키움증권

2017년 8월 3일 | 글로벌 자산배분

Secular Cycle 투자전략: 달러보다 금선물 투자가 매력적

| 키움증권 리서치센터 글로벌전략팀

| Global Portfolio Strategist 김중원

02) 3787-5154

jwkim@kiwoom.com

Contents

I. 2017년 상품시장 펀드플로우

II. 하반기 달러화의 약세 이해하기

III. 달러화 약세와 인플레 기대가 금가격에 긍정적

IV. 2017년 금 가격 동향

V. 경기회복에도 더딘 인플레이션 개선

VI. Secular Cycle 투자전략: 달러보다 금 선물

Compliance Notice

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

본 자료에 제시된 업종이나 종목의 상승여력은 당사 글로벌전략팀의 잔존가치 모델(Residual Income Model)과 벡터자기회귀 모형(Vector Autoregressive Model)을 활용하여 계산한 것으로 당사 투자전략팀과 기업분석팀의 지수 전망, 목표주가 산정과 다를 수 있음을 공지합니다.

키움증권

Secular Cycle: 달러보다 금선물 투자가 매력적

중장기적으로 금투자 매력이 부각될 것

◎ 글로벌 경기회복으로 인플레이션에 대한 기대는 더디지만 개선될 전망
◎ 연준의 금리인상 속도가 둔화되고 있어 달러화의 강세 전환 가능성은 높지 않을 것임
◎ 결국, 금가격에 중요 결정변수인 인플레이션과 달러화 가치는 중장기 금가격에 우호적으로 전망되고 있음

달러화의 강세 전환 가능성은 낮아

◎ IT 발전으로 유통 및 물류 비용이 절감되고 저유가로 글로벌 경기회복에도 인플레이션 기대는 더디게 개선될 전망
◎ OPEC 감산 노력에도 불구 미 셰일기업의 생산 효율성 증가로 국제유가는 낮은 수준을 지속할 전망
◎ 인플레이션 부담 완화로 미 연준의 금리인상은 더디게 진행될 것이고 따라서 달러화도 강세 전환할 가능성은 낮을 것임

Secular Cycle: 달러보다 금선물 투자가 매력적

◎ 2019년까지 주식시장의 장기 상승 Cycle을 전망할 때 자산배분 전략에 있어 금선물 투자는 매력적일 것임
◎ 셰일 혁명과 IT 기술의 발달로 글로벌 경기 회복에도 불구 인플레이션 기대는 낮은 수준을 지속할 전망
◎ 2020년까지 연준의 금리인상이 더디게 진행될 경우 금리인상에도 불구 달러 대비 금의 투자 매력이 높을 것임

Part 1 2017년 상품시장 펀드플로우

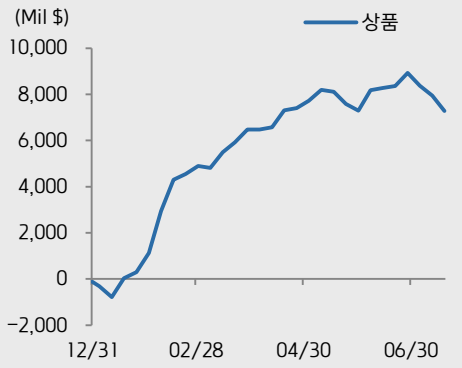
키움증권

2017년 상품시장으로 자금 유입

◎ 2016년 트럼프 당선 이후 나타났던 일시적 달러화 강세 영향으로 자금이 유출되었던 상품 시장의 펀드플로우는 2017년에는 자금이 재차 유입되고 있음

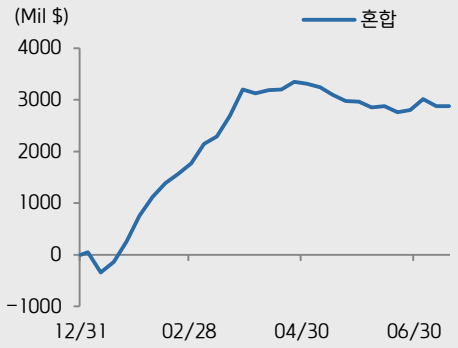
◎ 글로벌 경기회복 기대와 달러화 약세로 2017년 상품 관련 펀드로 자금은 지속적으로 유입되고 있음

