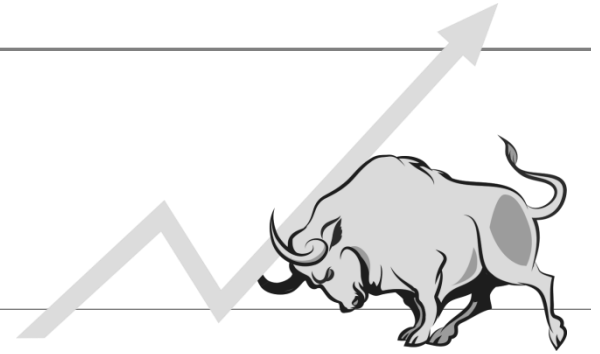


---

## 2020년 주식시장 전망 | 부활 포트폴리오 전략

---



## 결정적 순간(Moment of Truth)

하나금융투자 리서치센터 자산분석실

주식시황/파생 김용구

E-mail: sniper@hanafn.com / Tel : 02-3771-7526

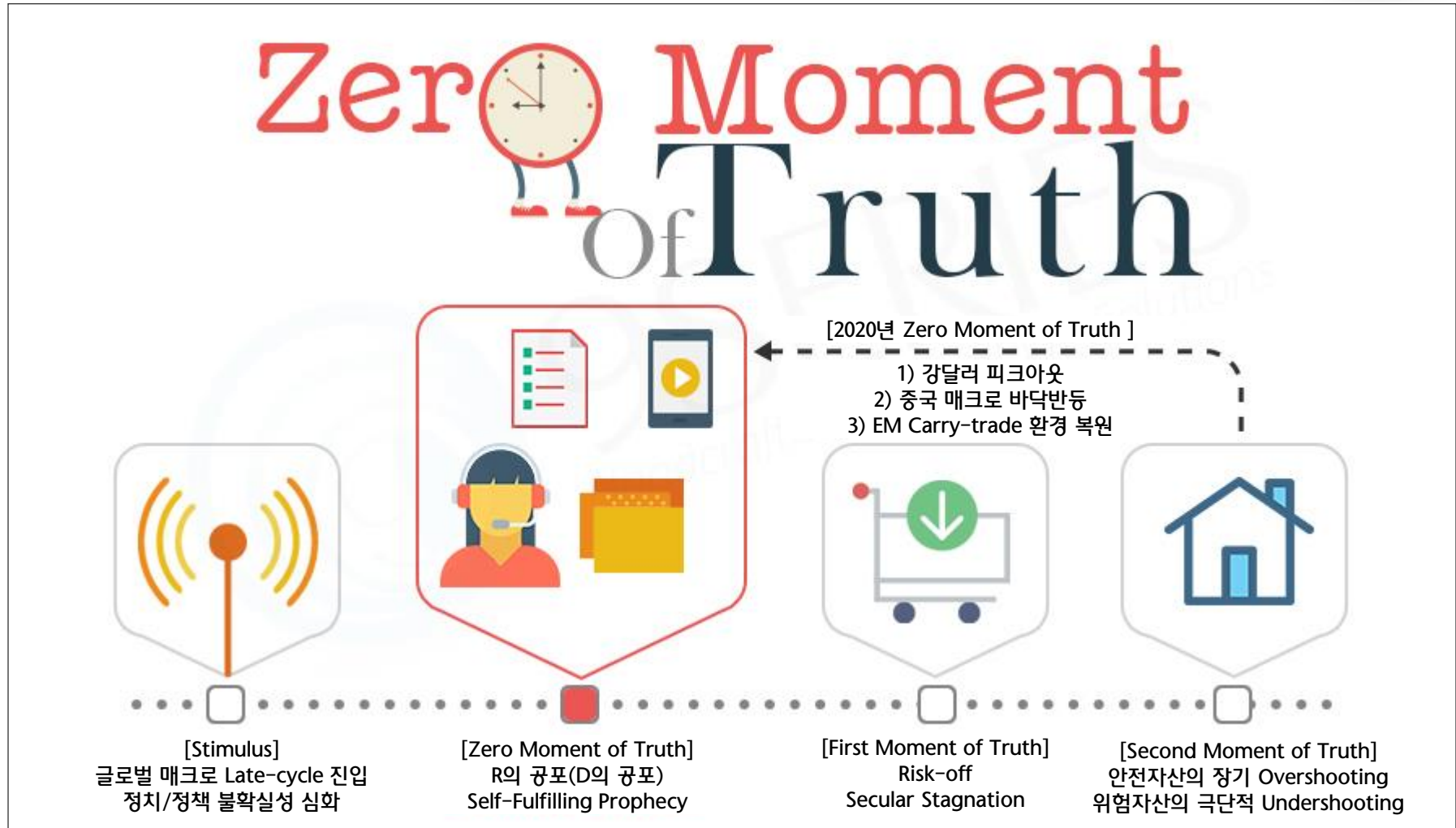
RA 김민수

E-mail: kms1110@hanafn.com / Tel : 02-3771-7735

## 결정적 순간(Moment of Truth)

- [To be or not to be] 2007년 6월 이후 근 12년만에 미국 장단기 금리역전(10y-2y) 현상이 발생했다. 이는 장래 Recession 공포를 환기시키며 글로벌 금융시장의 설상가상격 제약요인으로 작용하고 있다. 8월부 기준선 50pt선을 밀돌기 시작한 ISM 제조업 지수나 지지부진한 물가여건을 고려할 경우 시장의 사전적 공포는 충분히 이해가 되고도 남는다. 단, 1) 전인미답 레벨인 700억\$ 고점돌파를 목전에 둔 미국 비국방 자본재 신규주문, 2) 호황세가 지속 중인 고용환경, 3) 이렇다 할 자금경색 기류가 전무한 글로벌 대출여건, 4) 중국 총력부양과 내년 1분기에 실물경기 바닥반등 가능성, 5) 저금리를 활용한 글로벌 재정투자 확대의 나비효과는 작금의 'R의 공포'가 실제 경기침체의 진위 판단이 아닌 자기충족적 예언에 기반함을 역설한다. 실체를 직시하고 공포에 적극 맞서야 할 때인 것이다.
- [2020년 세가지 결정적 순간] 2020년 국내증시 팔목상대를 견인할 Zero Moment of Truth격 세가지 상황변화 여지를 주목할 필요가 있다. 첫째, 임기말 트럼프 재정/무역정책 변화 가능성, Fed B/S 확대, 스웨덴 경기 모멘텀과 독일 자동차 매출수정비율 개선이 암시하는 유로존 매크로 바닥 통과 기대 등은 2020년 강달러 압력의 피크아웃 가능성을 역설한다. 미국 환류에 집중했던 글로벌 유동성의 재순환을 기대하는 이유다. 둘째, 적극적인 통화완화, 선택적 소비부양, 확장적 재정투자의 중국 Policy-mix 전면화는 글로벌 매크로 환경의 순환적 회복과 맞물려 중국 실물경기의 2020년 1분기에 바닥통과로 구체화될 공산이 크다. 중국과 EM을 바라보는 글로벌 투자가측 초점은 그간의 경계감에서 안도와 기대의 영역으로 이동할 것으로 본다. 셋째, 2018~2019년 와해적 상황변화를 경험했던 EM Carry-trade 환경은 2020년을 기점으로 부활 시도에 나설 것으로 판단한다. 과매도 EM/한국증시 팔목상대 행보가 본격화된단 의미다.
- [포트폴리오 전략: Change makes Chance] 2018년 이래로의 한국 수출/실적 동반부진 환경은 2020년을 기점으로 순환적 회복에 나설 공산이 크다. 2020년 국내증시 포트폴리오 전략 리더쉽은, 1) 중소형 성장주(KOSDAQ/알파) 보단 대형 가치주(KOSPI/베타), 2) US Play(IT/SW/바이오) 보단 China Play(수출자본재/중국 소비재), 3) 원유 Play(정유/화학) 보단 구리 Play(산업재/철강)에 집중될 것으로 본다. 세계경제의 급속한 침체 우려를 선반영했던 대형 수출/가치주 Bottom-fishing 전략이 2020년 포트폴리오 투자전략의 성패를 좌우한단 의미다. 네 가지 상황변화 여지를 주목할 필요가 있다. 첫째, 1) 중국이 중심에 선 정책 모멘텀, 2) 여전한 디플레이 우려, 3) 통화정책과 소비경기에서 재정정책과 투자경기로 매크로 주도권 변화 등은 KOSDAQ으로 표방되는 중소형/성장/내수/알파 플레이 대비 KOSPI 대형/가치/수출/베타 플레이어의 상대우위로 구체화될 것으로 본다. 둘째, 2019년 대장주였던 반도체(IT)의 리더쉽은 2020년에도 그 명맥이 지속될 공산이 크다. 단, 역사적 고점에 달한 시장 대비 반도체 상대밸류 환경은, 실적 가시성에 비례한 계단식 주가상승(P/E↓)과 글로벌 기술 트렌드 변화에 편승으로의 IT 접근전략 변화 가능성을 역설한다. 셋째, 2020년은 미중 양국이 대규모 재정적자 대결에 마주서는 원년으로 기록될 여지가 많다. 이는, IT/소비재에서 구리 민감 산업재/중공업 밸류체인으로의 국내외 증시 주도권 이동 가능성을 암시한다. 조선/기계/철강/해외건설 관련주의 심시일반 효과를 2020년 포트폴리오 전략의 중추로 판단하는 이유다. 넷째, 2020년 중국 소강사회 안착은 패션/소비자서비스/화장품/유통 등이 중심에선 차이나 인바운드 소비재의 전술적 유용성을 지지한다. 2020년 모멘텀 알파 창출의 핵심 원천으로 관련주 압축대응에 주력할 필요가 있겠다.

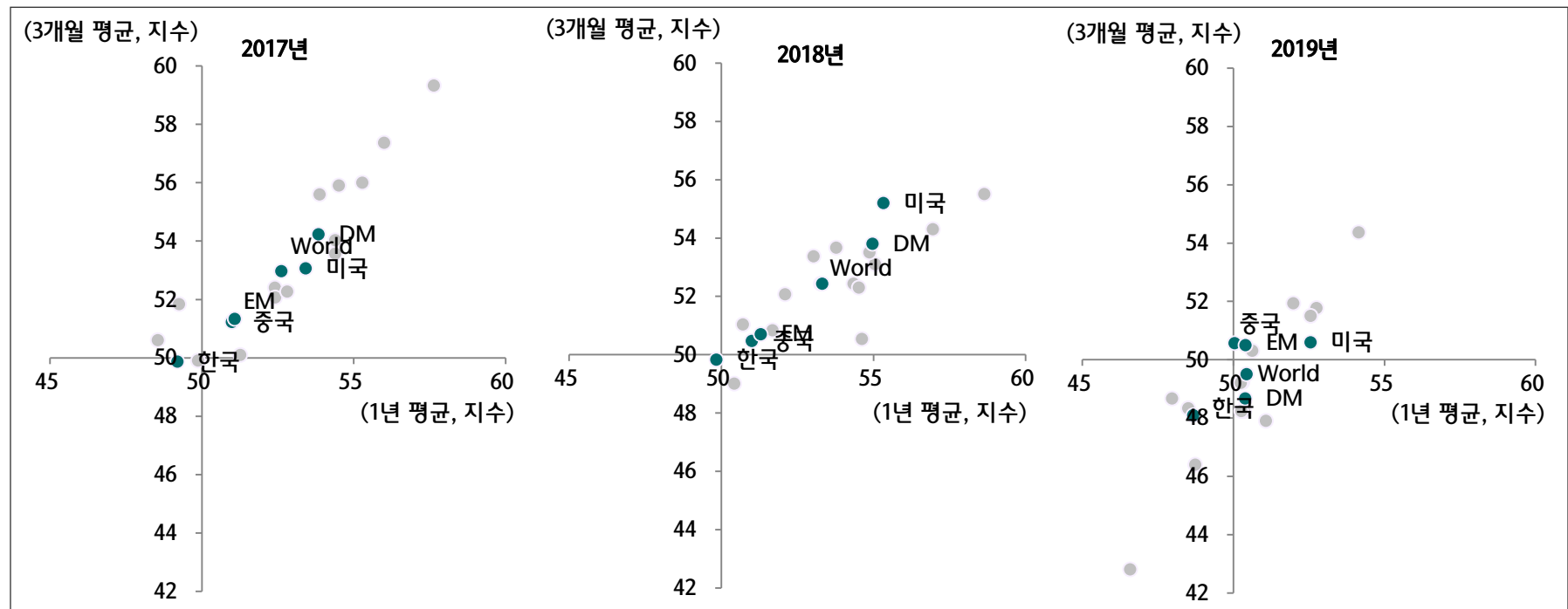
## Prologue: 2020년 새로운 Zero Moment of Truth의 시작



## 1) To be or not to be

- 양대위기 이후 순환적 회복을 넘어 구조적 선순환 사이클 정착을 모색하던 글로벌 매크로 환경은 2018년 정점통과 이후 하락전환  
→ 주요국 통화부양 효과는 2015년말 Fed 통화정책 정상화 과정 재개 이후 매크로 견인력이 반감  
→ 지역/국가별 재정부양 여력 및 강도 차이는 통화정책 관련 불협화음과 결합해 세계경제의 산발적 균열을 야기  
→ 미중 무역분쟁, 브렉시트, 중동(이란) 지정학적 리스크 등 글로벌 정치/정책 불확실성이 교란요인으로 작용

### 2017~2019년 주요국 Markit 제조업 PMI 산포 추이(9월 기준)

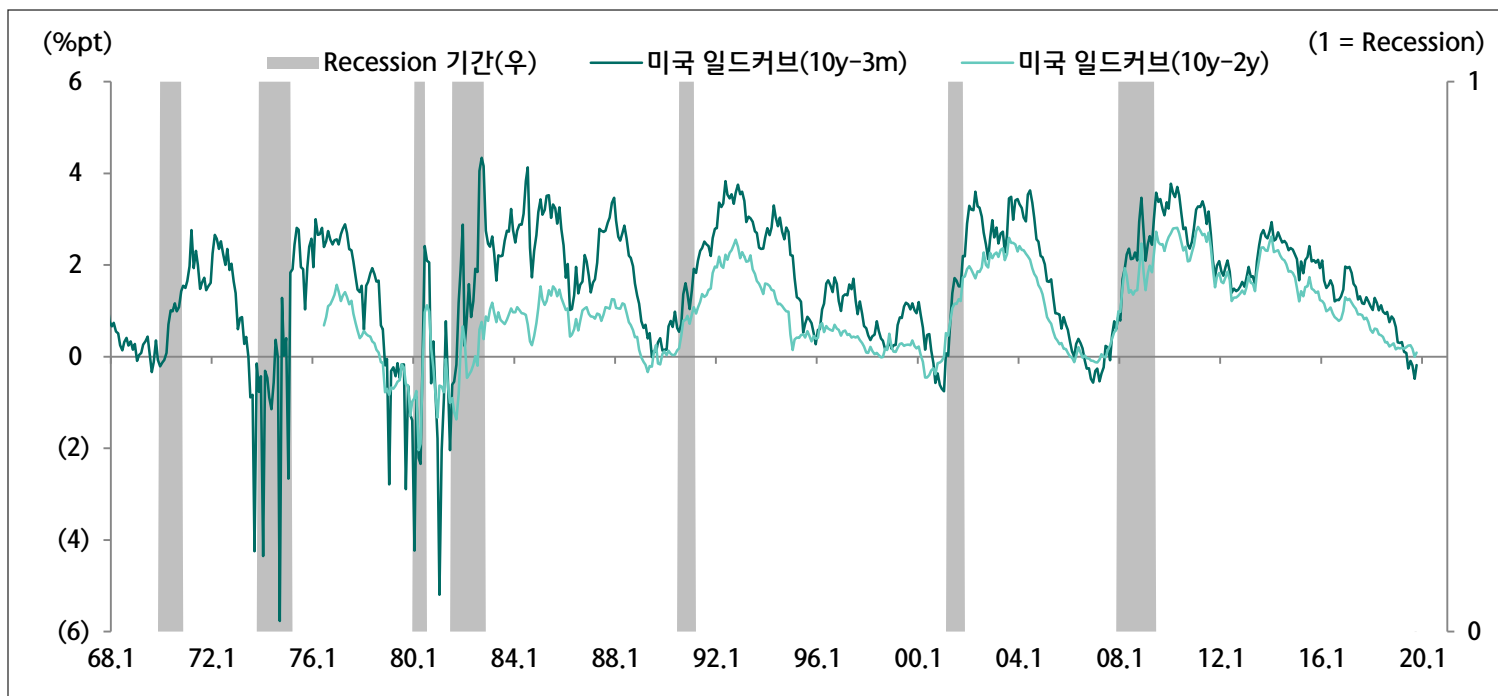


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 장단기 금리역전과 'R의 공포'

