	14.3	1.3	121.3	3.8	-24.9	-3.5	-21.2
	칠레	2,075.76	6.4	-5.6	-14.0	-17.1	-14.7	22.6	1.9	81.4	41.8	-22.1	5.6	-15.0
	파키스탄	447.40	-4.7	-5.5	12.4	19.7	29.5	8.8	2.2	89.8	21.4	-12.9	33.5	20.9
터키	1,067,739	3.7	-12.3	-7.7	-7.1	21.5	9.7	1.7	86.5	21.5	-22.4	51.7	-5.8	

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터 (* 모든 Index는 권역 Index 및 국가별 Index 기준)

채권 교보전략 - 경기 우려 반영한 금리 하향 안정세 예상

6월 FOMC에서의 미국 양적 완화 축소 및 중단 언급 이후, 2008년 금융위기 이후 글로벌 저금리의 근간으로 작용했던 미국의 확장적 유동성 정책과 미 달러화 약세 흐름 등에 기초적인 변화를 가져올 것이라는 인식이 증대될 것으로 보인다. 이에 따라 미국의 유동성 축소 불안이 미 달러화 강세, 한국을 포함한 이머징 통화의 절하 압력 증대, 주변국 CDS 프리미엄 상승 우려 등으로 연결되며 유동성 경색 불안감으로 이어질 가능성이 높다. 이와 맞물린 외국인 자금이탈 불안심리는 단기적으로 금리의 상승 위험을 증대시키는 추가 요인으로 작용하고 있다. 미국 양적 완화 축소와 출구 전략의 구체화가 미국의 견고한 경기회복 흐름과 맞물려 당초 예상보다 빠르게 진행된다면 금리의 상승 추세 전환 가능성도 높아질 것으로 판단된다.

그러나 대내외적으로 경기회복 강화에 대한 확신이 아직은 미흡한 상황에서 글로벌 저성장 위험과 경기부진 불안감 등이 상존해 있어, 양적 완화의 급격한 축소와 정책금리 인상을 포함한 빠른 출구 전략 등이 시행되기는 어렵다는 생각이다.

특히 미 FOMC가 양적 완화 축소의 조건과 시점 등을 보다 구체화하고 양적 완화 중단 이후에도 경기회복 지원 강화를 위한 초저금리 정책 유지를 확인해 주었다는 점은 경기여건 변화 여부를 면밀히 검토하며 필요할 경우에 한해 양적 완화의 점진적 축소를 진행하려는 의지를 반영한 결과로 해석 가능하다. 이는 또한 그 동안 불안심리의 주된 요인이었던 미국 통화정책 관련 불확실성 논란을 해소시키는 계기로도 작용할 수 있을 것이다. 본격적인 양적완화 축소와 출구전략 시행 시점까지 경기여건 변화 확인을 위한 시간적 여유도 확보되어 있다.

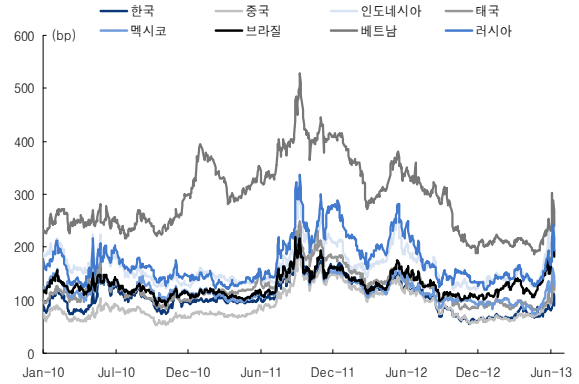
따라서 단기적으로 유동성 우려와 함께 불안심리가 급격히 크게 확대되면서 금리의 급등 추세 불안감이 당분간 이어지겠지만, 이후 불안한 펀더멘탈 여건, 각국의 금융시장 안정 의지, 절대금리 메리트 인식 증대 국내 내수 경기부진 심화 가능성에 따른 정책금리 추가 인하 가능성 잠재 등을 감안할 때 저가 매수심리가 유발되면서 금리는 한 단계 높아진 수준에서 다시 하향 안정세를 찾을 것으로 예상된다.

도표 17. 6월 FOMC 이후 급등한 미국채 금리와 달러인덱스



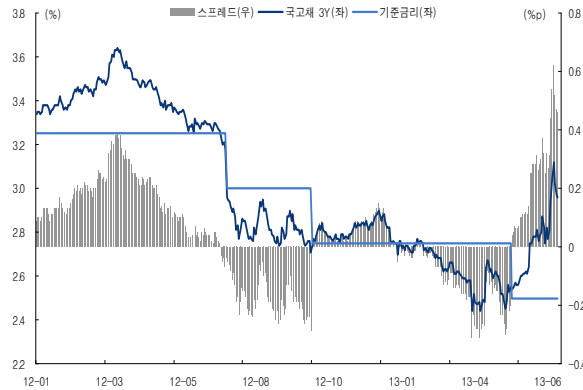
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 18. 급등하고 있는 신흥국 CDS 프리미엄



