

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여 될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙 자료로 사용할 수 없습니다.

2015년 글로벌 자산배분전략

신흥국 주식 비중확대 권고

2015년 4월



투자전략팀

Strategist/Economist **마주옥**

02) 3787-5025 majuok@kiwoom.com

Global Portfolio Strategist **김현조**

02) 3787-5150

hjkim@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. 2015년 글로벌 자산배분전략 3

- > 글로벌 경기국면과 주요 이벤트에 따른 자산배분 3
- > 최적 포트폴리오의 도출 6

II. 글로벌 경제와 자산가격변동 8

- > 글로벌 경기의 회복과 확장국면 진입의 모멘텀은? 8
- > 미국의 금리정상화와 파생 리스크 11
- > 유럽 內 분리주의 움직임과 경기부양책 실시 16
- > 아베노믹스, 2015년이 고비다 18
- > 신흥국의 정부정책 모멘텀 - 중국과 인도 20
- > 국제유가를 둘러싼 갈등 24

III. Technical Note for Asset Allocation 27

- > 주식 투자비중 확대 27
- > EU 선진국과 아시아 증시에 주목 28
- > Investment Grade에서 High Yield로 점차 이동 32
- > 인프라/부동산 투자 유망 33
- > Black-Litterman Model 활용 34
- > 2015년 주요 이벤트 일정 38
- > Global ETF Universe 39

IV. Global Portfolio (ETF 활용) 41

- > ETF를 활용한 포트폴리오 성과분석 41
- > 2015년 4월 Portfolio 42

신흥국 주식 비중확대 권고

>>> 2015년 글로벌 자산배분전략

2015년 글로벌 경기는 완만한 개선세를 이어갈 것. 경기 확장국면에서 채권투자보다 주식투자가 훨씬 매력적. 주가지수의 상승 리스크가 더 크기 때문에, 주식투자는 위험대비 포트폴리오의 기대수익률을 높일 수 있음. 1990년대 이후 Fed의 세 차례 긴축기간 동안, 채권보다는 주식의 투자성과가 좋았음. 특히 선진국보다는 신흥국의 주식이 투자수익률이 높음. Fed의 긴축시행 이전에 선진국 증시는 상대적으로 높은 밸류에이션을 받았기 때문에, 이익 모멘텀이 좋고 저평가된 신흥국 증시를 중심으로 자금이 집중될 전망.

>>> 크레딧, 인프라·부동산 투자 유망

연준의 금리 인상에 따른 채권가격 하락은 사실상 불가피. 특히 선진국의 채권수익률이 부진. 신흥국 채권의 경우, 1994년 중남미 금융위기를 제외하고는 채권수익률은 플러스(+)를 기록. 글로벌 경기개선에 따라 안전자산 선호심리가 약화되고 신흥국 채권 또는 High-Yield 채권에 대한 수요가 증가. 현재 선진국의 국채금리는 대체로 매우 낮은 수준에 있으므로, YTM이 상대적으로 낮음. 한편, 글로벌 경기회복은 부동산 및 원자재 등에 긍정적인 영향을 미칠 듯. 인프라/부동산 상품은 원자재 가격 변동 확대에도 장기적으로 안정적인 수익 창출 가능.

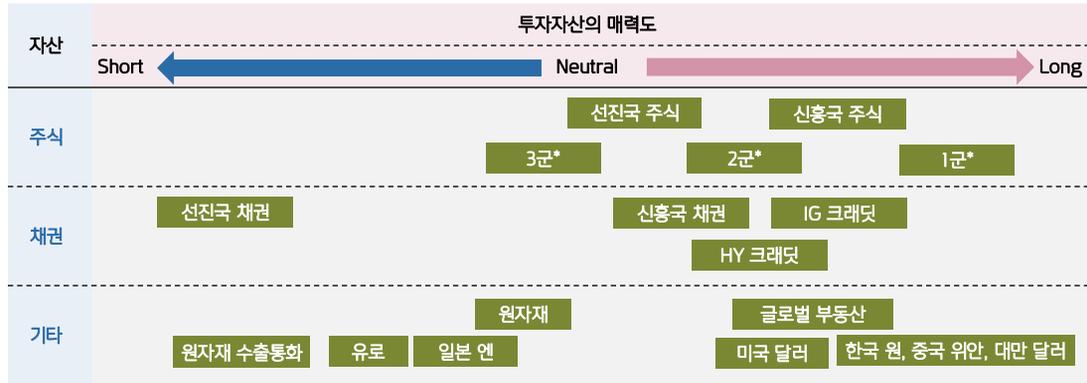
>>> EU 선진국과 아시아 증시에 주목

역사적으로 밸류에이션이 상단에 이르진 않았지만, 기업이익 모멘텀이 좋은 국가가 투자 유망. 대체로 아시아(일본, 홍콩, 대만, 싱가포르) 및 유럽 선진국(독일, 네덜란드, 스웨덴, 덴마크)이 여기에 해당. 미국의 긴축에도 유럽과 일본은 중앙은행의 유동성 공급에 수혜를 받을 수 있고, 금융위기 이후 미국보다 상대적으로 덜 주목 받았기 때문.

I. 2015년 글로벌 자산배분전략

>>> 글로벌 경기국면과 주요 이벤트에 따른 자산배분

글로벌 투자자산의 매력도 평가



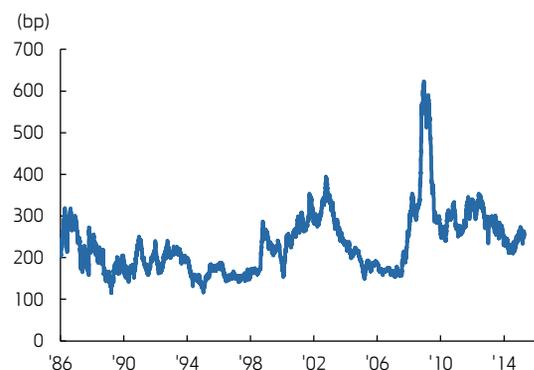
자료: 키움증권 주 *표시는 4페이지 참조

2015년 글로벌 경기는 완만한 경기개선 흐름을 이어갈 것이다. 2015년 주된 경기회복 모멘텀은 ① 미국의 글로벌 수요 견인, ② 유럽과 일본의 금융완화 정책 지속과 ③ 신흥국의 경기부양책 강화로 정리해볼 수 있다. 글로벌 경기가 회복·확장 국면에 있기 때문에, 채권보다는 주식에 대한 투자매력이 더 크다. 주식 중에서도 선진국보다는 신흥국 증시의 투자매력이 더 크다고 판단된다. 2015년 가장 중요한 이벤트 중 하나가 미국의 금리정상화이다. 2015년에 Fed의 기준금리가 인상되겠지만, 글로벌 유동성은 위축되지 않을 것으로 전망한다. ECB와 BOJ의 금융완화기조가 유지될 것이고 경제규모 상위 40개국 중 29개 국가가 금융완화 기조에 동참하고 있기 때문이다.

Fed의 금리인상 초기에는 글로벌 금융자산의 투자성고가 대체로 부진했다. 하지만 긴축의 충격에서 점차 벗어나면서 경기개선 효과가 증시에 반영됐다. 1990년대 이후 Fed의 세 차례 긴축기간 동안, 채권보다는 주식의 투자성고가 좋았다. 특히, 신흥국 주식의 투자수익률이 선진국보다 높았다. Fed의 긴축 시행 이전에 선진국 증시는 상대적으로 높은 벨류에이션을 받기 때문에, 이익모멘텀은 좋고 저평가된 신흥국 증시를 중심으로 자금이 집중됐다. 신흥국 중에서도 투자매력에 따라 우선순위가 있다. 이때 가장 중요한 요소가 환율 변동성이 낮아야 한다는 점이다. 미국의 통화긴축으로 외자가 유출될 가능성이 높고, 이는 환율의 변동성을 확대시키는 요인이 된다. 환율 변동성이 낮기 위해서는 우선, 그 국가의 펀더멘털이 우수해야 한다. ① 경상수지가 흑자일 경우, 수출업체의 네고물량이 자국통화의 약세를 제어하는 역할을 한다. ② 외환보유고가 풍부하거나 늘어나고 있다면, 환율 변동성을 낮출 수 있다. 풍부한 외환보유고로 환율방어가 용이해지기 때문이다. ③ 끝으로 단기 외채의 비중이 낮거나 감소하고 있다면, 이 또한 긍정적인 요인이다. 단기 외채가 줄어들면, 급격한 외자유출의 가능성도 낮아지기 때문이다. 주요 신흥국 16국가를 선정해서 환율변동성을 점검해본 결과, 1990년 이후 Fed의 세 차례 긴축에서 인도, 인도네시아, 터키, 헝가리, 남아공은 항상 미 달러화 대비 자국통화가 약세를 기록했다.

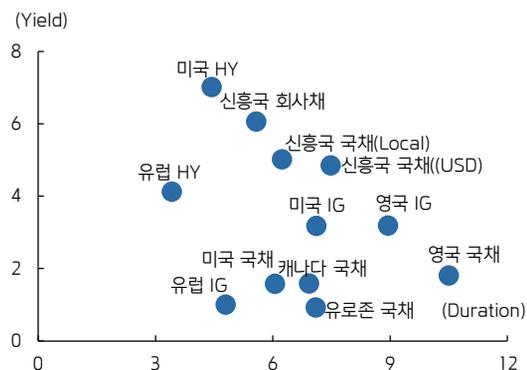
하지만 중장기적인 투자관점에서 하이일드 채권투자는 매력적이다. 경기 회복국면에서 선진국의 금융 완화 기조는 당분간 유지될 것이다. 경기침체기와는 달리 크레딧 상품의 디폴트 가능성은 낮아졌으나, 포트폴리오 상의 기대수익률은 높일 수 있기 때문이다. 실제로 2008년 글로벌 금융위기 이후, 유럽발 정부부채 위기, 신흥국의 경기둔화 우려, 각종 지정학적 리스크가 지속적으로 제기됐으나, 글로벌 증시에서 크레딧 스프레드는 하향 안정 추세를 이어갔다. 이에 더하여 Fed의 연내 금리정상화가 가시화될 것이므로, 美 국채에 대한 투자매력은 더욱 낮아질 것이다. 그러므로 최근 국제유가 급락이 일단락되고 기술적 반등이 나타나면, High Yield 상품에 대한 비중 확대전략이 유효하다.

미국 BBB 회사채 10년물 금리 스프레드 추이



자료: Datastream

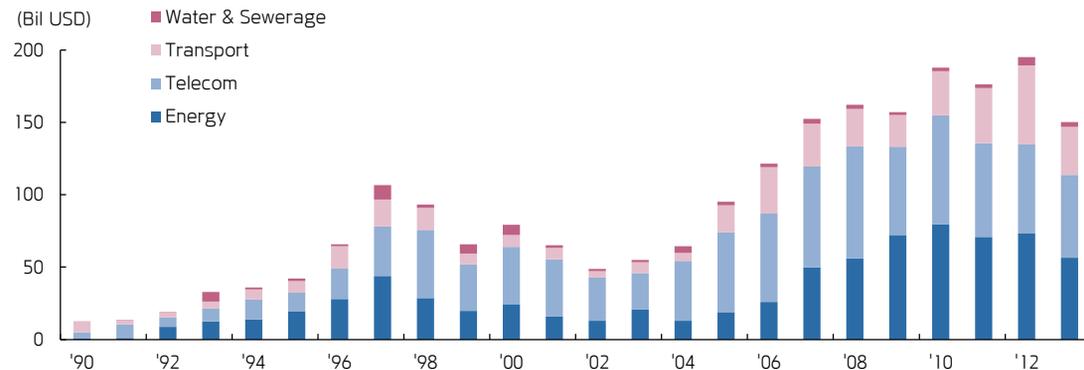
주요 채권자산의 듀레이션과 기대수익률 분포



자료: Datastream

국제유가의 하락 등으로 인플레이션 압력이 낮아진 상태에서, 주요국은 경기부양적인 금융 및 재정정책을 유지할 것으로 전망된다. 특히 중국, 인도 등 주요 신흥국을 비롯해 세계 각국 정부는 글로벌 경기침체 탈피를 위해 인프라 투자를 확대하고 있다. 인프라 관련 상품은 주식과 채권의 중간 성격으로 경기민감도가 상대적으로 낮고, 실물자산에 대한 투자로 인플레이션에 대한 대비가 가능하다. 그러므로 증시가 담보상태를 보이고 저금리 상태가 지속된다면, 비교적 높은 수익률을 제공해주는 인프라 투자에 대한 비중을 확대할 수 있다. 또한 부동산은 여타 금융자산과 상관성이 비교적 낮았기 때문에, 투자수익뿐만 아니라 포트폴리오의 리스크해지 측면에서도 유용하다.

저소득국가의 민간 인프라투자 추이



자료: World Bank and PPIAF

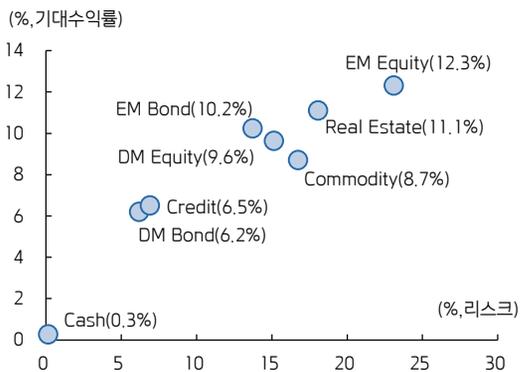
>>> 최적 포트폴리오의 도출

포트폴리오 구성을 위해, 자산군은 3가지의 대분류로 구분했다. 주식, 채권, 기타자산이다. 그리고 세부 자산군은 8가지로 구성된다. ① 주식은 선진국 주식과 이머징 주식으로 구성된다. ② 채권은 선진국 채권과 이머징 채권으로 구성된다. 마지막으로 ③기타자산은 크레딧, 인프라/부동산, 원자재, 현금성 자산으로 이루어져 있다. 초기 투자자산 비중은 글로벌 연금의 평균 자산배분을 반영했다. 주식의 비중이 약 50% 차지한 가운데, 채권은 30%, 기타자산은 20%의 수준을 반영했다.

8가지 자산간의 상관성은?

- 1) 8가지의 세부 자산군은 대체로 Positive 상관관계를 가지지만, 현금성 자산은 여타자산과 모두 Negative 상관성을 가진다. 예를 들어, 글로벌 금융위기 등 대부분의 금융자산 가격이 하락할 때, 리스크를 헷지할 수 있는 수단이 현금성 자산이 된다.
- 2) 선진국 채권은 크레딧을 제외한 모든 자산과 낮은 상관성을 가진다. 글로벌 금융시장이 안전자산 선호심리가 강화될 때, 선진국 채권을 적극적으로 매수하는 전략이 최적 포트폴리오 구성에 유효하다. 채권은 기본적으로 현금보다 기대수익률이 훨씬 높다. 금융위기 수준의 리스크가 부각되지 않는다면, 선진국의 채권은 포트폴리오의 리스크를 효과적으로 낮추면서, 비교적 높은 기대수익률을 달성할 수 있다.
- 3) 원자재는 선진국 채권·부동산 상품과 상관성이 낮다. 최근 국제유가 급락과 관련, 포트폴리오 리스크를 헷지하기 위해, 선진국 채권 또는 부동산 상품에 대한 비중확대 전략이 유효하다.
- 4) 한편, 선진국 주식과 신흥국 주식은 매우 높은 상관성을 가진다. 신흥국 채권과 크레딧도 높은 상관성을 가진다. 이는 두 자산의 성격이 유사함을 의미한다. 포트폴리오 측면에서 단순히 기대수익률을 높이기 위해, 상관성이 높은 자산들을 함께 비중 확대하는 것은 바람직하지 않다. 그만큼 포트폴리오 리스크도 커지기 때문이다. 포트폴리오 리스크를 최소화하면서 가장 높은 수익률을 달성하기 위해서는 상관성이 높은 자산들은 대체재로써 접근해야 한다.

각 자산의 리스크 수준과 기대수익률



자료: 키움증권, 주최장기 월별 데이터 활용

자산간의 상관관계

	DM Eq	EM Eq	DM Bd	EM Bd	Credit	R.E.	Cmdty	Cash
DM Eq	1.0	0.9	0.2	0.5	0.6	0.6	0.5	-0.3
EM Eq		1.0	0.1	0.6	0.6	0.5	0.6	-0.3
DM Bd			1.0	0.2	0.6	0.1	0.2	0.0
EM Bd				1.0	0.7	0.4	0.4	-0.3
Credit					1.0	0.5	0.5	-0.3
R.E.						1.0	0.3	-0.2
Cmdty							1.0	-0.2
Cash								1.0

자료: 키움증권, 주최장기 월별 데이터 활용

이상의 자산 간의 상관관계를 감안해 최적의 포트폴리오를 구성했다. Black-Litterman Model를 활용했고, 다음 5가지의 포트폴리오를 추천한다. 운용자산의 규모, 감수할 수 있는 리스크 수준, 경기위험 등을 고려하여 포트폴리오의 자산편입 비중은 선택적으로 접근할 수 있다.

리스크 수준에 따른 기대수익률과 포트폴리오

리스크(%)	기대수익률(%)	자산구성	자산구성 세부내용	투자 목적
10	4.7	포트폴리오 #1 주식: 30.4% 채권: 53.7% 기타: 15.9%	(%) <ul style="list-style-type: none"> ■ DM Equity ■ EM Equity ■ DM Bond ■ EM Bond ■ Credit ■ Real Estate ■ Commodity ■ Cash 	Fed의 통화긴축을 앞두고, 투자심리 일시적 위축 가능. 현금성자산을 확보하고, 크레딧으로 스프레드 수익 달성.
12	5.9	포트폴리오 #2 주식: 40.6% 채권: 47.6% 기타: 11.8%	(%) <ul style="list-style-type: none"> ■ DM Equity ■ EM Equity ■ DM Bond ■ EM Bond ■ Credit ■ Real Estate ■ Commodity ■ Cash 	포트폴리오 #1과 #3의 중간수준 리스크
14	6.7	포트폴리오 #3 주식: 50.5% 채권: 35.1% 기타: 14.4%	(%) <ul style="list-style-type: none"> ■ DM Equity ■ EM Equity ■ DM Bond ■ EM Bond ■ Credit ■ Real Estate ■ Commodity ■ Cash 	글로벌 연금의 평균수준의 포트폴리오 구성. 주식의 비중을 50% 확보.
16	7.6	포트폴리오 #4 주식: 61.4% 채권: 21.4% 기타: 17.2%	(%) <ul style="list-style-type: none"> ■ DM Equity ■ EM Equity ■ DM Bond ■ EM Bond ■ Credit ■ Real Estate ■ Commodity ■ Cash 	포트폴리오 #3과 #5의 중간수준 리스크
18	8.5	포트폴리오 #5 주식: 70.6% 채권: 11.9% 기타: 17.5%	(%) <ul style="list-style-type: none"> ■ DM Equity ■ EM Equity ■ DM Bond ■ EM Bond ■ Credit ■ Real Estate ■ Commodity ■ Cash 	포트폴리오의 수익률을 높이기 위해, 자산군 수는 줄이고, 기대수익률이 큰 신흥국 주식을 대폭 포함.

자료: 키움증권 주: 자산구성에서 채권은 크레딧을 포함

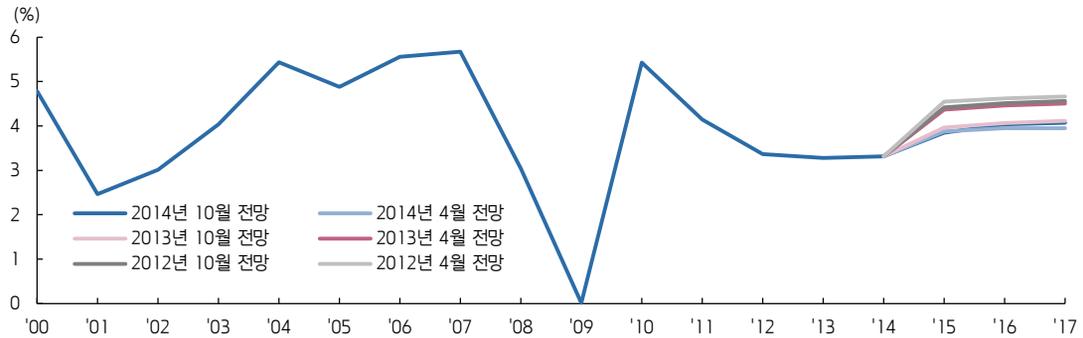
II. 글로벌 경제와 자산가격변동

>>> 글로벌 경기의 회복과 확장국면 진입의 모멘텀은?