- 글로벌 경기/정치/정책 불확실성을 반영하며, 2007년 6월 이후 근 12년 만에 미국 장단기 금리역전(10년-2년물 기준) 현상이 발생  
 → 1) 글로벌 실물경기 부진 파장의 미국 전이, 2) 트럼프/Fed 정책 불확실성 심화, 3) 안전자산 선호와 미 국채로의 수급적 쏠림 영향  
 → 장단기 금리역전이 암시하는 장래 Recession 공포는 글로벌 금융시장의 설상가상격 제약요인으로 작용

미국 일드커브(장단기 금리 스프레드)와 NBER 규정 경기침체 기간

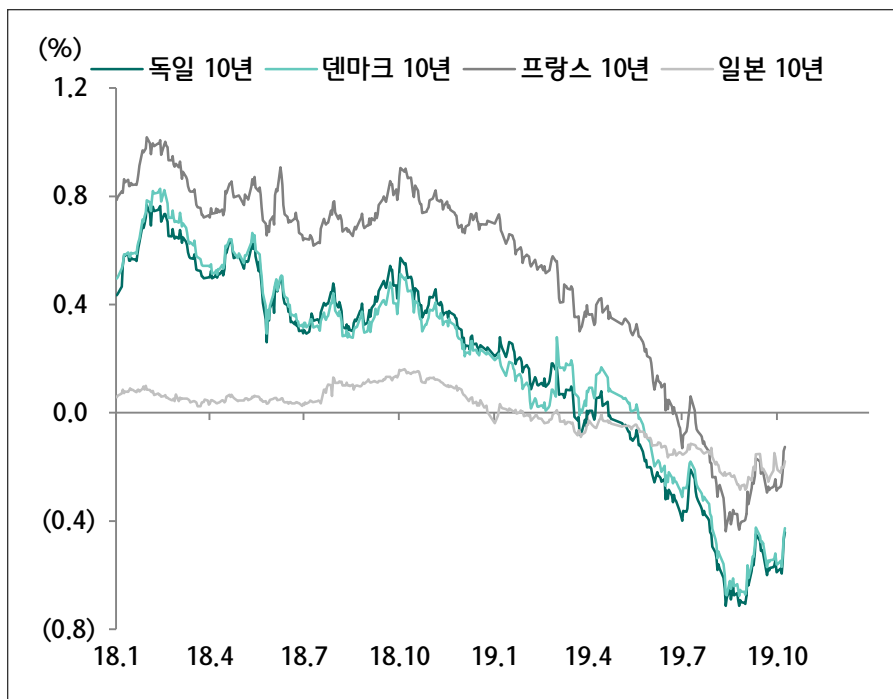


자료: REFINITIV, 하나금융투자

## 자기충족적 예언이 지배하는 시장

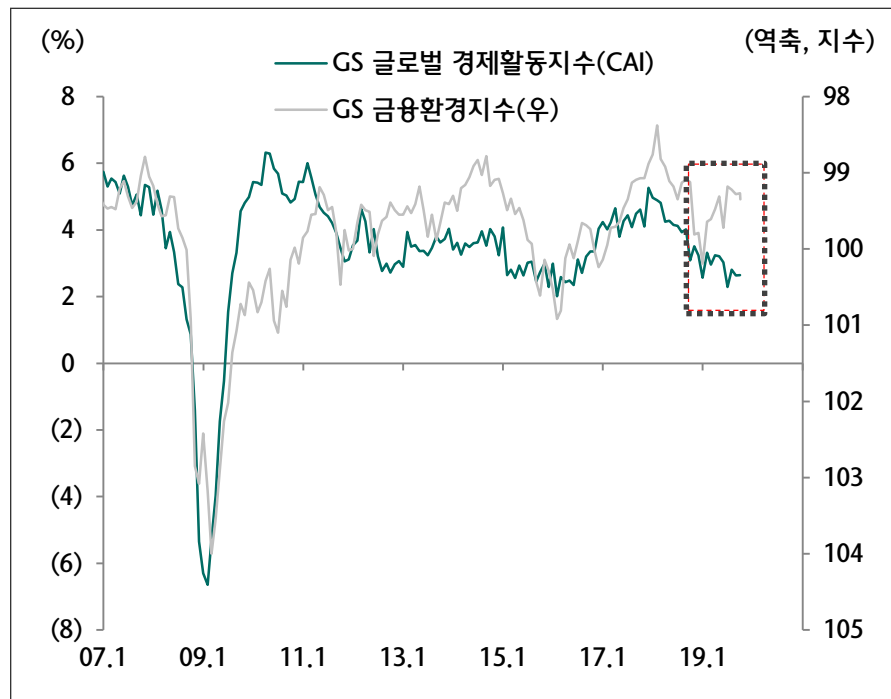
- 미국을 제외한 주요 선진국 장기채 대부분이 종립이하 경기여건과 공세적 통화완화를 이유로 마이너스 금리권에 진입
  - 단, 제로(ECB) 또는 마이너스(BoJ) 정책금리 지속에도 불구하고 주요국 공히 실물경기과 인플레이션 반등 징후는 미약
  - 시장 투자가 초점은 장래 Recession 현실화의 진위 판단에서 비켜나, 현 금리여건이 설파하는 자기충족적 예언에 함몰
- 자기충족적 예언(Self-Fulfilling Prophecy): 1) 통화정책 무용성 논쟁, 2) 적정금리 하단 추정 애로, 3) 구조적 장기침체 우려

### 선진 주요국 국채(10년물) 금리



자료: Bloomberg, 하나금융투자

### 완화적 통화정책 환경에도 불구하고 미진한 실물경기 회복강도

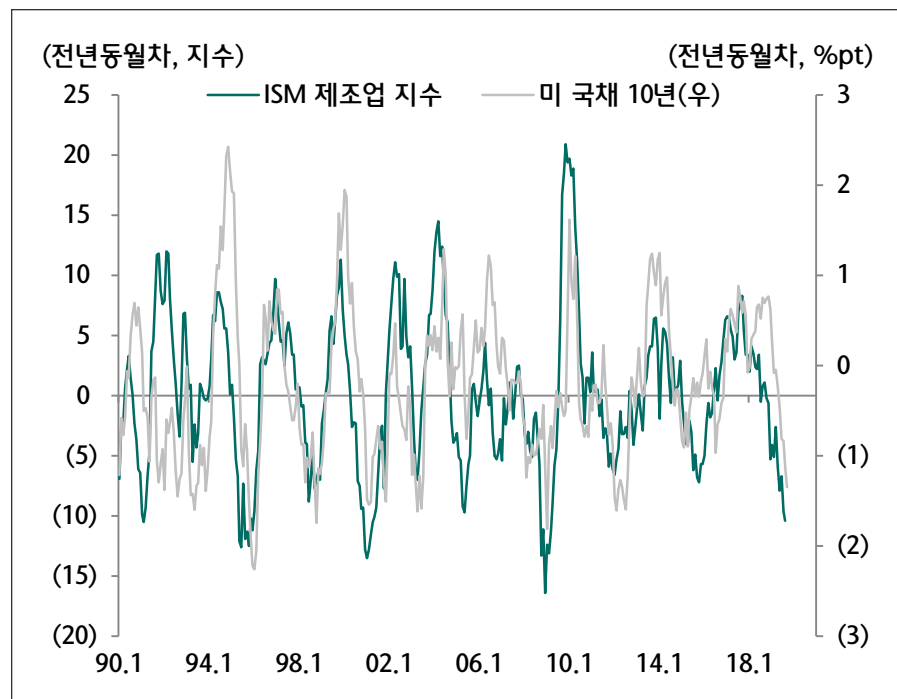


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 소순환 지표로 보면 시장의 사전적 공포는 합당

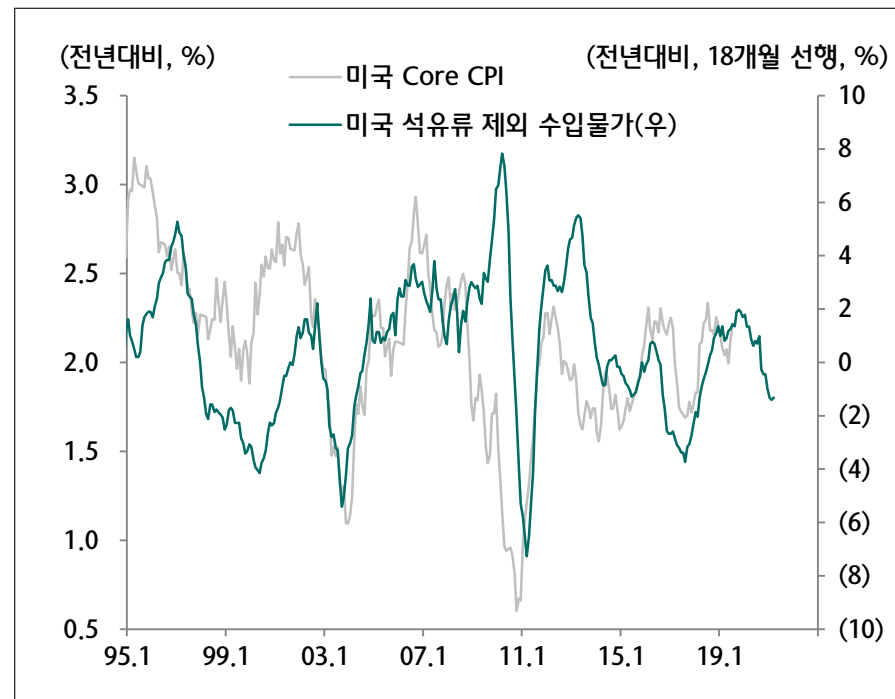
- 미 ISM 제조업 지수는 2018년 8월 정점통과 이래, 2019년 8~9월 2개월 연속으로 경기확장선 50pt 레벨을 하회  
→ 글로벌 경기부진과 미중 무역갈등 후폭풍이 독야청청(獨也靑靑) 미국 경기 모멘텀의 균열을 야기
- 연준 통화정책 정상화의 근거가 됐던 인플레이 환경 역시 상기 파장을 이유로 하락전환 시도가 확연  
→ 2019년 Fed 금리인하 재개의 시장 함의가 'Insurance Cut'이 아닌 'Recession Cut'으로 희석

### ISM 제조업 지수와 미 국채 10년물 금리



자료: REFINITIV, 하나금융투자

### 미국 Core CPI와 수입물가

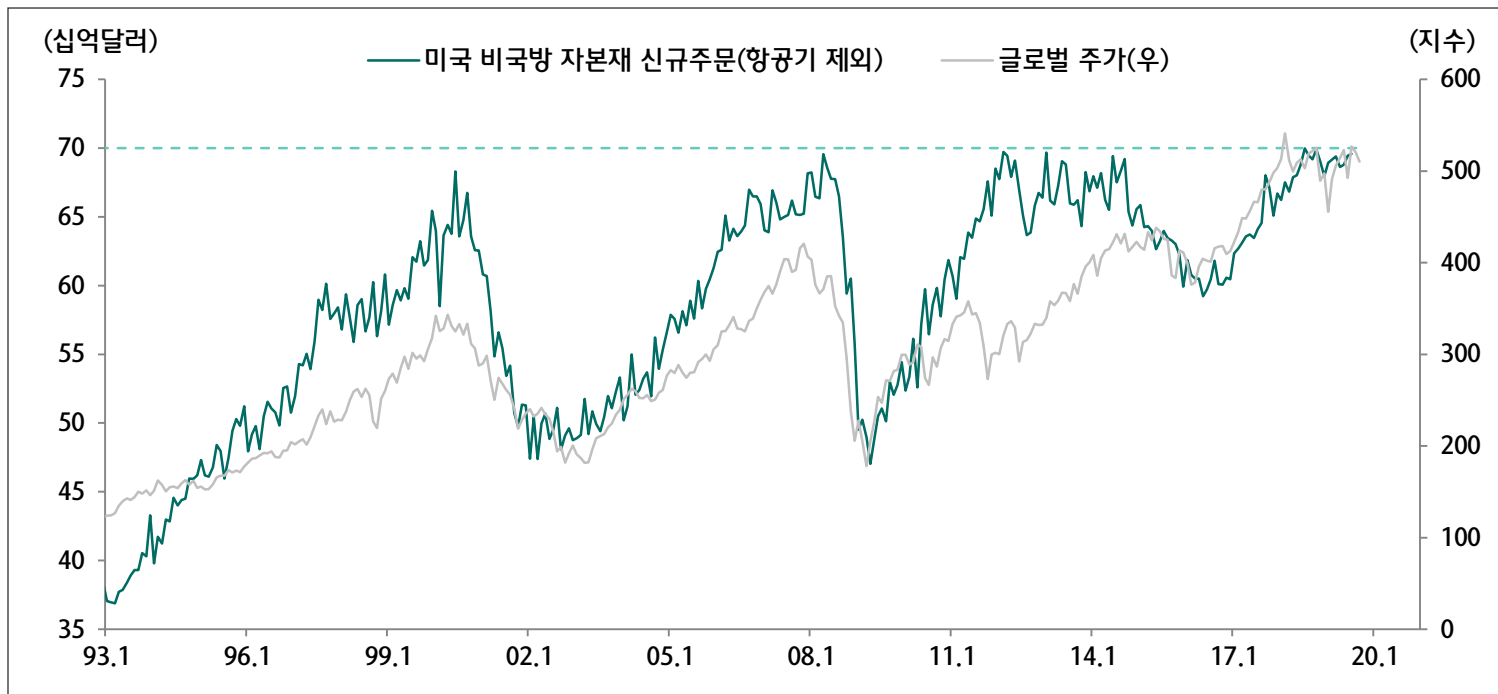


자료: REFINITIV, 하나금융투자

## The truth untold: ① 미국 자본재 주문

- 대순환 주기측면 글로벌 경기 사이클은 미국 비국방 자본재 신규주문(소비/투자경기가 결집된 핵심 Proxy)을 통해 판단 가능
  - 2019년 8월말 현재 692억\$로 전인미답 레벨인 700억\$ 돌파를 목전에 둔 상황
  - 소순환 경기 모멘텀 반락전환에도 불구하고 대순환 주기상 추세 이상의 경기 확장 사이클이 지속
  - 향후 미국 정책 방향성은 국경장벽 건설 및 교통/운송 등 SOC 확충과 5G/AI/IoT 등 4차 산업혁명 인프라 관련 재정투자에 초점