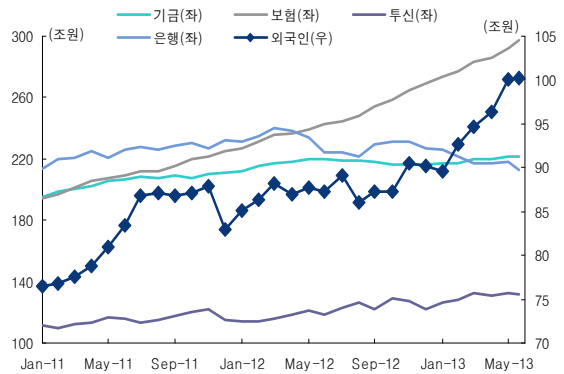
자료: 본드웹, 교보증권 리서치센터 / 주: 5년물 기준

도표 19. 기준금리 대비 국고채 3년물 스프레드 추이



자료: 본드웹, 한국은행, 교보증권 리서치센터

도표 20. 채권 현물 투자자별 월말 잔고 추이



자료: 연합인포맥스, 교보증권 리서치센터

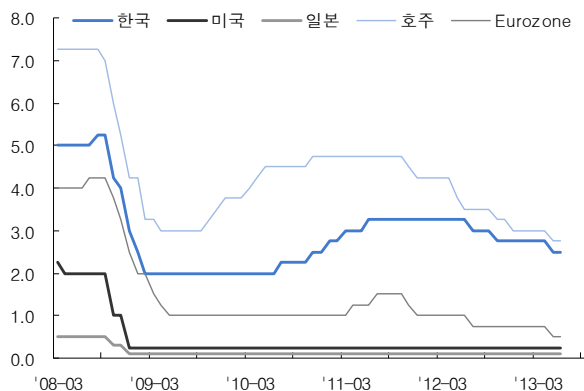
도표 21. 국내/해외 채권 수익률 (6/27 기준)

(단위: %, bp)

	종가	기간별 수익률						연 수익률				
		1W	1M	3M	6M	12M		2009	2010	2011	2012	2013
한국	국채 3년	2.96	6	21	48	26	0	101	-103	-4	-52	14
	국채 5년	3.22	11	37	65	40	15	115	-84	-62	-49	24
	국채 10년	3.46	11	41	67	44	17	115	-88	-73	-62	27
	국채 30년	3.72	13	41	56	44	-	-	-	-	-	35
	통안채 1년	2.72	6	9	23	4	-25	31	-42	38	-71	-6
	통안채 2년	2.89	4	16	41	20	-7	95	-98	3	-67	8
	CD91 일	2.69	0	0	-11	-18	-58	-107	-6	75	-66	-20
	회사채 AA-(3년)	3.40	13	30	56	21	-18	-219	-134	-8	-81	10
	회사채 BBB-(3년)	9.04	13	31	58	34	6	-50	-129	-53	-93	23
Spread	국 10-국 5	0.24	0	4	2	4	2	0	-4	-11	-13	3
	국 10-국 3	0.50	5	20	19	18	17	14	15	-69	-10	13
	국 3-기준	0.46	6	21	73	51	50	201	-153	-79	-2	39
해외	미국 T-Note 2년	0.35	2	6	13	10	10	37	-54	-35	1	10
	미국 T-Note 10년	2.47	6	36	71	58	100	162	-54	-142	-12	64
	독일 10년	1.73	6	21	49	17	48	44	-42	-113	-51	28
	영국 10년	2.43	13	46	72	33	90	100	-62	-142	-15	44
	일본 10년	0.84	-2	-7	39	1	6	12	-17	-14	-20	5
	호주 10년	3.82	18	42	42	37	93	165	-10	-188	-40	41
	포르투갈 10년	6.51	11	99	11	25	-407	10	253	676	-635	-4
	이탈리아 10년	4.57	2	45	1	41	-135	-24	67	229	-261	29
	아일랜드 8년	3.85	-1	60	6	-47	-239	130	332	-13	-414	-38
	그리스 10년	10.68	2	159	-134	-105	-1,465	55	670	2,249	-2,306	-94
	스페인 10년	4.78	-7	41	-13	-12	-186	17	148	-37	18	-26
	LIBOR (US)	0.27	0	0	-1	-3	-18	-117	5	28	-28	-3

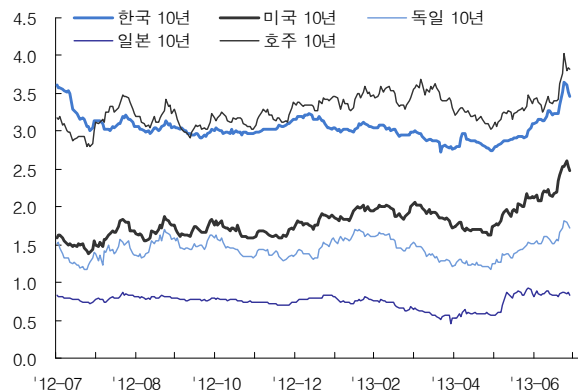
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 22. 주요 국가 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 23. 주요 국가 국채 10년물 수익률 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

상품 교보전략 - 출구전략 이슈 등장으로センチメント 악화

상품 및 원자재 가격은 수요와 공급환경이 가장 중요한 가격결정 변수로 볼 수 있지만, 달러화 약세를 기초로 하는 유동성 조건을 간과할 수는 없다. 그런데 미국 연준의 자산 매입 프로그램 중단 이슈까지 더해졌으니 상품시장의 투자심리는 극도로 위축될 가능성이 높다. 부정적인 유동성 환경에 출구전략 충격에 의한 신흥국 경제의 어려움이 더욱 커진다면 추가적인 가격하락도 배제하기 어렵다.

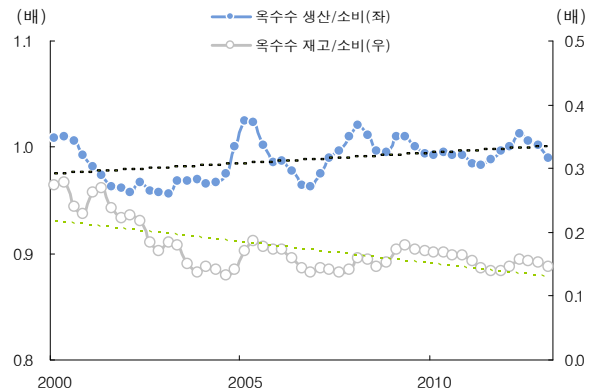
6월 주요국 주식시장 동향을 보더라도 가장 큰 폭으로 하락한 국가는 페루, 브라질, 러시아, 콜롬비아 등 자원 생산국 비중이 높다는 점을 주목할 필요가 있다. 이는 상품시장이 직면한 위험이 수요 리스크와 유동성 리스크가 겹쳐있음을 의미한다. 단기적으로 금융시장 안정과 매크로 회복이 확인되기 전까지 상품시장에 대한 관망세가 필요하다.