연초 이후 상품 펀드 자금 추이



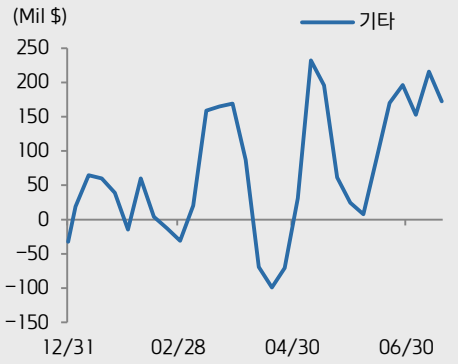
자료: Thomson Reuters, 키움증권

연초 이후 혼합 펀드 자금 추이



자료: Thomson Reuters, 키움증권

연초 이후 기타상품 펀드 자금 추이



자료: Thomson Reuters, 키움증권

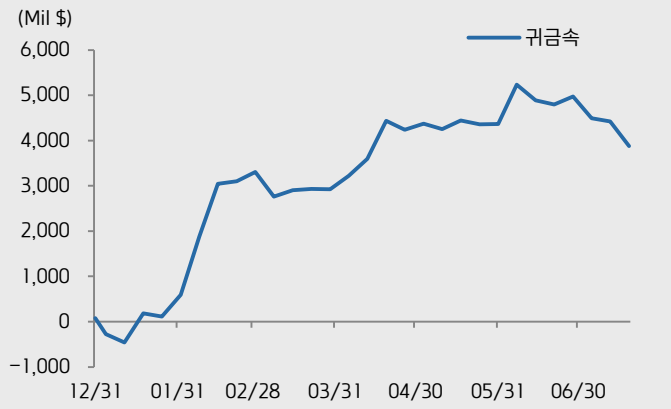
2017년 귀금속과 금속 상품시장 펀드플로우

◎ 귀금속 시장 펀드플로우는 2016년 하반기 큰 폭의 자금 유출 이후 2017년 상반기에는 자금이 유입되고 있음

◎ 2017년 달러화 약세와 글로벌 경기 회복 기대는 귀금속 시장 투자심리를 개선시키는 것으로 해석됨

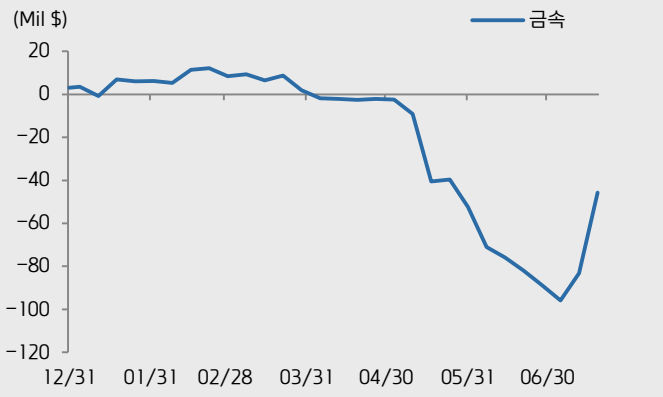
◎ 한편, 2017년 상반기 금속 시장은 2016년 하반기 큰 폭의 자금 유출 이후, 2017년 1분기는 정체, 2분기 유출, 3분기 재유입을 반복하며 변동성이 확대되는 모습

연초 이후 귀금속 시장 펀드 자금 추이



자료: Thomson Reuters, 키움증권

연초 이후 금속 펀드 자금 추이



자료: Thomson Reuters, 키움증권

2017년 에너지와 농산물 시장 펀드플로우

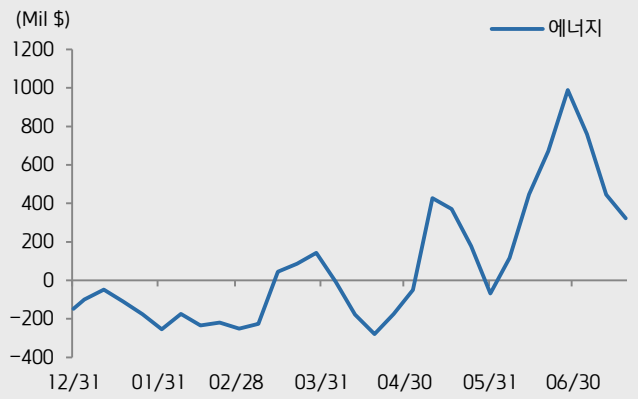
◎ 2017년 상반기 에너지 펀드플로우는 전년 11월 OPEC 감산합의 이후 자금이 크게 유입되었으나 5월까지 정체된 흐름

◎ 5월 이후 국제유가 변동성이 확대로 에너지 펀드 자금 추이도 변동성이 확대되고 있음

◎ 2016년 4분기 농산물 펀드에서 자금은 크게 유출되었으나 이후 2017년 2월까지 자금이 크게 유입

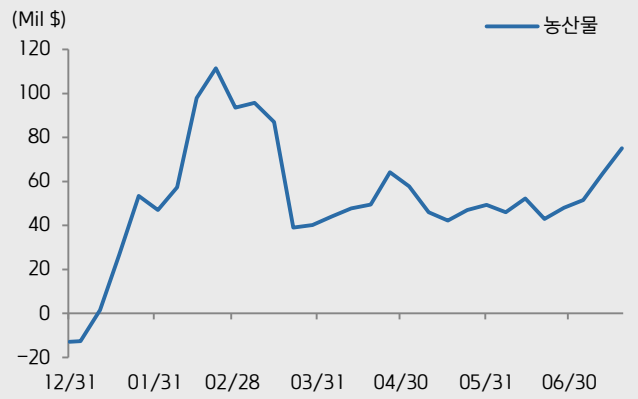
◎ 2017년 1분기 말에는 농산물 펀드에서 자금이 크게 유출되었고 이후 정체된 흐름

연초 이후 에너지 펀드 자금 유입 추이



자료: Thomson Reuters, 키움증권

연초 이후 농산물 펀드 자금유입 추이



자료:Thomson Reuters, 키움증권

2017년 상반기까지 상품지수 약세 흐름

◎ 2017년 상품시장 가격 추이는 2016년 약세흐름을 지속하다 최근 들어 반등하는 모습

◎ 2016년 상승세를 지속하던 귀금속과 금속 가격은 2016년 11월 이후 모두 일시적으로 크게 하락

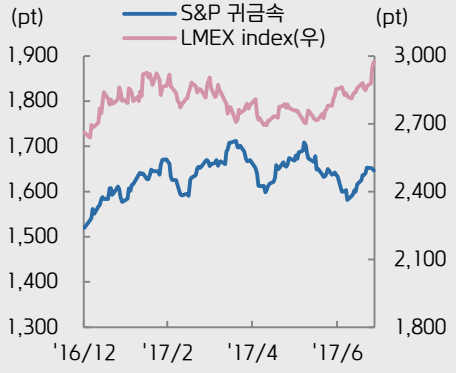
◎ 이는 일시적인 달러화 강세 영향이며 이후 달러화 약세로 귀금속과 금속 가격은 반등하는 중