### 미국 비국방 자본재 신규주문과 글로벌 주식시장



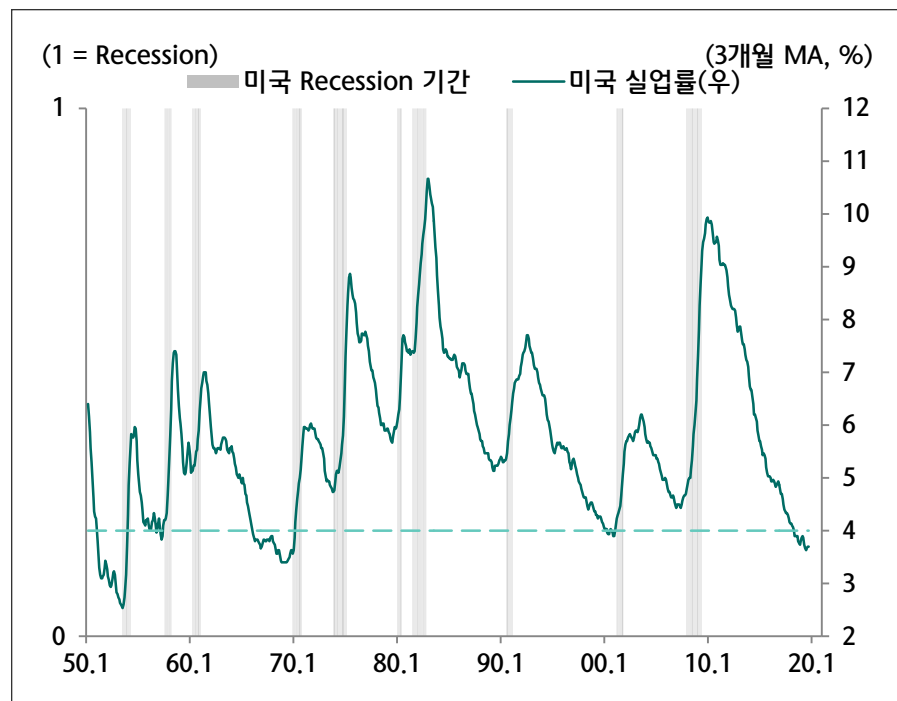
자료: REFINITIV, 하나금융투자



## The truth untold: ② 미국 고용환경

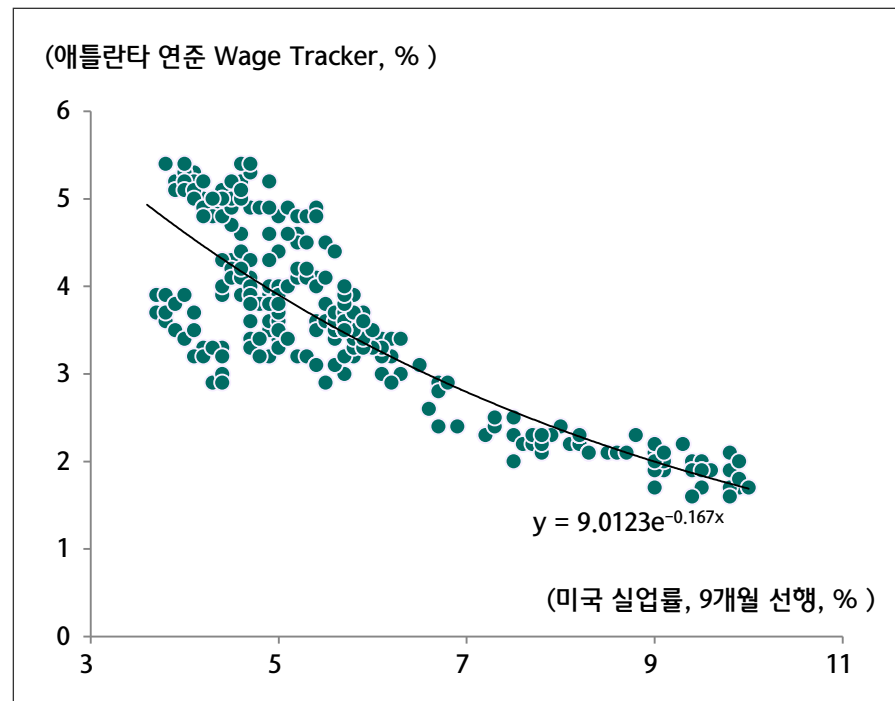
- Recession 발발을 암시하는 가장 강력한 전조(前兆)는 바로 고용시장의 균열
  - 지난 6월 이후 3개월 연속 3.7%의 고용시장 호황세가 지속(대순환 경기 추세변화의 트리거는 3개월 MA 기준 4.0%선 상향돌파)
  - 견고한 고용환경은 임금 상승을 경유해 미국 소비경기 환경의 긍정론을 지속 환기

### 미국 실업률과 경기침체 기간



자료: REFINITIV, 하나금융투자

### 미국 실업률과 임금 환경

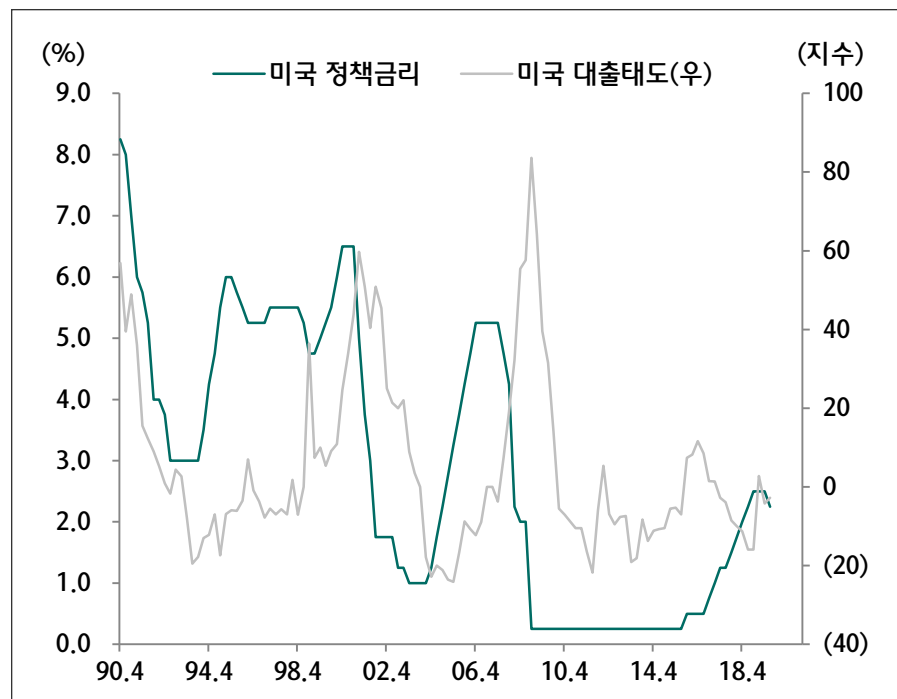


자료: REFINITIV, 하나금융투자

## The truth untold: ③ 글로벌 대출태도

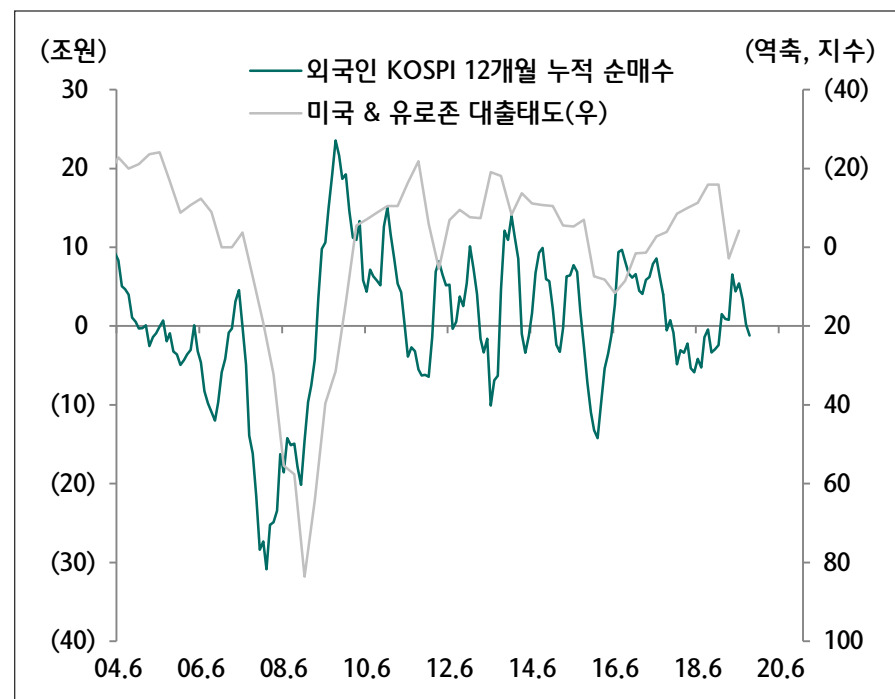
- Recession 전개 단계: 장단기 금리역전 등 금융불안 → 주요 금융기관 대출태도 보수화(경색) → 시중 돈맥경화 → 실물경기 침체  
→ 낮은 인플레이 압력과 과잉투자 버블 붕괴 징후가 전무하다는 점은 과거 Recession 직전 상황과는 분명히 차별화되는 대목  
→ 최근 일련의 금융불안에도 불구하고 글로벌 은행권 공히 이렇다 할 민간 대출태도 경색기류(크레딧 리스크 발발 가능성)는 전무

### 미국 정책금리와 은행권 대출태도



자료: REFINITIV, 하나금융투자

### 국내증시 외국인 수급과 미국/유로존 대출태도

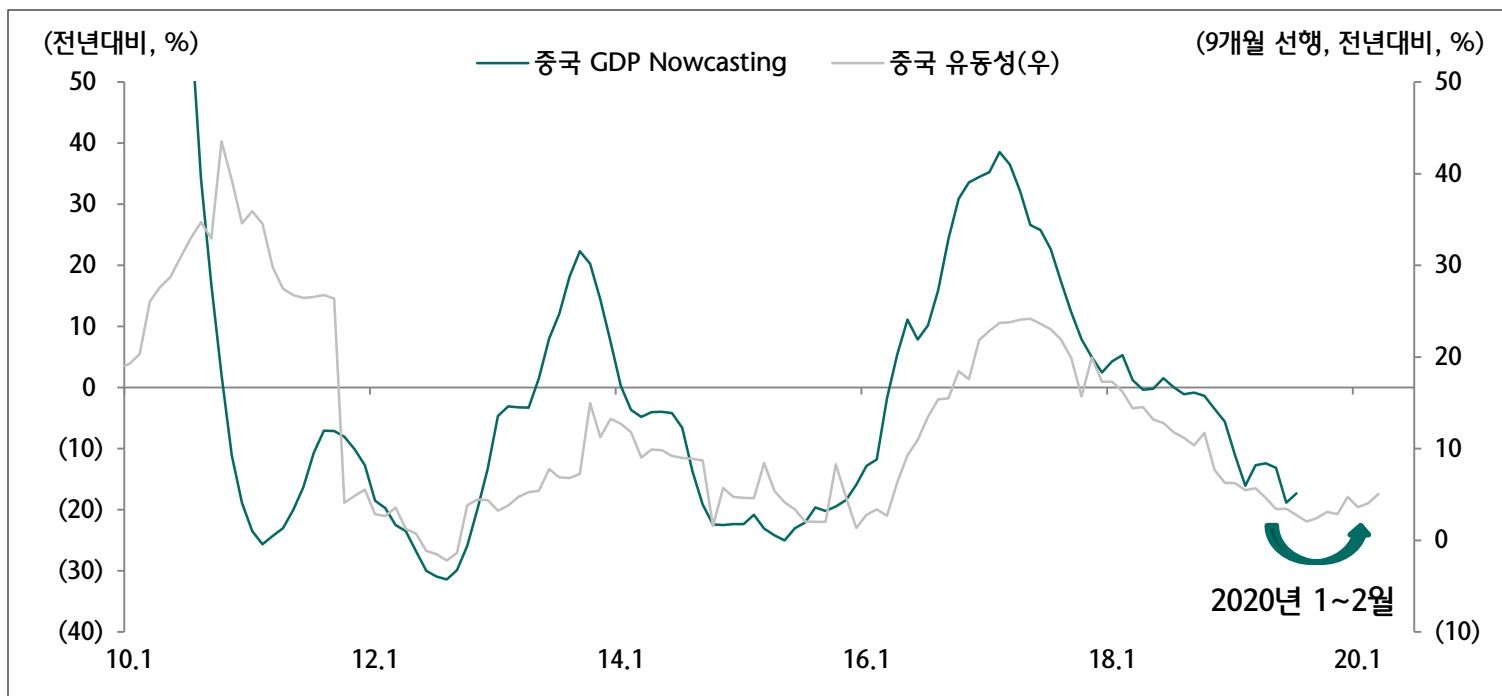


자료: REFINITIV, KRX, 하나금융투자

## The truth untold: ④ 중국 Policy-mix

- Recession과 Deflation 공포를 거뒀던 중국 정책당국의 결사항전적 총력대응이 본격화  
→ Policy-mix: 1) 적극적 통화완화, 2) 선택적 소비부양(자동차 하향 등), 3) 확장적 재정투자
- 중국 유동성 환경 변화는 전체 실물경기 환경에 9개월 가량 선행  
→ 과거 시차상관성을 따를 경우 연초이래로의 중국 통화완화 효과는 2020년 1분기에 실물경기 바닥반등 시도로 구체화될 전망

### 중국 GDP Nowcasting과 유동성



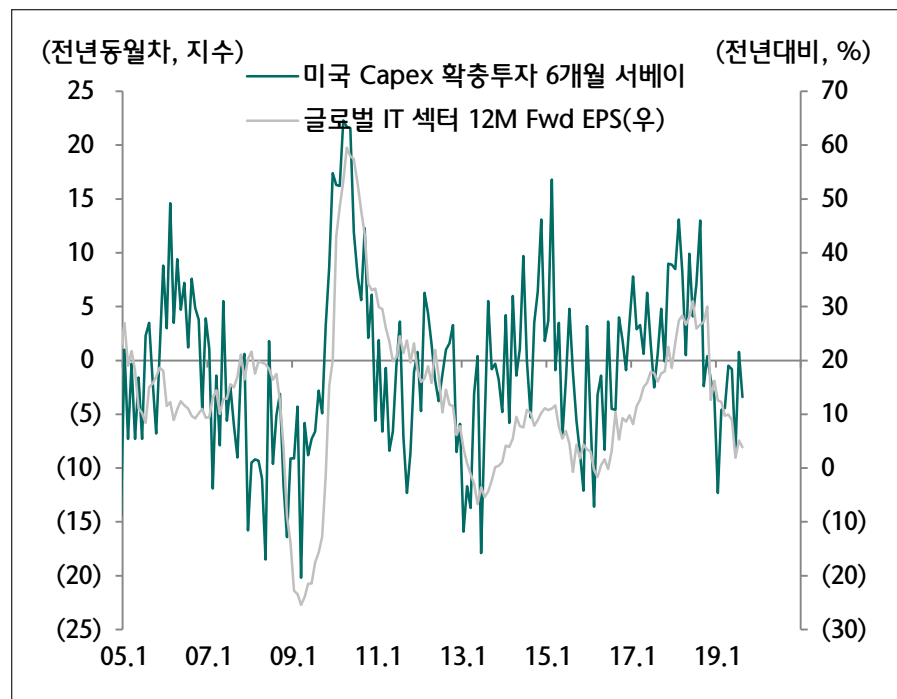
주: 중국 유동성은 M1과 가계 및 기업측 요구불 예금의 합산치

자료: Bloomberg, REFINITIV, 하나금융투자

## The truth untold: ⑤ 저금리의 나비효과

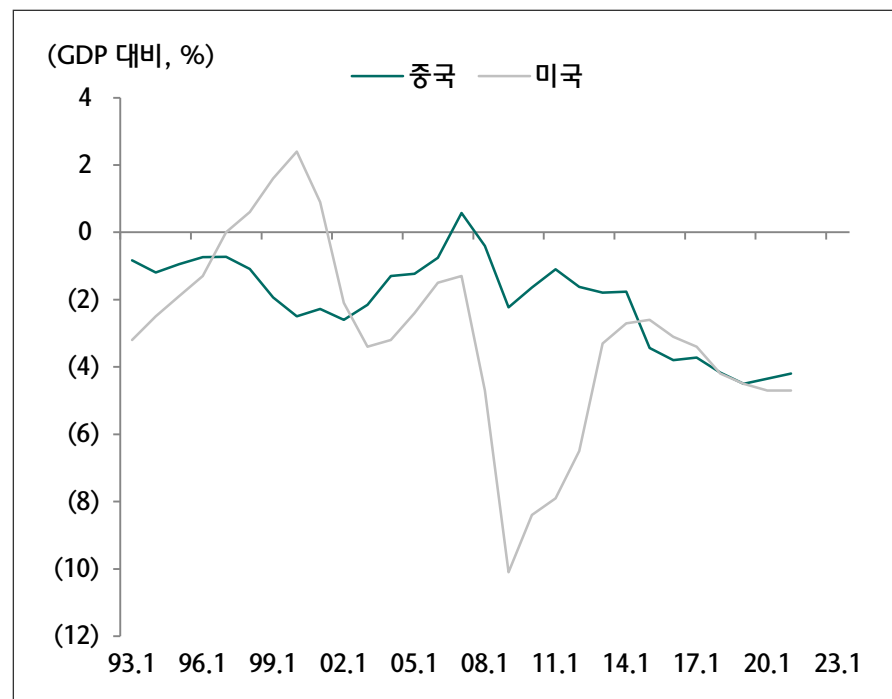
- 장기금리 하락은 주요국 정부 재정확보의 수월성 제고와 함께 재정투자 확대의 선순환적 나비효과로 파급
  - 최근 미국 재무부는 재정여력 확보 및 성장동력 확충을 위한 50년/100년 만기 초장기채 발행을 시사
  - 2016년 벨기에/아일랜드 및 2019년 오스트리아의 100년물, 2016년 한국 50년물 등 주요국 초장기채 발행 러쉬가 지속