도표 24. 비철금속 재고 동향



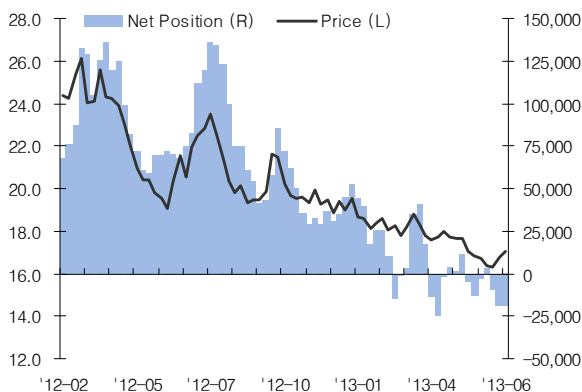
자료: 교보증권 리서치센터

도표 25. 옥수수 생산, 소비, 재고비율 추이



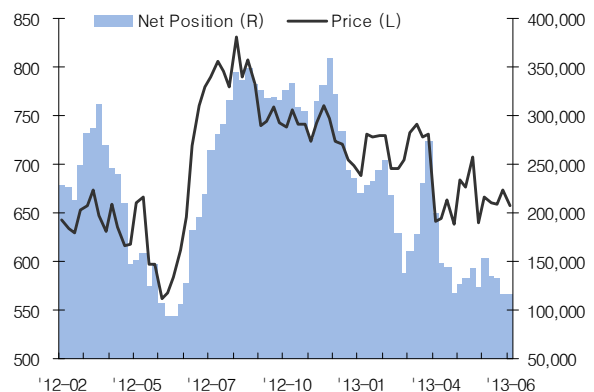
자료: 교보증권 리서치센터

도표 26. 설탕 선물에 대한 투기적 순매수 동향



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

도표 27. 옥수수 선물에 대한 투기적 순매수 동향



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

도표 28. 주요 상품 현/선물 가격 (6/27 기준)

(단위: %)

			증가	기간별 수익률					연수익률				
				1W	1M	3M	6M	12M	2009	2010	2011	2012	2013
귀금속	금	\$/oz t	1,200.67	-6.6	-15.1	-22.8	-28.3	-23.6	24.4	29.6	10.1	7.1	-28.8
	(Spot) 은	\$/oz t	18.49	-8.6	-17.4	-32.7	-39.6	-32.7	48.0	83.2	-9.9	9.0	-40.4
	플래티넘	\$/oz t	1,314.98	-5.8	-11.1	-15.7	-20.6	-9.4	56.5	21.0	-21.2	10.4	-16.0
	팔라듐	\$/oz t	646.03	-6.0	-15.3	-12.8	-9.4	8.5	118.1	96.7	-18.5	7.7	-8.5
(선물)	금	\$/oz t	1,211.60	-7.3	-14.0	-24.0	-28.1	-25.3	25.0	23.8	8.0	5.9	-28.5
	은	\$/oz t	18.55	-8.1	-17.5	-32.8	-39.8	-33.3	50.8	80.9	-11.2	8.2	-40.4
	플래티넘**	\$/oz t	1,329.10	-4.5	-10.5	-14.7	-19.9	-	55.9	21.5	-21.1	9.9	-15.6
	팔라듐**	\$/oz t	16.70	-5.4	-8.5	-13.1	-9.8	-5.0	-6.1	-7.0	30.6	7.8	-10.1
비철금속	알루미늄 3개월	\$/Mt	1,765	-1.6	-7.4	-6.4	-15.9	-7.6	44.8	10.8	-18.2	2.6	-18.3
	(LME) 구리 3개월	\$/Mt	6,750	-1.0	-7.6	-8.9	-16.1	-12.3	140.2	30.2	-20.8	4.4	-17.8
	아연 3개월	\$/Mt	1,851	0.5	-3.9	-1.8	-8.1	-1.2	111.9	-4.1	-24.8	12.7	-13.5
	니켈 3개월	\$/Mt	13,850	-1.6	-6.6	-13.2	-21.2	-14.3	58.3	33.6	-24.4	-8.8	-21.8
	납 3개월	\$/Mt	2,052	1.4	-6.8	0.3	-11.1	9.1	143.4	4.9	-20.2	14.5	-15.6
	주석 3개월	\$/Mt	19,775	-1.2	-5.4	-13.6	-20.6	5.3	58.4	58.7	-28.6	21.9	-19.1
	COMEX 구리	\$/Mt	305.95	-1.8	-8.0	-10.0	-17.4	-13.6	-	-	-16.0	6.2	-18.7
	상하이 구리*	CNY/Mt	49,210	-1.3	-7.8	-9.8	-15.1	-11.7	141.5	18.5	-21.3	3.1	-14.0
	상하이 아연*	CNY/Mt	14,395	0.1	-2.2	-0.6	-5.5	-1.4	107.5	-8.3	-23.2	4.2	-5.7
	상하이 알루미늄*	CNY/Mt	14,380	-0.4	-2.7	-0.7	-4.5	-7.8	45.0	-1.6	-2.7	-5.4	-4.9
	상하이 강철봉*	CNY/Mt	3,201	-2.9	-1.3	-13.7	-16.2	-20.9	-	25.8	-11.4	-12.0	-16.3
농산물	옥수수**	¢/bu.	538.50	-3.4	-5.3	0.4	-6.9	-14.2	1.8	51.7	2.8	8.0	-9.1
	(CBOT) 소맥**	¢/bu.	673.75	-4.3	-5.7	-5.3	-13.1	-18.8	-11.3	46.7	-17.8	19.2	-14.4
	대두**	¢/bu.	1,275.25	0.1	-2.3	3.8	0.7	-3.3	6.9	34.0	-14.0	18.4	-1.4
(ICE)	커피**	¢/lb.	121.90	2.2	-5.6	-16.0	-24.6	-38.6	21.3	76.9	-5.7	-36.6	-22.8
	설탕**	¢/lb.	17.01	0.5	0.7	-5.8	-14.9	-24.9	128.2	19.2	-27.5	-16.3	-15.7
	원면**	¢/lb.	83.88	-0.9	2.2	-3.3	6.1	7.1	54.2	91.5	-36.6	-18.1	5.3
	코코아**	\$/Mt	2,148.00	-0.1	-2.4	-0.8	-5.9	-5.9	23.4	-7.7	-30.5	6.0	-6.0
	오렌지주스**	¢/lb.	128.25	-9.6	-15.2	-9.2	9.9	6.3	80.9	39.0	-1.9	-31.3	5.7
(CME)	에탄올**	\$/gal.	2.23	-1.6	-2.7	4.5	3.2	-9.4	20.4	21.9	-7.4	-0.6	6.4
	생우**	¢/lb.	122.93	0.7	1.7	0.2	-5.6	-5.6	1.8	25.5	13.9	5.7	-6.1
	비육우*	¢/lb.	149.70	1.4	3.3	4.5	-0.6	7.2	1.9	27.2	20.1	3.5	-1.0
	돈지육**	¢/lb.	99.40	1.8	6.1	10.6	3.5	6.7	7.8	21.6	5.7	1.7	1.6
기타	CRB Index	pt	277.35	-0.3	-1.6	-3.8	-6.5	-5.7	23.5	17.4	-8.3	-3.4	-6.8
	Index BDI Index	pt	1,151.00	12.1	42.3	33.7	51.4	3.7	288.2	-41.0	-2.0	-59.8	64.9
	달러 Index	pt	82.90	0.8	-0.5	0.6	4.3	-0.4	-4.2	1.5	1.5	-0.5	3.8
	필리델피아 반도체	pt	466.74	1.3	-0.4	11.4	15.9	30.7	69.6	14.4	-11.5	5.4	16.8