◎ 2016년 큰 폭으로 상승했던 에너지 가격은 2017년 상반기 다시 하락했고 농산물 가격은 2016년 고점을 기록 후 박스권 흐름

연초 이후 CRB 상품지수 추이

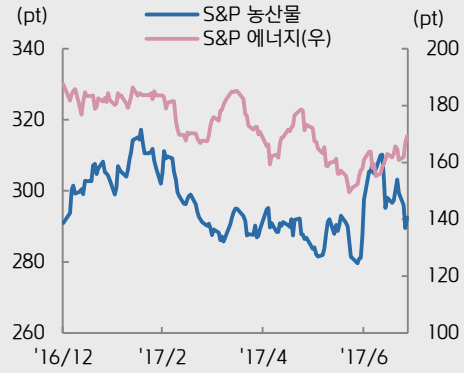
자료:Thomson Reuters, 키움증권

연초 이후 금속과 귀금속 지수 추이



자료: Thomson Reuters, 키움증권

연초 이후 농산물과 에너지 지수 추이



자료:Thomson Reuters, 키움증권

Part 2 하반기 달러화의 약세 이해하기

키움증권

유로/달러 환율, 연중 완만한 강세 지속할 전망

◎ 유로/달러 환율은 지난해 11월 큰 폭의 하락을 지나 최근까지 추세적 상승을 지속하고 있음

◎ 유로화 가치는 유로존 역내 경기개선, 물가부담 증가에 따라 연중 완만한 강세가 전망됨

◎ 7월12일 미국 상/하원 의회증언에서 옐런 연준의장이 '점진적' 금리인상 기조를 밝힌 데 이어 미국 인플레이션 및 소매판매 지표 부진에 따라 연내 미국 추가 금리인상 가능성이 약화되는 중

◎ 달러화는 중장기적으로 약보합세가 지속될 확률이 높으며, 따라서 유로화의 상대적 강세 흐름은 점차적이지만 지속될 가능성이 높음

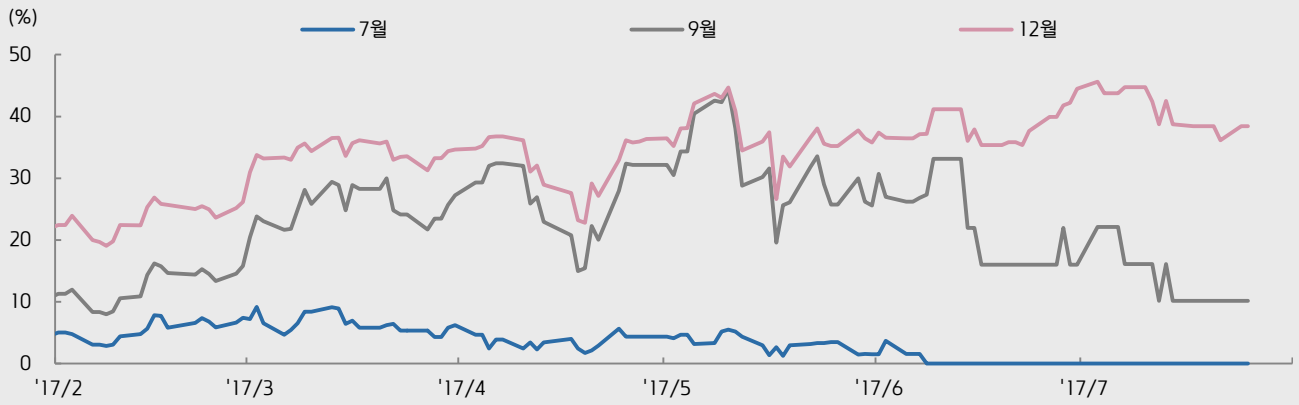
유로 달러 환율 추이

자료:Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 연내 추가 금리인상 가능성 둔화

◎ 연방기금 선물에 나타난 12월 금리인상 가능성이 현 시점 50% 미만으로 내려와 있다는 점과 옐런 의장을 포함한 연준 위원들의 최근 발언들을 감안할 때, 연내 추가 금리인상 가능성이 어려울 전망