### 미국 설비투자 모멘텀과 글로벌 IT сек터 실적환경



자료: REFINITIV, 하나금융투자

### 재정적자 비중: 적극적 재정부양 대열 함께 설 G2



자료: Bloomberg, 하나금융투자

## R의 공포 극복기: ① 장단기 금리역전 ≠ Death of Equity

- 과거 Recession 발발 직전 일드커브 플래트닝 고착화와 장단기 금리역전이 발생한 것은 주지의 사실. 그러나...
  - 1) 장단기 금리역전과 증시 고점 및 경기침체 발생 시점간 상당한 시차가 존재했고 그 기간은 매번 상이
  - 2) 되려 금리역전은 반작용적 통화 및 재정부양을 채근하며 국내외 증시 Bear Market 랠리를 견인

### 미국 장단기 금리역전(10y-2y) 기간과 미국/한국 증시 고점 및 Recession 발발 시점간 시차

| 구분      | 장단기 금리<br>역전기(A)     | S&P500 고점(B) |                   | KOSPI 고점(C) |                   | Recession 발발(D) |                   |                   |
|---------|----------------------|--------------|-------------------|-------------|-------------------|-----------------|-------------------|-------------------|
|         |                      | 시기           | 경과 기간<br>(B-A, 월) | 시기          | 경과 기간<br>(C-A, 월) | 시기              | 경과 기간<br>(D-B, 월) | 경과 기간<br>(D-C, 월) |
| 1       | 1978년 9월 ~ 1982년 7월  | 1980년 12월    | 27                | 1981년 7월    | 34                | 1981년 7월        | 7                 | 0                 |
| 2       | 1989년 1월 ~ 1989년 10월 | 1990년 6월     | 17                | 1989년 4월    | 3                 | 1990년 7월        | 1                 | 15                |
| 3       | 1998년 7월 ~ 2000년 12월 | 2000년 9월     | 26                | 2000년 1월    | 18                | 2001년 3월        | 6                 | 14                |
| 4       | 2006년 1월 ~ 2007년 6월  | 2007년 10월    | 21                | 2007년 11월   | 22                | 2007년 12월       | 2                 | 1                 |
| Average |                      |              | 23                |             | 20                |                 | 4                 | 8                 |
| Median  |                      |              | 24                |             | 20                |                 | 4                 | 8                 |

자료: REFINITIV, 하나금융투자

## R의 공포 극복기: ② 소순환 경기 피크아웃 ≠ Death of Equity

- 1969년 12월부터 2007년 12월 까지, 총 7차례 Recession 발발 직전 실물경기 및 증시 환경을 복기할 필요
  - ISM 제조업 지수 정점통과 이후 평균 29개월(중간값 35개월)이 소요된 뒤 경기불황이 본격화(소순환 고점 ≠ 대순환 고점)
  - ISM 제조업 지수 고점과 증시 고점간 평균 23개월, 증시 고점과 Recession간 평균 6개월의 시차가 확인(소순환 고점 ≠ 증시 고점)
  - 최근 서비스 산업 성장으로 말미암아 소순환 경기 고점과 증시 고점간 시차는 점진적으로 확대

### 미국 Recession 발발 직전 ISM 제조업 지수 및 S&P500 지수 고점간 시차

| Cycle | ISM 제조업 고점(A) | 경과 기간(월, B-A) | S&P500 고점(B) | 경과 기간(월, C-B) | Recession 시작점(C) |
|-------|---------------|---------------|--------------|---------------|------------------|
| 1     | 1966년 1월      | 35            | 1968년 12월    | 12            | 1969년 12월        |
| 2     | 1973년 1월      | 0             | 1972년 12월    | 11            | 1973년 11월        |
| 3     | 1978년 7월      | 18            | 1980년 1월     | 0             | 1980년 1월         |
| 4     | 1980년 11월     | 0             | 1980년 11월    | 8             | 1981년 7월         |
| 5     | 1987년 12월     | 28            | 1990년 5월     | 2             | 1990년 7월         |
| 6     | 1997년 7월      | 36            | 2000년 8월     | 7             | 2001년 3월         |
| 7     | 2004년 5월      | 41            | 2007년 10월    | 2             | 2007년 12월        |
| 8     | 2018년 8월      |               | ?            |               | ?                |
|       | Average       | 23            | Average      | 6             |                  |
|       | Median        | 28            | Median       | 7             |                  |

자료: REFINITIV, 하나금융투자

## R의 공포 극복기: ③ 상기 경향성은 한국도 마찬가지

- 한국증시 또한 미국 사례와 별반 다르지 않은 모습

→ ISM 제조업 지수 고점과 KOSPI 고점간 평균 18개월, 증시 고점과 글로벌 Recession간 평균 10개월의 시차가 확인

- 자기충족적 예언으로서 'R의 공포'에 함몰된 극단적의 비관론의 전술적 실익은 전무

→ 최근 일련의 장단기 금리역전은 통화에서 재정으로의 중장기 정책 초점 이동에서 수반되는 과도기적 현상으로 이해함이 타당

### 미국 Recession 발발 직전 ISM 제조업 지수 및 KOSPI 지수 고점간 시차

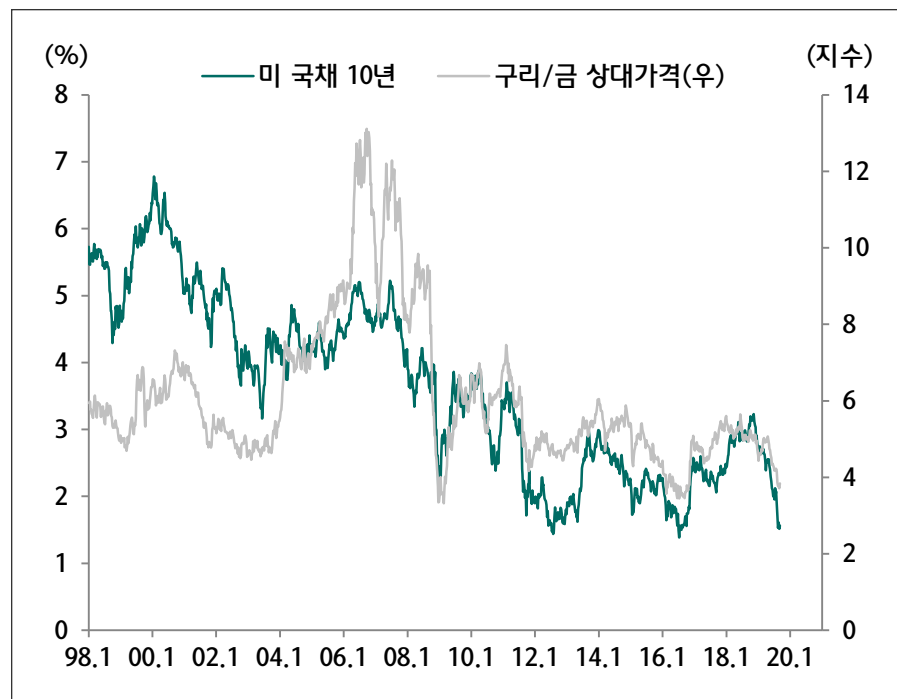
| Cycle | ISM 제조업 고점(A) | 경과 기간(월, B-A) | KOSPI 고점(B) | 경과 기간(월, C-B) | Recession 시작점(C) |
|-------|---------------|---------------|-------------|---------------|------------------|
| 1     | 1966년 1월      | N/A           | 1968년 12월   | N/A           | 1969년 12월        |
| 2     | 1973년 1월      | N/A           | 1972년 12월   | N/A           | 1973년 11월        |
| 3     | 1978년 7월      | 0             | 1978년 6월    | 19            | 1980년 1월         |
| 4     | 1980년 11월     | 7             | 1981년 6월    | 1             | 1981년 7월         |
| 5     | 1987년 12월     | 15            | 1989년 3월    | 16            | 1990년 7월         |
| 6     | 1997년 7월      | 28            | 1999년 12월   | 15            | 2001년 3월         |
| 7     | 2004년 5월      | 40            | 2007년 10월   | 2             | 2007년 12월        |
| 8     | 2018년 8월      |               | ?           |               | ?                |
|       | Average       | 18            | Average     | 10            |                  |
|       | Median        | 15            | Median      | 15            |                  |

자료: REFINITIV, 하나금융투자

## R의 공포 극복기: ④ 저금리의 나비효과적 투자경기 회복이 관건

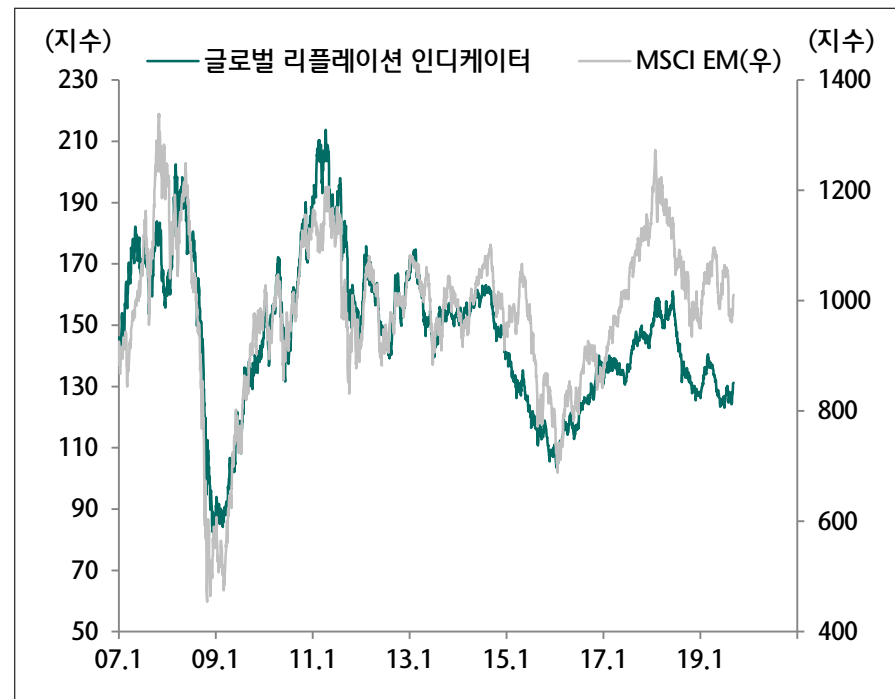
- 반전의 트리거는 저금리에 기초해 저성장을 이겨낼 정부/민간 투자경기 회복 여부가 될 것
  - 장기금리 하락은 정부측 재정확보 수월성 제고와 재정투자 확대의 선순환적 나비효과로 파급될 전망
  - 미국 등 선진국 Capex 인프라 투자 전면화와 중국을 위시한 신흥국측 적극적 재정부양이 전제될 필요

### ISM 제조업 지수와 미 국채 10년물 금리



자료: REFINITIV, 하나금융투자

### 투자경기 회복이 리플레이션 트레이딩 기류 부활의 선결과제



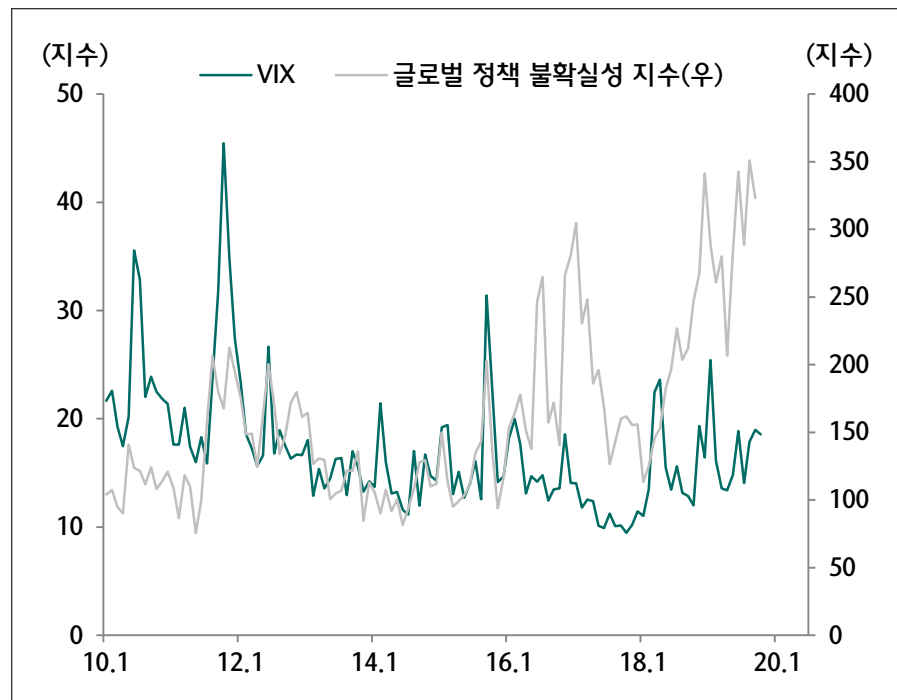
주: 구리/니켈/팔라듐 등 8종의 산업용 금속가를 표준화해 산출  
자료: REFINITIV, 하나금융투자



## R의 공포 극복기: ⑤ G2의 결자해지

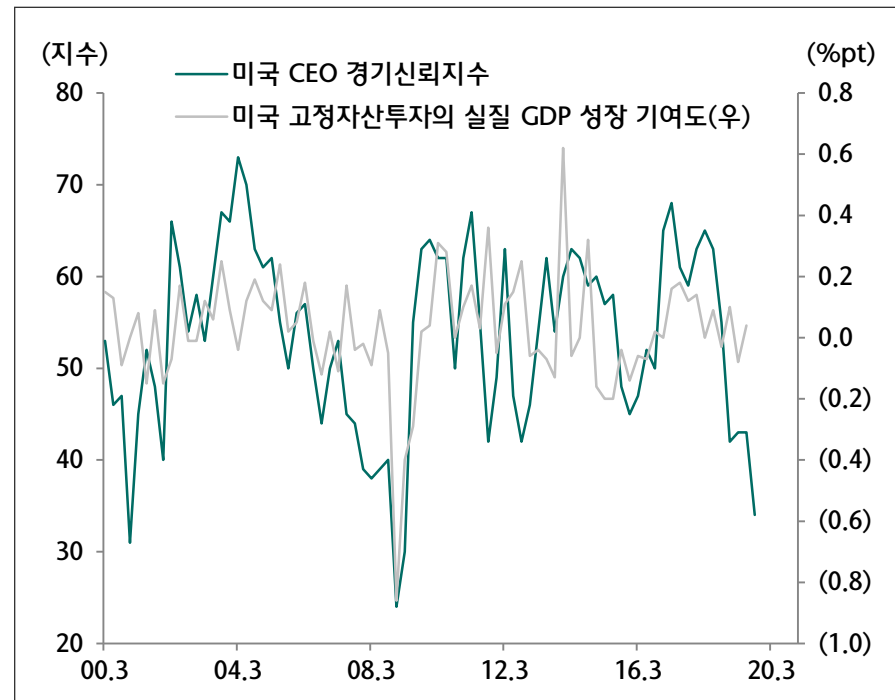
- 글로벌 펀더멘탈/センチ멘탈 동시회복을 위해선 미중 통상마찰 리스크 해빙전환이 요구
- G2 양국이 직면한 현 정치/경제적 이중고는 관련 리스크 출구전략 확보의 반작용적 국면전환 가능성을 역설
  - G2는 10월 워싱턴 무역협상을 통해 스몰딜 도출에 교감(중국: 농산물/항공기 구매확대, 위안화 절하억제, 미국: 관세부과 취소 등)
  - 1) 11월 APEC 정상회담간 스몰딜 체결, 2) 장기 Give & Take적 대화/협상 지속, 3) 2020년 대선까지 휴전기 돌입 수순에 초점