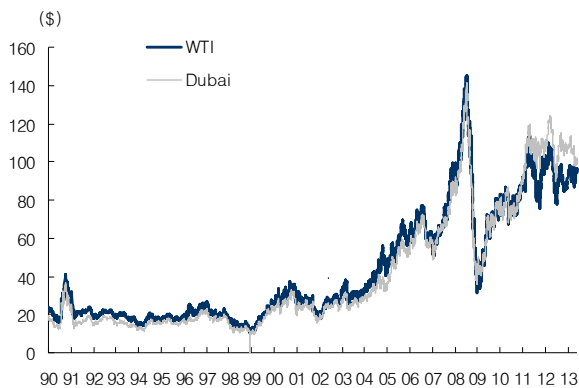
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터 (선물 Active Contract 기준. *: 연결 선물 기준, **: 연결 선물 기준으로 연수익률 계산)

에너지 교보전략 - 상품시장에서 가장 매력적인 대상

다른 상품자산과 마찬가지로 에너지 가격 역시 유동성 조건과 달러화의 가치가 중요한 변수로 작용한다. 전 세계적으로 기대인플레이션 상승이 확산되어야 에너지 및 원자재에 대한 선행수요가 발생되고 재고축적 과정의 수요 확대는 가격 상승으로 이어질 수 있기 때문이다. 그러나 유동성 확대 정책 하에서도 글로벌 수요, 특히 가수요는 촉진되지 않고 있어 에너지 가격의 탄력적인 회복은 쉽지 않아 보인다.

그러나 에너지 시장에 주목되는 점은 다른 상품시장과 비교해 수요가 꾸준하다는 점이다. 특히 여름휴가 및 드라이빙 시즌을 앞두고 운송 수요 증가에 의한 가격상승 기대감이 도움을 줄 것으로 기대된다. 또한 올해 북미 동북부 지역에는 허리케인 발생이 빈번할 것으로 예고되고 있어 공급량 차질에 의한 가격상승 가능성도 작지 않다. 최근 WTI 선물에 대한 투기적 순매수 증가 상황은 이를 반영하는 것으로 보인다. 에너지 가격의 추세적 상승을 단언하기 어렵지만 단기センチ먼트는 개선될 것으로 보인다.