2015년 글로벌 경기는 완만한 경기개선 흐름을 이어갈 것이다. 2014년에 나타난 선진국 경제회복은 글로벌 수요를 개선시켰으나, 그 속도는 다소 부진했다. 미국은 민간소비의 증가, 제조업경기 개선, 부동산가격 상승, 고용지표의 정상화 등 실물경기의 회복이 뚜렷해졌다. 반면, 유로존과 일본의 경기반등은 미약했고, 원자재 가격의 하락이 글로벌 디플레이션 우려와 일부 신흥국의 경기둔화로 이어졌다. 최근 국제유가의 급락은 글로벌 소비회복을 견인할 것이라는 기대감도 키웠지만, 한편으로는 원유 과잉 공급에 이어 수요둔화 가능성도 불러일으켰다. 동유럽 및 중동의 지정학적 리스크도 글로벌 경기회복에 부담으로 작용했다. 그럼에도 불구하고, 2015년 글로벌 경기는 개선 추세를 이어갈 것이다.

2015년 주된 경기회복 모멘텀은 ① 미국의 글로벌 수요 견인, ② 유럽과 일본의 금융완화 정책 지속과 ③ 신흥국의 경기부양책 강화로 정리해볼 수 있다. 선진국의 경기회복에도 불구하고, 금융완화적인 통화정책은 유지될 전망이다. 2008년 글로벌 경기침체를 가져왔던 미국의 경기가 회복에서 확장국면에 진입할 것이다. 미국의 GDP Gap은 하반기 중에 플러스(+) 권으로 진입할 것이기 때문이다. 미국은 글로벌 수요의 개선흐름을 주도할 것이다. 미국 경제는 세계경제의 약 20%를 차지한다. 미국의 소비수요증가와 함께 기업의 투자확대가 경기회복을 견인할 것이다.

예상보다 더디게 회복되는 글로벌 경제

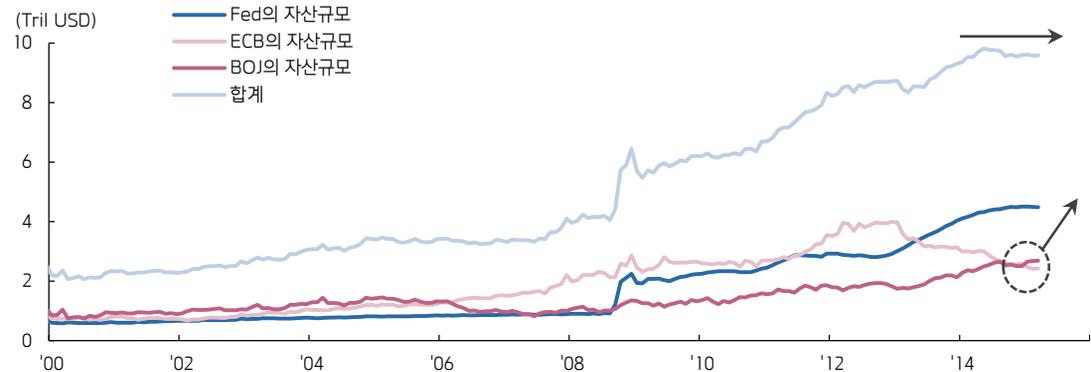


자료: IMF 주: 전세계 GDP 성장률 활용

유럽은 주요 정책협의 및 그리스 부채협상 등 정치적 불확실성은 상존하고 있으나, 미약한 성장세를 이어갈 것이다. EU 역내에서도 실물경기 개선이 차별적으로 일어나고 있으나, 디플레이션 리스크는 공통적으로 나타나고 있는 현상이다. 지난 1월 22일(현지시간), 유럽중앙은행(ECB)은 경기부진 장기화와 디플레이션 우려에 대응하기 위해, 국채매입을 포함한 양적완화 실시를 결정했다. ECB는 3월부터 내년 9월까지 19개월간 매월 600억유로 규모의 자산매입을 결정했고, 총 매입규모는 1.14조 유로이다. 더불어 금융정책의 효율성을 높이기 위해, 역내의 노동 경쟁력 강화와 재정확대 이슈 등은 시차를 두고 함께 진행될 것으로 판단된다.

2014년 4월 소비세 인상(5%→8%) 이후, 일본의 소비심리는 좀처럼 개선되지 못하고 있다. 최근 엔화 약세에도 불구하고, 무역수지 적자는 지속되고 있다. 한편 일본정부의 재정부담은 더욱 커지고 있다. 2015년에 예정됐던 소비세 인상이 미뤄진 시점에서, 일본은 법인세 인하를 단행했다. 결국 아베 내각은 소비세율 인상으로 재정을 확충하고, 기업투자 관련 세율을 낮춰 경기를 살리겠다는 정책노선을 고수할 것으로 보인다. 일본은 기업 친화적인 정책실시에도 불구하고, 자국내 설비투자는 예상보다 부진하며 수출 개선세도 미약한 상황이다. 다만 2014년 10월말 일본은행(BOJ)은 전격적으로 자산매입규모를 80조엔으로 확대했고, 2015년 중 추가 경기부양책 가능성도 배제할 수 없다. 이처럼 정부의 공격적인 경기부양조치는 2015년에도 아베노믹스에 대한 기대감을 유지케 한다. Fed의 통화긴축 전망에도 불구하고, 글로벌 유동성 공급은 지속될 것이다.

주요 선진국 중앙은행의 자산규모 변화

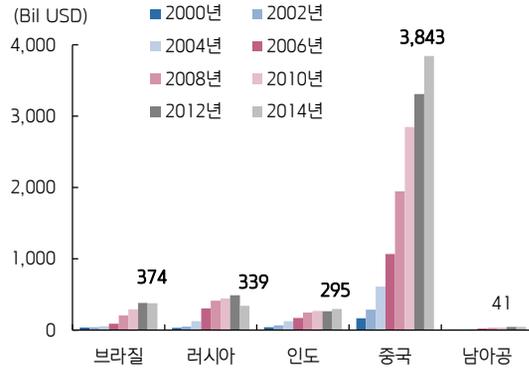


자료: 키움증권

2009년 이후 글로벌 경기가 완만히 회복될 수 있었던 것은 주요 선진국의 금융완화조치에서 비롯됐다. 선진국으로부터 풍부하게 공급된 유동성은 선진국에 국한되기보다 신흥국 및 프런티어 국가로 유입됐다. 실제로 2009년초부터 2014년말까지 전세계 시가총액은 33조달러 증가했다. 동 기간 주요 선진국의 시가총액은 약 96% 증가했고(23.9조달러), 주요 신흥국의 시가총액은 약 144% 증가했다(7.7조달러). 하지만 이와 같은 선진국의 금융완화정책이 신흥국의 경기반등을 크게 이끌어내지는 못했다. 왜냐하면 선진국의 경기부양책이 기본적으로 자국 자산가격 상승에 목표를 두었기 때문이다. 소비와 투자 증대는 자산가격 상승에 따른 파생효과였지 제 1목표는 아니었다. 미국과 유럽 등 주요 선진국의 부동산 가격은 큰 폭 상승했다. 그 결과, 신흥국의 입장에서는 선진국으로의 수출이 크게 늘어나지 못했고, 신흥국은 '내수확대 강화'를 목표로 자구책을 마련하기 시작했다.

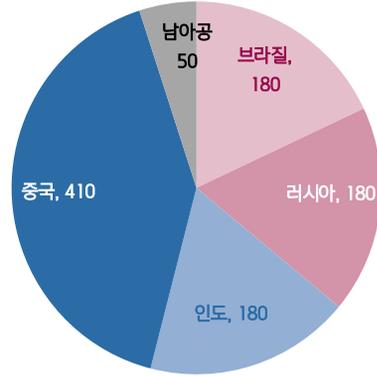
Fed의 기준금리 인상을 기점으로 선진국의 경기부양 모멘텀은 다소 약화될 수 있다. 하지만 2015년 신흥국의 경기부양 모멘텀은 강화될 것이고, 여전히 기대해볼 만하다. Fed의 출구전략에 앞서서 신흥국은 공동대응방안을 집중적으로 논의했다. 2014년 5월, AEAN+3 재무장관 및 중앙은행장들은 역내 통화활용도를 높이는 방안과 자본 유출입에 대한 공동대응방안에 대해 심도 있게 논의했다. BRICS는 한 발 더 나아가 2014년 7월 정상회의를 통해 500억달러의 초기 납입자본으로 개발은행을 설립하고, 1천억달러 규모의 외화공동기금을 조성하기로 합의했다. BRICS 개발은행은 서방 선진국의 영향이 강하게 작용하는 World Bank와 IMF의 역할을 일정부분 대체할 수 있을 것으로 주목된다.

BRICS 국가들의 외환보유고 추이



자료: 키움증권

BRICS 개발은행 출자비중

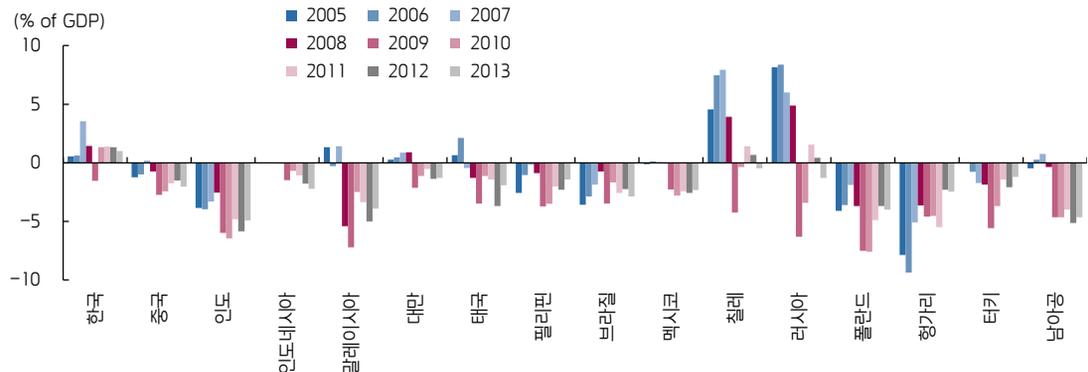


자료: 키움증권

더불어 중국이 주도하는 아시아인프라투자은행(AIIB)의 설립은 신흥국의 경기방어력을 높여줄 것으로 기대된다. 2014년 10월, 중국은 아시아 주요 21개국과 함께 자본금 500억달러 규모의 AIIB 설립을 선언했다. 중국은 2015년말 본 협정을 체결할 때까지 회원국을 계속 늘려나갈 방침이다. 이처럼 신흥국 간의 정책공조와 역내 금융강화는 신흥국의 경기반등이 지속될 수 있도록 지지할 것이다.

신흥국의 경기부양은 국가간뿐만 아니라 개별국가 수준에서도 강화되고 있다. 주요 신흥국의 GDP 대비 재정수지를 살펴보면, 2008년 이후 재정적자에도 불구하고 각국은 적극적인 재정확대정책을 실시했음을 알 수 있다. 사실 이와 같은 현상은 정치 사이클과도 관련이 높다. 2012년말부터 주요 신흥국들은 대선 또는 총선을 통해 국가의 수반이 교체되는 시기를 맞았다. 각 국가의 신행정부는 여러 경기부양책을 공약으로 제시했는데, 대체로 내수를 진작시키기는 내용이 주를 이뤘다. 2008년 금융위기 이후, 글로벌 수요는 유례없이 더딘 개선을 이어가고, 뉴노멀(New Normal)은 시대의 흐름으로 받아들여지고 있다. 이처럼 대외수요의 부진으로 신흥국의 경기반등도 더뎠지자, 주요 신흥국의 신행정부는 '내수확대'를 목표로 국정을 운영하고 있다.

주요 신흥국의 GDP대비 재정수지 추이



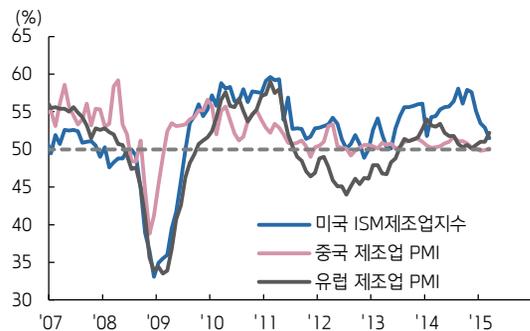
자료: 키움증권

>>> 미국의 금리정상화와 파생 리스크

선진국의 경기부양조치는 투자심리뿐만 아니라 실물경기 개선을 이끌었다. 특히 Fed는 초저금리 정책과 양적 완화를 통해 시중 유동성 공급과 자산가격 상승을 유도했다. 美 행정부는 법인세 감면, 저금리 대출, 현금지원 등으로 리쇼어링(Reshoring) 정책을 독려했다. 2010년부터 리쇼어링 정책이 실시된 결과, 제조기업들의 생산시설이 해외에서 국내로 되돌아왔고, 약 180억달러의 신규투자가 창출됐다. 미국 내 제조업경기가 살아났고, 미국 GDP의 70%를 차지하는 민간소비가 회복됐다. 이는 미국의 견조한 경기반등을 지지했다. 낮은 모기지 금리환경에서 부동산 경기는 저점을 찍고 반등했다. 선진국의 늘어나는 소비수요는 신흥국의 수출개선으로 이어졌다. 하지만 아직 글로벌 소비수요의 개선세는 과거보다 약한 상황이다. 이러한 환경에서 Fed의 기준금리 인상은 글로벌 경기에 스트레스로 작용할 수 있다. 선진국의 중앙은행 중 가장 많이 자금을 공급한 곳은 미국 연방준비제도(Federal Reserve; Fed)이다. 3차 양적 완화까지 진행하는 과정에서, Fed의 자산규모는 4조달러를 넘어섰다.

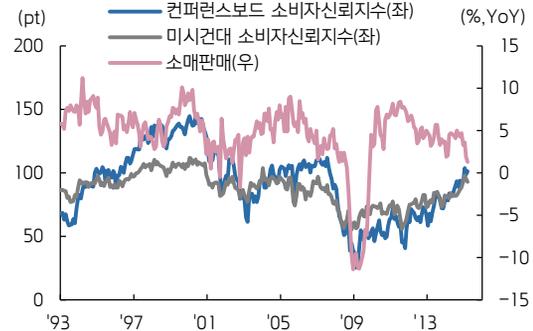
글로벌 수요회복이 비교적 더디게 진행되는 가운데 Fed는 올해 기준금리 인상예에 나설 것이다. 미국이 통화긴축을 시행할 수 있는 근거는 미국 경기의 정상화이다. 우선 글로벌 주요국가 비교했을 때, 제조업 경기는 좋은 흐름을 이어가고 있다. 소비관련 지표도 대체로 개선되고 있다. 미국 증시 상장사들의 기업이익은 2009년 이후 증가 추세를 이어가고 있다.

글로벌 주요국 제조업지수의 추이



자료: ISM, Markit, 중국 국가통계국

미국의 소비관련 지표의 추이



자료: Conference Board, University of Michigan Survey Research, U.S Census Bureau

미국 경기는 글로벌 여타 국가들보다 빠르게 회복되고 있다. 그럼에도 불구하고 Fed의 금리인상은 서두르지 않을 것으로 보이며, 그 시점은 2015년 중반 이후가 될 것이다. 그렇게 전망하는 근거는 ① 민간소비의 높은 금리민감성, ② 미국 고용시장의 불안정한 회복, ③ 2% 기대인플레이션에 대한 불확실성 때문이다.

미국 경제성장의 70%는 민간소비가 결정한다. 최근 미국 GDP가 시장예상보다 높은 성장률을 유지할 수 있었던 것은 민간소비의 증가 덕분이다. 하지만 견고한 민간소비가 금리인상 이슈에 여전히 민감할 수 있음에 주의해야 한다. 민간소비에서 큰 비중을 차지하는 것은 부동산이다. 이 부동산 관련 자금이 금리인상에 여전히 취약할 수 있다. 2013년 중반, 테이퍼링 이슈로 시중 금리가 큰 폭으로 상승했고 미국 모기지 신청지수는 반락 후 지난해 연말까지 하락세를 이어갔다. 모기지 금리의 급등이 가져온 부작용이다. 올해 들어 모기지 리파이낸싱 수요는 다시 늘어나고 있으나, 모기지 신규 신청은 여전히 부진하다. 저유가 환경 속에서 미국인의 소비심리는 뚜렷하게 개선되고 있지만, 실제 민간 소매판매의 수준은 이에 미치지 못한다.

미국 모기지 금리 vs. 모기지 신청지수



자료: Mortgage Bankers Association

미국 기존/신규주택 판매 추이

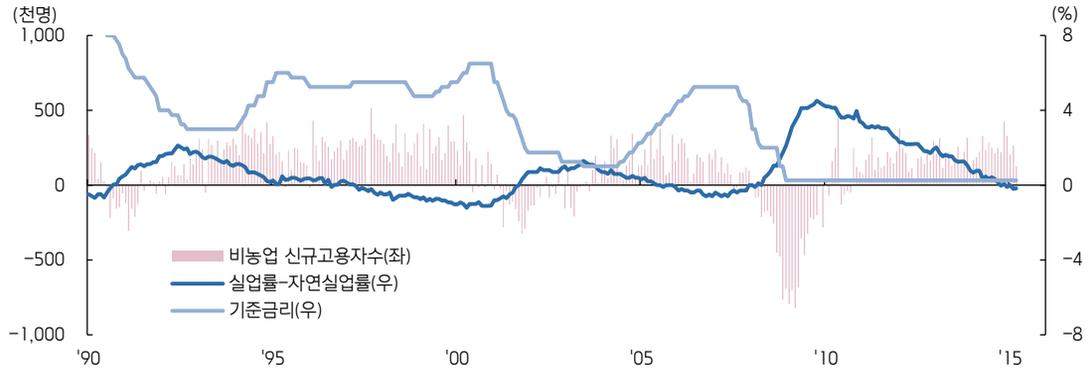


자료: National Association of Realtors, U.S. Census Bureau

2009년 이후, 미국 실물경기는 개선흐름을 이어가고 있다. 2014년 2월 이후, 비농업 신규 고용자수는 12개월 연속 매달 20만명을 상회했다. 실업률에서 자연실업률을 뺀 실업률 Gap은 마이너스(-) 권에 접어들었다. 과거에 실업률 Gap이 0%pt에 근접했을 때, Fed는 금리인상을 단행했다. 그러므로 지금 당장 금리인상을 해도 이상할 것은 없다. 하지만 고용지표의 세부 내용을 살펴보면, 노동시장의 회복은 여전히 불안정하다. 우선 실업률은 하락세를 이어가고 있으나, 27주 이상 실업자의 비중은 여전히 역사상 가장 높은 수준에 머물러 있다. 구직을 포기한 실업자가 포함된 U6 실업률은 여전히 11% 수준에 머물러 있다. 고용의 질도 크게 개선됐다고 보기 어렵다. 주간 평균근무시간은 미국 금융위기 이전수준(34.6시간/주)를 거의 회복했으나, 시간당 평균임금 상승률은 2010년 이후 답보상태를 이어가고 있다. 총 고용자 대비 파트타임 고용 비중이 크게 증가하고 있는데, 이와 같은 고용패턴의 변화가 또한 평균 임금상승을 제한하고 있는 것으로 분석된다. U6 실업률이 8~9%수준까지 낮아지고 전반적인 임금상승이 이어져야 비로서 고용시장 정상화를 논의할 수 있을 것이다.

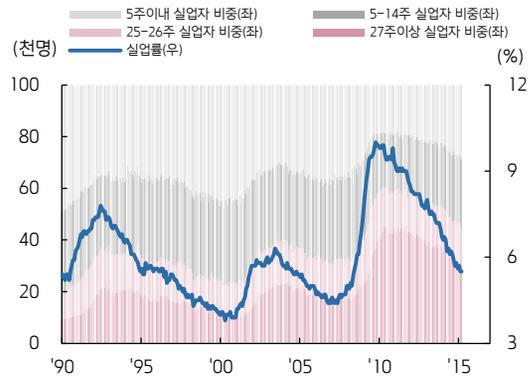
결국 Fed의 금리인상은 미국 소비의 금리민감도가 낮아지고, 미국 고용시장의 질적 개선이 가시화되는 시점에 이뤄질 것이다. 더불어 주목해야 할 부분은 투표권을 가진 FOMC 위원들이다. FOMC는 연방준비제도이사회 이사 7명과 지방연방준비은행 총재 5명으로 구성된다. 지방연방준비은행은 총 12개 지역으로 나뉘져 있다. 뉴욕 연방준비은행 총재는 FOMC 부의장으로 매년 투표권을 행사하고, 나머지 11개 지역연방준비은행 총재 중 4명이 매년 돌아가며 투표권을 행사한다. 지난 2014년에는 리차드 피셔, 찰스 플로셔, 로레타 메스터와 같은 매파성향 연준위원들이 다수 FOMC 투표권을 행사했다. 반면, 2015년에는 제프리 레커 정도가 매파성향을 가진 것으로 분류된다. 그러므로 FOMC 내에서 빠른 금리정상화 주장은 다소 약화될 것이다.