### 현 글로벌 불확실성의 중심에 G2 무역분쟁 리스크가 존재



자료: REFINITIV, 하나금융투자

### 잠복 정치/정책 불확실성이 경제주체 경기 자신감을 제약

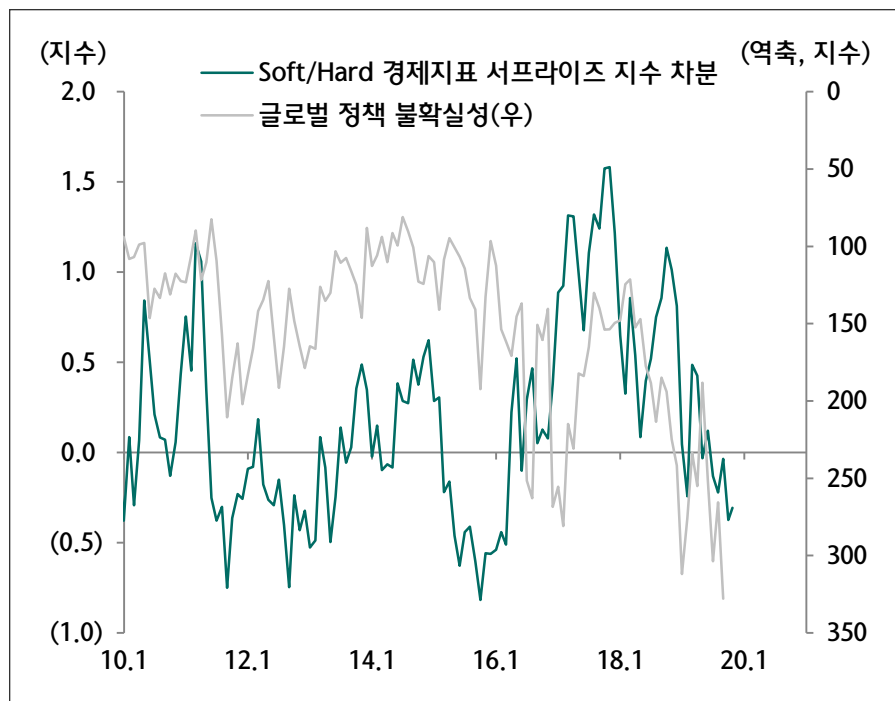


자료: REFINITIV, 하나금융투자

## 2) 2020년 세가지 결정적 순간

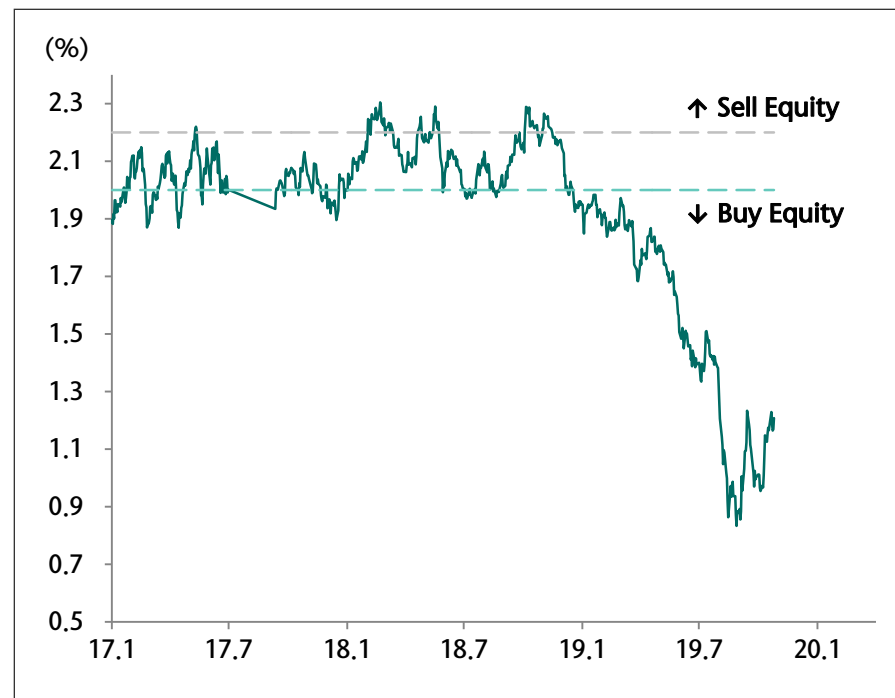
- 최악을 걱정하는 심리(Soft)가 아직은 아니라고 말하는 실물(Hard)을 압도했던 2019년 글로벌 매크로 환경
  - 이제 남은 건 극단적 오버슈팅으로 더 이상 안전해 보이지 않는 안전자산과 급속한 언더슈팅으로 크게 위험해 보이질 않는 위험자산
  - 2020년 국내증시 꺾목상대를 건인할 Zero Moment of Truth격 세가지 상황변화 여지를 주목
- 1) 강달러 피크아웃, 2) 중국 매크로 바닥반등과 리플레이션 트레이딩 환경 복원, 3) EM Carry-trade 부활과 EM 내 한국 차별화

### Soft(심리)와 Hard(실물) 지표간 동상이몽



자료: Bloomberg, 하나금융투자

### 글로벌 금리 Proxy



주: 미국과 독일 국채 30년물 금리의 평균

자료: REFINITIV, 하나금융투자

## ① 강달러 피크아웃

- 2018년을 기점으로 강달러 압력이 추세화
  - 1) 중국/유로존 실물경기 절대부진, 2) 글로벌 정치/정책 불확실성 심화, 3) 자산시장 내 안전자산 선호심리 확산의 복합 영향
  - 미국의 매크로 리더십 약화에도 불구하고, 관련 리스크를 헤지 할 수 있는 가장 확실한 경험적 안전지대가 바로 달러화였던 셈
- 1) 트럼프 재정/무역정책 변화, 2) Fed B/S 확대, 3) 유로존 매크로 바닥통과 등은 2020년 강달러 압력 피크아웃 가능성을 역설

### 달러화(DXY) 지수

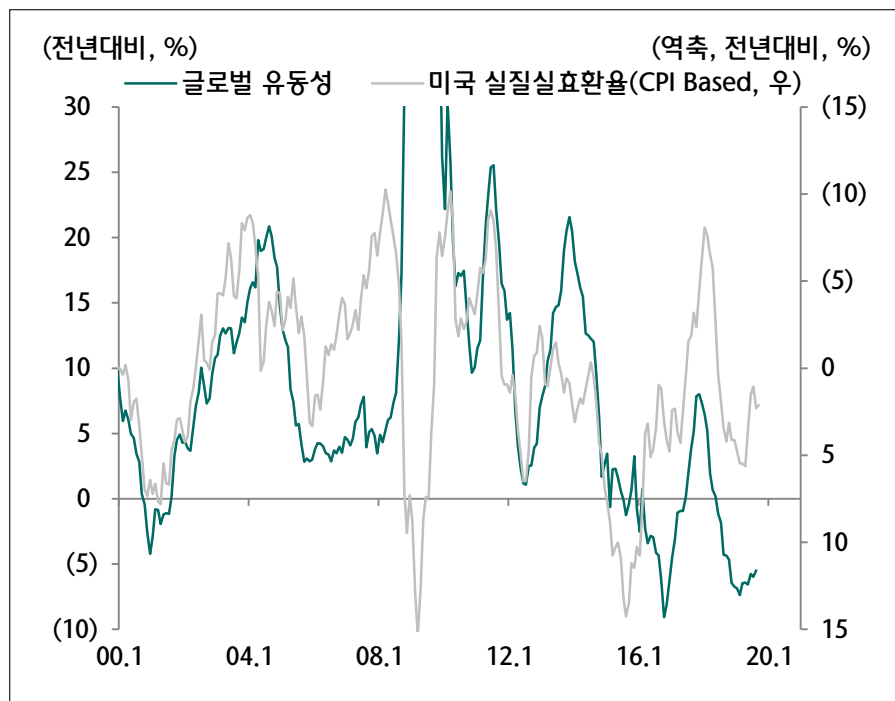


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 달러가 죽어야 시장이 산다

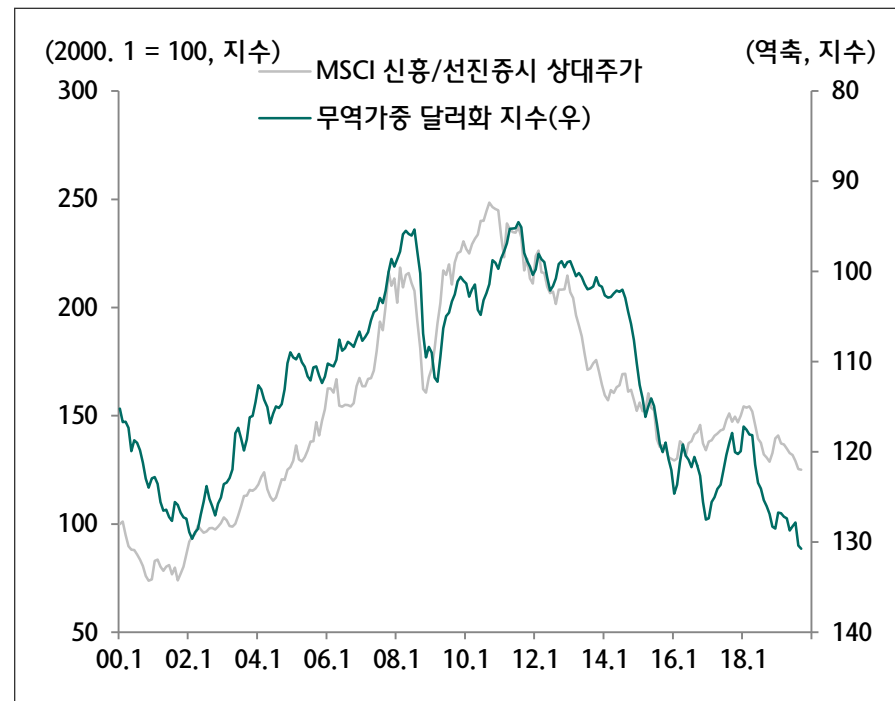
- 2020년 국내증시 재도약 전기 마련의 선결과제는 달러화 Peak-out과 이에 연유한 EM Carry-trade 환경 복원 여부  
→ 글로벌 (달러)유동성의 미국 환류(또는 잔류)와 글로벌 Carry간 선택은 달러화 방향성에 따라 결정
- 2014년(연준 통화정책 정상화와 달러화 강세전환) 이래로 글로벌 증시 초점은 DM Long & EM Short 페어 트레이딩에 집중  
→ 거시건전성 취약지대 EM은 글로벌 Carry-trade 환경의 말단을 구성하고 있는 바, 달러화 향배에 극도로 민감

### 글로벌 유동성과 미국 실질실효환율



자료: REFINITIV, 하나금융투자

### EM/DM 상대주가와 무역가중 달러화

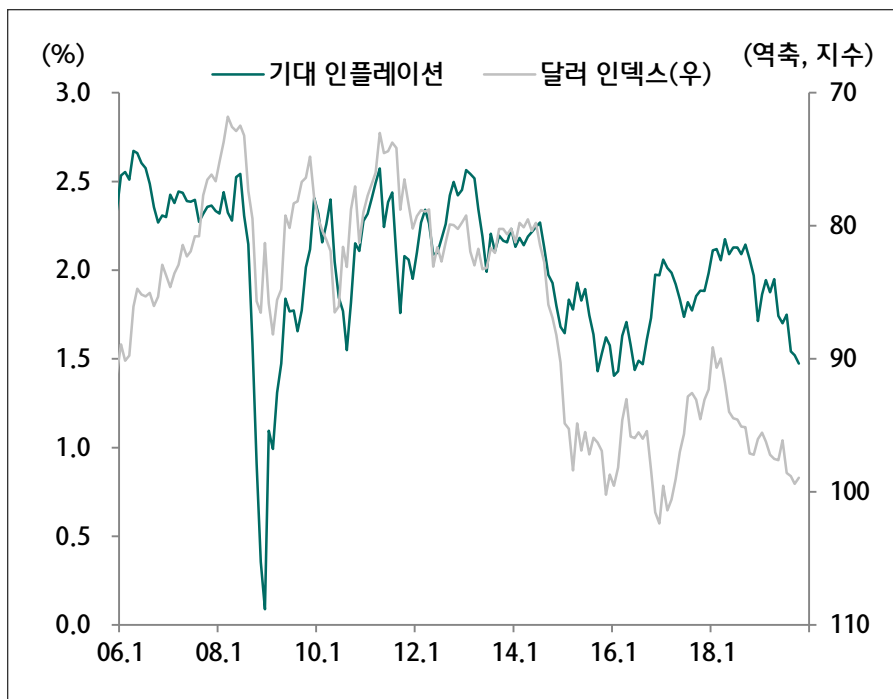


자료: REFINITIV, 하나금융투자

## 2020년 재선을 향한 트럼프의 벼락치기

- 2020년 대선(11/3일 예정)을 겨냥한 트럼프의 정치적 고심은 경기 하강 사이클 대응과 진작으로 구체화될 전망
  - (재정정책): Capex/인프라 투자확대를 통한 성장동력 확충과 기대 인플레이션 회복에 초점
  - (무역정책): 끝장승부격 관세전쟁 구도에서 탈피, 주요 교역국 통화절상 유인을 통한 교역측면 실리확보로 방향선회

### 미국 기대 인플레이션과 달러(DXY) 인덱스



자료: Bloomberg, 하나금융투자

### 임기말 트럼프 정책 초점은 약달러 선회에 집중



자료: twitter

## Fed's "act as appropriate"

- 중립이하 글로벌 매크로 환경 + 미약한 인플레이 기대심리 = Fed's "act as appropriate"
  - NY Fed 인플레이 기대심리는 역사상 최저수준으로 속락(현 2.37%). BEI 5년물(현 1.72%) 역시 연준 상응목표치 2.3~2.5%를 하회
  - 단기 자금시장 경색 대응을 위한 대차대조표 확장이 본격화(2019년 10월부터 2020년 2분기 말까지 매월 600억\$ 유동성 공급)
  - 현 Fed 정책기조는 선제적 위험관리를 염두. 2020년 경기/시장 완충기제이자 달러 유동성 공급원으로서 연준을 주시

연준 대차대조표(2019년 10/10일 현재)

| Current (October 10, 2019) |      |                    |      |
|----------------------------|------|--------------------|------|
| Assets (\$Bn)              |      | Liabilities (\$Bn) |      |
| Securities                 | 3591 | Reserves           | 1528 |
| Treasury                   |      |                    |      |
| Notes & Bonds              | 2121 | Currency In        |      |
| T-Bills                    | 0    | Circulation        | 1769 |
| MBS                        | 1467 | Reverse Repos      | 291  |
| Repos                      | 179  | U.S. Treasury      |      |
|                            |      | General Account    | 297  |
| Other                      |      | Capital & Other    |      |
| Assets                     | 228  | Liabilities        | 112  |
|                            | 3998 |                    | 3998 |

자료: BCA

연준 대차대조표 확장(2020년 2분기말 추정치)

| End Of Second Quarter 2020 |      |                    |      |
|----------------------------|------|--------------------|------|
| Assets (\$Bn)              |      | Liabilities (\$Bn) |      |
| Securities                 | 4045 | Reserves           | 1632 |
| Treasury                   |      |                    |      |
| Notes & Bonds              | 2230 | Currency In        |      |
| T-Bills                    | 480  | Circulation        | 1828 |
| MBS                        | 1335 | Reverse Repos      | 291  |
| Repos                      | 0    | U.S. Treasury      |      |
|                            |      | General Account    | 410  |
| Other                      |      | Capital & Other    |      |
| Assets                     | 228  | Liabilities        | 112  |
|                            | 4273 |                    | 4273 |