도표 29. 국제유가 장기 시계열 추이



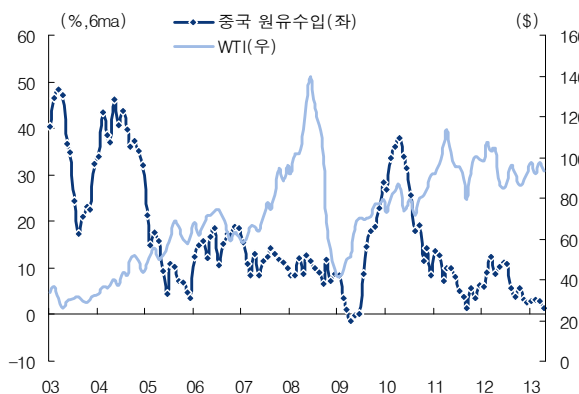
자료: 교보증권 리서치센터

도표 30. WTI와 원/달러 환율 추이



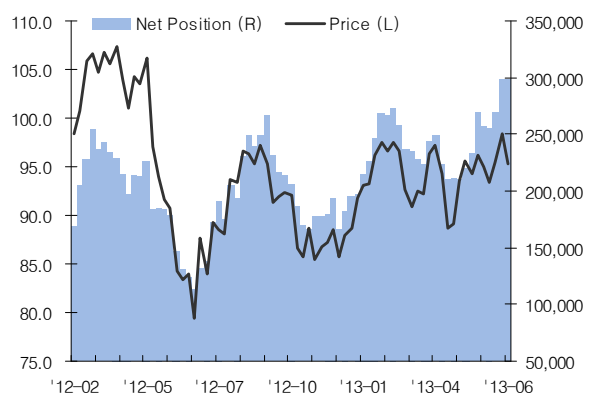
자료: 교보증권 리서치센터

도표 31. 중국 원유수입 변화율과 WTI 추이



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

도표 32. WTI 선물 투기적 순매수 동향



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

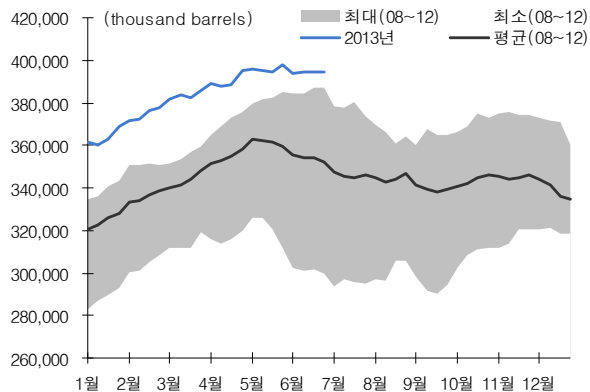
도표 33. 주요 에너지 현물/선물 가격 (6/27 기준)

(단위: %)

		단위	증가	기간별 수익률						연수익률				
			6/27	1W	1M	3M	6M	12M		2009	2010	2011	2012	2013
현물	WTI	\$/Bbl	97.05	1.7	3.7	4.1	3.4	12.7		77.9	15.1	8.2	-7.1	4.2
	Brent	\$/Bbl	102.55	1.1	2.5	-2.5	-8.3	-0.9		85.8	23.2	13.8	3.8	-9.3
	Dubai	\$/Bbl	99.63	0.1	1.1	-4.1	-7.3	0.7		111.5	13.1	18.4	1.7	-6.7
	가솔린(소매판매)	\$/Bbl	3.53	-1.1	-2.9	0.6	-6.4	-3.7		63.9	15.9	6.7	0.4	-6.7
	천연가스	\$/mmBtu	3.73	-4.4	-7.4	-6.5	17.3	29.5		3.6	-27.4	-29.6	15.4	13.0
선물	WTI	\$/Bbl	97.05	3.3	5.0	3.7	1.9	7.2		23.0	3.7	3.1	-2.0	2.4
	Brent	\$/Bbl	102.82	1.8	2.5	-1.1	-4.0	3.9		21.5	5.0	7.0	6.0	-4.6
	휘발유(RBOB)**	\$/Bbl	274.26	-0.9	-0.7	-3.6	-3.7	7.7		103.6	19.5	9.5	4.7	-3.5
	난방유**	\$/Bbl	288.94	1.4	3.7	-0.8	-3.7	3.3		50.7	20.1	15.4	3.8	-4.3
	천연가스	\$/mmBtu	3.58	-5.5	-10.4	-15.1	0.7	-1.5		-6.7	-19.3	-24.5	-8.7	2.5
	석탄	\$/t	54.93	0.6	-13.3	-11.9	-16.8	-21.5		-	5.3	-12.6	-10.5	-17.6

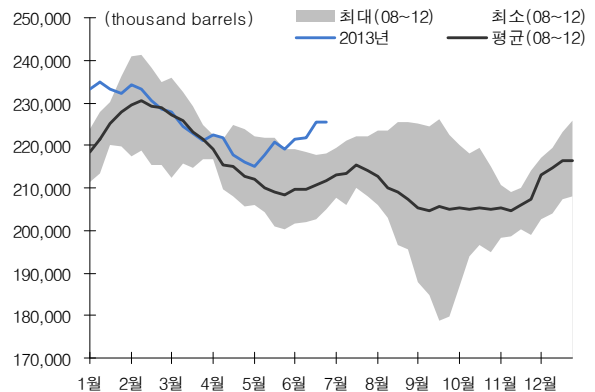
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터 (선물 Active Contract 기준, **: 연결 선물 기준으로 연수익률 계산)