미국 연방기금 선물(FED Funds)에 나타난 연준 금리인상 가능성



자료:FED Funds, Bloomberg, 키움증권 리서치

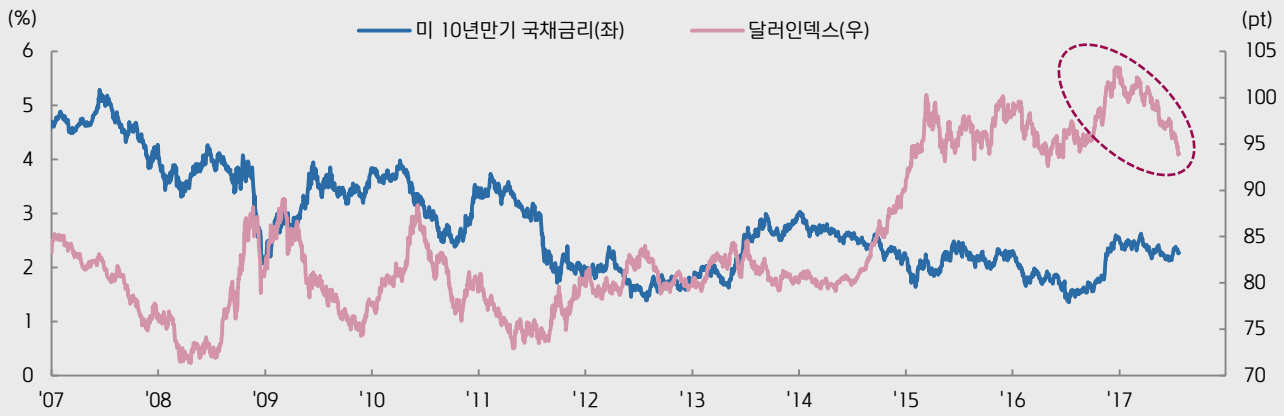
미 달러화의 약세 흐름은 이어질 전망

◎ 연준의 금리인상 속도가 점진적일 것으로 전망되는 가운데, 미 달러화는 당분간 약세 흐름이 이어질 것

◎ 유럽 경기회복과 ECB 정책기조에 따른 유로화의 완만한 강세로 상대적 약세 압력도 지속될 것임

◎ 결국 미국과 유럽간 금리차가 축소되면서 유로화의 완만한 강세와 달러화 약세를 전망

미국 달러인덱스와 10년 만기 국채 금리 추이



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치

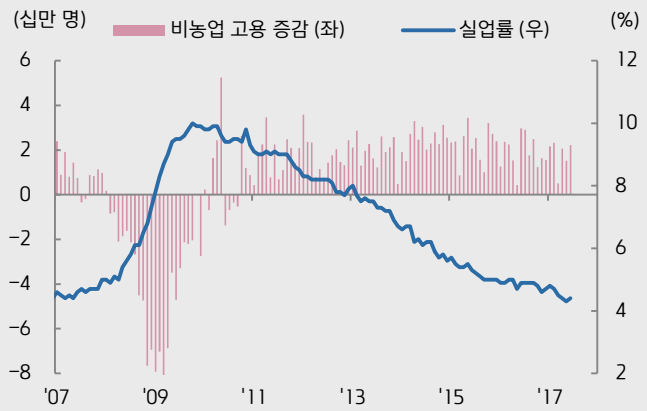
미 연준이 주목하는 두 가지: 고용과 물가지표

◎ 미 연준의 통화정책에 있어 고용과 물가지표를 가장 중요한 지표로 점검

◎ 6월 비농업 부분 고용지수는 시장 예상치인 17.8만 명을 크게 상회한 22.2만 명 증가하며 호조세 나타냄

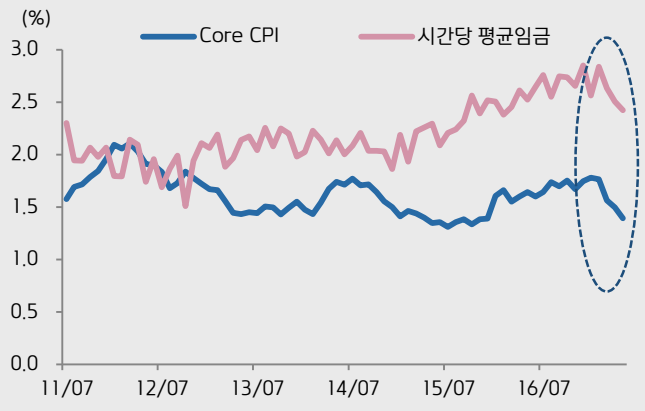
◎ 하지만, 타이트한 고용시장에도 불구 시간당 평균 임금이 둔화되며 미 Core CPI도 둔화되고 있음

미국 비농업공용과 실업률 추이



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 Core CPI와 시간당 평균임금



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Part 3 달러화 약세와 인플레 기대가 금가격에 긍정적

키움증권

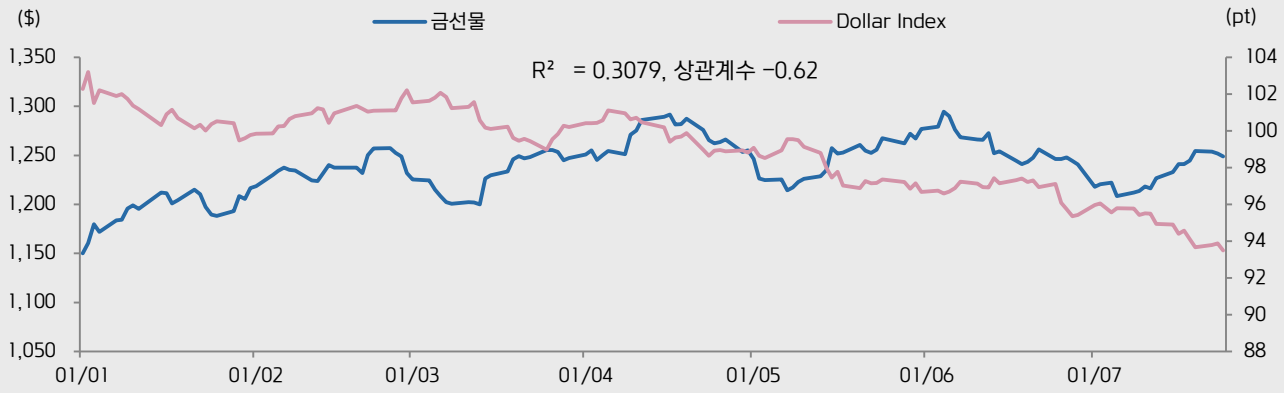
금가격을 결정 짓는 두가지 결정 변수 : 1 달러화 지수

◎ 금의 결제 통화가 달러화라는 점에서 금과 달러는 강한 역의 상관관계

◎ 2013년 이후 금선물 가격과 DXY 지수의 회귀분석 결과, 조정결정계수는 0.30으로 높고, 상관계수는 -0.62로 역의 상관관계

◎ 2017년 하반기 달러화 약세가 전망되고 있고 중장기적으로도 달러화의 강세전환 가능성은 높지 않을 것임

금선물과 달러화는 중장기적으로 역의 상관관계가 뚜렷



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치

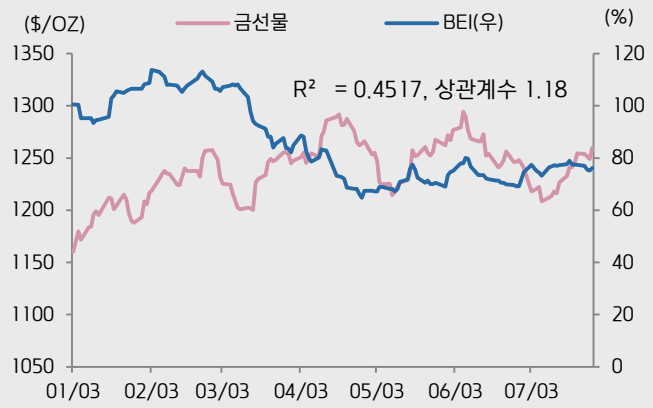
금가격을 결정 짓는 두가지 결정 변수 : 2 인플레이션 기대

◎ 금은 인플레이션 헷지 기능이 있어 금 가격과 인플레이션 기대를 반영하는 BEI(Break-even Inflation Index)는 동행 관계

◎ 금 선물가격과 BEI 지수의 회귀분석 결과 조정결정계수는 0.45로 높고 상관계수도 1.18로 나타남

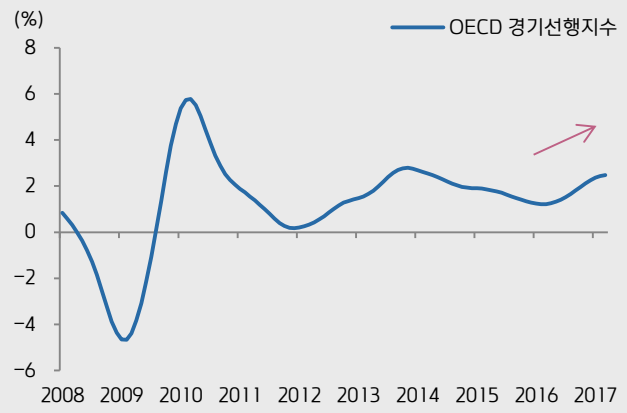
◎ 최근 인플레이션 기대가 약화되고 있지만 글로벌 경기가 회복 초기라는 점에서 중장기적으로 BEI 지수는 더딘 우상향 흐름을 전망