자료: BCA

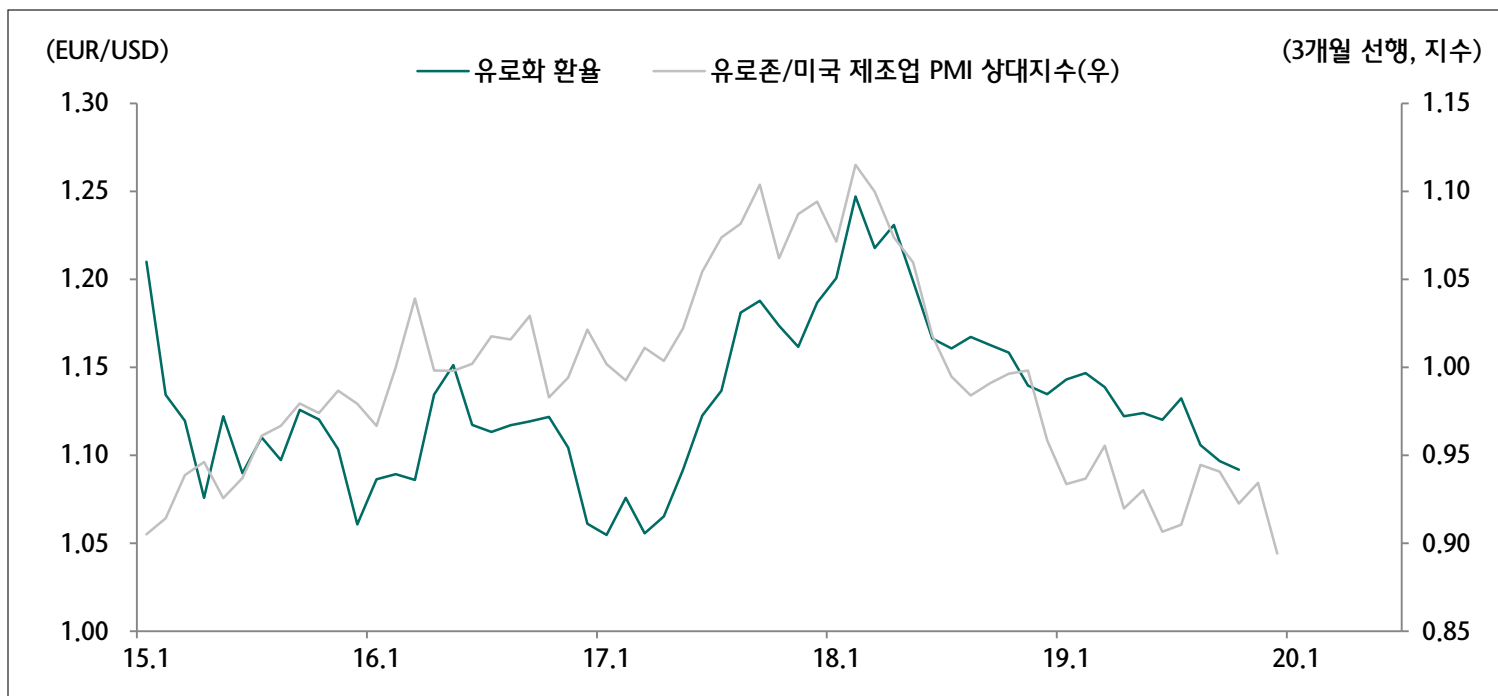
## 천덕꾸러기 유로존의 반격

- 결자해지 측면에선 글로벌 No. 2 기축통화인 유로화 저점반등 여부가 중요

→ 유로존 매크로 절대열위가 유로화 약세의 본질적 이유(유로존/미국 상대 PMI는 유로화 환율(EUR/USD) 변화에 3개월 가량 선행)

→ 2020년 유로존 실물/제조업 경기 개선이 유로화 가치회복을 경유해 강달러 압력 피크아웃 시도로 구체화될 전망

유로/달러 환율과 유로존/미국 상대 제조업 PMI

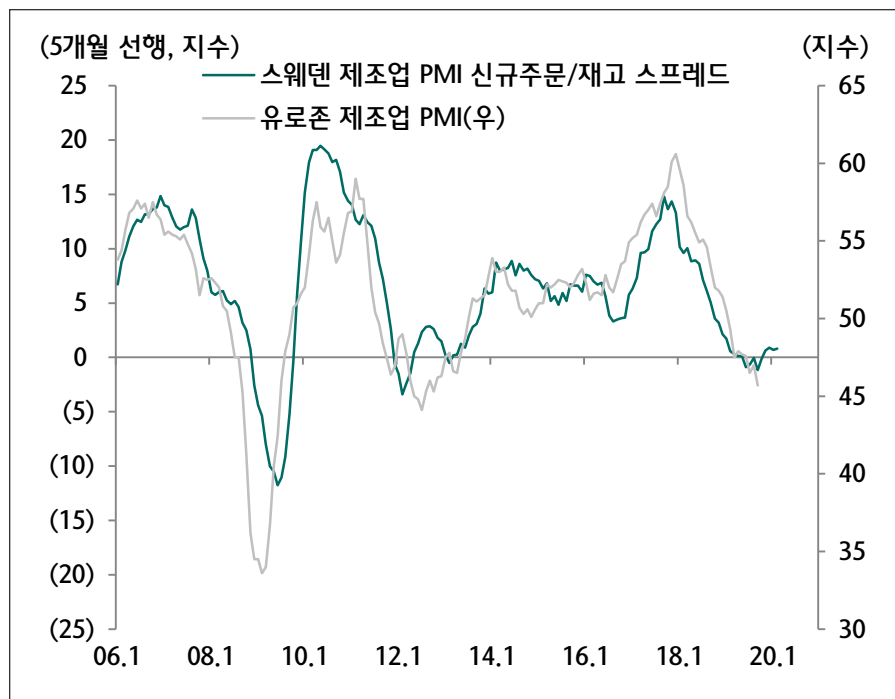


자료: REFINITIV, 하나금융투자

## 스웨덴과 독일이 암시하는 유로존의 부활

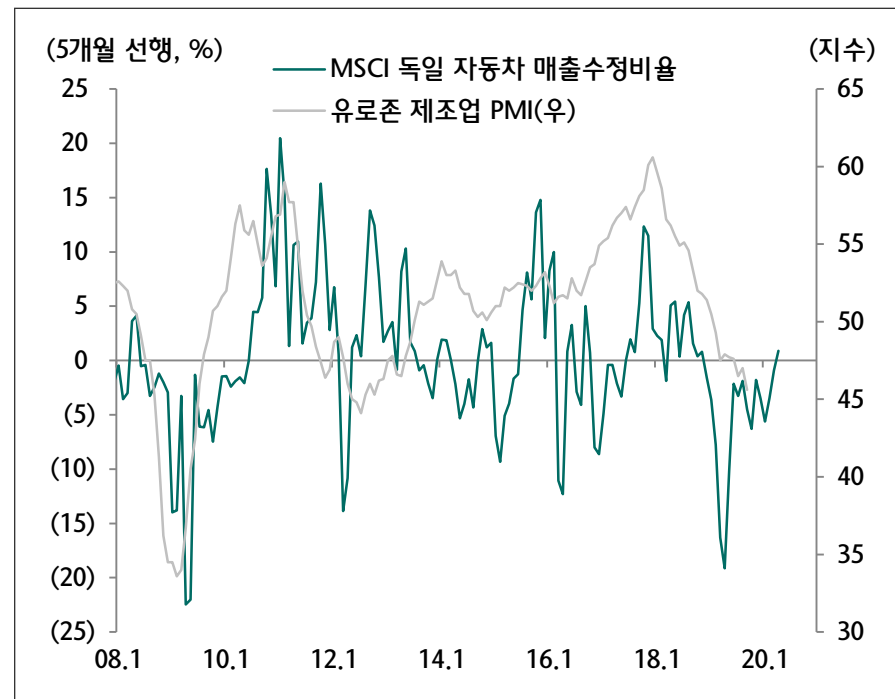
- 스웨덴 경기 모멘텀과 유럽 제조업 경기의 중추인 독일 자동차 업황을 통해 유로존 실물경기 바닥통과 가능성을 진단
  - 스웨덴(유로존 역내교역이 실물경제의 근간을 형성) 신규주문/재고 스프레드는 2020년 유로존 매크로 바닥반등 가능성을 예고
  - 배기가스 규제와 중국향 매출부진을 이유로 최악의 실적부진에 허덕이던 독일 자동차 업종 역시 바닥권 방향선회 기류가 확연

### 스웨덴은 유로존 실물경기 환경 바닥통과 가능성을 예고



자료: REFINITIV, 하나금융투자

### 매출절벽에 봉착했던 독일 자동차도 바닥탈출 시도가 본격화



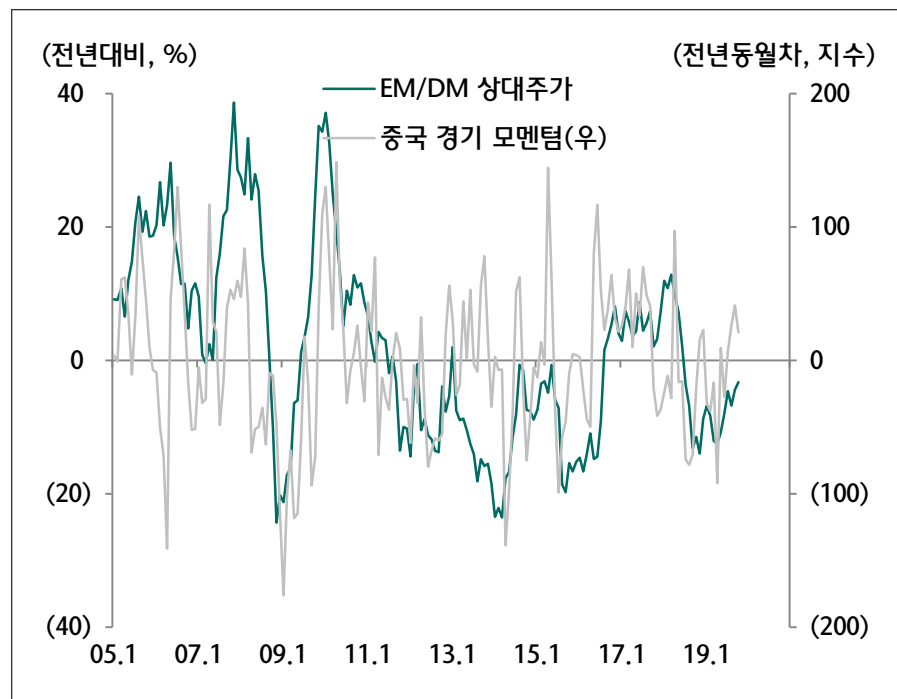
자료: REFINITIV, 하나금융투자



## ② 중국 매크로 바닥통과

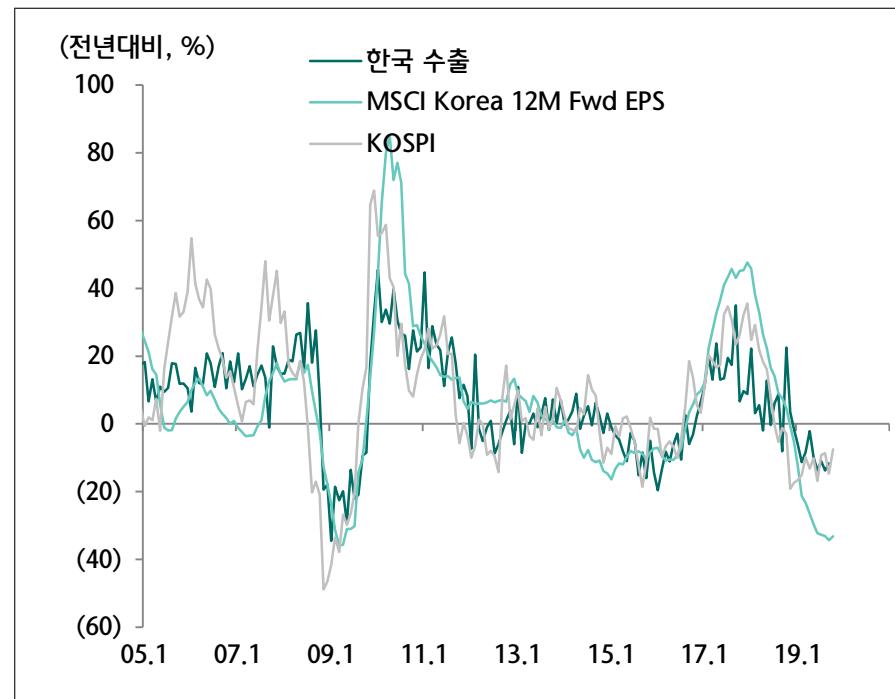
- 2020년 글로벌 매크로 방향선회와 리플레이션 트레이딩 기류 부활을 담보할 정족매로서 중국 실물경기 및 정책환경을 주목
  - 2020년 EM 및 한국증시는 중국 매크로 바닥통과와 함께 재도약의 전기를 마련할 것으로 판단
- 내외환격 중국 매크로 리스크는 2019년 적극적 통화완화, 선택적 소비부양, 확장적 재정투자의 Policy-mix 전면화로 파급
- 세가지 선행변수와 시차상관성을 따를 경우, 중국 실물경기 환경은 2020년 1분기에 바닥탈출 시도가 구체화될 전망

EM/DM 상대주가와 중국 Citi 경제 서프라이즈 지수



자료: REFINITIV, 하나금융투자

한국 수출/실적/증시 회복의 마중물은 중국 매크로 바닥통과

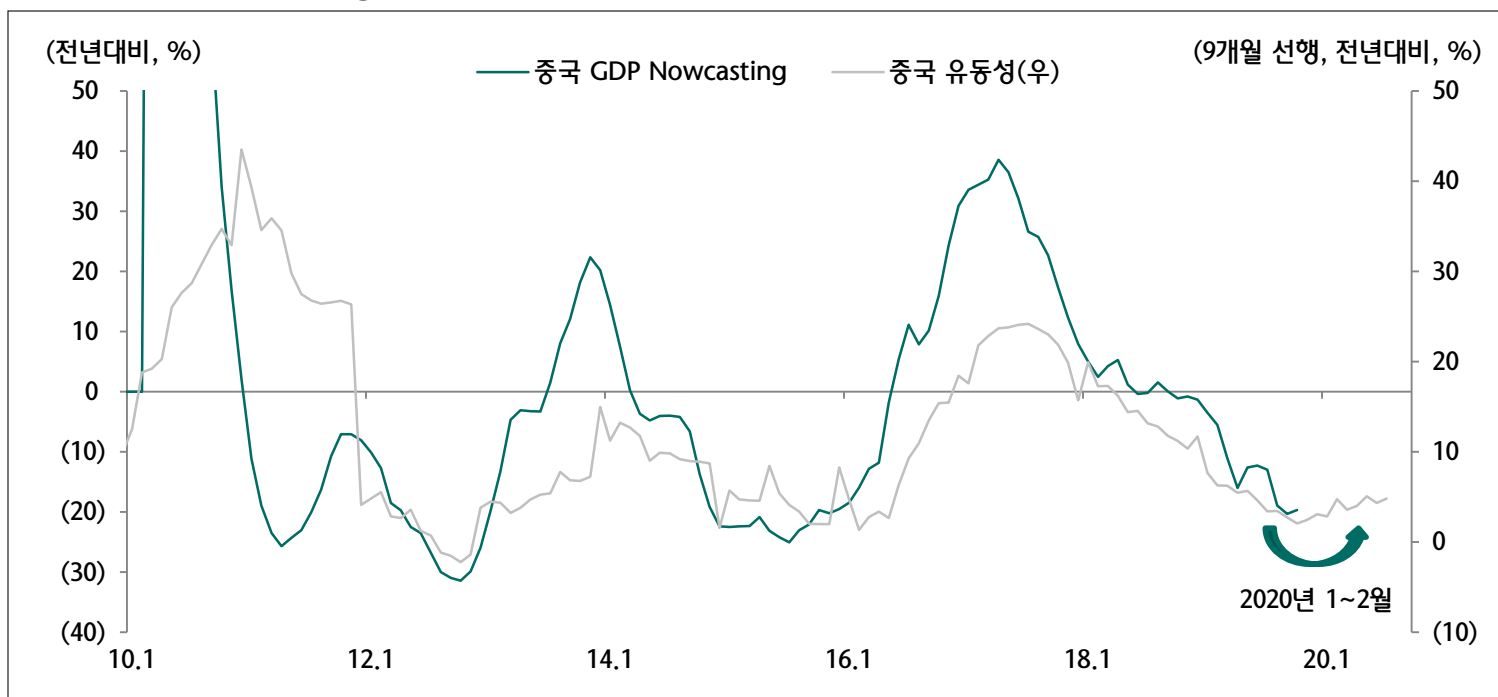


자료: REFINITIV, 하나금융투자

## 유동성이 견인하는 실물경기 바닥통과

- 중국 실물경기 환경은 그간의 공세적 통화완화 효과를 반영하여 2020년 1~2월께 바닥반등에 나설 전망
  - 중국 시중 유동성(M1과 가계 및 비금융 기업측 요구불 예금의 합산)은 실물경기(Bloomberg GDP Nowcasting)에 9개월여 선행
  - 2019년 이래로의 적극적 유동성 주입 작업은 2020년 전체 실물경기의 순환적 회복을 이끄는 핵심 견인차로 기능할 것