미국의 고용지표와 Fed의 기준금리 인상



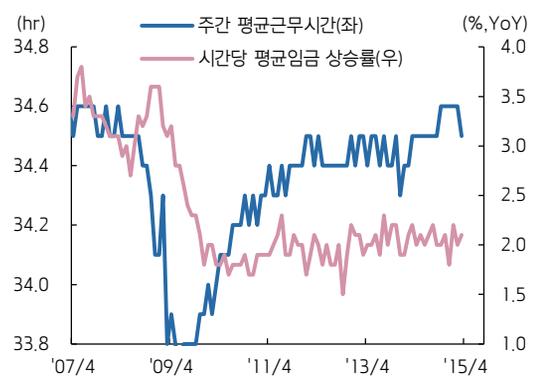
자료: Bureau of Labor Statistics, Federal Reserve, Congressional Budget Office

여전히 높은 장기실업자의 비중



자료: Bureau of Labor Statistics

미국 주간 근무시간과 임금상승률 추이



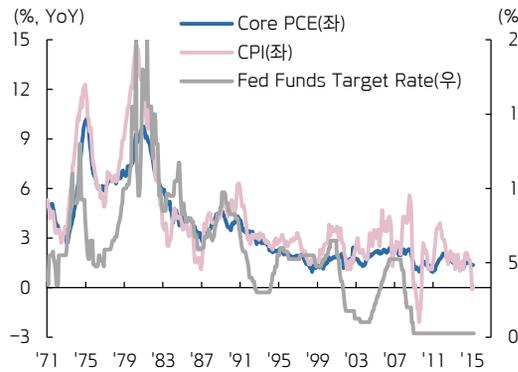
자료: Bureau of Labor Statistics

1990년대 이후, Fed는 인플레이션 상승을 제어하기 위해 기준금리 인상을 단행했다. 하지만 1990년대와 2000년 이후의 금리인상 과정은 달랐다. 1994년 2월, Fed는 갑작스럽게 기준금리를 인상했고 중남미 국가들은 핫머니 유출로 금융위기를 맞았다. 이는 또한 미국의 경제손실을 초래했고, 달러화는 오히려 약세를 보였다. 일반적으로 통화긴축을 시행하는 국가의 통화가 강세를 보이는 점을 감안할 때, 이례적인 현상이라고 볼 수 있다. 1990년대의 통화긴축에 대한 부작용을 줄이고자, Fed는 2000년대에 접어들면서 시장과의 커뮤니케이션을 강조했다. 2004년 통화긴축에서, Fed는 금리인상에 대한 시그널을 시장에 지속적으로 보냈고, 투자자들이 대비할 수 있는 시간을 주었다. 이로서 글로벌 증시는 큰 혼란을 겪지 않았다. 2015년에도 Fed는 FOMC와 연준위원들의 연설을 통해, 금리 인상시점에 대한 가이드라인을 제시할 것으로 전망된다.

2015년 3월 FOMC 회의 결과, Fed는 ‘인내심’ 문구를 삭제했고, 인플레이션이 2% 목표치를 향해 근접한다는 합리적 확신이 설 때 금리를 인상할 것이라고 밝혔다. 사실상 6월 금리인상 가능성이 열린 상태이다. 윌런 연준의장은 6월에 금리인상을 반드시 해야 할 필요는 없지만, 완전히 배제하지도 않겠다고 언급했다. 현재 코어 인플레이션은 1.3%이다. 국제유가가 역사적 하단수준에서 2/4분기 중 완만히 반등하고 향후 2~3개월간의 인플레이션 추이가 견조하다면, 6월 금리정상화도 충분히 가능한 시나리오다.

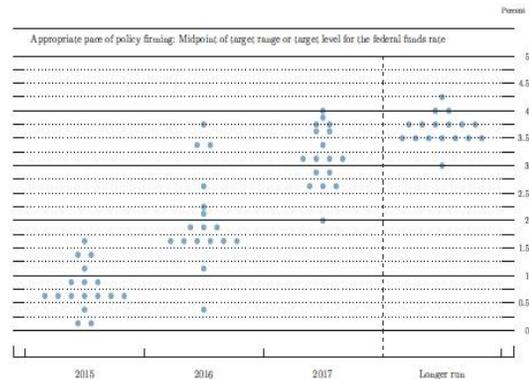
다만, 금리인상 속도는 과거보다 더 완만해질 것으로 판단한다. 1994년 금리인상에서 Fed는 기준금리를 1년간 3%pt(3.00%→6.00%) 인상했다. 한편, 2004년 금리인상에서 Fed는 기준금리를 2년간 4.25%pt(1.00%→5.25%) 인상했다. 긴축의 기간은 길어졌으나 금리인상 속도는 약화된 것이다. 최근 Fed가 공개한 금리전망 점도표에 따르면, 연준위원들은 2015년말 기준금리가 0.625%(중간값) 수준일 것으로 전망했다. 이는 2014년 12월에 조사한 1.125%보다 50bp 낮아진 것이다. 2016년말 기준금리 전망치도 기존 2.5%에서 1.875%로 내려갔다. 지난해 12월 옐런 연준의장은 “앞으로 매 회의 때마다 0.25%pt씩 금리를 인상하는 2000년대식 금리인상은 반복하지 않을 것”이라고 강조한 바 있다. 이처럼 2015년 기준금리 인상은 1990년대보다는 2004년의 모습을 더 닮을 것이고, 2004년보다도 금리 인상 속도는 느릴 것으로 전망한다.

미국 기준금리와 Core Inflation 추이



자료: Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics

연준위원들의 금리전망 점도표 (3월 FOMC회의)

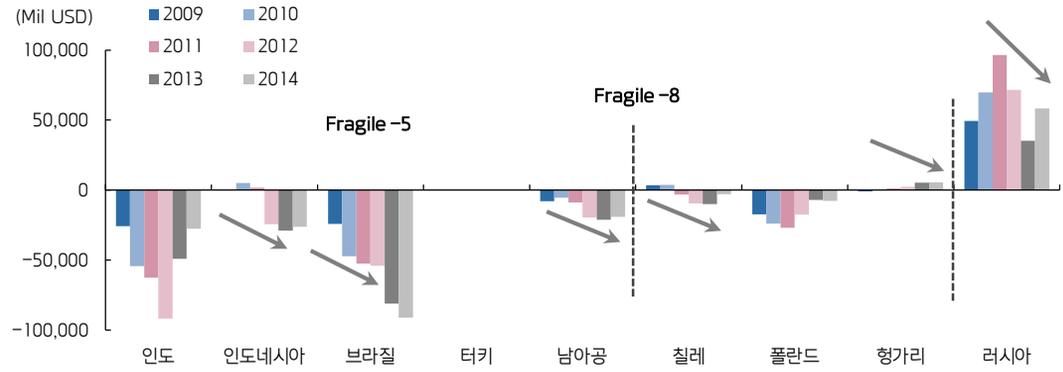


자료: Federal Reserve

Fed의 기준금리 인상이 완만하게 진행될 것이라 전제하에, 2015년에는 달러화 강세와 미국 국채금리 상승이 나타날 것으로 전망된다. 또한 Fed의 금융완화정책을 실시했을 때와 비교해서, 미국의 증시 상승폭은 제한적일 것이다. 2004년 6월부터 2006년 6월까지 Fed가 기준금리를 인상했을 때, 선진국의 증시는 22% 상승한 반면, 신흥국의 증시는 67% 상승했다. 더불어 주요 선진국의 통화정책이 상반된 양상을 보일 것으로 전망되기 때문에, 글로벌 유동성 위축에 따른 급격한 자금이동과 안전자산 선호가 강화될 가능성은 낮다. 물론 Fed의 긴축으로 ① 경상수지 적자의 지속, ② 외환보유고 감소, ③ 단기외채 비중이 높아지는 일부 신흥국에서 리스크가 부각될 수 있다. 이와 같은 국가들은 외환변동성이 큰 폭 확대될 수 있기 때문에 투자를 유의해야 한다. 그래서 외환시장이 취약한 Fragile-8 국가와 최근 환율변동성이 매우 크게 나타난 러시아를 대상으로 이상의 3가지 펀더멘털 요인을 점검했다.

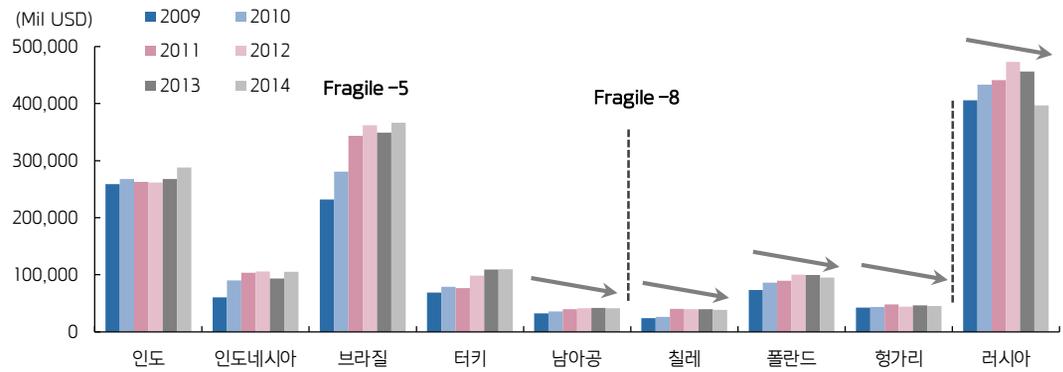
그 결과, 러시아와 남아공은 펀더멘털이 가장 취약한 국가로 분류됐다. 그밖에 인도네시아, 칠레, 폴란드, 헝가리도 투자에 유의해야 할 국가로 정리해볼 수 있다. 한편 인도와 터키는 늘어나는 단기외채 규모가 우려할 부분이지만, 경상수지 적자의 감소와 외환보유고 증가가 지속되므로, 향후 미국발 긴축리스크는 제한적으로 작용할 전망이다.

Fragile-8 & 러시아의 경상수지 변화



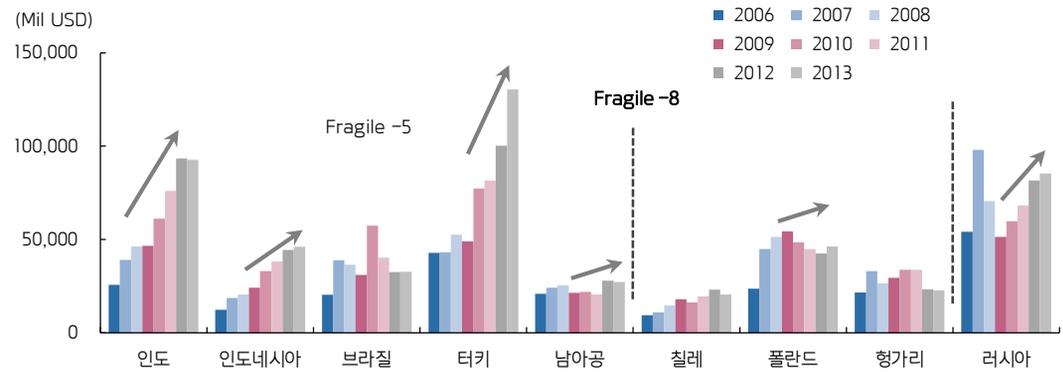
자료: 키움증권

Fragile-8 & 러시아의 외환보유고 변화



자료: 키움증권

Fragile-8 & 러시아의 단기외채 규모변화



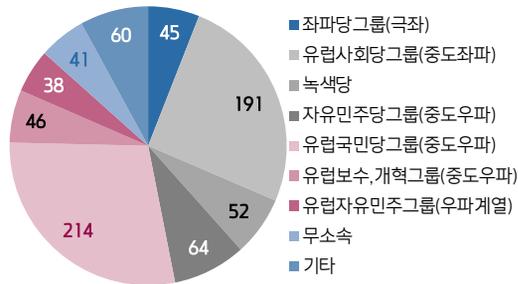
자료: 키움증권

>>> 유럽 內 분리주의 움직임과 경기부양책 실시

2015년 Fed의 금리정상화를 앞둔 시점에서 생각해볼 이슈는, 유럽중앙은행(European Central Bank: ECB)의 금융완화정책에 대한 효과성이다. 결론적으로 ECB의 양적완화 효과는 Fed만큼 강렬하기는 어렵다고 판단한다. EU은 단일 국가체계가 아니므로, 중대한 정책결정에 있어서 다양한 국가들의 동의가 요구된다. 그러므로 정책이 적시에 시행될지에 대한 리스크는 우려할 부분이다.

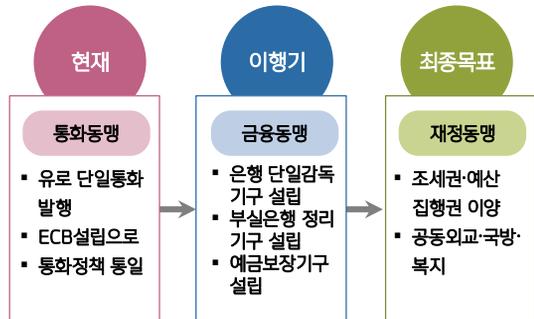
EU는 미국과 다르게 경제적으로나 정치적으로나 아직 완전한 통합된 실체가 아니다. 현재까지는 금융동맹단체에서 은행 단일감독기구와 부실은행 정리기구 설립까지 합의된 상태이다. 2014년말 예금보장기구 설립까지 추진하려고 했으나 아직 크게 논의된 바 없다. EU가 금융동맹을 넘어 재정동맹까지 맺기까지는 상당한 시일이 걸릴 것이다. 2014년 유럽의회 선거 결과, 극좌·극우정당의 약진이 두드러졌다. 특히 영국과 프랑스에서 反EU, 反이민, 反유로를 내세우는 극우정당이 급부상했다. 이런 급진정당에 대한 인기는 기존의 중도좌파·중도우파 중심의 양당체제에서 3당구도의 가능성도 배제할 수 없게 했다. 유럽전역에서 급진정당이 주목 받는 이유는 ① EU의 이민 자유화 정책과 그에 따른 일자리 경쟁의 심화, ② 실물경기 회복의 장기화, ③ 남유럽의 재정위기 극복과정에서 요구된 과도한 긴축프로그램 및 복지혜택 감소 등으로 정리해볼 수 있다. 그만큼 EU 역내에서도 反통합의 목소리가 커지고 있는 것이다. 이처럼 역내의 상반된 목소리는 EU의 재정 및 금융정책 추진에 걸림돌로 작용하고 있다. 극우정당은 국가간 재정이전이 발생할 수 있는 금융동맹 체결에 반대하거나 시행을 지연시킬 가능성도 있다.

2014년 유럽의회 선거 결과



자료: European Parliament. 주: 푸른색계열은 극좌, 극우정당이 포함

유럽연합의 향후 통합계획



자료: 키움증권

한편, ECB 내에서도 전격적으로 국채매입을 포함한 양적 완화를 결정하기까지 이견이 분분했다. 2014년 11월 마리오 드라기 ECB 총재는 “낮은 인플레이션이 지나치게 장기화되는 경우, ECB위원들은 추가 비전통적 부양책 실시를 만장일치 합의”했다고 밝혔다. 하지만 2014년 12월 전체 ECB위원 24명 중 6명이 드라기 총재의 국채매입 등 추가부양에 반대하는 것으로 알려졌다. 특히 옌스 바이트만 독일 중앙은행 총재를 중심으로 전면적인 양적 완화에 반대했다. 독일이 이와 같은 경기부양책에 반대하는 이유는 ECB의 금융완화조치가 독일의 균형재정을 위태롭게 한다고 판단하기 때문이었다. 같은 이유에서 독일은 역내 주변국의 재정팽창 요구에도 불구하고, 긴축재정 완화에도 반대하고 있다. 실제 ECB에 대한 독일중앙은행의 지분은 역내에서 가장 큰 규모로, 약 30%에 이른다. ECB의 금융완화조치가 독일에 상대적으로 더 큰 부담이 될 수 있다.

경기부양조치가 효과적이기 위해서는 금융 및 재정정책간의 긴밀한 공조가 필요하다. 하지만 유럽의 경우는 그렇지 못하다. 드라기 ECB총재가 유럽 정상들에 추가적인 경제/재정정책에 나설 것을 촉구한 것은 이런 맥락에서 이해해볼 수 있다. 역내 부채위험국 및 신흥국들은 여전히 실물경기 회복이 미약하지만, 역내 선진국들의 경기는 정상화되고 있다. 이것이 독일이 강력한 부양조치를 주장하지 못하는 또 다른 이유이다. 재정 및 금융완화조치가 결국 자국민의 세수부담 증가로 이어질 것이기 때문이다. 실제 독일 국민들은 EU 및 ECB의 경기부양책에 대해 회의적이다. 반면 역내의 일부 부채위험국 및 신흥국 국민들은 긴축재정의 지속 시, EU에서 탈퇴할 것을 주장한다. EU와 독일이 주장하는 긴축재정이 자국 경제희생을 더디게 한다는 판단에서이다. 지난 1월 그리스 총선에서 급진좌파연합(Syriza, 시리자)가 승리한 것은 결코 우연이 아니다.

시리자가 EU 통합체제와 긴축재정에 부정적이지만, 그렉시트(Grexit) 리스크는 악화될 전망이다. 1월 8일(현지시간) 그리스 여론기관 GPO의 설문결과, 그리스인의 75%가 유로존에 남아있어야 한다고 주장했다. 알렉시스 치프라스 그리스 신임총리는 그렉시트 논의는 2012년에 이미 끝났으며, 리스크 확대 가능성을 일축하기도 했다. 지난 2월, 유로존 재무장관들이 그리스 구제금융 프로그램을 4개월 더 연장하기로 합의했고, 그리스 정부의 새 경제개혁안 또한 승인했다. 탈세 방지와 부패 척결을 통해서 재정수입을 확충한다는 내용이다. 향후 그리스 부채협상 리스크는 지속적으로 부각될 수 있으나, 금융시장에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

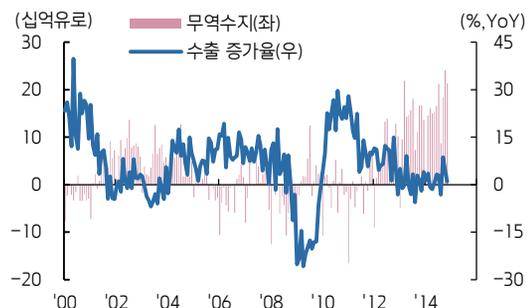
EU 역내의 다양한 이해관계가 맞물리면서 재정 및 금융완화조치의 실행은 쉽지 않았다. 하지만 ECB의 전면적인 양적 완화는 결국 실행됐다. 유로존에 넓게 퍼지고 있는 디플레이션 리스크 때문이다. 2015년 유럽은 ECB의 금융완화 정책 시행으로, 역내 디레버리징 현상은 차츰 완화되고 있다. 우크라이나와 러시아간의 지정학적 리스크도 약화되면서, 역내 무역도 조금씩 개선됐고 경기둔화 우려도 줄어들고 있다. 그러나 실업률은 여전히 11%대에 머물러 있고, 실물경기 회복은 매우 더디게 진행되고 있다. 그러므로 부채탕감이나 전면적인 양적 완화 등 강력한 경기부양조치가 필요하다. 어차피 독일은 채무국이 아닌 채권국의 입장이기 때문에, EU가 와해되는 것보다는 유지되는 편이 유리하다. EU 역내 부채위험국 및 신흥국의 경기둔화가 장기화되는 것 또한 독일에게 부정적이다. 2015년 EU와 ECB의 경기부양조치는 있을 것이나 그 규모가 강력해야 한다. 1월 14일(현지시간) 유럽사법재판소는 ECB가 지난 2012년 9월에 발표한 무제한 국채매입 프로그램(OMT)은 위헌이 아니라고 판단했다. 결국 독일 정부와 금융당국이 국내 여론을 극복하고, 얼마나 대승적으로 빠른 결단을 내려줄 것인가가 관건이다. 어차피 뽑아야 할 칼이라면, 신속한 것이 핵심이다.