금선물과 BEI 지수 추이



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치

OECD 경기선행지수



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치

Part 4 2017년 금 가격 동향

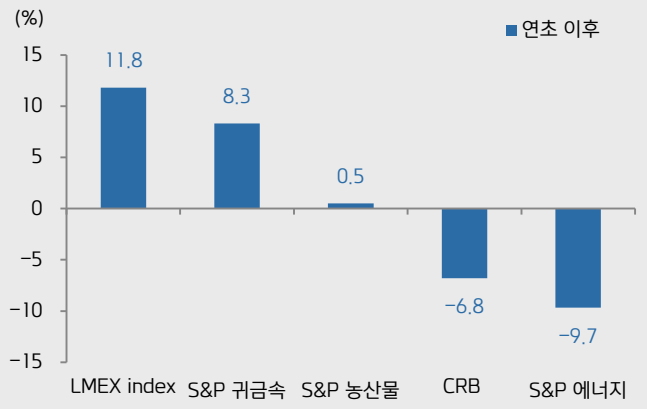
키움증권

2017년 상품 수익률은 금속, 귀금속 순으로 높아

◎ 7/26일 기준 2017년 상품시장 수익률을 분석하면 CRB 상품지수는 6.8% 하락했고 금속(11.8%)와 귀금속(8.3%) 순으로 높은 수익률 기록

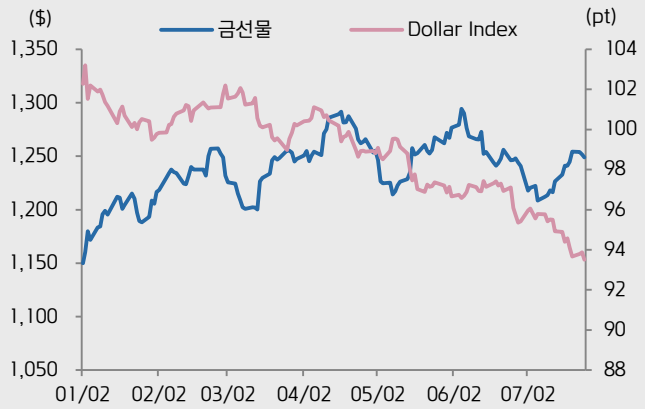
◎ 2017년 상반기 이후 달러화 약세 흐름으로 금선물 가격은 더디지만 상승 흐름을 기록하고 있음

연초 이후 상품시장 수익률 추이



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치

연초 이후 금선물과 달러화 지수 추이



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치

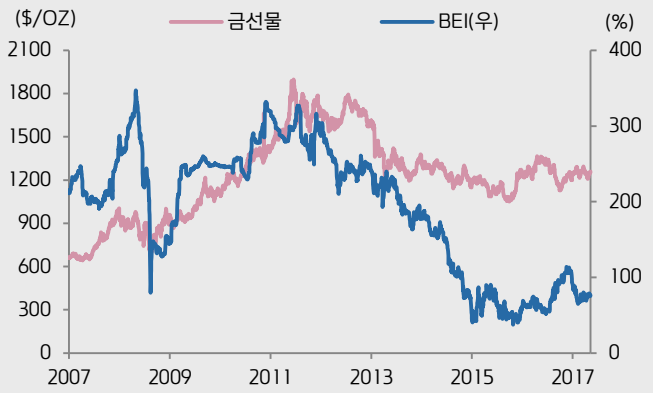
2분기 인플레이션 기대 1분기 대비 둔화

◎ 역사적으로 금선물 가격은 인플레이션 기대 지수인 BEI와 민감

◎ 2017년 상반기 글로벌 금융시장에 인플레이션 기대 심리 1분기 대비 2분기가 약화되며 금선물 가격도 일시적으로 조정을 보임

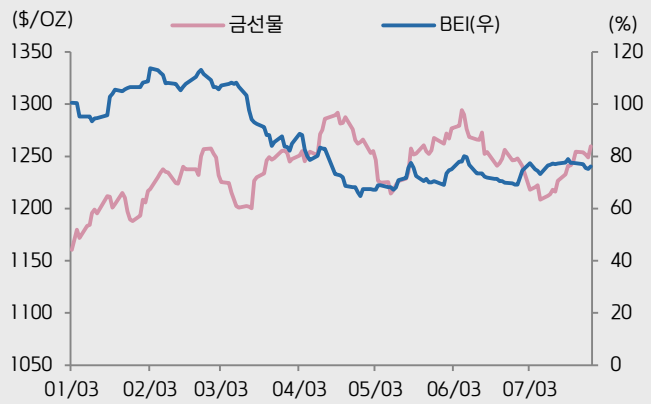
◎ 하지만, 7월 들어 달러화가 약세를 기록하며 이후 금 선물가격은 반등을 기록 중