중국 GDP Nowcasting(경제성장을 월간 실황예보지수)과 유동성



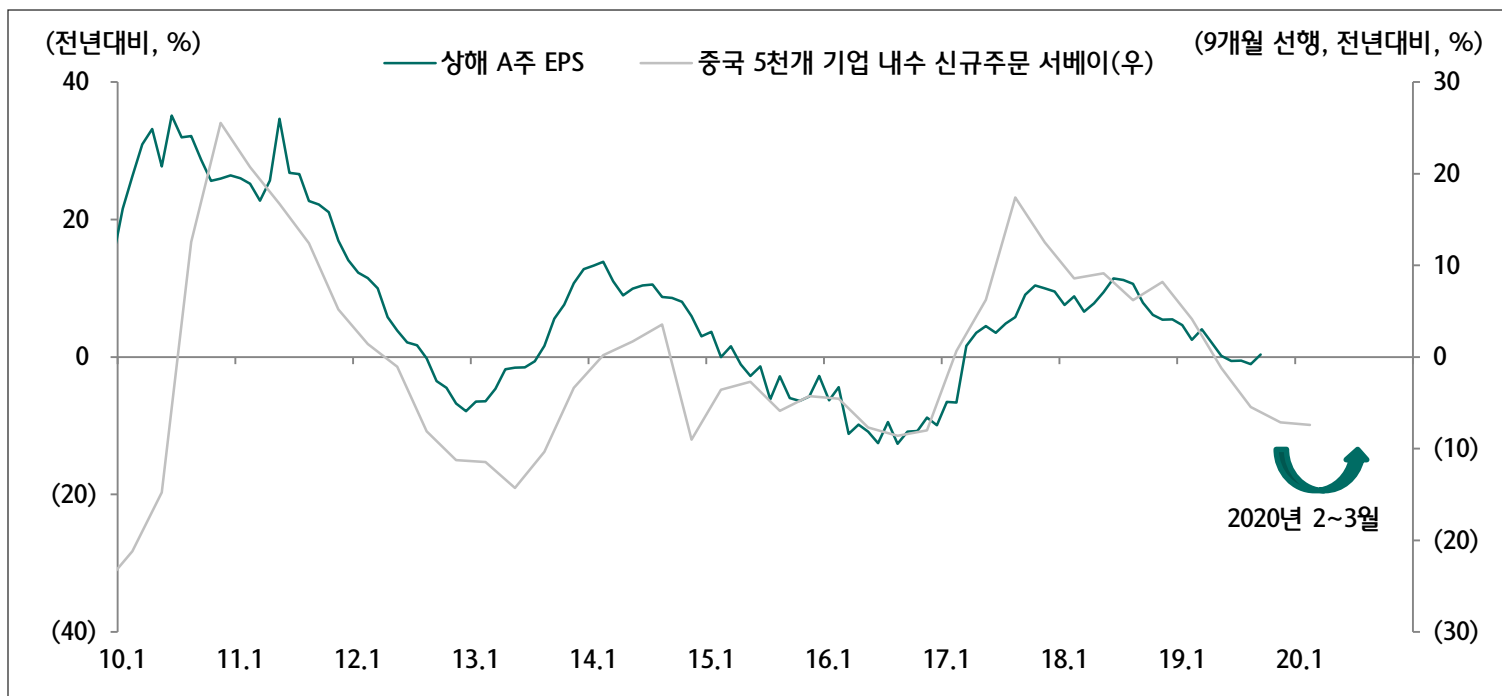
주: 중국 유동성은 M1과 가계 및 비금융 기업의 요구불 예금을 합산

자료: REFINITIV, 하나금융투자

## 중국증시 실적 부진도 끝이 보인다

- 2020년 2~3월 중 중국증시(상해 A주 시장) 실적 모멘텀 바닥통과 가능성에 무게
  - 인민은행 집계 중국 5천개 기업 대상 내수관련 신규주문 분기 서베이는 중국 A주 12M 선행 EPS 성장률 추이에 3분기 가량 선행
  - 중국 실적 펀더멘탈 환경은 그간의 시차상관성을 따를 경우 2020년 1분기께 Rock-bottom 통과가 가능할 전망

중국증시(상해 A주) 실적변수와 인민은행 주요 기업 대상 내수 신규주문 서베이

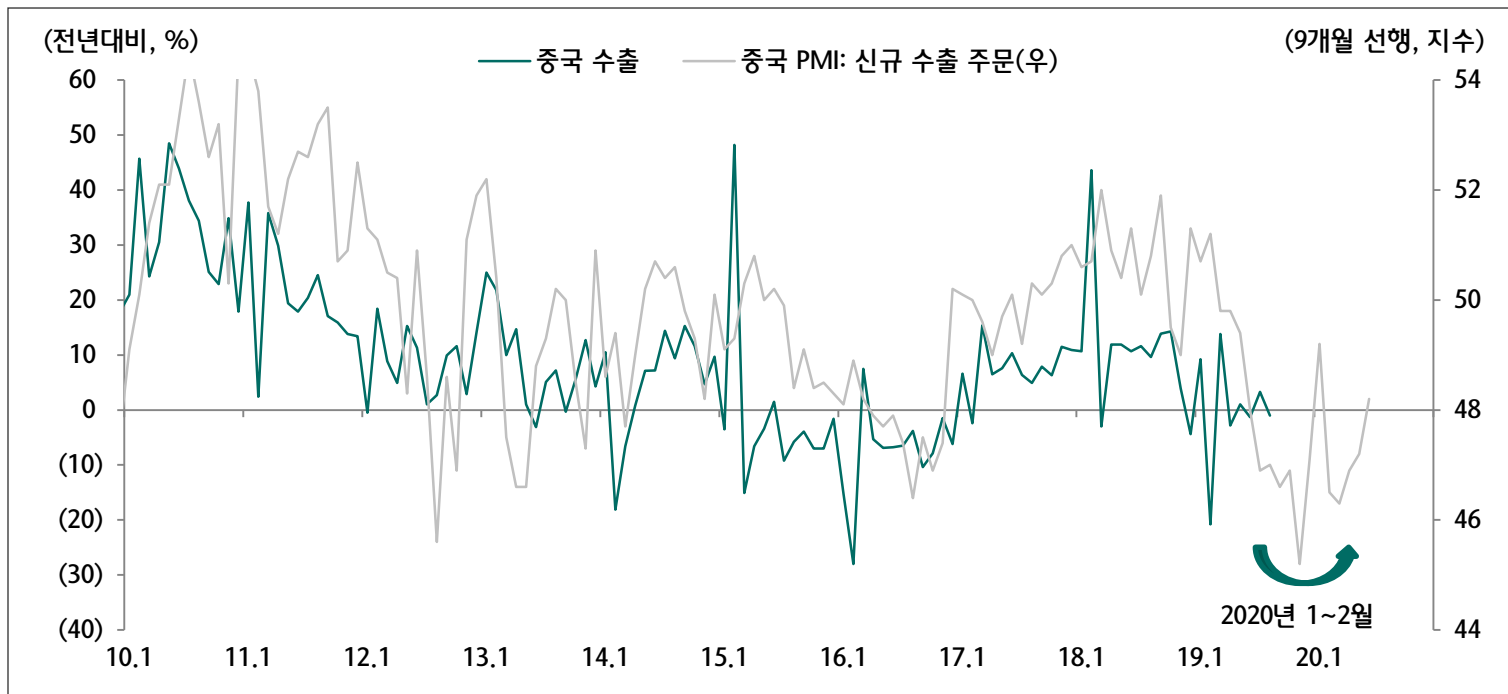


자료: REFINITIV, 하나금융투자

## 수출경기 저점반등도 임박

- 2018년 이후 침체일로를 내달렸던 중국 수출경기도 2020년 1~2월께 바닥확인이 가능할 것으로 판단
  - 국가통계국(NBS) 제조업 PMI 신규 수출주문 지수는 내년 1분기 중 중국/한국 수출경기 방향선회 가능성을 역설
  - 2019년 5월 미국측 대규모 관세부과 파장 우회를 위한 4월 밀어내기식 수출증가분을 차치해도 순환적 회복 여지는 분명
  - 10월 워싱턴 미중 무역협상간 스몰딜 합의와 2020년 휴전 가능성 등은 최악의 수출경기 회복에 일조할 전망

### 중국 수출과 중국 PMI 신규 수출주문 지수

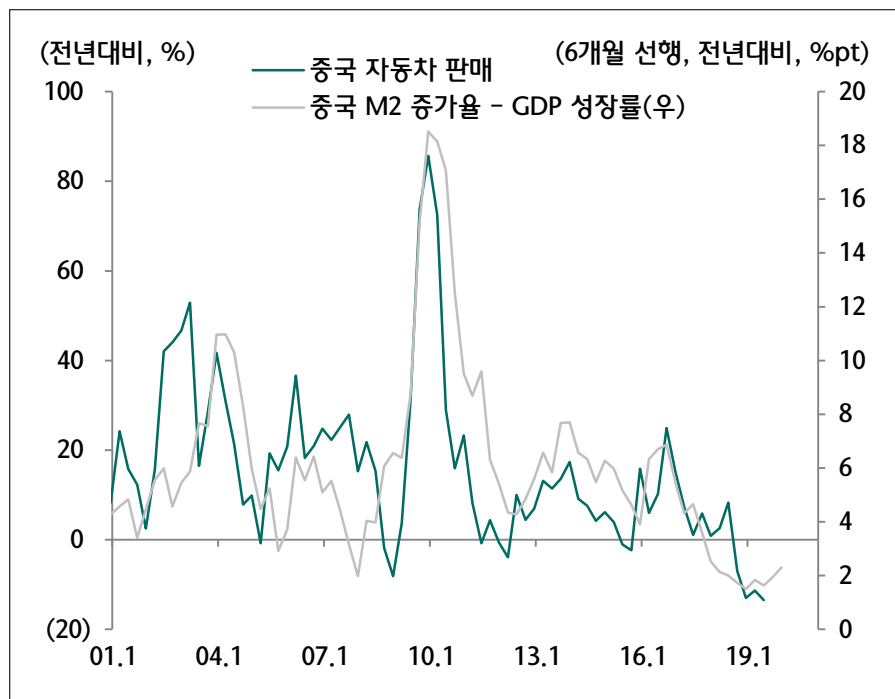


자료: REFINITIV, 하나금융투자

## Beijing Put이 완충하는 2020년 글로벌 매크로 환경

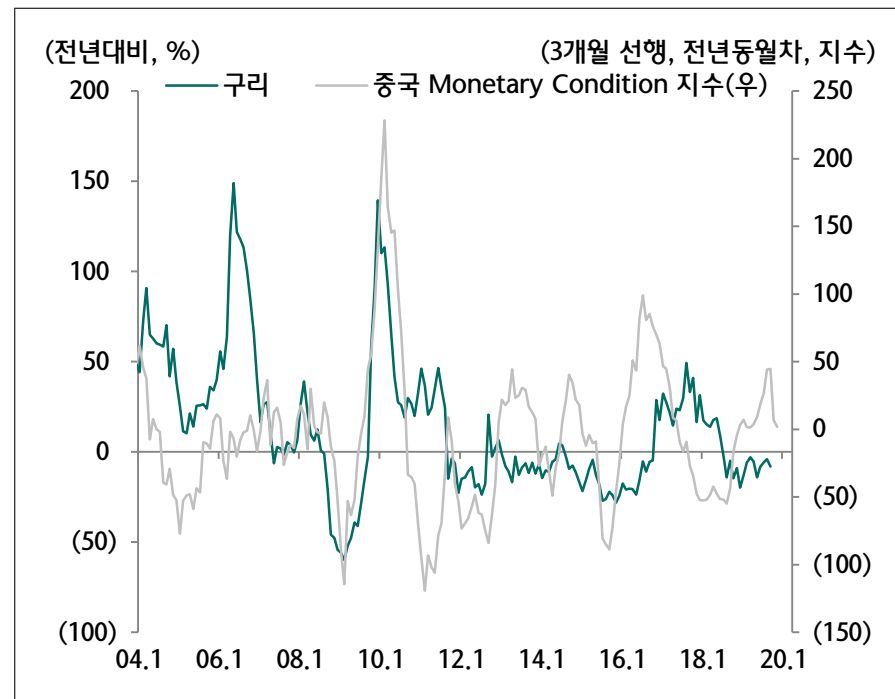
- 2020년 글로벌 매크로 방향선회와 리플레이션 트레이딩 기류 부활을 담보할 정족매로서 중국 실물경기 및 정책환경을 주목
  - 내수경기 진작과 대외 정치/정책 불확실성 대응을 위해선 경기부양 총력전(Beijing Put)이 불가피
  - 중국 유동성 Boosting은 글로벌 리플레이션 트레이딩 환경(Proxy 구리)에 3개월여 선행
  - 중국 매크로 바닥통과는 EM 전염 리스크 차단 및 글로벌 투자가 EM 시각선회의 직간접적 트리거로 기능할 전망

### 중국 자동차 판매와 중국 M2 증가율과 GDP 성장률간 차분



자료: REFINITIV, 하나금융투자

### 중국 유동성 환경과 구리 가격

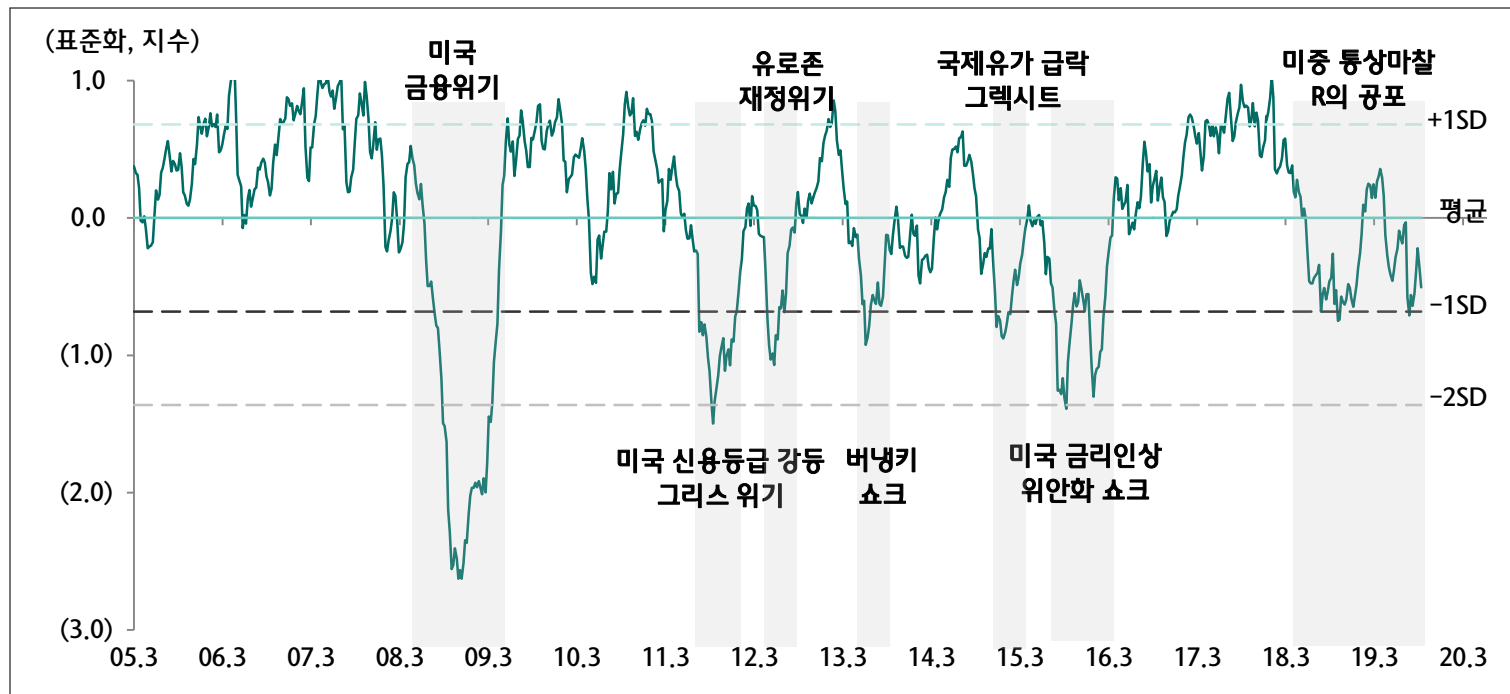


자료: REFINITIV, 하나금융투자

### ③ EM Carry-trade 환경의 부활

- 글로벌 매크로 부침과 미중 통상마찰 리스크 격화는 거시건전성 취약지대 EM의 경험적 회의를 자극  
→ 글로벌 경기/정치/정책 불확실성은 달러 유동성 미국 환류와 EM Carry-trade 급랭의 직간접적 빌미로 작용
- 2020년 국내증시는 EM Carry-trade 환경 부활과 외국인 러브콜 재개를 통해 재도약의 전기를 마련할 전망