조금씩 완화되어 가는 역내 디레버리징 현상



자료: European Central Bank

조금씩 개선되어 가는 유로존의 수출 모멘텀



자료: Eurostat

유로존 실업률 및 소비자물가 추이



자료: Eurostat

유로존 제조업 PMI 및 IFO 경기지수 추이



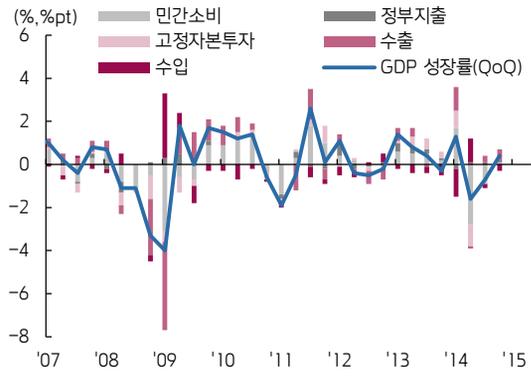
자료: Markit, IFO Institute for Economic Research

유럽內 다양한 대내외 리스크에도 불구하고, 명확한 것은 ECB가 2015년에도 유동성을 지속적으로 공급할 것이라는 점이다. 2015년 중 미국과 영국이 기준금리를 인상할 경우, 유로존의 국채와 유로화를 통한 캐리트레이드 수요는 지속적으로 증가할 것이고, 이는 유로화 약세흐름을 강화할 것이다. 더불어 ECB의 국채매입을 포함한 자산매입은 확대될 것이므로, 유로존 국채에 대한 매수는 긍정적이다. 역내 선진국 주식 또한 투자가 유망하다. 우선 ECB의 자산매입이 역내 선진국 중심으로 진행될 것이므로, 자국내 유동성이 증가할 것이다. 더불어 이들 국가의 기업 이익모멘텀이 개선되는 점도 긍정적이다.

>>> 아베노믹스, 2015년이 고비다

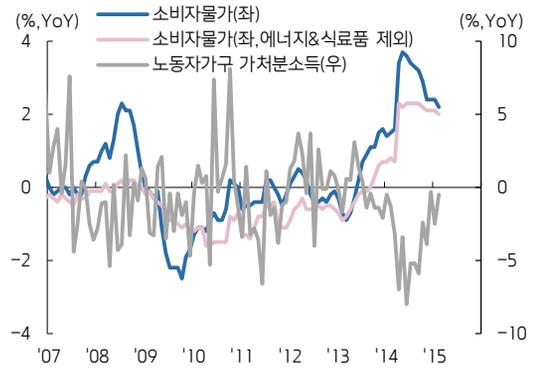
2012년 12월 아베 신조는 총리에 당선되면서, 20년간 지속된 디플레이션과 엔고를 탈피하기 위해 경기부양책을 천명했다. 이른바 아베노믹스라 불리는 경제정책은 2년이 지난 시점에서 그 효과에 의문이 더해졌다. 첫째, 수출은 회복되고 있으나 무역적자를 대폭 줄이기에는 충분하지 않다. 최근 유가하락의 여파가 무역수지 개선을 이끌어 내고 있음을 감안할 때, 엔저에 따른 수출 개선효과는 제한적이라고 볼 수 있다. 둘째, 일본 기업들의 실적 개선에도 불구하고, 일본 내 설비투자의 회복세는 미약하다. 제조업의 해외투자 비중이 2013년을 고점으로 줄어들겠지만, 여전히 자국내 투자보다 많을 것으로 판단된다. 이는 향후 일본의 가파른 성장을 기대하기 어렵게 하는 요인이다. 셋째, 일본의 늘어나는 재정부담이다. 일본의 가장 큰 리스크요인은 높은 정부부채 수준이다. 2015년 소비세 인상의 연기는 중기적으로 경기에 부담으로 작용할 것이다. 2014년 단행한 소비세 인상(5%→8%)는 예상보다 민간소비를 크게 위축시켰다. 2014년 6월, 일본 정부는 현재 실효세율 기준으로 34.62%인 법인세를 수년 내에 20%대로 낮추는 것을 목표로 한다는 방침을 내각회의에서 결정했다. 기업의 법인세 부담을 단계적으로 줄이고 있는 상황에서, 소비세 인상은 불가피한 조치이다. 세수는 줄어드는데 적자재정을 계속 이어갈 순 없기 때문이다. 최근 일본내각과 여당은 조기 총선에서 압승한 이후, 2015년 법인세를 2.51%pt 낮추기로 합의했다. 2016년도에는 0.7%pt 이상 인하할 것으로 예상된다. 최근 자민당이 총선에 압승하면서, 아베노믹스도 실질적으로 재신입됐다고 볼 수 있다. BOJ의 전격적인 금융완화 정책과 함께 아베노믹스 관련 기대감은 1년간 더 지속될 수 있다. 확실한 경기반등은 기대하긴 어렵지만, 일본은행(BOJ)의 강력한 양적완화로 디플레이션 우려가 약화되고, 임금상승률이 개선되고 있음은 고무적이다. 향후 일본 국민들의 구매력이 강화되고, 내수침체가 완화될 수 있음을 시사하기 때문이다.

일본 GDP 성장률 및 성장기여도



자료: 일본 내각부

일본 소비자물가지수와 가처분소득 추이



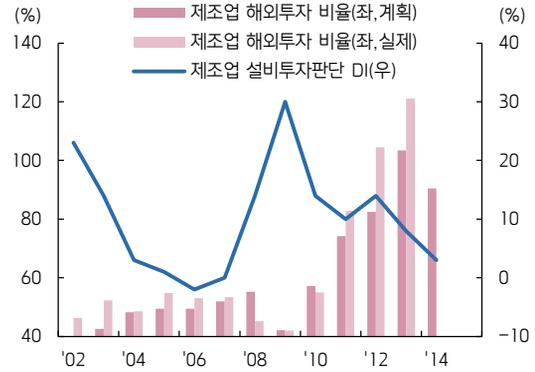
자료: 일본 총무성

엔/달러 환율 및 수출증가율 추이



자료: 일본 재무성

일본 내 제조업 설비투자 회복 지연



자료: 일본은행, 일본정책투자은행 주: 비율은 해외설비투자/국내설비투자

BOJ의 금융완화정책과 글로벌 경기회복에 따른 안전자산 선호심리 약화로 인해, 엔화의 약세는 심화될 것이다. 2013년 이후, 해외에서 일본 은행을 통한 엔화 대출규모는 증가하고 있고, 일본인의 해외증권투자 또한 급격히 증가하고 있다. 엔 캐리 트레이드 자금이 엔화 약세를 지지하고 있는 것이다. 한편, 2014년 10월말 일본의 공적연금(GPIF)는 보유자산 중 일본채권 비중(60%→35%)을 낮추고 국내외주식과 해외채권을 더 매입하기로 결정했다. 특히, 현재 10%대인 해외주식 보유비중을 25%까지 높이기로 결정했다. 이와 같은 조치 또한 중장기적으로 엔화 약세 요인으로 작용할 것이다. 결국 아베노믹스가 실질적으로 재신임됨과 함께, GPIF의 적극적인 투자방침과 BOJ의 유동성 공급은 일본 주식의 상승세를 지지할 것이다.

>>> 신흥국의 정부정책 모멘텀 - 중국과 인도

최근 중국은 경제공작회의를 통해, 뉴노멀(New Normal)의 시대가 도래했음을 강조했다. 이와 관련, 시진핑 주석은 내년엔 경기하방 압력이 비교적 높지만, 구조조정을 더 적극적으로 수행해야 한다고 밝혔다. 전인대를 통해, 중국은 2015년 GDP 성장률 목표치를 7% 수준으로 낮췄다. 시진핑 정부는 집권 이후 대규모 경기부양조치를 실시하기보다는 미세조정을 통한 경기대응을 강조해왔다. 하지만 경기 정착률 방지 및 안정적인 질적성장을 도모하기 위해, 중국은 재정정책을 강화할 수 밖에 없다.

중국은 다양한 구조적 이슈들로 경제성장이 제한되고 있다. 부동산 경기침체, 제조업 과잉설비, 그림자 금융 및 지방정부 부채 등이 주된 요인이다. 이와 같은 구조적 문제점은 단기간에 해결할 수 없기 때문에, 중국정부는 질적성장을 유도하는 정책을 완만히 추진하고 있다. 향후 미국, 유럽 등 글로벌 수요가 점진적으로 개선되면서 수출 회복과 인플레이션도 안정적으로 진행될 것이다. 중국 정부와 인민은행은 경제성장률 관리 및 12% 유동성 목표를 달성하기 위해, 소규모 경기부양책과 금융완화조치를 지속적으로 단행해왔다. 2014년 8월말, 인민은행은 농촌 금융기관을 통한 빈곤지역 대출확대와 206억위안 규모의 RP를 발행했다. 9월 중순에는 5대 국유은행에 총 5,000억위안의 단기 유동성을 공급한 데 이어, RP 발행금리를 0.2%pt 인하했다.

사실 중국 경기둔화의 핵심은 부동산 경기침체이다. 부동산은 GDP에서 약 20% 이상의 비중을 차지하는데, 2014년 초에 불거진 지방정부 부채와 그림자금융과도 밀접한 관련이 있다. 부동산 시장의 침체로 경기둔화가 심화되자, 중국정부는 부동산 담보대출을 위한 최저 계약금 비율과 대출금리 하한선을 하향 조정하는 정책을 발표했다. 대부분의 지방정부는 부동산 경기를 살리기 위해, 주택 구매제한을 일부 완화하거나 폐지했다. 예를 들어, 비거주자에 대한 주택 구입제한과 생애 최고 주택 구입에 대한 금융규제를 완화시켰다. 더불어 2주택자의 매입규제를 완화했고, 기존 대출금을 전액 상환시 우대금리를 적용키로 했다. 3월부터 시행될 중국의 부동산 등기제 또한 중국 경기에 긍정적일 전망이다. 이전엔 등기시스템이 지역별로 다르게 운영되었고, 부동산 소유 현황이 파악하기 쉽지 않았다. 그 결과, 정부 관료 및 부유층의 재산의 부정축재 수단으로 부동산이 활용됐다. 이것이 투명해질 수 있는 법령이 시행되는 것이므로, 중국 정부의 부동산 관련 정책 효율성이 커질 것이다. 이와 같은 중국정부의 정책변화는 향후 부동산 가격 낙폭을 축소시킬 것으로 전망한다.

중국정부의 유동성 관리



자료: 중국 인민은행

중국 주택가격 동향

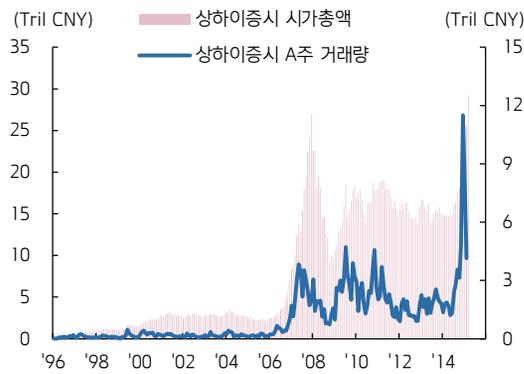


자료: 중국 국가통계국

최근 인민은행은 20% 수준이던 대형 상업은행의 지급준비율을 0.5%pt 낮췄다. 인민은행이 기준율을 인하한 것은 2012년 5월 이후 처음으로 시중에 약 6,000억위안 유동성 공급 효과가 있을 것으로 보인다. 한편, 중국 국무원은 대형장비에 대한 수출 지원을 약속하기도 했다. 2015년 전인대 폐막식 직후, 리커창 총리는 성장을 위한 정책 여지가 풍부함을 재차 강조했다. 향후 중국정부는 경기 경착륙을 막기 위해, 중국의 재정/금융완화정책을 더욱 적극적으로 이어갈 것으로 판단된다.

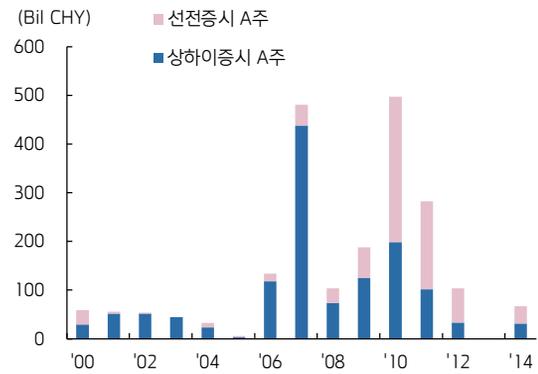
더불어 중국의 금융개혁/개방정책은 2015년에 더욱 주목된다. 최근 중국증시가 글로벌 증시에서 가장 뜨겁게 주목받는 이유는 후강통(상해증권거래소와 홍콩거래소간의 교차거래 제도)으로 대표되는 중국 금융의 개방화 정책이다. 과거에는 적격외국인투자자(QFII, RQFII)에 한해서 A주 거래가 직접 가능했다. 하지만 2014년 11월 17일에 전격 개시된 후강통은 모든 외국인투자자가 거래할 수 있도록 허용했다. 이로써 A주 전체 시가총액의 90% 규모가 외국인 투자자들에게 열린 것이다. 향후 중국 금융인프라의 개선과 금융규제 완화 등이 진행될 것이고, 중국 자본시장의 글로벌화가 가속화될 것이다. 또한 중국과 해외간 자본 유출입도 큰폭으로 증가할 것이고, 위안화의 결제 또한 늘어날 전망이다. 2014년 중국 IPO는 다시 증가하면서, 중국증시에 대한 기대감 또한 커지고 있다. 2015년엔 선강통(선전증권거래소와 홍콩거래소의 교차거래 제도) 출범이 기대되며, B주 제도의 철폐 가능성도 배제할 수 없다.

중국증시의 시가총액 및 거래대금 추이



자료: CEIC

다시 살아나는 IPO 열기



자료: CEIC

중국이 뉴노멀의 시대에 맞춰 질적성장을 강조하고 있는 반면, 인도는 대규모 양적성장을 추진 중에 있다. 2014년 5월에 있었던 인도 총선의 결과, 인도국민당(BJP)이 과반수가 넘는 의석을 차지하며 10년만에 정권교체를 이뤄냈다. 인도국민당의 압승은 경제성장을 바라는 인도 유권자들의 열망에 기인했다. 신임 총리로 취임한 나렌드라 모디는 구자라트 주지사 시절에 친기업 정책을 통해 높은 경제성장을 이끌어낸 바 있다. 그래서 향후 모디 총리의 경제정책, 이른바 '모디노믹스'가 주목을 받게 됐다. 모디노믹스는 SOC 및 IT 인프라 확충과 외국인 투자 유치 등을 통해 경제성장과 고용창출을 달성하려는 경제정책으로, 신정부의 경제정책에 대한 기대는 2014년 증시의 상승으로 나타났다.

모디 총리는 취임 4일만에 10대 국정 우선과제를 발표했다. 경제성장, 교육, 에너지, 인프라, 물가안정, 부패척결 등 지난 정부에서 문제점으로 지적된 사항을 중심으로 개혁안을 구성했다. 모디 총리의 경기 부양조치는 2015년 더욱 가시화될 전망이다. 지난 2월, 2015/16년 인도의 국가 예산규모는 17.8조 루피로서, 성장에 초점을 맞춘 예산안을 발표했다. 재정적자 목표치는 GDP 대비 3.9%로 당초 목표치인 3.6%보다는 완화됐으나, 2015년 GDP성장률 목표치는 2014년 7.4%에서 8~8.5%로 상향했다.

성장률을 상향 조정한 주된 배경은 인프라 투자 확대이다. 도로, 철도, 항만 등 인프라 투자에 전년 대비 7,000억 루피(약 110억 달러) 확대예산을 편성했고, 인프라 투자펀드(National Investment and Infrastructure Fund)를 조성해 연간 2조 루피를 투입하기로 했다. 전력난 해소를 위해 4,000MW급 대형 발전소 5곳 건설계획을 수립하기도 했다.

물론 현재 인도는 만성적인 재정수지 및 경상수지 적자로 경기부양에 필요한 재원 마련이 쉽지 않은 상황이다. 이를 극복하기 위해, 적극적으로 세계 개편을 단행할 예정이다. 우선 다양한 간접세를 일원화한 GST(Goods and Services Tax) 제도 도입을 통한 재정회복을 꾀할 것이다. 인도 정부는 GST 개혁은 내년 4월 1일에 도입하겠다는 방침이다. 한편 2016/17년부터 법인세를 현재 30%에서 25%로 4년에 걸쳐 낮추기로 한 반면에, 세수가 적었던 부유세(순자산 300만 루피 이상 시)를 폐지하고 최상류층(연소득 1,000만 루피 이상)에 2%의 추가 과세하기로 했다. 또한 외자 유치를 용이하게 하기 위해, 모디 내각은 지난 9개월간 인프라 건설과 산업용 토지취득 관련 규제를 완화했고, 정부 행정서류의 간소화·온라인 절차 등도 도입했다.

모디 총리가 당선된 지난 5월 이후, 외국인 직접투자는 실제 305억 달러(2014년 5~2015년 1월)로 전년동기대비 44% 증가했다. 세계 주요국들의 인도에 대한 투자확대 약속도 향후 인도성장에 대해 긍정적인 시각을 유지하게 한다. 2014년 9월, 아베 일본총리는 5년간 인도에 공공 및 민간투자 규모를 약 3.5조엔(약 34.9조원)으로 확대하겠다고 발표했다. 실제 2014년 10월, 인도 상공부 소속 공무원 4명과 일본 경제산업성 공무원 2명으로 구성된 Japan Plus 팀이 출범했다. 이 팀은 일본의 투자유치 및 일본 기업을 지원하기 위한 조직이다. 아베 총리에 이어 시진핑 중국 주석은 향후 5년간 200억달러(약 20.8조원)를 인도에 투자하겠다고 밝혔다. 지난 15년간 중국의 對인도 투자액이 4.1억달러 임을 감안하면 파격적인 수준이다. 같은 달 미국-인도 정상회의에서, 양국은 무역과 투자, 첨단기술, 안보분야에서 협력을 확대하기로 합의했다. 특히 모디 총리는 인도 서비스업체들이 미국 시장에서 보다 쉽게 접근할 수 있게 해달라고 오바마 대통령에게 요청했다.

2014년 5월 인도 총선 이후, 모디노믹스의 효과는 실제 경제지표 개선으로 이어졌다. 친시장적인 정부의 경제정책, 안정적인 국정운영에 대한 기대감은 투자심리를 빠르게 회복시켰다. 대규모 포트폴리오 투자가 유입됐고, 각종 인프라 개발산업을 중심으로 외국인직접투자 또한 증가하고 있다. 특히 철도와 방위산업 부문이 외국인투자자에게 각각 100%, 49% 개방됐고, 도시개발 규모에 대한 규제 또한 완화됐다. 이와 같은 정책은 향후 외자유치를 더욱 용이하게 한다. 대내외 투자 증가로 인해 고용 창출이 민간소비를 확대시키고, 안정적인 경제성장이 가능할 것으로 판단된다. 정부 정책뿐만 아니라, 중앙은행의 금융정책도 경기에 적절하게 대응하고 있다. 2013년 9월 라구람 라잔 인도 중앙은행 총재가 취임한 이후, 인플레이션은 효과적으로 통제되고 있다.

모디 내각의 10대 국정 우선과제

1	공무원 권한 강화
2	창의적인 의사결정 촉진
3	보건·교육 수자원 개선
4	투명성 강화
5	부처간 소통 및 협력 강화
6	국민에 기초한 정부
7	경제 살리기
8	인프라 개선
9	시기적절한 정책시행
10	정책 안정성 및 일관성 유지

자료: 키움증권

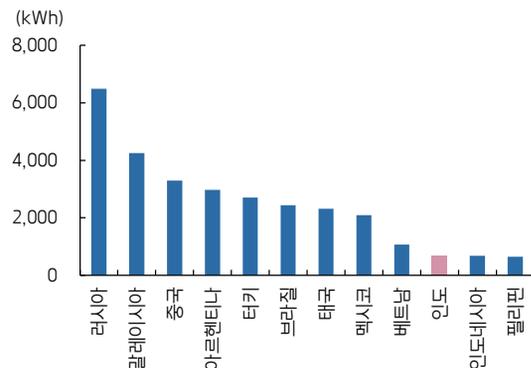
인플레이션을 효과적으로 통제하는 인도중앙은행



자료: Reserve Bank of India 주: CPI는 2011년까지 분기데이터 활용

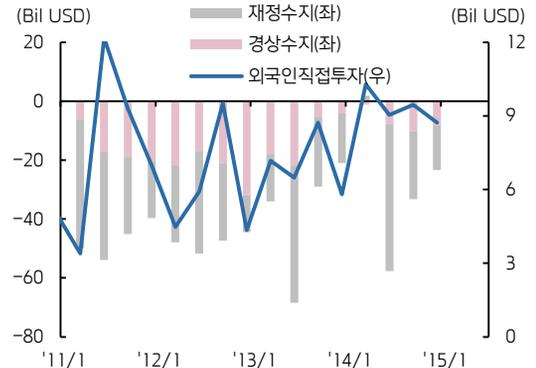
물론 인도는 몇가지 리스크요인을 가지고 있다. ① 인도 상원의 반발에 따른 경제개혁의 지연이다. 2014년, 제 1야당 인도국민회의(INC)는 상원에서 과반이상을 차지했고 모디 총리의 주요 개혁법안을 부결시켰다. 이 법안들은 토지인수 방식개선, 보험산업 외국인 투자한도 확대, 상품과 서비스에 대한 단일부가가치세(GST) 도입 등으로 모디노믹스의 핵심 사안이다. 인도 대내외로부터 경기개선에 대한 요구가 강화되고 있기 때문에, 정치적 타협은 상반기 중에 가능할 것으로 본다. ② 2014년 5월 금 수 입규제 완화 영향으로 경상수지 적자가 다시 증가할 가능성도 있다. 하지만 인도 정부와 중앙은행의 거시경제 안정화 정책이 지속적으로 효력을 발휘할 것으로 전망한다. 현재 재정수지와 경상수지 적자 폭은 줄어들고 있다. ③ 미국의 기준금리 인상에 따라 외국인의 투자자본이 유출될 가능성도 배제할 수는 없다. 하지만 2013년 Fed의 테이퍼링 이슈로 증시가 이미 한차례 조정을 받았다. 그 이후 거시경제 환경과 정부당국의 경기 대응력이 개선됐기 때문에 미국의 통화긴축 영향은 제한적일 것이다. 더불어 미국의 금리인상 과정이 2004년보다도 더 완만하게 진행될 가능성이 높기 때문에, 인도의 경기 개선 모멘텀이 훼손되진 않을 것으로 판단된다.