금선물과 BEI 지수 추이



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치

연초 이후 금선물과 BEI 지수 추이



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치

Part 5 경기회복에도 더딘 인플레이션 개선

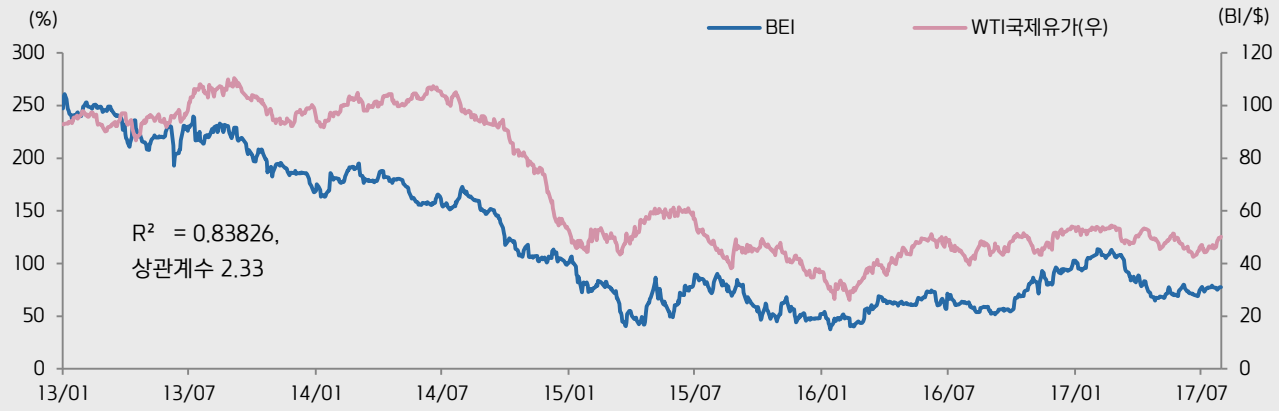
키움증권

장기 저유가 흐름은 인플레이션 기대를 약화시키고 있음

◎ 인플레이션 기대 지수인 BEI와 WTI 국제유가는 조정결정계수가 0.83, 상관계수는 2.33으로 매우 높은 상관관계

◎ 중장기 저유가 기조는 글로벌 경기에 인플레이션 기대를 낮추는 요인으로 작용

저유가 기조가 인플레이션 기대심리를 약화시키고 있음



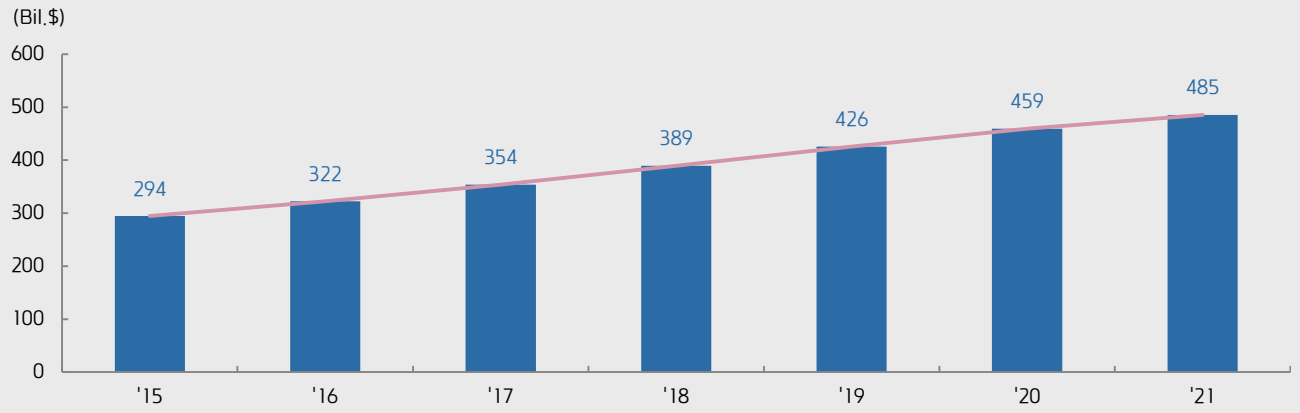
자료:Bloomberg, 키움증권 리서치

IT 혁명에 따른 효율성 개선도 인플레이션 기대를 약화

◎ 인터넷이 보급된 지 20년이 지난 지금, 글로벌 소비시장의 60%를 차지하는 미국 소비시장은 20년 전 기대가 현실화 되고 있음

◎ FAANG(페이스북, 애플, 아마존, 넷플렉스, 구글)은 생산성 확대와 함께 글로벌 소비시장의 인플레이션 하락 효과를 가지고 오고 있음

미국 온라인 시장 규모 추이



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치

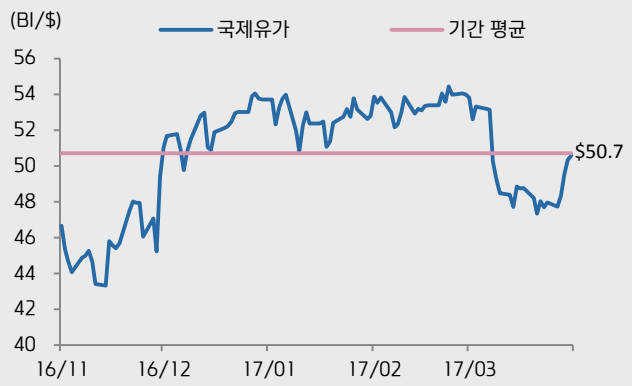
OPEC 감산 합의 이후 국제유가 밴드 하락

◎ 2016년 11월 OPEC 합의 이후 한 때 국제유가는 배럴당 $55 수준을 육박

◎ 2017년 2분기에는 미 셰일가스 생산량 증가로 OPEC 감산합의 효과가 퇴색되며 조정

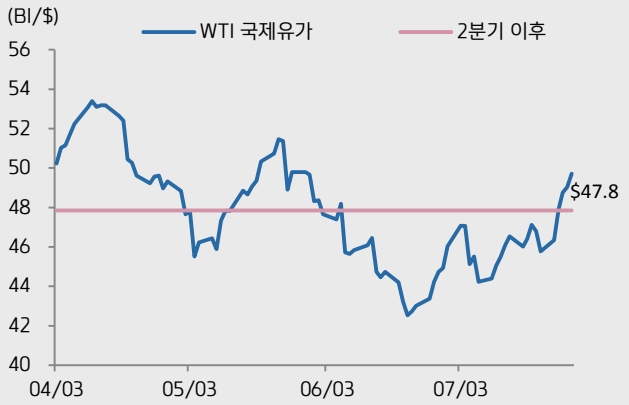
◎ 국제유가는 OPEC의 가격안정 노력 대비 미 셰일기업의 원유 생산량 증가가 상충해 배럴당 $40~50 사이에서 등락할 전망