도표 34. 미국 내 원유 재고 추이



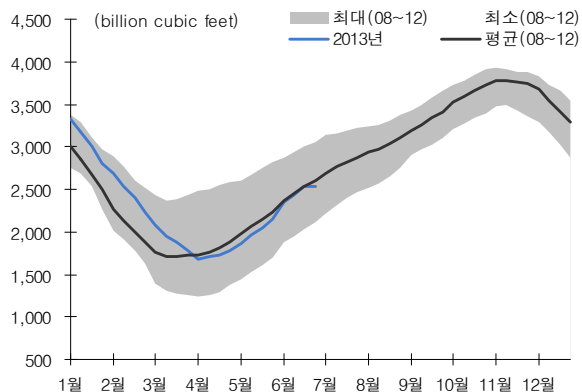
자료: EIA, 교보증권 리서치센터

도표 35. 미국 내 휘발유 재고 추이



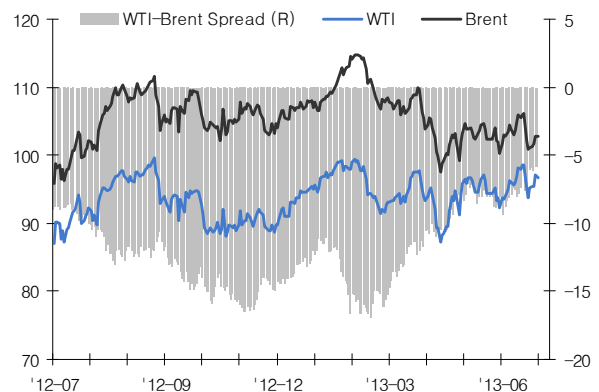
자료: EIA, 교보증권 리서치센터

도표 36. 미국 내 천연가스 재고 추이



자료: EIA, 교보증권 리서치센터

도표 37. WTI-Brent Spread 추이



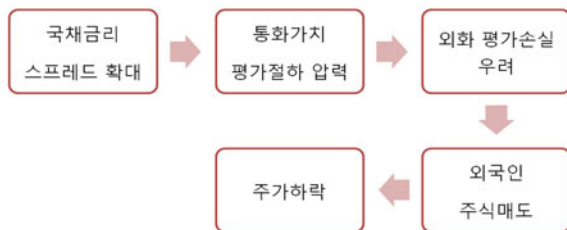
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터 (Active Contract 기준)

환율 교보전략 - 금리도 안정되는 원화 약세 회복

6월 서울 외환시장에서는 원/달러 환율이 한 때 1,160원까지 치솟는 모습을 보였다. 한국 CDS프리미엄이 동반 급등하는 모습도 있었지만 미국 통화정책 변화에 따라 한국 부도위험이 커진다는 것은 억측에 가깝다. 그러나 외국인 투자자가 주식 및 채권(선물)에 대한 동반 매도에 나서면서 환율이 가파르게 상승했다는 점을 간과할 수는 없다. 6월 전략문고에서 언급했던 것처럼 6월 환율 상승은 국제피셔효과로 인해 금리 상승이 원화가치의 평가절하 압력을 키운 영향으로 볼 수 있다. 즉 금리가 안정된다면 원화약세 충격은 한층 완화될 가능성이 높다.

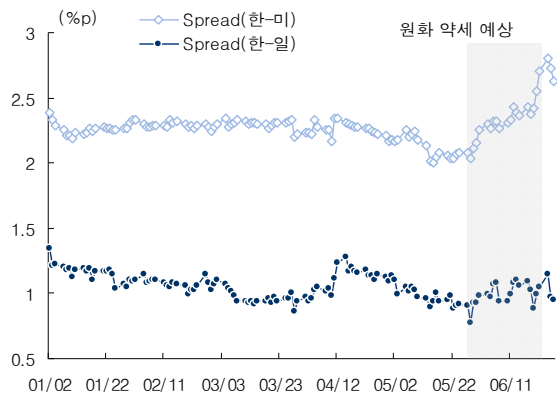
채권시장이 안정된다면 환율 안정은 가능해 보인다. 원화회복 속도를 결정짓는 것은 금리 동향과 외국인 태도의 변화를 주목할 필요가 있다. 일정 수준 안정된 이후로는 엔화의 향방을 주목할 필요가 있다. 엔화약세가 재현될 수 있는 이슈임을 잊지 말자.

도표 38. 금리 상승, 통화가치 평가절하, 외국인 주식 매도



자료: 교보증권 리서치센터

도표 39. 한국 금리 스프레드 강세, 환율 상승 자극



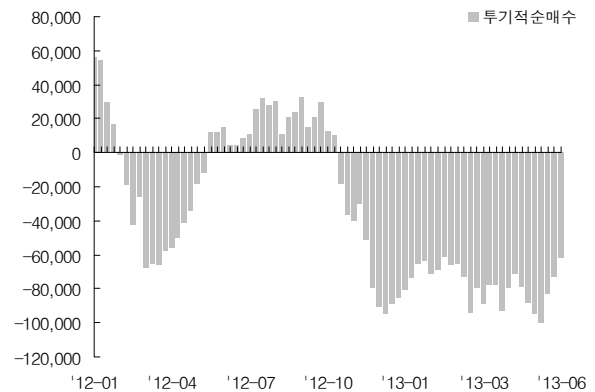
자료: 교보증권 리서치센터

도표 40. 오버슈팅 구간을 통과한 원/달러 환율



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

도표 41. 엔화 선물에 대한 투기적 매매 동향



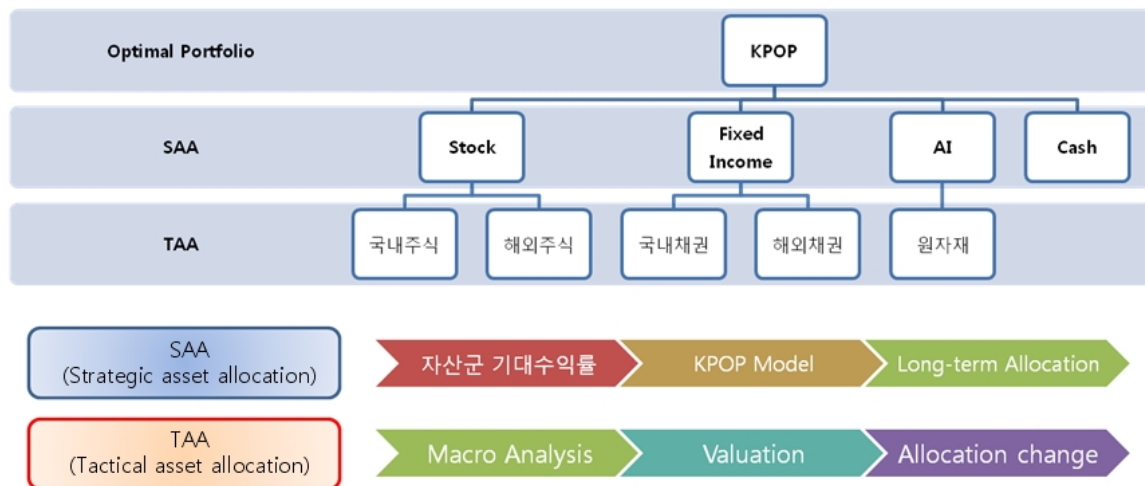
자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