신흥국의 1인당 전력소비량



자료: World Bank

인도의 재정·경상수지 적자 vs. 늘어나는 FDI



자료: Reserve Bank of India, Controller General of Accounts

중국과 인도를 중심으로 한 경기부양 모멘텀은 기본적으로 신흥국 증시에 대한 투자심리를 개선시킬 것이다. Fed의 금리정상화를 앞두고, 신흥국 간의 정책공조도 더욱 강화될 것이다. 특히 과거 Fed의 통화긴축기에 신흥국 주식과 채권의 투자성과가 선진국보다 우수했던 점을 감안할 때, 향후 신흥국 금융 자산에 대한 투자는 매력적이다. 다만, 원자재수출 신흥국은 투자에 유의해야 한다. 최근 국제유가 급락 및 원자재 상품가격의 하향추세로 일부 원자재수출 신흥국은 상대적으로 수입물가가 급등하면서 높은 인플레이션을 경험하고 있다. 반면, 공산품수출 신흥국은 여타 선진국과 마찬가지로 저물가흐름을 이어가고 있으며, 금융완화정책을 취할 수 있는 근거와 여력을 갖추고 있다. 또한 지금과 같은 저유가 국면에서, 원유 순수입국은 유가하락으로 구매력이 개선되고 원가절감의 효과를 누릴 수 있다. 이런 측면에서 공산품수출 신흥국의 경기모멘텀이 상대적으로 더 좋을 것으로 전망된다.

한편, 미국의 금리인상이 시작되면 환율 변동성이 커질 수 있는 국가는 신흥국들일 것이다. 특히 러시아와 브라질 등 원자재 무역의존도가 높은 국가들은 통화약세 폭이 확대될 수 있다. 외환시장이 취약한 국가로 분류되는 Fragile-8 국가(인도, 인도네시아, 브라질, 터키, 남아공, 칠레, 폴란드, 헝가리)의 환율 변동성도 주목해야 한다. 이들 국가들은 한때 금융위기 우려가 커지기도 했으나, 자본이탈의 현실화 가능성이 잠재해 있다고 판단된다. 특히 1990년대 이후 Fed의 세차례 긴축에서, 헝가리, 터키, 남아공의 통화는 항상 달러화 대비 평가 절하됐다. 반면, Fed의 세차례 긴축기에 한국, 중국, 대만, 말레이시아, 칠레의 통화는 달러화 대비 항상 통화 강세를 기록했다. 글로벌 경기 개선에 따라 수출모멘텀이 개선됐고, 수출업체의 네고물량이 자국통화 강세를 견인했다.

>>> 국제유가를 둘러싼 갈등

2014년 3월에 불거진 우크라이나와 러시아간의 크림반도 분쟁은 우크라이나에 디폴트 위기를 가져왔고, 러시아에 대한 경제 제재로 이어졌다. 러시아의 크림반도 합병은 유럽에서 벌어지고 있는 분리주의 움직임과 동떨어진 것은 아니다. 중세 이후에 많은 소국들이 통합과정을 거치면서 큰 국가를 형성해왔다. 하지만 종교와 문화적 특성으로 인해 분쟁은 끊임없이 이어졌다. 이에 더하여, 유럽전역이 경기침체를 경험하면서 경제적 이슈는 결국 분리주의에 힘을 실었다. 경제적으로 우월한 지역 및 국가는 그들이 지불하고 있는 세금이 역내 다른 지역 구제에 활용되는 것에 못마땅하다. 이처럼 유럽은 하나를 지향하면서도 분리 움직임이 계속되고 있다. 2010년 이후, 영국의 스코틀랜드와 스페인의 카탈루냐의 독립 시도 등은 유럽의 현실을 대변해 주고 있다. 하지만 크림반도 분쟁은 다른 분리주의보다 더 복잡하다. 왜냐하면 에너지 자원과 관련이 있기 때문이다.

우크라이나 사태 이후로, 미국을 포함한 서방국가들은 러시아에 대한 경제제재를 단행했다. 러시아도 천연가스 공급공급량을 축소하는 등 에너지를 무기로 대응했다. 하지만 미국과 EU의 정치/경제제재가 점차 강화됐고, 이는 러시아의 금융시장과 실물경기 악화로 이어졌다. 러시아에 투자됐던 자금이 이탈함과 동시에, 러시아에 대규모 투자를 계획했던 글로벌 기업들이 투자계획을 백지화했다. 이로써 루블화의 가치는 점차 하락했다. 러시아는 식료품과 자동차 등을 수입에 의존하고 있어 루블화 가치의 하락은 수입물가 상승으로 이어졌다. 더불어 원자재 가격의 하락까지 이어졌다. 2014년 국제유가가 46% 하락한 만큼 러시아의 원유판매 수입 또한 감소할 것이다. 러시아는 수출의 60%와 재정수입의 50%를 원유판매 수입에 의존하고 있기 때문에 러시아 내수경기는 하방리스크가 더욱 강화된 상태이다. 이처럼 루블화의 약세가 심화되면서, 러시아는 물가 상승과 외채부담이 증가하게 됐다. 2014년 12월 러시아 중앙은행은 기준금리를 종전 10.5%에서 17%로 인상했으나, 루블화 가치 폭락을 막기에는 충분하지 못했다. 환율방어로 인해 외환보유고는 7년래 최저수준에 이르렀다.

국제유가의 급락과 루블화의 약세



자료: DataStream

줄어든 러시아의 경상수지와 외환보유고



자료: DataStream

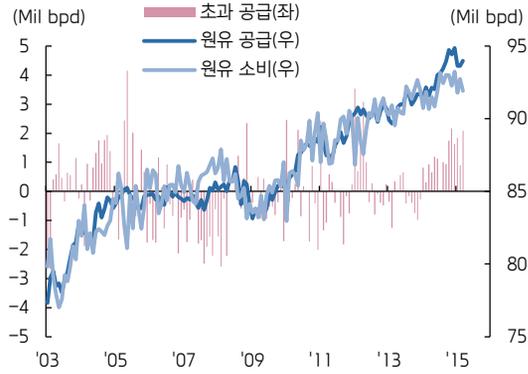
국제유가의 하락을 통해 러시아 경제를 제재하는 것은 OPEC의 목인이 있어야 효과적일 수 있다. 특히 OPEC 역내 최대 산유국인 사우디아라비아는 원유 공급과잉 우려에도 불구하고, 감산하지 않을 것임을 여러 차례 강조했다. 알리 알-나이미 사우디 석유장관은 국제유가가 배럴당 20달러까지 하락해도 감산하지 않을 것이며, 재정이 일시적으로 악화되는 한이 있더라도 북미지역의 셰일가스 등과의 가격경쟁을 지속하겠다고 밝혔다. 사우디가 감산에 부정적인 이유는 1980년대 원유 감산에 대한 안 좋은 기억 때문이다. 2차 오일쇼크 이후 1985년 원유가격이 급락했을 당시, 사우디는 가격상승을 목적으로 감산에 돌입했지만 실패했다. 오히려 유럽과 멕시코 등 주변 산유국들에게 시장점유율을 잃는 결과가 초래됐다. 사우디 뿐만 아니라 OPEC내 주요 산유국의 입장도 확고하다. 2014년말, 알리 알-오마이르 쿠웨이트 석유장관은 내년 6월까지 OPEC은 특별한 조치를 취하지 않을 것이라고 강조했다. 수하일 알-마주루에이 UAE 에너지장관도 최소 6개월간 원유시장 펀더멘털에 개입하지 않을 것임을 시사했다.

OPEC 주요국들은 원유시장에서 점유율을 높이고자 하지만, OPEC 안팎에서도 반대의 목소리가 높아지고 있다. 특히 러시아, 이란, 베네수엘라 등 反美 산유국들은 재정유가가 배럴당 80~100달러에 미치지 못하면 재정난에 빠질 것으로 우려된다. 실제 베네수엘라는 국제유가의 급락에 따른 여파로 디폴트에 빠질 위험이 더욱 커졌다. 2014년 12월, 국제 신용평가사인 피치는 베네수엘라의 국제유가 하락에 대한 대응능력이 제한적일 것으로 판단했고, 국가 신용등급을 'B'에서 'CCC'로 두 단계 강등했다. 2015년 2월, 무디스는 러시아의 신용등급을 정크본드 수준인 Ba1으로 한 단계 강등했다. 서방국의 경제제재와 저유가 여파로 러시아의 재정 악화, 외환보유고 급감, 자본유출이 지속되고 있기 때문이다.

하지만 현재의 유가수준이 장기화되면, 사우디의 재정과 무역수지에도 부담이 되므로 국제유가의 급락 양상이 장기화될 가능성은 낮다. IEA는 2015년 원유 수요 전망치를 하향 조정했다. 원유 공급과잉 우려가 지속되고 있으나, 수요 둔화 가능성 또한 배제할 수 없다. 이와 같은 거시 환경에서, 막무가내식 증산은 사우디에게도 분명 부담으로 작용할 것이다. 원유관련 산업은 사우디 GDP의 43%, 재정수입의 64%, 수출의 88%를 차지하고 있을 정도로 국가 경제구조가 유가변동에 매우 민감할 것이기 때문이다.

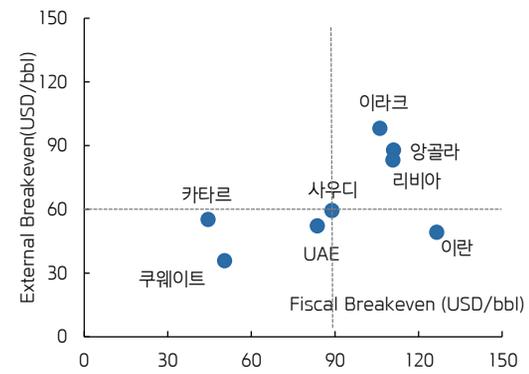
2014년 12월말, 러시아 정부는 에너지 부족난을 겪고 있는 우크라이나에 석탄과 전력을 공급하기로 결정했다. 이는 서방국들의 잇단 경제제재 국면을 타계하기 위한 러시아의 조치로 보인다. 하지만 서방국들은 경제제재를 지속한다는 방침이다. 적어도 경제제재 1년 시한인 2015년 3월까지의 유지될 것이다. 그러므로 국제유가의 반등국면이 도래한다면, 2/4분기에 접어들면서 나타날 것으로 판단된다.

공급과잉국면에 위치한 원유시장



자료: DataStream

OPEC의 재정유가 수준

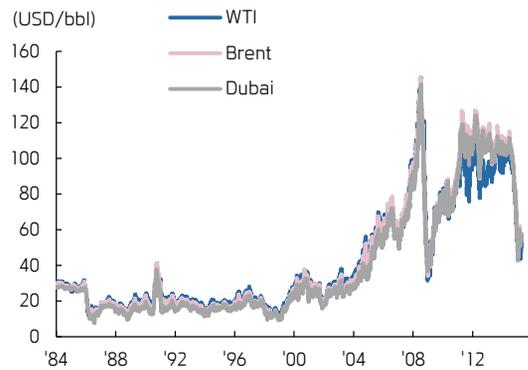


자료: DataStream

이와 같은 정치적 이슈를 배제하더라도 국제유가가 향후 반등국면을 보일 것으로 전망하는 데에는 시장베이스스의 변화에 있다. 국제유가의 시장베이스스가 백워드레이션(Backwardation)에서 콘탱고(Contango)로 전환됐기 때문이다. 콘탱고는 선물가격이 현물가격보다 높거나 원월물이 근월물보다 높아진 상태를 의미한다. 2008년 글로벌 금융위기로 인해 WTI 현물가는 2008년 3월 7일을 고점(USD145.29/bbl)으로 급락했다. 이때 시장스프레드는 백워드레이션을 보였다. 그 후 2008년 9월 2일, WTI의 시장스프레드는 콘탱고로 전환됐고, 현물가는 약 4개월 후에 반등하기 시작했다. 2014년말 하반기에 국제유가는 하락국면에 접어들었고, 기술적 하단을 계속 돌파하고 있다. 유가저점을 예단하기 어려운 상황이지만, 시장베이스스가 2014년 11월 3일에 콘탱고로 전환된 것은 주목할 만하다. 그 이후, 원월물과 근월물간의 스프레드는 점차 더 벌어지고 있다.

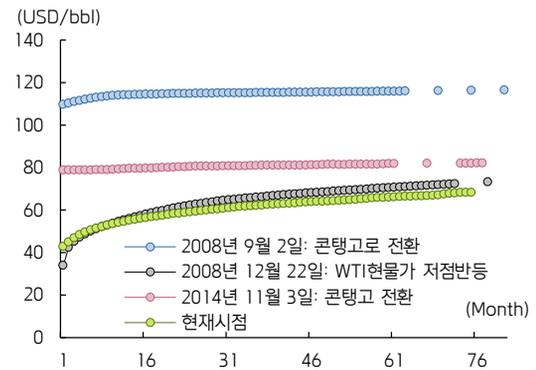
지금과 같은 국면이 지속될 경우, WTI는 4월부터 반등국면을 맞을 수 있다. 현재 유가하락 국면에서 현물을 저가에 매입해서 선물로 고가에 매도하려는 세력이 점차 늘어날 것이다. 그 결과 현물에 대한 수요는 커지면서 가격도 반등하게 된다. 그러므로 정확한 시점이 언제냐가 문제이지, 유가의 반등에 대한 개연성은 점차 강화되고 있다. 그러므로 2008년 국제유가 급락 경험을 반추해봤을 때, USD40/bbl 부근에서 유의미한 반등세가 시현될 것으로 전망한다.

국제유가의 추이



자료: DataStream 주)현물가격 기준

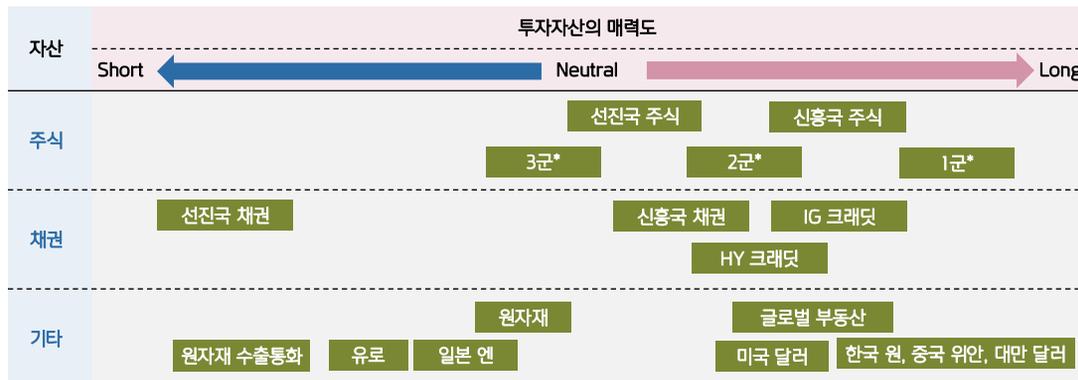
WTI 시장베이스스의 변화



자료: DataStream

III. Technical Note for Asset Allocation

글로벌 투자자산의 매력도

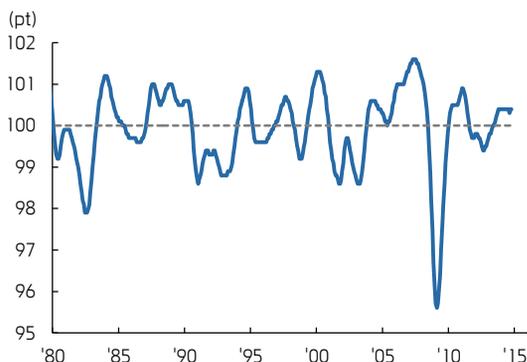


자료: 키움증권 주 *표시는 26페이지 참조

>>> 주식 투자비중 확대

2015년 글로벌 경기는 완만한 개선세를 이어갈 것이다. 경기확장 국면에서 채권투자보다 주식투자가 훨씬 더 매력적이다. 주가지수의 상방리스크가 하방리스크 보다 더 크기 때문에, 주식투자는 위험대비 포트폴리오의 기대수익률을 높일 수 있다. 주식투자에서 선진국의 투자매력은 신흥국보다 아직까진 높다. 2011년부터 선진국 증시는 신흥국보다 꾸준히 Outperform했다. 주요 선진국의 금융완화조치로 글로벌 유동성은 큰 폭 증가했고, 글로벌 경기는 선진국을 중심으로 개선됐다. 특히, 미국은 3차 양적 완화가 종료될 때까지 약 6년간 약 4조달러라는 천문학적인 자금을 시중에 공급했다. 자국내 소비지출 및 설비투자까지 살아나면서, 2014년 3/4분기 미국의 GDP성장률은 11년만에 최고수준(연율 5.0%)을 기록했다.

OECD 경기선행지수 추이



자료: OECD

Fed의 금리인상과 금융자산 투자성과

시기		주식		채권	
		선진국	신흥국	선진국	신흥국
'94.2.4~ '95.2.1	초기	-3.7	-2.2	-4.2	-10.1
	전체	-9.1	3.1	-13.2	-21.7
'99.6.30~ '00.5.16	초기	-1.6	-1.0	-2.4	-0.6
	전체	13.7	12.1	-4.3	14.9
'04.6.30~ '06.6.29	초기	-3.1	-2.0	2.4	2.9
	전체	21.6	58.5	1.5	25.4

자료: 키움증권 주 초기는 30일 기준

2015년 중반에 Fed는 기준금리를 인상하겠지만, 글로벌 유동성은 위축되지 않을 것으로 전망한다. 10월말 BOJ는 자산매입규모를 기존의 70조엔에서 80조엔까지 확대하는 금융완화조치를 발표했다. 마리오 드라기 ECB총재는 유럽은행의회에 참석해서 국채매입을 포함한 전면적 양적 완화 가능성을 시사했다. 2014년 하반기에 불거진 영국의 조기 금리인상 우려는 약화됐고, 미국의 기준금리 인상시점은 내년 중반 이후로 전망된다. 지난 11월 21일, 중국 인민은행은 전격적으로 금리인하를 단행했고, 이는 주요 선진국의 금융완화정책 기조에 맞춰 투자심리를 개선하는 요인으로 작용했다. 결론적으로 글로벌 경기가 여전히 회복국면에 있는 상황에서 유동성은 지속적으로 공급될 것이다. 특히, ECB가 국채매입을 포함한 전면적인 양적 완화를 시행할 것이고, 일본의 양적질적 금융완화도 확대 지속될 것이다.