OPEC 합의 이후 17년 1Q 분기까지 국제유가 추이



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치

17년 2Q 이후 국제유가 추이



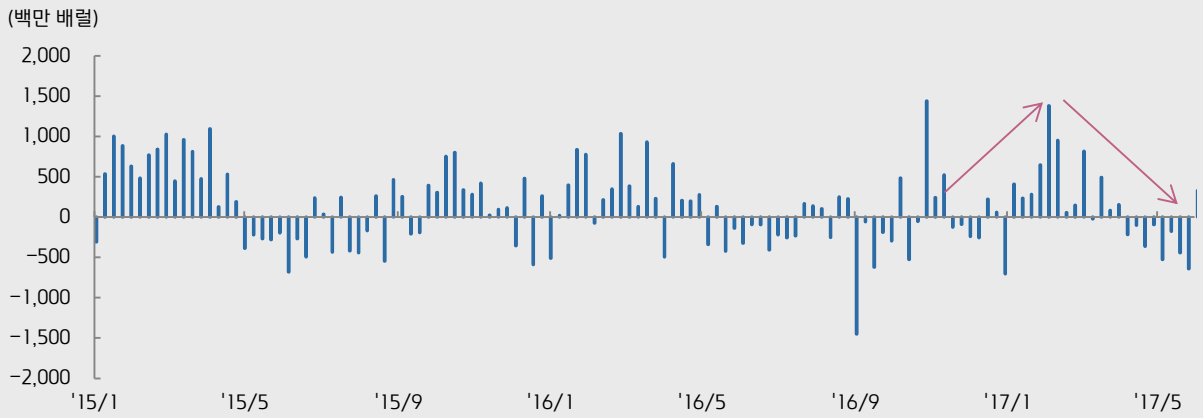
자료:Bloomberg, 키움증권 리서치

1. 미 원유재고 계절성은 여전히 유효

◎ 미 원유재고 추이는 미 셰일 영향에도 불구 과거와 같은 뚜렷한 계절성이 유지되고 있음

◎ 즉, 1분기는 미 원유재고가 증가하지만 2분기는 미국 드라이빙 시즌 영향으로 원유재고가 감소하는 모습

미 원유재고 추이는 계절적 증가와 하락을 반복하는 모습



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치

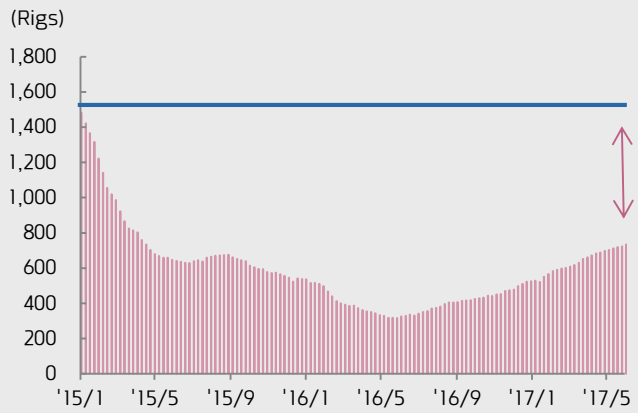
2017년 미 원유 생산 효율성은 크게 높아지고 있음

◎ 미 셰일기업의 Rig수는 연초 524개에서 7월 현재 764개로 크게 증가했지만 여전히 2015년 역사적 고점 대비 절반을 하회하는 수준

◎ 하지만, 미 원유생산량은 미 셰일기업의 생산 효율성 증가로 이미 2015년 고점에 육박하는 일간 940만 배럴 수준을 기록 중

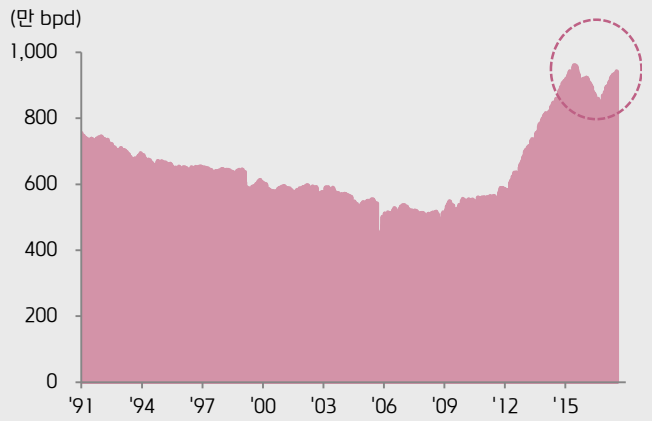
◎ 즉, 2017년 미 셰일기업의 생산 효율성 개선으로 국제유가의 상반은 억제될 수 밖에 없음

미 Rig수는 역사적 고점 비교 크게 하회



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치

미 원유 생산량은 2015년 고점 수준 근접



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치

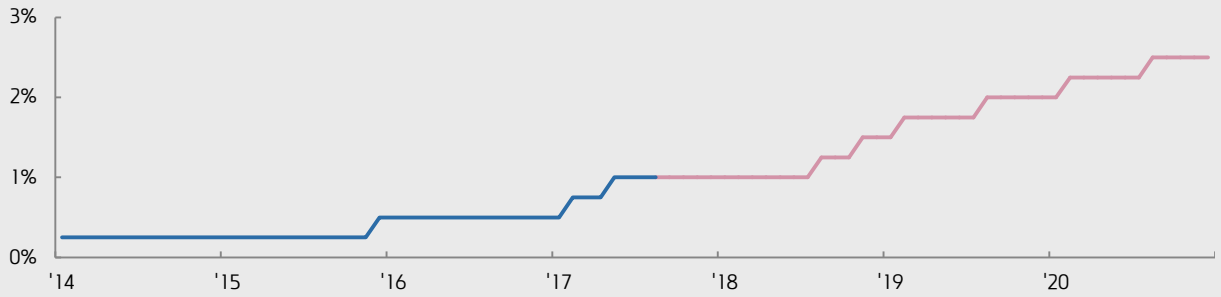
Part 6 Secular Cycle 투자전략: 달러보다 금선물 투자가 매력적