KPOP Strategy - 短期는 주식, 中期는 채권

최적 포트폴리오 완성을 위한 KPOP Model(Kyobo Portfolio Over Profit)은 SAA와 TAA 분석을 통해 구성된다. 6월 금융시장 결과를 토대로 점검한 것은 미국 통화정책 기조의 변화가 한국 및 신흥국 경제에 새로운 위험을 발생시키냐는 점이었다. 통화량 수축과 금리 상승은 새로운 신용리스크를 발생시킬 우려가 작지 않다. 6월에 다소 뜸금없지만 중국의 신용경색 리스크가 등장한 것도 선진국 국채금리 상승에서 시작된 파장으로 볼 수 있다. 그러나 신흥국 외환보유고가 부실하지 않고, 신흥국 경제 자체의 규모의 성장으로 인해 위험자산 비중을 대폭 줄여야 하는 선택은 불필요해 보인다.

단기적으로 제기된 통화정책 변화 가능성은 언젠가 경험해야 하는 이슈인 것은 분명하다. 그러나 이런 혼란을 틈타 시장경제는 그 충격에 대처할 수 있는 준비를 하고, 변동 위험이 축소되는 과정을 거쳐 금융시장이 실물경제에 수렴할 수 있도록 금융당국이 정책대응을 할 것이란 신뢰를 갖는다. 따라서 자산별 기대수익률과 현재의 간극이 벌어진 만큼 전술적인 자산배분을 통한 수익률 만회 전략이 필요한 상태이다.

도표 42. 최적 포트폴리오 구축을 위한 KPOP Model 개요



자료: 교보증권 리서치센터

다소 아쉬운 점은 앞선 TAA 분석에서 언급했던 것처럼, 주식과 채권 가격의 복원 우선 순위를 예상해 투자 우선순위를 결정해야 하는데, 주식 보다 채권의 안정 확률이 높다는 점이다. 금리 안정과 주가 회복이 동시에 나타나겠지만 추세적인 의미에서는 채권시장이 주식시장 보다 변동위험이 적을 것으로 예상된다.

장기투자(12개월 이상)를 위한 최적 포트폴리오를 산출하기 위한 자산별 수익률, 시장 위험을 점검하면 6월 금융시장 변동성 확대로 큰 폭의 조정이 발생되었다. 자산별 기대 수익률은 하락했고, 금속의 경우 표준편차가 크게 상승해 변동위험이 커졌음을 확인할 수 있다. 대체적으로 자산별 기대수익률 변화에서 주목되는 것은 주식과 비교해 채권 기대수익률 조정폭은 제한적이라는 점이다. 지난 12개월 동안 완만한 가격상승이 유지되었던 만큼 변동위험이 제한적일 것이란 기대가 반영된 것으로 보인다.

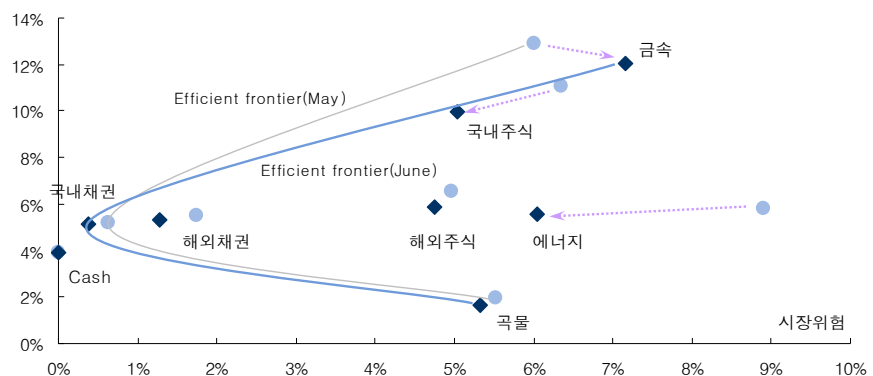
도표 43. 장기투자(1년) 포트폴리오 구축을 위한 자산별 기대수익률 및 시장위험

Asset Class	장기투자(12개월)		
	기대수익률	표준편차	샤프지수
Equity			
Domestic Equity	9.9%	5.04%	1.20
International Equity	5.8%	4.74%	0.41
Fixed Income			
Domestic Fixed Income	5.1%	0.37%	3.23
International Fixed Income	5.3%	1.27%	1.08
Alternative Asset			
Grain	1.7%	5.33%	-0.42
Energy	5.5%	6.04%	0.27
Metal	12.0%	7.15%	1.14
Cash	3.9%	0.00%	n/a

자료: 교보증권 리서치센터

지난 달과 비교해 효율적 경계선(Efficient Frontier)은 좌측 하단으로 이동했다. 최적 포트폴리오의 위험을 줄이기 위한 조정이 필요함을 의미한다. 장기투자를 목적으로 한 포트폴리오는 국내 및 채권 투자비중을 확대하고 국내주식을 중립 이하, 상품투자 비중을 최대한 줄이는 선택이 바람직해 보인다

도표 44. 자산별 기대수익률과 시장위험 및 효율적 경계선



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

2013년 연말을 목표로한 단기 포트폴리오는 표준편차 상승으로 인한 시장위험이 확대된 국내주식, 해외주식의 최적 비중을 어느 수준으로 결정할지 이다. 밸류에이션의 큰 변화가 없다면 유동성 영향으로 하락한 주식 비중을 높이는 것이 단기적으로 올바른 선택이 될 수 있다. 그러나 금리하락 강도가 올 상반기와 비교해 악화된다면 실적 회복이 확인되기 전까지 주식 저평가 매력을 강조하기도 쉽지 않다.