금리인상에 따른 유동성 축소와 경기개선에 따른 기업이익 향상이 복합적으로 영향을 미치게 되고, 이는 금융자산의 투자성과를 결정한다. 금리인상 초기, 글로벌 금융자산의 투자성과는 대체로 부진했다. 하지만 긴축의 충격에서 점차 벗어나면서 경기개선의 효과가 증시에 반영됐다. 1990년대 이후 Fed의 세차례 긴축기간동안, 채권보다는 주식의 투자성과가 좋았다. 금리 인상이 채권가격의 하락을 의미하기 때문에 채권의 약세는 사실상 불가피하다. 특히 선진국의 채권수익률이 부진했다. 신흥국 채권의 경우, 1994년 중남미 금융위기를 제외하고는 수익률은 플러스(+)를 기록했다. 글로벌 경기개선에 따라 안전자산 선호심리가 약화되고 신흥국 채권 또는 High-Yield 채권에 대한 수요가 증가했다. 현재 선진국의 국채금리는 대체로 매우 낮은 수준에 있으므로, YTM이 상대적으로 낮다. 하지만 선진국 국채를 포트폴리오에 반영하려면, 전면적인 양적 완화에 대한 기대감이 높은 유럽국채가 투자 유망하다. 주식시장의 경우, Fed의 금리인상기에 선진국보다는 신흥국의 증시가 투자수익률이 높았다. Fed의 긴축시행 이전에 선진국증시는 상대적으로 높은 벨류에이션을 받기 때문에, 이익모멘텀은 좋고 저평가된 신흥국 증시를 중심으로 자금이 집중되게 된다.

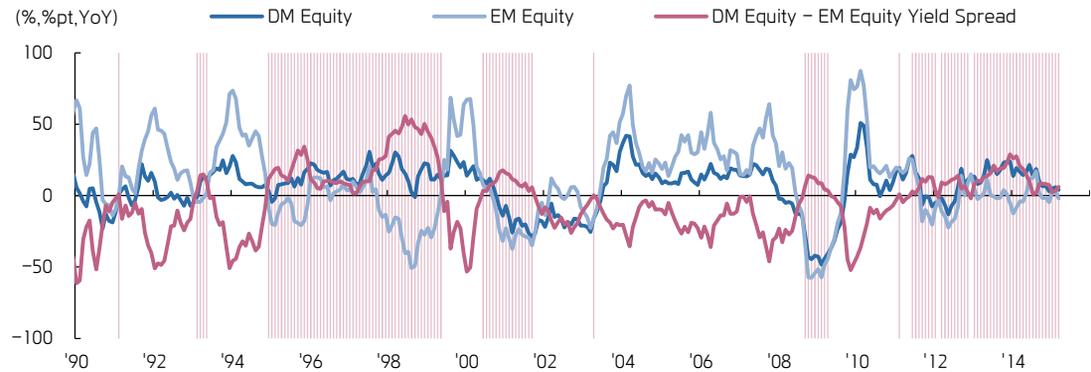
>>> EU 선진국과 아시아 증시에 주목

이런 측면에서 선진국 중에는 유럽과 일본의 투자매력이 높다. 미국증시는 지난 10년래 벨류에이션이 가장 높은 수준에 위치해 있고, 2015년엔 Fed가 기준금리를 인상할 것이다. 1990년 이후, 미국은 세차례의 금융긴축에서 여타 선진국보다 지수상승 폭이 제한됐다. 그러므로 역사적으로 벨류에이션이 상단에 이르진 않았지만, 기업이익 모멘텀이 좋은 선진국이 투자 유망하다. 대체로 아시아(일본, 홍콩, 대만, 싱가포르) 및 유럽 선진국(독일, 네덜란드, 스웨덴, 덴마크)이 여기에 해당한다. 특히, 유럽과 일본은 Fed의 긴축에도 중앙은행의 유동성 공급에 수혜를 받을 수 있고, 금융위기 이후 미국보다 상대적으로 덜 주목 받았기 때문이다.

유럽증시는 역내 신흥국보다는 선진국 중심으로 포트폴리오를 구성하는 것이 더 좋다는 판단이다. ECB의 전면적인 금융완화 조치가 역내 신흥국 및 부채위험국을 중심으로 수혜가 높을 것으로 보이지만, 여전히 실물경기가 개선되는 데 많은 시간이 걸릴 것으로 보인다. 이보다는 상장기업의 이익모멘텀이 개선되고 있는 독일, 네덜란드와 같은 역내 선진국이 더 투자 유망하다. 더불어 유로존의 금융 및 재정정책의 불확실성에 상대적으로 자유로운 비유로존 국가에 대한 비중 확대도 긍정적이다. 이들 국가들은 대체로 EU 내에서 선진국으로 분류되는 국가들로, 스웨덴과 덴마크가 특히 기업이익 모멘텀은 좋으면서 상대적으로 벨류에이션이 오를 여지가 크다.

하지만 연말로 갈수록 주식군 내에서 신흥국의 비중을 점차 확대할 필요가 있다. Fed의 완만한 금리인상이 전망되고, 금리정상화 충격은 비교적 제한적일 것이다. 이 경우, 역사를 되돌아 보더라도 신흥국 증시가 선진국 증시보다는 Outperform했다. 더불어 주요 신흥국의 경기가 저점에서 반등하고 있다. 특히 신흥국간의 정책공조가 더욱 강화되고 가시화될 것이다. 개별 신흥국의 재정완화 정책 또한 지속될 것이다. 다만 신흥국의 금융정책은 각국의 상황에 따라 차이를 보일 것이다. 최근 국제유가 급락 및 원자재 상품가격의 하향추세로 일부 원자재수출 신흥국은 상대적으로 수입물가가 급등하면서 높은 인플레이션을 경험하고 있다. 반면, 공산품수출 신흥국은 여타 선진국과 마찬가지로 저물가 흐름을 이어가고 있으며, 금융완화정책을 취할 수 있는 여력을 갖추고 있다. 또한 지금과 같은 저유가 국면에서, 원유 순수입국은 유가하락으로 구매력이 개선되고 기업원가 절감효과를 누릴 수 있다. 이런 측면에서도 공산품수출 신흥국의 경기모멘텀이 상대적으로 더 좋을 것으로 전망된다.

선진국과 신흥국 연간 수익률 모멘텀...Fed의 긴축시, 신흥국 증시가 Outperform

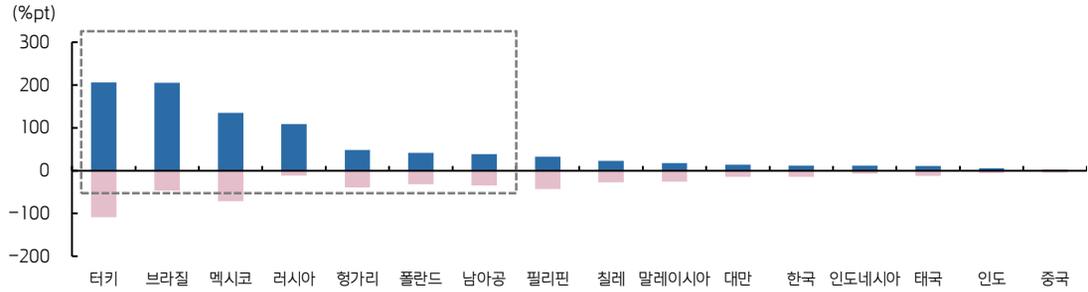


자료: 키움증권 주: 음영부분은 선진국증시가 Outperform한 국면

Fed의 통화 긴축기동안 증시의 투자성과를 살펴보면, 신흥국이 선진국보다 높다. 신흥국 중에서도 투자매력에 따라 우선순위가 있다. 이때 가장 중요한 요소가 환율 변동성이 낮아야 한다는 점이다. 미국의 통화긴축으로 외자가 유출될 가능성이 높고, 이는 환율의 변동성을 확대시키는 요인이 된다. 환율 변동성이 낮기 위해서는 우선, 그 국가의 펀더멘털이 우수해야 한다. ①경상수지가 흑자일 경우, 수출업체의 네고물량이 자국통화의 약세를 제어하는 역할을 한다. ②외환보유고가 풍부하거나 늘어나고 있다면, 환율변동성을 낮출 수 있다. 풍부한 외환보유고로 환율방어가 용이해지기 때문이다. ③끝으로 단기 외채의 비중이 낮거나 감소하고 있다면, 이 또한 긍정적인 요인이다. 단기 외채가 줄어들면, 급격한 외자유출의 가능성도 낮아지기 때문이다.

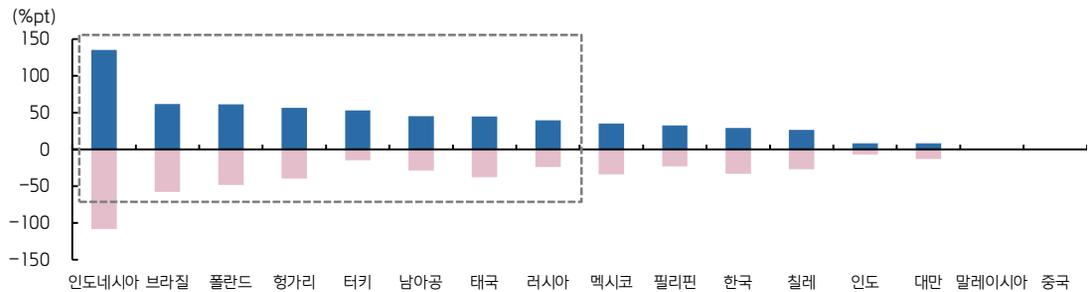
주요 신흥국 16국가를 선정해서, 환율 변동성과 자국통화의 평가절상/절하 여부를 점검해 보았다. 1990년 이후 Fed의 세차례 긴축에서, 인도, 인도네시아, 터키, 헝가리, 남아공은 항상 미 달러화 대비 자국통화가 약세를 기록했다. 특히, 인도를 제외한 이들 국가들의 환율 변동성이 컸다는 점은 주의해야 할 부분이다. 반면, Fed의 통화 긴축기동안, 한국, 중국, 대만, 말레이시아는 항상 미 달러화 대비 자국통화가 평가절상됐고, 환율 변동성은 낮았다. 그러므로 Fed의 금리 정상화가 단행될 때, 외환리스크를 줄일 수 있다는 측면에서, 이들 국가의 증시는 투자 유망하다.

1994년 Fed의 금리인상기: 신흥국 통화의 변동성



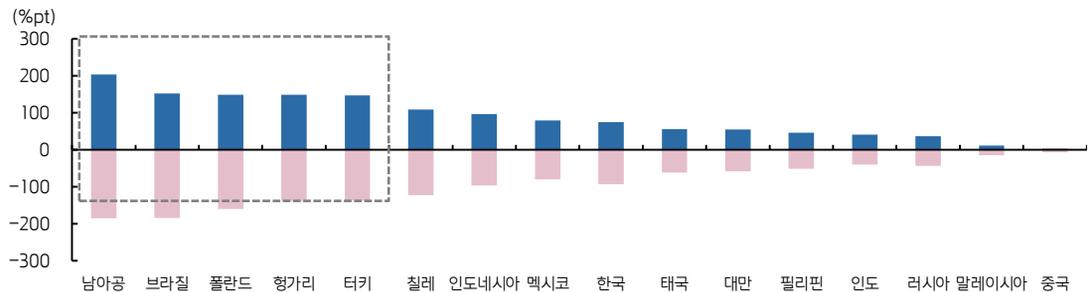
자료: 키움증권

1999년 Fed의 금리인상기: 신흥국 통화의 변동성



자료: 키움증권

2004년 Fed의 금리인상기: 신흥국 통화의 변동성



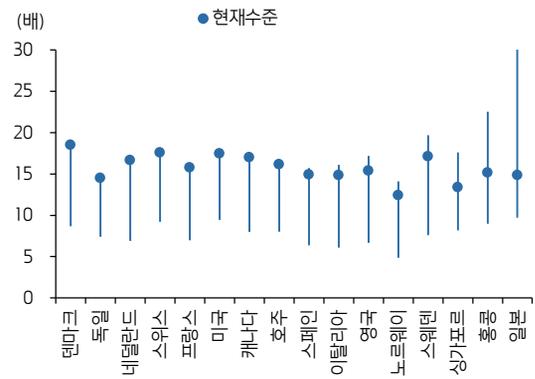
자료: 키움증권

환율의 방향성과 변동성뿐만 아니라 실제 증시의 EPS Growth와 밸류에이션 수준도 고려해야 한다. EPS가 증가하고 있다면, 해당 증시의 지수는 상승하게 된다. 움직임의 폭과 반응시차에는 분명 차이가 있으나, EPS와 주가지수의 방향성은 높은 상관성을 가진다. 기업이익은 늘어나고 있다면, 밸류에이션 수준을 점검해볼 필요가 있다. 각 증시의 밸류에이션은 상이한 수준을 가진다. 밸류에이션의 절대치만 가지고, 증시의 고평가 혹은 저평가를 논의하기 어렵다. 그러므로 각 증시가 가졌던 역사적 밸류에이션을 고려하여, 지금의 수준이 고평가 영역인지 저평가 영역인지 판단해봐야 한다. 본 보고서에서는 각국 주가지수의 역사적 밸류에이션 수준을 점검하고, 이 밸류에이션이 역사적 상단 혹은 하단에 위치해 있는지 점검했다. 이 역사적 밸류에이션 수준을 표준정규분포에 Mapping했다. Z-Score로 표시된 밸류에이션은 다른 국가의 증시와 비교 가능할 수 있게 된다.

주요 선진국 증시의 역사적 밸류에이션을 살펴보면, 일본, 홍콩, 싱가포르, 스웨덴은 저평가 국면에 위치해 있는 있다. 한편, 주요 신흥국 증시의 역사적 밸류에이션을 살펴보면, 대만, 중국, 한국, 러시아 등이 저평가 국면에 위치해 있다. 역사적 밸류에이션이 낮다는 것은 향후 증시가 크게 오를 여지가 많음을 의미한다. 하지만, 역사적 밸류에이션 매력만으로 지수 상승을 기대하기 어렵다. 해당 증시의 EPS가 상승하는 모습이 나타나야 큰폭의 지수상승을 기대해볼 만 하다. 이를 바탕으로 향후 의미 있는 지수상승이 기대되는 증시는 대만, 중국, 홍콩, 싱가포르, 일본이다.

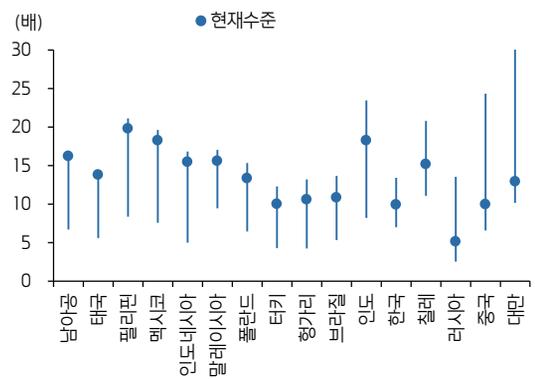
결론적으로, EPS Growth와 역사적 밸류에이션(PER Z-Score)를 기준으로 한 사분면에서 우측 하단에 인접한 국가/증시 일수록 투자가 유망하다고 볼 수 있다.

주요 선진국의 밸류에이션 수준



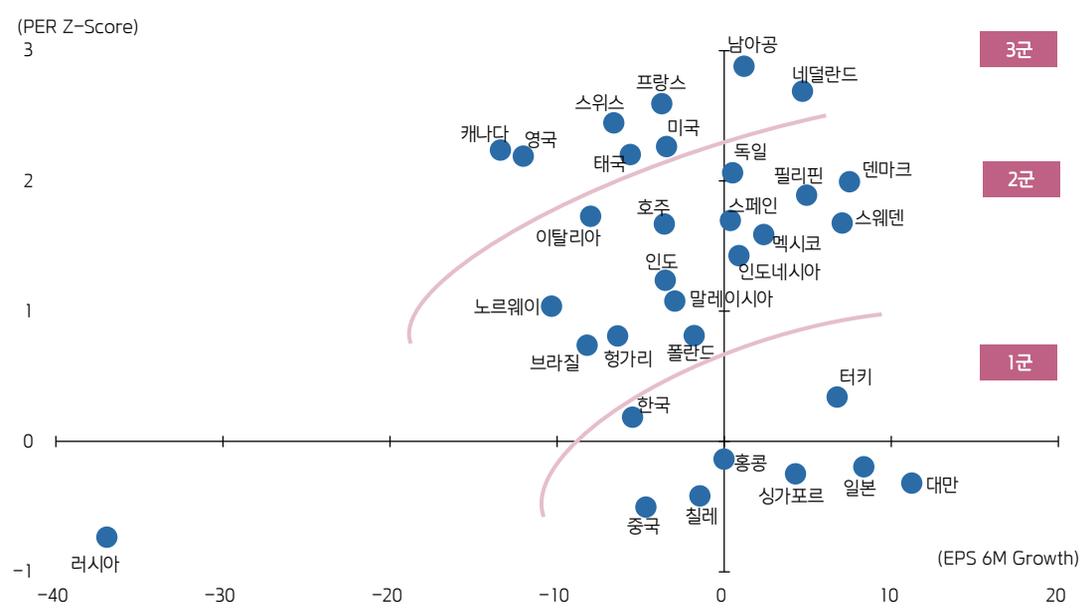
자료: 키움증권 주 12M Fwd PER 기준으로 2005년 이후 데이터 활용

주요 신흥국의 밸류에이션 수준



자료: 키움증권 주 12M Fwd PER 기준으로 2005년 이후 데이터 활용

주요 글로벌 증시의 EPS Growth와 밸류에이션 수준



자료: 키움증권 주 주요 선진국 16개국과 신흥국 16개국 증시를 대상. EPS Growth는 12-month Fwd EPS의 6개월전 대비 증가율 기준.

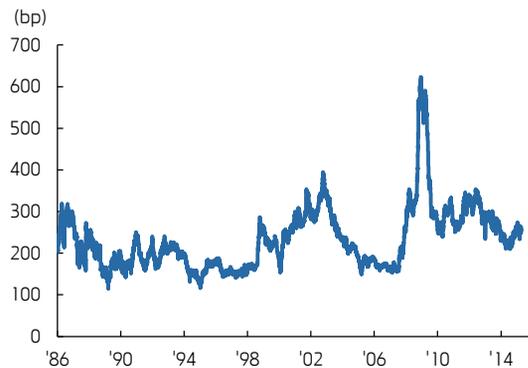
>>> Investment Grade에서 High Yield로 점차 이동

2015년 글로벌 경기는 완만한 경기회복세를 보이며, 장기물 국채금리가 완만하게 상승할 것이다. 한편 2015년 중반 미국의 금리인상 시점이 가시화되면서, 단기물 중심의 약세인 Bear fattening이 더욱 심화 될 것이다. 미국 경기개선 속도에 상관없이 Fed의 금리인상 이슈는 2014년부터 단기물 금리상승으로 반영되고 있다. 금리 상승기에, 듀레이션 축소 포지션은 낮은 변동성으로 안정적인 수익을 추구할 수 있다. 미국의 하이일드 채권이나 신흥국의 회사채는 비교적 듀레이션은 짧지만 높은 기대수익률을 추구할 수 있다. 2009년 이후 글로벌 경기가 점차 개선되면서 Credit Spread는 하락 추세를 이어갔다. 이는 하이일드 채권을 포함한 크레딧 상품투자에 대한 자본손실 가능성을 낮춰줄 수 있다.

하지만 2014년 하반기부터 국제유가 하락세가 강화되었고, 미국 하이일드 채권에 대한 투자우려가 커졌다. 미국 정크본드 시장은 셰일에너지 업체에 대한 익스포져가 큰 데, 급격한 유가 급락이 이들 업체들의 정크본드에 대한 매도 확대를 야기할 수 있기 때문이다. 그러므로 유가급락 여파가 진정국면을 보일 때까지는 ① Credit spread가 여전히 축소되고 있는 투자적격(Investment Grade) 회사채나 ② 향후 전면적인 양적완화조치가 기대되는 유로존의 국채를 매수하는 방안이 유효할 것이다.

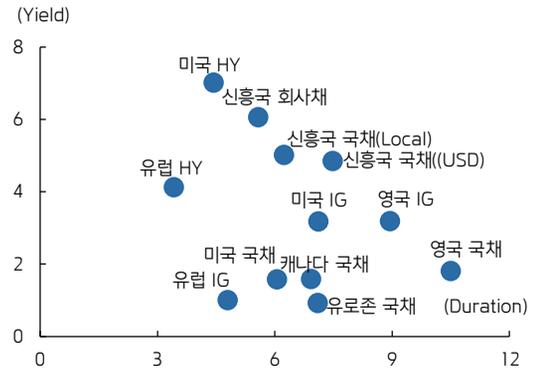
하지만 중장기적인 투자관점에서 하이일드 채권투자는 매력적이다. 경기 회복국면에서 선진국의 금융 완화 기조는 당분간 유지될 것이다. 경기침체기와는 달리, 크레딧 상품의 디폴트 가능성은 낮아졌으나 포트폴리오 상의 기대수익률은 높일 수 있기 때문이다. 실제로 2008년 글로벌 금융위기 이후, 유럽발 정부부채 위기, 신흥국의 경기둔화 우려, 각종 지정학적 리스크가 지속적으로 제기됐으나, 글로벌 증시에서 크레딧 스프레드는 하향 안정화 추세를 이어갔다. ECB의 양적완화를 결정한 이후, 스웨덴, 덴마크, 스위스는 마이너스 금리를 도입했다. 최근 독일은 5년물 국채금리를 사상 처음으로 ‘마이너스’ 금리로 발행했다. 이와 같은 결정은 자국 통화 방어 및 역내 디플레이션 방지에 기인했다. 마이너스 금리 환경은 소비지출 수요나 높은 기대수익률 상품에 대한 투자수요를 촉발한다. Fed의 연내 금리정상화가 가시화될 것이므로, 美 국채에 대한 투자매력은 낮다. 그러므로 최근 국제유가 급락이 일단락되고 기술적 반등이 나타난다면, High Yield 상품에 대한 비중 확대전략이 유효할 것이다.