키움증권

글로벌 자산배분 : 1) 기본 가정과 시나리오

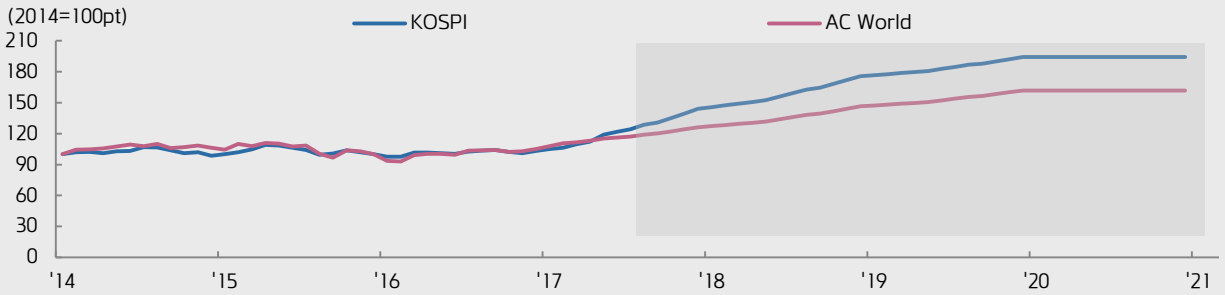
◎ 향후 미 연준 금리인상 시나리오와 이에 따른 글로벌 증시 및 KOSPI 지수 추이

미 연준의 정책금리 추이 및 금리인상 시나리오



자료: Federal Reserve, 키움증권 리서치, 주) 붉은 선 부분은 당사 전망치

글로벌 증시와 KOSPI 추이 및 RIM 모형의 전망



자료: Datastream, 키움증권 리서치, 주) 음영 부분은 당사 전망치

글로벌 자산배분 : 2) 2017~2019년 전망

◎ 지금 시점에서 2017년 말까지 금융시장 전망

- 벡터 자기회기 모형에 잔존가치 모형의 주식시장 기대수익률과 미 연준의 금리인상 시나리오를 반영한 결과는 〈표1〉

〈표1〉 2017년 연말까지 금융시장 수익률 전망

	KOSPI	AC World	국내채권	해외채권	WTI	달러지수	GOLD
17년 1월 ~ 17년 12월	30.0%	15.0%	1.0%	3.1%	-1.0%	-7.2%	13.8%

자료: 키움증권 리서치

◎ 트럼프 정부 2년 차와 3년 차(2018년과 2019년) 금융시장 전망

- 연준의 금리인상이 더딜 것으로 전망되는 2018년과 2019년은 기업들의 ROE가 높게 유지될 것
- 연준의 기준금리 인상 시나리오는 2018년 2회에 걸쳐 0.50%p, 2019년에도 2회에 걸쳐 0.50%p 인상할 것으로 가정
- 벡터 자기회기 모형에 잔존가치 모형의 주식시장 기대수익률과 미 연준의 금리인상 시나리오를 반영한 결과는 〈표2〉에 반영

〈표2〉 2018년과 2019년 금융시장 수익률 전망

	KOSPI	AC World	국내채권	해외채권	WTI	달러지수	GOLD
2018년	20.0%	15.0%	1.0%	-1.2%	2.3%	5.1%	4.2%
2019년	10.0%	10.0%	0.2%	1.3%	-6.3%	0.4%	9.2%

자료: 키움증권 리서치

글로벌 자산배분 : 3) 2020년 전망

◎ 트럼프 정부 4년 차, 2020년 금융시장 전망

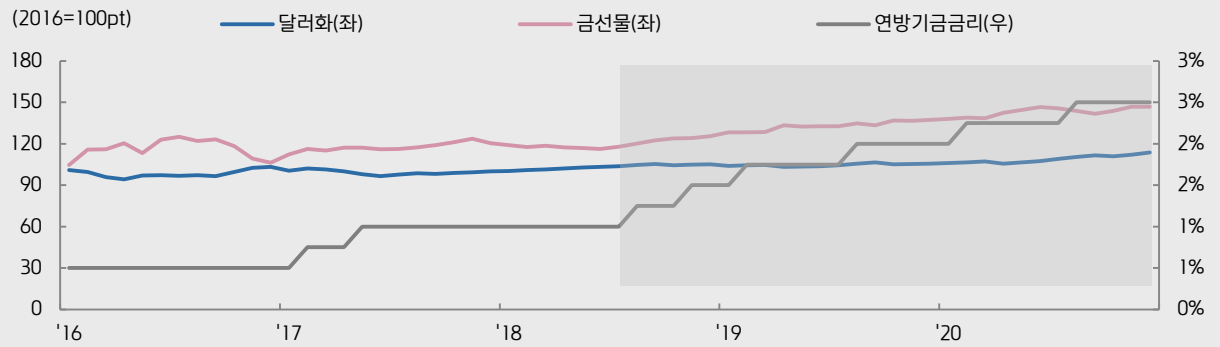
- 2020년 연준 금리인상 속도는 2018년 및 2019년과 동일할 것으로 가정
- 벡터 자기회기 모형에 잔존가치 모형의 주식시장 기대수익률과 미 연준의 금리인상 시나리오를 반영한 결과는 〈표3〉에 반영

〈표3〉 2020년 금융시장 전망

2020년	KOSPI	AC World	국내채권	해외채권	WTI	달러지수	GOLD
	0.0%	0.0%	-1.0%	-2.8%	1.1%	7.5%	6.8%

자료: 키움증권 리서치

Secular Cycle, 달러화 대비 금선물 투자가 매력적으로 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 음영 부분은 당사 전망치