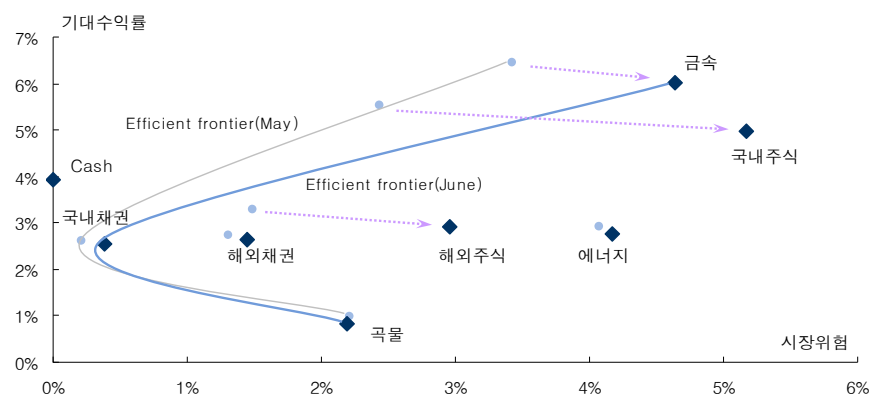
도표 45. 단기투자(6개월) 포트폴리오 구축을 위한 자산별 기대수익률 및 시장위험

Asset Class	단기투자(6개월)		
	기대수익률	표준편차	샤프지수
Equity			
Domestic Equity	4.97%	5.17%	0.20
International Equity	2.92%	2.96%	-0.72
Fixed Income			
Domestic Fixed Income	2.56%	0.39%	-5.69
International Fixed Income	2.65%	1.45%	1.58
Alternative Asset			
Grain	0.83%	2.19%	-0.20
Energy	2.77%	4.17%	-0.61
Metal	6.02%	4.64%	0.00
Cash	3.9%	0.00%	n/a

자료: 교보증권 리서치센터

단기적 최적 포트폴리오의 효율적 경계선은 우측으로 수평 이동한 모습을 보이고 있다. 금융시장의 변동성이 급격히 확대된 영향으로 판단된다. 변동성 축소가 기존 추세로의 회귀과정을 의미한다면 주식비중을 키우는 것은 필요해 보인다. 고려할 것은 시장위험 축소 과정의 안도랠리 의미가 강할 뿐 기대수익률 회복이란 조건을 충족시키는 것이 중요하다. 2분기 기업실적 변수가 그 기준점이 될 것으로 보인다.

도표 46. 자산별 기대수익률과 시장위험 및 효율적 경계선



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

결론적으로 장기 최적 포트폴리오의 자산별 비중은 주식 : 채권 : 대체 : 현금을 기준으로 58 : 35 : 2 : 5를 제안한다. 해외주식, 채권 투자의 매력은 달러화 강세국면을 기초로 당분간 가장 유망한 투자자산이 될 것으로 보인다. 해외채권은 신흥국 보다 선진국 채권의 투자매력이 더욱 클 것으로 보인다. 유럽 재정위기 불안이 재현된다면 상당한 리스크를 안을 수 있지만 그럴 경우 미국 연준은 양적완화정책의 명분을 잃게 된다. 이 경우 미국 국채 사재기는 더욱 강화될 가능성이 있다. 따라서 국내외 채권 투자비중을 최대로 확대하고, 국내주식은 하반기 경기여건 및 외국인 수급환경 개선 정도에 따라 확대 계획을 갖는 것으로 대응이 필요해 보인다.

7월 금융시장은 5~6월의 연장선에서 고민할 필요가 있다. 시장경제에 노출된 다양한 변수(출구전략, 중국경제, 신흥국 자본이탈 등)를 하나씩 확인하며 시장위험이 줄어야 유동자금이 금융시장으로 회귀할 수 있기 때문이다. 중기적으로 채권투자의 매력이 주식 보다 우위에 있다는 것을 부정하기 어렵다. 오랫동안 주식투자 분석 업무를 해왔던 필자로서도 조금은 당황스럽다. 그러나 Fact 자체에 대한 객관적 분석은 어쩔 수 없어 보인다. 주식투자 역시 단기적으로는 매력적이다. 다만 시장위험이 커졌다는 점을 감안해 후속적인 매수 대응은 손실위험이 크다는 점을 염두할 필요가 있다. 전술적 자산배분의 의견을 반영할 경우 단기 최적 포트폴리오의 자산별 비중은 주식 : 채권 : 대체 : 현금을 기준으로 60 : 35 : 0 : 5를 제안한다.

도표 47. KPOP Model 에 기준한 7 월 자산배분 비중 제안

Asset Class	배분 범위(%)		Long-Term(%)	6 월 제안비중 (%)	7 월 제안비중 (%)
	Minimum	Maximum			
Equity Portfolio					
국내주식	45	55	48	52	50
해외주식	5	10	10	10	10
Total Equities	50	65	58	62	60
Fixed Income Portfolio					
국내채권	10	30	25	25	25
해외채권	5	10	10	5	10
Total Fixed Income	15	40	35	30	35
Alternative Assets Portfolio					
Total AI	0	10	2	3	0
Cash Equivalents	0	10	5	5	5
Total Fund	N/A	N/A	100	100	100

주 : 벤치마크(국내주식:Kospi, 해외주식:MSCI World, 국내채권:국공채지수, 해외채권:JPM GABI, AI:RICI(Grain, Metal, Energy), Cash:CD91일물) 자료: 교보증권 리서치센터