미국 BBB 회사채 10년물 금리 스프레드 추이



자료: Datastream

주요 채권자산의 듀레이션과 기대수익률 분포

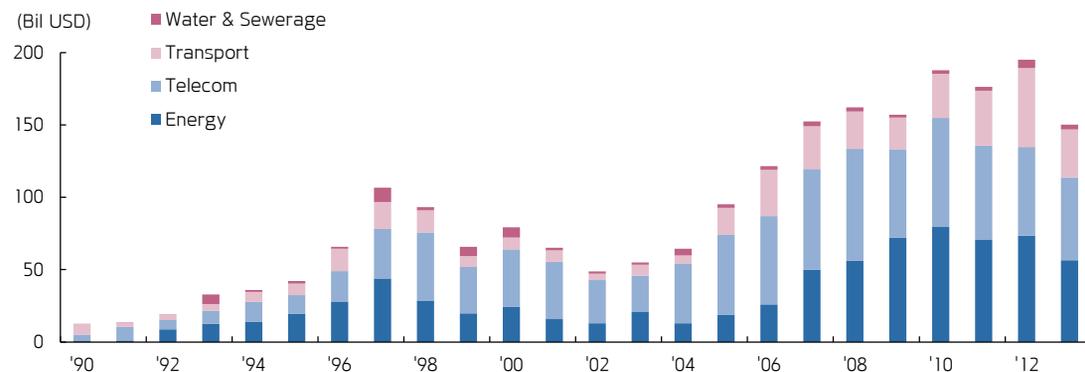


자료: Datastream

>>> 인프라/부동산 투자 유망

2015년 글로벌 경제는 여전히 2008~2009년 금융위기 및 경기침체에서 완전히 벗어나진 못할 것으로 예상된다. 국제유가의 하락 등으로 인플레이션 압력이 낮아진 상태에서, 주요국의 경기부양적인 금융 및 재정정책은 유지될 것으로 전망된다. 특히 중국, 인도 등 주요 신흥국들을 비롯해 세계 각국 정부는 글로벌 경기침체 탈피를 위해 인프라 투자를 확대하고 있다. 인프라 관련 상품은 주식과 채권의 중간 성격으로 경기민감도가 상대적으로 낮고, 실물자산에 대한 투자로 인플레이션에 대한 대비가 가능하다. 그러므로 증시가 답보상태를 보이고 저금리 상태가 지속된다면, 비교적 높은 수익률을 제공해주는 인프라 투자가 유망하다. 인프라 상품뿐만 아니라, 글로벌 부동산/리츠 상품도 같은 이유에서 매력적인 투자다. 상당수가 미국과 같은 선진국의 리츠에 간접적으로 투자해 안정성과 장기적인 투자를 가능하게 한다. 글로벌 리츠펀드의 경우, 미국에 한정하지 않고 유럽, 호주 그리고 아시아 지역에 분산 투자해 포트폴리오 효과를 추구할 수 있다.

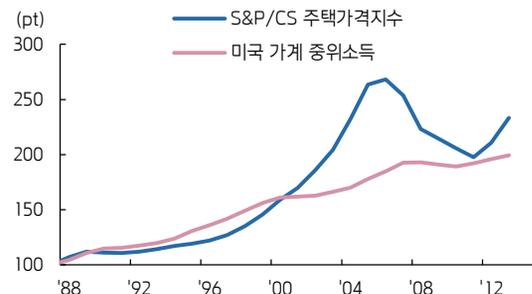
저소득국가의 민간 인프라투자 추이



자료: World Bank and PPIAF

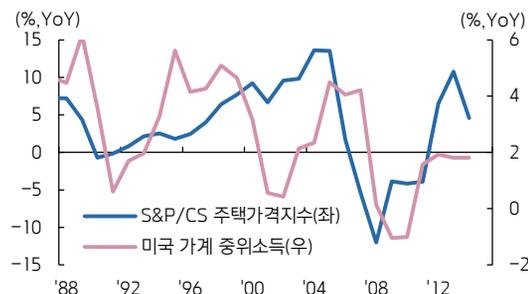
특히, 미국의 부동산 가격은 2015년에도 완만한 상승흐름을 이어갈 것이다. 최근 국제유가 급락 및 그리스/러시아발 지정학적 리스크 고조에도 불구하고, 미국 부동산 가격은 완만한 상승흐름을 이어갔다. 여타 금융자산과 상관성이 매우 낮았기 때문에, 투자수익뿐만 아니라 포트폴리오의 리스크해지 측면에서도 유용하다. 하지만 미국 부동산 가격의 상승흐름은 지난 3년보다 다소 약화될 것으로 전망된다. Fed가 양적완화를 통해 자산가격 상승을 유도했지만, 임금상승률은 이에 미치지 못했기 때문이다. 역사적으로 미국의 가계소득 증가 폭은 지난 30년에 걸쳐서 약화되고 있다. 이는 결국 미국 부동산 가격 상승을 제약하는 요인으로 작용할 것이다.

미국 주택가격보다 상승세가 더딘 가계소득



자료: S&P/Case-Shiller, U.S. Census Bureau 주: 1987년=100 기준

미국 가계소득 상승세는 지속적으로 감소



자료: S&P/Case-Shiller, U.S. Census Bureau

>>> Black-Litterman Model 활용

Black-Litterman Model을 활용하여, 최적 포트폴리오를 도출했다. 자산배분의 목적은 리스크대비 기대수익률을 극대화 하는데 있다. 앞서 살펴본 2015년 경기전망과 자산가격에 영향을 미칠 수 있는 요인들을 감안하여 자산배분전략을 수립했다.

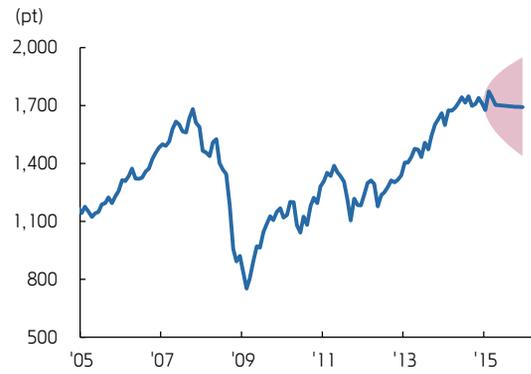
자산배분에 앞서 고려된 경기전망을 요약하면 다음과 같다.

- 1) 글로벌 경기는 회복국면에 있고, 위험자산에 대한 수요는 점차 증가할 것이다. 그러므로 채권보다는 주식에 대한 비중확대가 바람직하다.
- 2) 경기회복 모멘텀은 선진국 중심에서 신흥국으로 파급될 것이다. 그러므로 주식군에서 신흥국의 비중을 점차 확대하는 것이 중요하다. 미국을 제외한 선진국의 경기모멘텀이 다소 약화된 반면, BRICS를 중심으로 한 신흥국의 경기반등세는 지속되고 있다. 글로벌 경기가 여전히 회복국면에 있는 상황에서 유동성은 지속적으로 공급되고 있고, 이는 신흥국에 호재로 작용할 것이다. 한편, Fed의 통화긴축기에는 신흥국 증시가 선진국 증시보다 투자성고가 높았다.
- 3) 경기회복 흐름속에서 선진국의 금융완화 기조는 당분간 유지될 것이다. 채권투자에서 신흥국 채권이나 크레딧 상품투자가 유효하다. 특히 디폴트 가능성은 낮아졌지만 포트폴리오상의 기대수익률을 높일 수 있는 High-Yield 상품투자가 중장기적으로 유망하다. 다만, 최근 국제유가 급락의 여파로, High-Yield 상품의 Default 리스크가 부각되고 있다. 우선 크레딧 상품은 Investment Grade 위주로 구성하고, 유가급락 국면이 완화될 때 High-Yield로 비중을 확대한다. 국채의 경우, 美 국채보다는 유로존 국채가 더 투자 유망하다.
- 4) 상반기 중, 원자재 가격 급락과 글로벌 지정학적 리스크가 지속적으로 부각될 수 있다. 이와 같은 리스크 요인과 상관성이 낮은 대체자산에 대한 투자가 유망하고, 선진국 채권과 부동산/리츠가 대표적이다.

자산배분모형에 반영된 View는 다음과 같다.

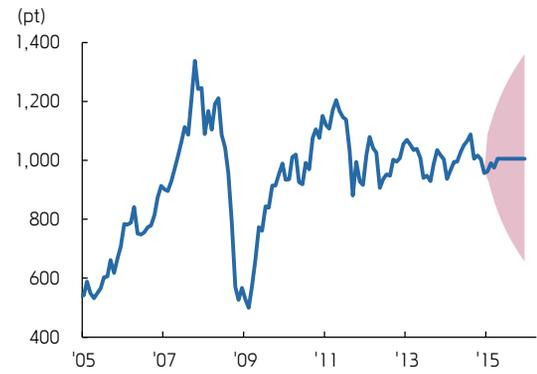
- 1) ARIMA 모델을 활용하여 지수의 움직임을 추정한 결과, 2015년 선진국 증시의 연간 수익률 Band는 -16% ~ +14%를 형성할 것이다. 신흥국의 연간 수익률 Band는 -32% ~ +42%로 예상된다 (95% 신뢰수준). Fed의 통화긴축이 실시된 이후, 신흥국 증시의 투자성과 높았던 점과 향후 주식에 대한 투자매력 높아질 것이라는 전망을 반영하여, 신흥국 주식이 선진국 주식보다 Outperform할 것이다.
- 2) 1990년대 이후 Fed가 기준금리 인상을 단행했을 때, 신흥국의 연평균 수익률은 18.4%였다. ARIMA 모델로 추정한 2015년 신흥국 증시의 기대수익률은 5.2%이다. Fed의 금리인상이 2015년 하반기 중 실행될 것으로 전망되기 때문에, 두 수익률의 가중평균을 신흥국 증시의 연간 기대수익률로 활용한다. 그 결과 2015년 신흥국 증시의 기대수익률은 11.8%이다.
- 3) 연내 Fed가 금리를 인상하고 위험자산 선호심리는 강화될 것으로 전망되므로, 크레딧 상품이나 신흥국 국채가 선진국 국채보다 Outperform 할 것이다.
- 4) YTM과 듀레이션을 고려한 결과, 신흥국 채권과 글로벌 크레딧 상품의 수익률은 각각 5%, 4%로 전망한다.

2015년 선진국 증시의 전망치 추정



자료: 키움증권 주: MSCI World Index 활용

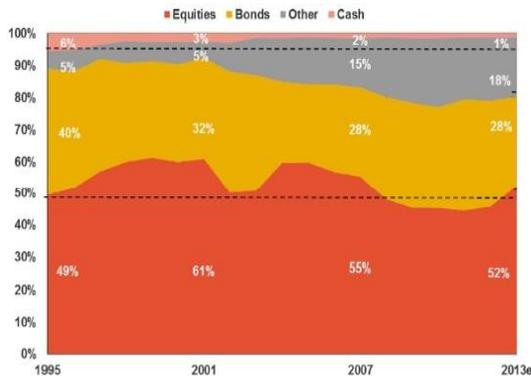
2015년 신흥국 증시의 전망치 추정



자료: 키움증권 주: MSCI Emerging Markets Index 활용

포트폴리오 구성을 위해, 자산군은 3가지의 대분류로 구분했다. 주식, 채권, 기타자산이다. 그리고 세부 자산군은 8가지로 구성된다. ①주식은 선진국 주식과 이머징 주식으로 구성된다. ②채권은 선진국 채권과 이머징 채권으로 구성된다. 마지막으로 ③기타자산은 크레딧 상품, 부동산/리츠상품, 원자재 상품, 현금성 자산으로 이루어져 있다. 초기 투자자산 비중은 글로벌 연금의 자산배분을 반영했다. 주식의 비중이 약 50% 차지한 가운데, 채권은 30%, 기타자산은 20%의 수준을 반영했다.

글로벌 연금의 자산배분



자료: Towers Watson
주: 대상국가는 미국, 영국, 스위스, 네덜란드, 일본, 캐나다, 호주

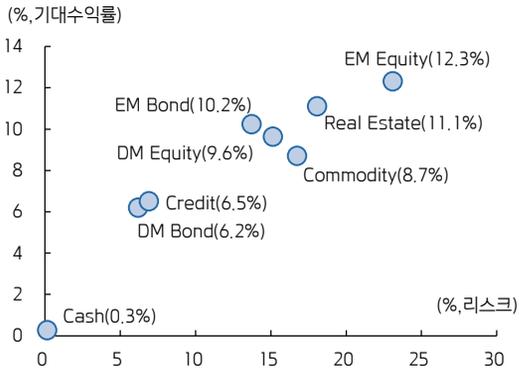
포트폴리오의 기초 자산배분

구분	벤치마크	투자비중
주식	선진국 MSCI World	20%
	신흥국 MSCI Emerging	30%
채권	선진국 Barclays Global G7	10%
	신흥국 JPM EMBI+	10%
기타	크레딧 Barclays Global Credit Corp	10%
	부동산 FTSE NAREIT All Reits	10%
	원자재 DJ UBS Commodity	7%
	현금 Barclays Cash Composite	3%

자료: 키움증권

8가지의 세부 자산군은 각기 다른 리스크 수준과 그에 따른 기대수익률을 가지고 있다. 리스크 수준과 기대수익률이 높은 자산군은 ①신흥국 주식, ② 글로벌 부동산, ③신흥국 채권 순서이다. 한편, 리스크 수준과 기대수익률이 낮은 자산군은 ①현금성 자산, ②선진국 채권, ③ 크레딧 순서이다.

각 자산의 리스크 수준과 기대수익률



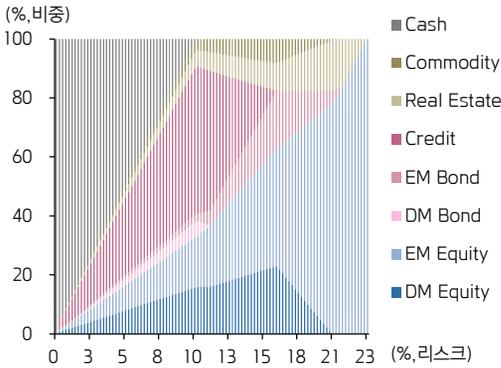
자료: 키움증권 주최장기 월별 데이터 활용

자산간의 상관관계

	DM Eq	EM Eq	DM Bd	EM Bd	Credit	R.E.	Cmdty	Cash
DM Eq	1.0	0.9	0.2	0.5	0.6	0.6	0.5	-0.3
EM Eq		1.0	0.1	0.6	0.6	0.5	0.6	-0.3
DM Bd			1.0	0.2	0.6	0.1	0.2	0.0
EM Bd				1.0	0.7	0.4	0.4	-0.3
Credit					1.0	0.5	0.5	-0.3
R.E.						1.0	0.3	-0.2
Cmdty							1.0	-0.2
Cash								1.0

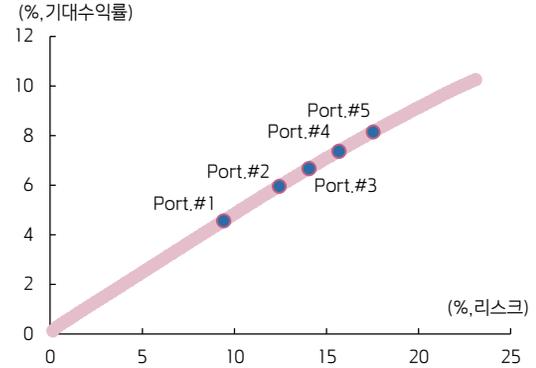
자료: 키움증권 주최장기 월별 데이터 활용

포트폴리오 내 자산구성과 그에 따른 리스크 수준



자료: 키움증권

Efficient Frontier



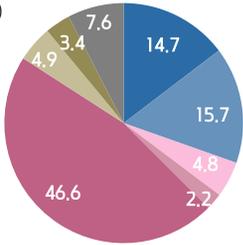
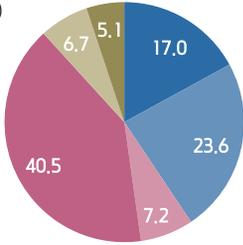
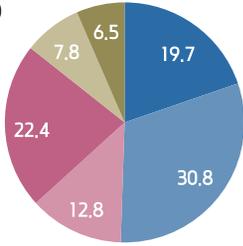
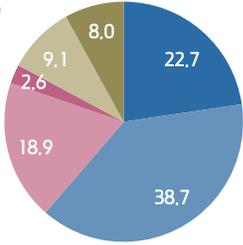
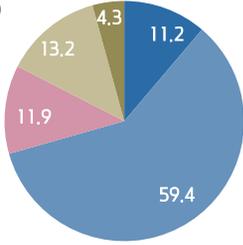
자료: 키움증권

8가지 자산간의 상관성을 통해, 자산배분의 기본 아이디어를 얻을 수 있다.

- 1) 8가지의 세부 자산군은 대체로 Positive 상관관계를 가지지만, 현금성 자산은 여타자산과 모두 Negative 상관성을 가진다. 예를 들어, 글로벌 금융위기 등 대부분의 금융자산 가격이 하락할 때, 리스크를 헷지할 수 있는 수단이 현금성 자산이 된다.
- 2) 선진국 채권은 크레딧을 제외한 모든 자산과 낮은 상관성을 가진다. 글로벌 금융시장이 안전자산 선호심리가 강화될 때, 선진국 채권을 적극적으로 매수하는 전략이 최적 포트폴리오 구성에 유효하다. 채권은 기본적으로 현금보다 기대수익률이 훨씬 높다. 금융위기 수준의 리스크가 부각되지 않는다면, 선진국의 채권은 포트폴리오의 리스크를 효과적으로 낮추면서, 비교적 높은 기대수익률을 달성할 수 있다.
- 3) 원자재는 선진국 채권·부동산 상품과 상관성이 낮다. 최근 국제유가 급락과 관련, 포트폴리오 리스크를 헷지하기 위해, 선진국 채권 또는 부동산 상품에 대한 비중확대 전략이 유효하다.
- 4) 한편, 선진국 주식과 신흥국 주식은 매우 높은 상관성을 가진다. 신흥국 채권과 크레딧도 높은 상관성을 가진다. 이는 두 자산의 성격이 유사함을 의미한다. 포트폴리오 측면에서 단순히 기대수익률을 높이기 위해, 상관성이 높은 자산들을 함께 비중 확대하는 것은 바람직하지 않다. 그만큼 포트폴리오 리스크도 커지기 때문이다. 포트폴리오 리스크를 최소화하면서 가장 높은 수익률을 달성하기 위해서는 상관성이 높은 자산들은 대체재로써 접근해야 한다.

이상의 아이디어를 바탕으로 최적의 포트폴리오를 구성했다. Black-Litterman Model을 활용했고, 다음 5가지의 포트폴리오를 추천한다. 운용자산의 규모, 감수할 수 있는 리스크수준, 경기위치 등을 고려하여 포트폴리오의 자산편입 비중은 선택적으로 접근할 수 있다.

리스크 수준에 따른 기대수익률과 포트폴리오

리스크(%)	기대수익률(%)	자산구성	자산구성 세부내용	투자 목적
10	4.7	포트폴리오 #1 주식: 30.4% 채권: 53.7% 기타: 15.9%	(%)  <ul style="list-style-type: none"> ■ DM Equity ■ EM Equity ■ DM Bond ■ EM Bond ■ Credit ■ Real Estate ■ Commodity ■ Cash 	Fed의 통화긴축을 앞두고, 투자심리 일시적 위축 가능. 현금성자산을 확보하고, 크레딧으로 스프레드 수익 달성.
12	5.9	포트폴리오 #2 주식: 40.6% 채권: 47.6% 기타: 11.8%	(%)  <ul style="list-style-type: none"> ■ DM Equity ■ EM Equity ■ DM Bond ■ EM Bond ■ Credit ■ Real Estate ■ Commodity ■ Cash 	포트폴리오 #1과 #3의 중간수준 리스크
14	6.7	포트폴리오 #3 주식: 50.5% 채권: 35.1% 기타: 14.4%	(%)  <ul style="list-style-type: none"> ■ DM Equity ■ EM Equity ■ DM Bond ■ EM Bond ■ Credit ■ Real Estate ■ Commodity ■ Cash 	글로벌 연금의 평균수준의 포트폴리오 구성. 주식의 비중을 50% 확보.
16	7.6	포트폴리오 #4 주식: 61.4% 채권: 21.4% 기타: 17.2%	(%)  <ul style="list-style-type: none"> ■ DM Equity ■ EM Equity ■ DM Bond ■ EM Bond ■ Credit ■ Real Estate ■ Commodity ■ Cash 	포트폴리오 #3과 #5의 중간수준 리스크
18	8.5	포트폴리오 #5 주식: 70.6% 채권: 11.9% 기타: 17.5%	(%)  <ul style="list-style-type: none"> ■ DM Equity ■ EM Equity ■ DM Bond ■ EM Bond ■ Credit ■ Real Estate ■ Commodity ■ Cash 	포트폴리오의 수익률을 높이기 위해, 자산군 수는 줄이고, 기대수익률이 큰 신흥국 주식을 대폭 포함.

자료: 키움증권 주: 자산구성에서 채권은 크레딧을 포함

>>> 2015년 주요 이벤트 일정

1월	2월	3월
2015 CES (1월 6~9일) ECJ, 독일 OMT위헌판결 심사 (1월 14일) BOK 금통위 (1월 15일) BOJ 금정위 (1월 20~21일) 세계경제포럼 (1월 21~24일) ECB 통화정책회의 (1월 22일) 그리스 조기총선 (1월 25일) FOMC 회의 (1월 27~28일) IMF 세계경제전망 (1월 중)	북한 광명성절 (2월 16일) BOK 금통위 (2월 17일) BOJ 금정위 (2월 17~18일) 설 연휴 (2월 18~20일) 춘절 (2월 19~25일) EU 동계 경제전망 (2월 25일) EU-브라질 정상회의 (2월 27일)	2015 MWC (3월 2~5일) 인민정치협상회의 (3월 3일) 전국인민대표회의 (3월 5일) ECB 통화정책회의 (3월 5일) ECB 양적완화 실시 (3월 9일) BOK 금통위 (3월 12일) BOJ 금정위 (3월 16~17일) FOMC 회의 (3월 17~18일)
4월	5월	6월
중국 청명절 연휴 (4월 4~6일) BOJ 금정위 (4월 7~8일/30일) BOK 금통위 (4월 9일) 일본 지방선거(4월 12일, 26일) 북한 태양절 (4월 15일) ECB 통화정책회의 (4월 15일) WB-IMF 춘계회의 (4월 17~19일) FOMC 회의 (4월 28~29일) MS 개발자회의 (4월 29일~5월 1일) 일본 골든위크 (4월 29일~5월 5일) IMF 세계경제전망 (4월 중) OECD 경제전망 (4~5월 중) EU 집행위 경제전망 (4~5월 중)	중국 노동절 (5월 1~3일) 영국 하원 총선 (5월 7일) BOK 금통위 (5월 15일) BOJ 금정위 (5월 21~22일) G7 재무장관회의 (5월 27~29일) 미국, IS 격퇴 예정 (5월 중) 한국, 증시가격변동폭 ±30% 실시 (5~6월 중) 한국, MSCI 선진국지수 편입여부 (5~6월 중) A주, MSCI 신흥국지수 편입여부 (5~6월 중)	ECB 통화정책회의 (6월 3일) G7 정상회의 (6월 4~5일, 독일) OPEC 정기총회 (6월 5일) 애플 세계 개발자회의 (6월 8~12일) BOK 금통위 (6월 11일) 터키 총선 (6월 13일) FOMC 회의 (6월 16~17일) BOJ 금정위 (6월 18~19일) 라마단 (6월 18일~7월 17일) 중국 용선제 연휴 (6월 20~22일) 그리스 구제금융 종료 (6월 말) Fed의 첫 금리인상 가능성 (6~7월 중)
7월	8월	9월
이란 핵협상 타결 시한 (7월 1일) BRICS 정상회의 (7월 8~9일, 러시아) BOK 금통위 (7월 9일) BOJ 금정위 (7월 14~15일) ECB 통화정책회의 (7월 16일) FOMC 회의 (7월 28~29일) IMF 세계경제전망 (7월 중) 베이다이어 회의 (7월말~8월초) 한중 FTA 발효 예정 (하반기 중) 선강통 시행 가능성 (하반기 중)	BOJ 금정위 (8월 6~7일) BOK 금통위 (8월 13일) 잭스홀 컨퍼런스 (8월 중)	ECB 통화정책회의 (9월 3일) BOK 금통위 (9월 11일) UN총회 (9월 15~28일) BOJ 금정위 (9월 14~15일) FOMC 회의 (9월 16~17일) 중추절 연휴 (9월 26~28일) 2016년 정부예산안 국회제출 (9월 말)
10월	11월	12월
중국 국경절 연휴 (10월 1~7일) BOJ 금정위 (10월 6~7일/30일) WB-IMF 연차회의 (10월 9~11일) BOK 금통위 (10월 15일) ECB 통화정책회의 (10월 22일) 아르헨티나 1차 대선 (10월 25일, 11월 24일) FOMC 회의 (10월 27~28일) 5중전회 (10월 중) IMF 세계경제전망 (10월 중) EU 집행위 경제전망 (10~11월 중) 아르헨티나 총선 (10월 말)	BOK 금통위 (11월 12일) G20 정상회의 (11월 15~16일, 터키) BOJ 금정위 (11월 18~19일) 아르헨티나 2차 대선 (11월 24일) 블랙 프라이데이 (11월 27일) UN 기후변화협약 (11월 30일~12월 11일) APEC 정상회의 (11월 중, 필리핀) OECD 경제전망 (11월 중)	ECB 통화정책회의 (12월 3일) BOK 금통위 (12월 10일) FOMC 회의 (12월 15~16일) BOJ 금정위 (12월 17~18일) 스페인 총선 (12월 20일) 천장절 (12월 23일) 경제공작회의 (12월 중) 러시아 총선 (12월 중)

자료: 키움증권 주: 이벤트 일정은 현지시간 기준. 주요 금융 이벤트는 붉은색 표시, 그밖의 중요 이벤트는 파란색 표시.

>>> Global ETF Universe

Asset Class	Sub Class	Detail	ETF Name	Fund Size (Mil USD)	Inception		
Equity	America	- US Large Blend	SPDR® S&P 500 ETF	205,483	1993-01-22		
		- US Small Blend	iShares Russell 2000	28,299	2000-05-22		
		- US Large Growth	iShares Russell 1000 Growth	27,516	2000-05-22		
		- US Large Value	iShares Russell 1000 Value	25,780	2000-05-22		
		- Canada	iShares MSCI Canada	2,460	1996-03-12		
	DM	Europe	- AC Europe	WisdomTree Europe Hedged Equity ETF	5,755	2009-12-31	
				iShares Europe	2,534	2000-07-25	
			- United Kingdom	iShares MSCI United Kingdom	2,940	1996-03-12	
			- Germany	iShares MSCI Germany	4,913	1996-03-12	
			- France	iShares MSCI France	304	1996-03-12	
			- Italy	iShares MSCI Italy Capped	846	1996-03-12	
			- Spain	iShares MSCI Spain Capped	1,370	1996-03-12	
			- Switzerland	iShares MSCI Switzerland Capped	1,007	1996-03-12	
			- Netherlands	iShares MSCI Netherlands	138	1996-03-12	
			- Sweden	iShares MSCI Sweden	331	1996-03-12	
			- Norway	iShares MSCI Norway Capped	26	2012-01-23	
			- Denmark	iShares MSCI Denmark Capped	52	2012-01-25	
	Asia & Others	- Japan	iShares MSCI Japan	14,069	1996-03-12		
		- Hong Kong	iShares MSCI Hong Kong	2,710	1996-03-12		
		- Singapore	iShares MSCI Singapore	806	1996-03-12		
		- Australia	iShares MSCI Australia	1,525	1996-03-12		
	EM		- AC Emerging	Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	62,465	2005-03-04	
				iShares MSCI Emerging Markets	32,246	2003-04-07	
			- South Korea	iShares MSCI South Korea Capped	4,276	2000-05-09	
		Asia	- China	iShares China Large-Cap	6,140	2004-10-05	
				iShares MSCI China	1,349	2011-03-29	
			- India	iShares MSCI India	2,111	2012-02-02	
- Indonesia			iShares MSCI Indonesia	629	2010-05-05		
- Malaysia			iShares MSCI Malaysia	478	1996-03-12		
- Taiwan			iShares MSCI Taiwan	3,569	2000-06-20		
America		- Thailand	iShares MSCI Thailand Capped	470	2008-03-26		
		- Philippines	iShares MSCI Philippines	452	2010-09-28		
		- Brazil	iShares MSCI Brazil Capped	3,808	2000-07-10		
Europe		- Mexico	iShares MSCI Mexico Capped	2,175	1996-03-12		
		- Chile	iShares MSCI Chile Capped	234	2007-11-12		
		- Russia	Market Vectors® Russia ETF	1,539	2007-04-24		
	- Poland	iShares MSCI Poland Capped	180	2010-05-25			
	- Turkey	iShares MSCI Turkey	633	2008-03-26			
	- South Africa	iShares MSCI South Africa	457	2003-02-03			
	Bond	DM	US Bond	- Long position	iShares Core US Aggregate Bond	23,865	2003-09-22
				iShares 1-3 Year Treasury Bond	8,162	2002-07-22	
				iShares 7-10 Year Treasury Bond	7,247	2002-07-22	
- Short position			ProShares UltraShort 20+ Year Treasury	2,659	2008-04-29		
			ProShares Short 20+ Year Treasury	890	2009-08-18		
			ProShares UltraShort 7-10 Year Treasury	243	2008-04-29		
EU Bond		ProShares Short 7-10 Year Treasury	55	2011-04-04			
		- Long position	iShares Euro Government Bond 3-5yr*	1,343	2006-12-08		
		EM	Emerging Bond	- Long position	iShares JP Morgan \$ Emerging Mkts Bd	3,553	2008-02-15
					PowerShares Emerging Markets Sov Dbt ETF	2,412	2007-10-11
	iShares Emerging Markets Local Govt Bd			1,893	2011-06-20		
	SPDR® Barclays Emerging Mkts Lcl Bd ETF			1,404	2011-05-16		

자료: 키움증권 주 iShares Euro Government Bond 3-5yr의 경우, Mil EUR 기준

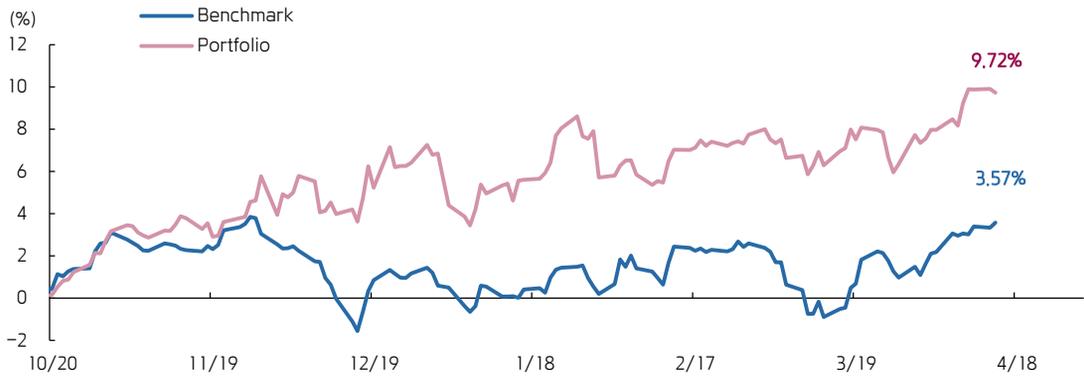
Asset Class	Sub Class	Detail	ETF Name	Fund Size (Mil USD)	Inception	
Credit	Credit	US Corporate	- Long position	iShares iBoxx \$ Invst Grade Crp Bond	19,766	2002-07-22
				iShares 1-3 Year Credit Bond	11,020	2007-01-05
				iShares Intermediate Credit Bond	6,332	2007-01-05
				iShares 10+ Year Credit Bond	704	2009-12-08
	US High Yield	- Long position	iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bd	14,276	2007-04-04	
Real Estate	Global	- Long position	iShares US Real Estate	6,433	2000-06-12	
		- Long position	SPDR® Dow Jones Global Real Estate ETF	1,754	2008-05-07	
			WisdomTree Global ex-US Real Estate ETF	119	2007-06-05	
		- Long leveraged	ProShares Ultra Real Estate	307	2007-01-30	
			Direxion Daily Real Estate Bull 3X ETF	142	2009-07-16	
Commodities	Crude Oil	US Energy	- Long position	iPath® S&P GSCI® Crude Oil TR ETN	409	2006-08-15
			- Long leveraged	ProShares Ultra Bloomberg Crude Oil	500	2008-11-24
				VelocityShares 3x Long Crude Oil ETN	138	2012-02-07
			- Short leveraged	ProShares UltraShort Bloomberg Crude Oil	187	2008-11-24
				ETFs Daily Leveraged Crude Oil ETC	82	2008-03-11
				VelocityShares 3x Inverse Crude Oil ETN	76	2012-02-07
				ETFs Daily Short Crude Oil ETC	14	2008-02-22
Metals	Gold	- Long position	SPDR® Gold Shares	27,697	2004-11-18	
		- Long leveraged	VelocityShares 3x Long Gold ETN	40	2011-10-14	
		- Short leveraged	VelocityShares 3x Inverse Gold ETN	15	2011-10-14	
	Industrial Metals	- Long position	PowerShares DB Base Metals ETF	199	2007-01-05	
	Agriculture	- Long position	PowerShares DB Agriculture ETF	1,025	2007-01-05	
Others	FX	US Dollar	- Long position	PowerShares DB US Dollar Bullish ETF	1,034	2007-02-20
			- Short position	PowerShares DB US Dollar Bearish ETF	37	2007-02-20
		Euro	- Short position	ProShares UltraShort Euro	540	2008-11-24
			- Long position	ProShares Ultra Euro	3	2008-11-24
		Yen	- Short position	ProShares UltraShort Yen	518	2008-11-24
			- Long position	ProShares Ultra Yen	2	2008-11-24

자료: 키움증권

IV. Global Portfolio (ETF 활용)

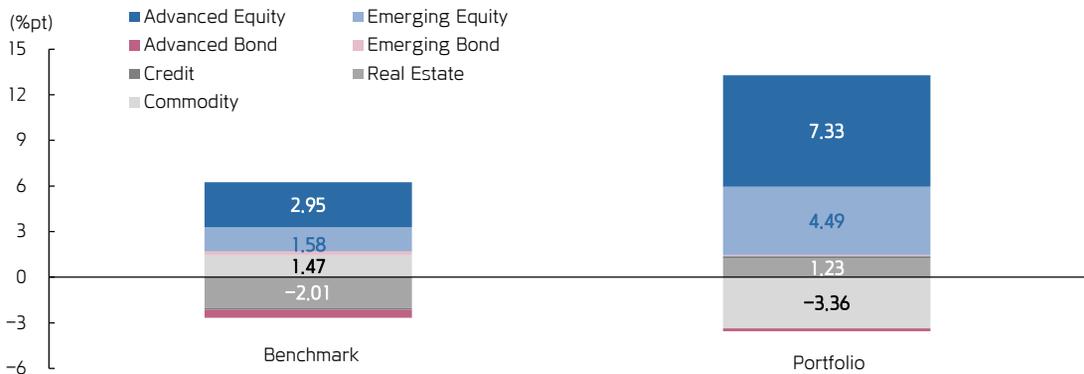
>>> ETF를 활용한 포트폴리오 성과분석

벤치마크와 포트폴리오 누적수익률 추이



자료: 키움증권 주: 수익률은 2014년 10월 20일 이후 누계 2015년 4월 14일 종가 기준.

수익률 기여도 분석



자료: 키움증권

글로벌 자산배분(ETF 활용) 보고서(Volume1-5)를 통해, 투자대상 ETF를 대상으로 포트폴리오를 구성했다. 2014년 10월 20일부터 ETF 포트폴리오의 수익률은 9.72% 이다. 벤치마크 대비 6.15% outperform 했다. 포트폴리오 투자성과를 높인 자산군은 선진국 주식, 신흥국 주식 및 글로벌 부동산이다. 특히 선진국 주식과 신흥국 주식은 BM대비 각각 +4.38%pt, +2.90%pt outperform 했다. ECB의 양적완화 실시 이후, 글로벌 유동성 팽리에 대한 기대감은 강화됐다. 미국을 제외한 주요 선진국 및 신흥국들의 금융완화 기조는 지속됐고, 위험자산에 대한 선호 또한 확대됐다. 최근 달러화 강세 및 국제유가 하락세 등으로 글로벌 증시의 변동성은 확대됐다. 한편 미국 부동산가격은 포트폴리오의 주요 자산군과 상관성이 매우 낮은 편이다. 미국 부동산 가격의 상승세는 2013년보다는 약화됐으나, 상승흐름은 여전히 유효하다. 미국 REITs는 BM대비 3.24%pt outperform 하고 있다.

>>> 2015년 4월 Portfolio

구분	벤치마크	투자대상 ETF	투자비중
주식	선진국 MSCI World Index	iShares MSCI Europe ETF (10.0%) Lyxor ETF STOXX Europe 600 Banks (5.0%) iShares MSCI Japan (8.0%) First Trust NASDAQ-100 Equal Wtd ETF (4.0%)	27%
		50%	
주식	이머징 MSCI Emerging Index	iShares MSCI China ETF (10.5%) iShares MSCI India ETF (12.5%)	23%
		17%	
채권	선진국 Barclays Global G7 Index	iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF (5%) ProShares Short 20+ Year Treasury Bond ETF (2%)	7%
		10%	
채권	이머징 JPM EMBI+ Index	PowerShares Emerging Markets Portfolio ETF (5%) iShares JP Morgan USD Emerging Markets Bond ETF (5%)	10%
		7%	
기타	크레딧 Barclays Global Credit Corp Index	iShares Euro High Yield Corporate Bond ETF (7%)	7%
		33%	
기타	부동산 FTSE NAREIT All REITs Index	iShares U.S. Real Estate ETF (16%)	16%
		10%	
기타	원자재 DJ UBS Commodity Index	ETFs Daily Short Gold ETC (7%) iPath® S&P GSCI® Crude Oil TR ETN (3%)	10%

2015년 4월 Portfolio는 전월과 동일하게 투자비중을 유지한다. 다만, 자산군 내에서 투자대상 ETF에 변화가 있다. ① 미국의 주식비중(8.0%→4.0%)을 줄이고 일본의 주식비중(4%→8.0%)을 확대한다. Fed의 긴축시행 이전에 미국 증시는 상대적으로 높은 밸류에이션을 받았고 기업이익 모델도 좋았다. 하지만 향후 미국 증시의 EPS Growth는 상대적으로 부진할 것으로 전망되고 밸류에이션 수준도 역사적 상단에 위치해 있다. Bloomberg 집계에 따르면, S&P500 기업의 1/4분기 EPS는 전년동기대비 5.8% 감소할 것으로 예상됐다. 이와 같은 EPS 감소는 2009년 3/4분기 이후 처음이다. 한편, 일본 증시의 상승세가 유효할 것으로 판단한다. 일본공적연금(GPIF)의 주식투자 확대 등 적극적인 투자 방침과 일본은행(BOJ)의 유동성 공급은 일본 주식의 상승세와 엔화 약세를 지지할 것이다. 엔저 효과로 일본 기업들의 실적은 개선되고 있고, 실물 경기는 반등 가능성이 커졌다. 실제 BOJ의 강력한 양적 완화로 디플레이션 우려는 약화됐고, 임금상승률의 감소세가 완화됐기 때문이다. ② 국제유가 섹터에서 롱포지션으로 변경한다. 향후 국제유가의 상방리스크가 클 것으로 판단하기 때문이다. 예멘, ISIS 등 중동발 지정학적 리스크, 미국의 시추장비 감소세, 이란의 원유공급 지연 가능성 등은 유가 상승요인으로 작용할 수 있다. 美 에너지정보청(EIA)은 다음달 셰일원유 산유량이 이달보다 하루 4.5만배럴 감소할 것으로 예상했다. 이는 4년래 첫 감소세를 보인 것으로, 최근 미국의 시추장비가 감소하고 있는 것과 밀접한 관련이 있다. 더불어 WTI 원유물과 근원물간의 스프레드는 확대 후, 3월 말을 변곡점으로 다시 축소되고 있다. 시장스프레드의 방향성은 단기 수급에 따라 결정되지 않기 때문에, 국제유가의 상방 리스크가 더 크다는 판단이다.