하나 EM Sentiment Index

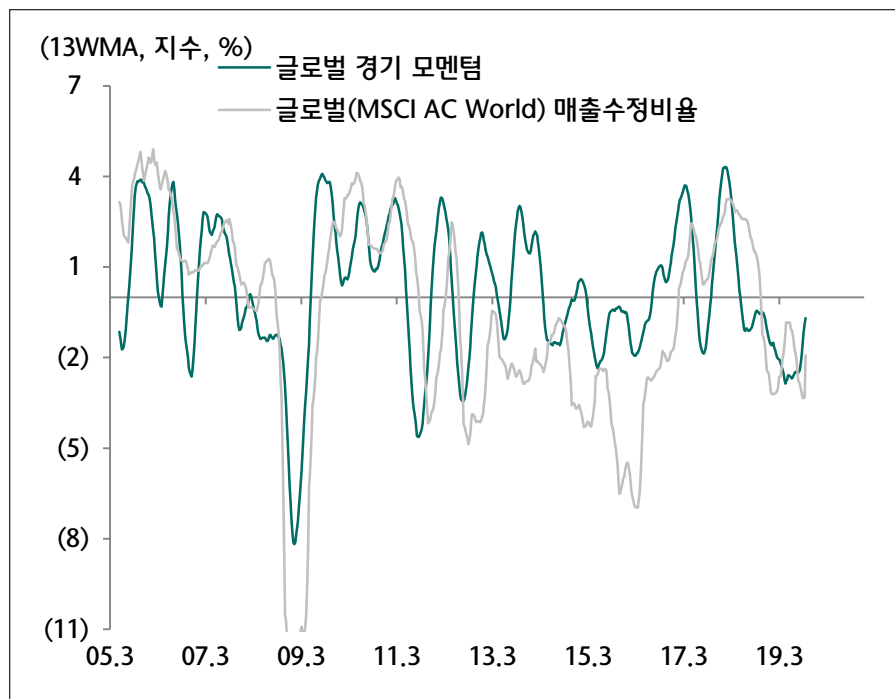


주: EM Sentiment Index는 EM fund flow, Currency, 증시 변동성 및 밸류에이션, EMBI+ Spread, VIX, CRB, CESI 등을 표준화 산출  
자료: REFINITIV, Bloomberg, EPFR, 하나금융투자

## 경기/매출/이익 회복의 선순환 사이클 재개

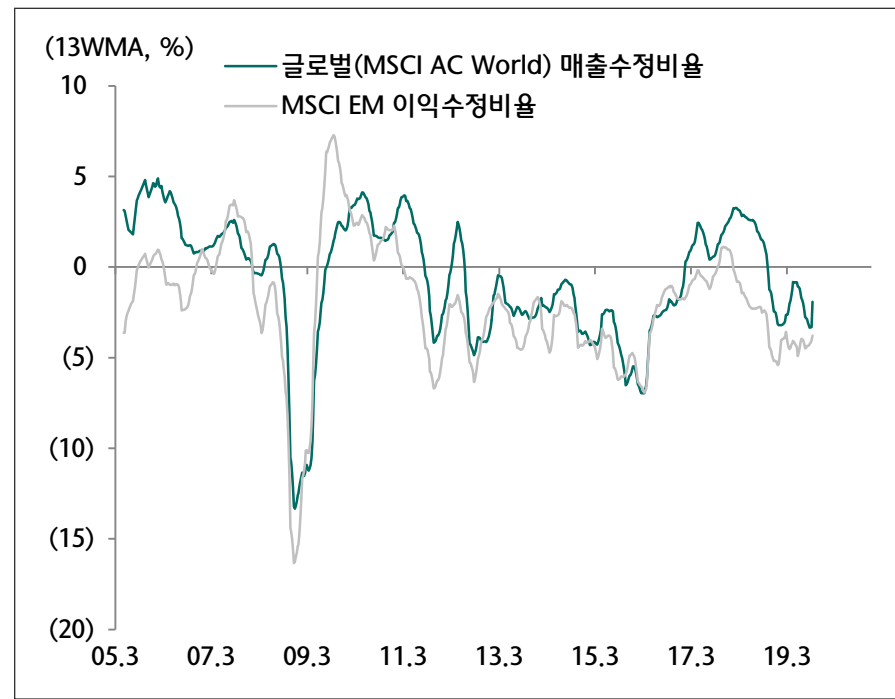
- 침체일로를 내달리던 글로벌 경기환경은 2019년 하반기를 기점으로 바닥탈출 시도가 본격화(Macro Surprise 우세 구간으로 진입)  
→ 글로벌 경기 모멘텀 바닥통과(2019년 7월) 3~4개월 이후 MSCI AC World 지수 매출 컨센서스 상향조정(2019년 10월)이 구체화  
→ 통상 글로벌 매출수정비율 바닥통과 2~3개월 이후 EM/한국 이익수정비율 바닥통과(2019년 12월 예상) 시도가 전개

글로벌 경기 모멘텀과 MSCI AC World 매출수정비율



자료: REFINITIV, 하나금융투자

MSCI AC World 매출수정비율과 EM 이익수정비율

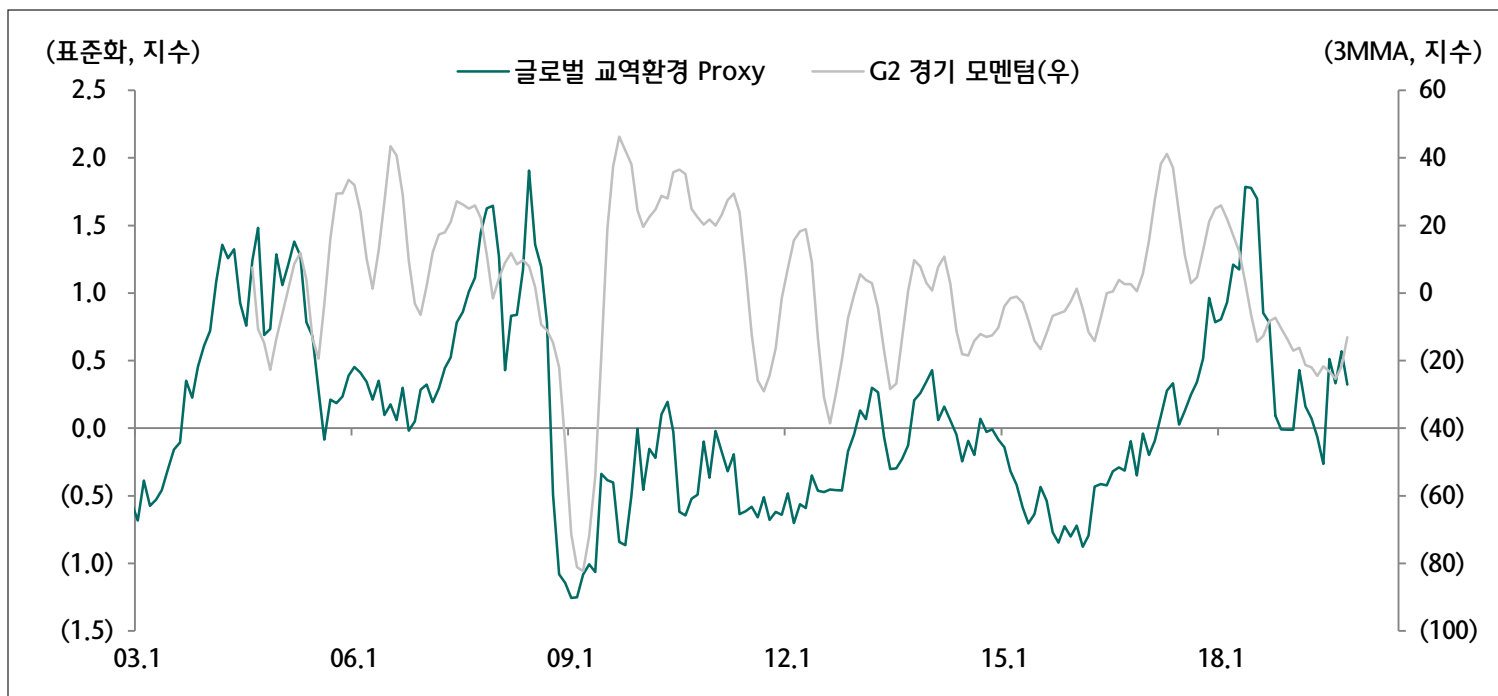


자료: REFINITIV, 하나금융투자

## 글로벌 수요/교역 부침도 이제 8부 능선을 통과

- 매크로 부침과 미중 통상마찰 리스크에 맥없이 휘둘리던 글로벌 교역환경 역시 2020년을 기점으로 바닥탈출 시도가 구체화될 전망
  - 미국은 현 소비/투자/고용 호조에 달려화 피크아웃에 연유한 순수출 개선과 Capex/인프라 확충을 위한 재정투자가 가세
  - 중국은 적극적 통화완화, 선택적 소비부양, 확장적 재정투자의 Policy-mix가 경기 모멘텀 회복의 정족수로 작용
  - 극한대립 양상으로 흐르던 미중 무역협상 변수 역시 2019년 10월 워싱턴 무역협상간 스몰딜 합의와 함께 해빙전환을 모색

### 글로벌 교역환경 Proxy와 미중 경기 모멘텀



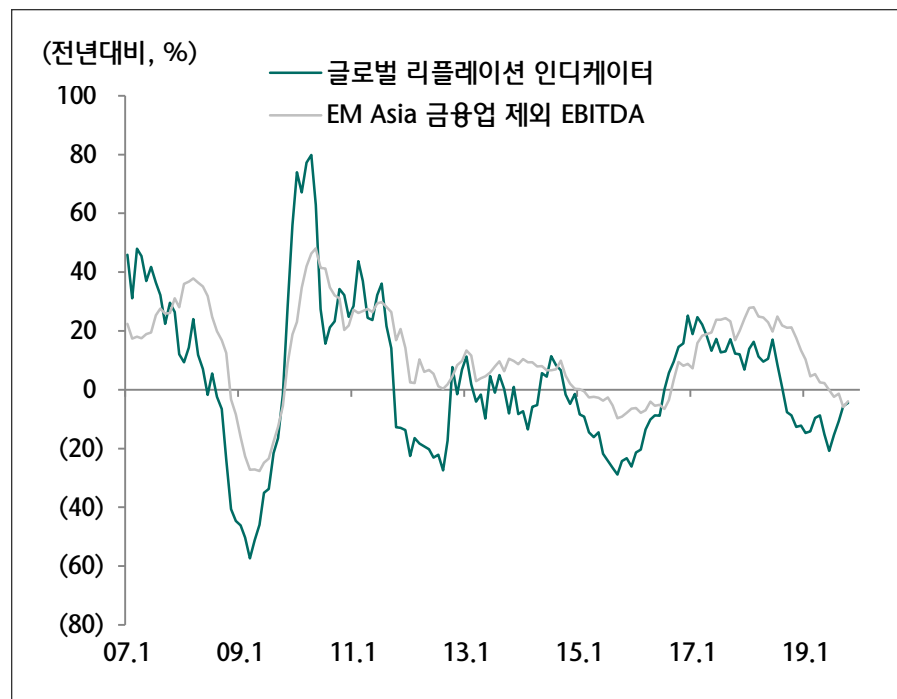
주: 글로벌 교역환경 Proxy는 BDI, 목재가, 무역가중 달러화 등을 표준화해 산출. G2 경기 모멘텀은 미중 Citi 경제 서프라이즈 지수의 평균  
 자료: REFINITIV, 하나금융투자



## 리플레이션 트레이딩 환경 역시 부활을 대비

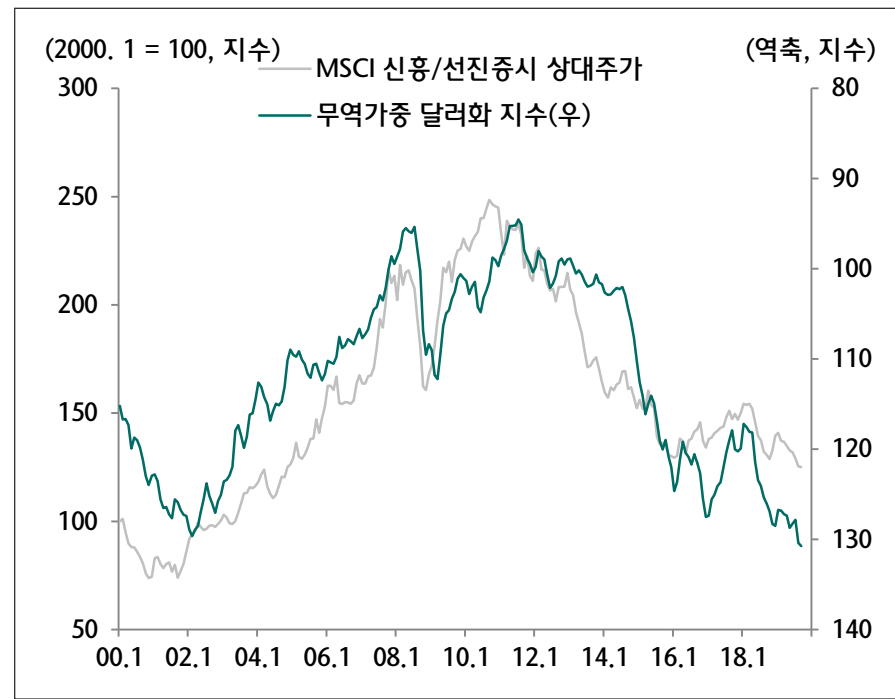
- EM Carry-trade 전면화와 국내증시 외국인 러브콜의 추세를 위해선 글로벌 리플레이션 트레이딩 환경 복원 여부가 관건  
→ 2020년 글로벌 매크로의 순환적 회복과 정축매각 주요국 정책부양 시도는 리플레이션 트레이딩 기류 부활을 견인
- 하나 글로벌 리플레이션 인디케이터(주요 산업용 금속가격을 표준화해 산출)는 '19년 8월을 기점으로 역사적 바닥부근에서 반등전환  
→ 2020년 EM 경착륙 리스크 완화와 증시 실적 펀더멘탈 회복 가능성을 암시하는 명징한 긍정요인

### 리플레이션 기류 변화는 EM 펀더멘탈 회복의 긍정론을 환기



주: 글로벌 리플레이션 인디케이터는 주요 산업용 금속가격을 표준화 산출  
자료: REFINITIV, 하나금융투자

### 무역가중 달러화와 MSCI EM/DM 상대주가



자료: REFINITIV, 하나금융투자

## 과매도 EM 팔목상대에 초점

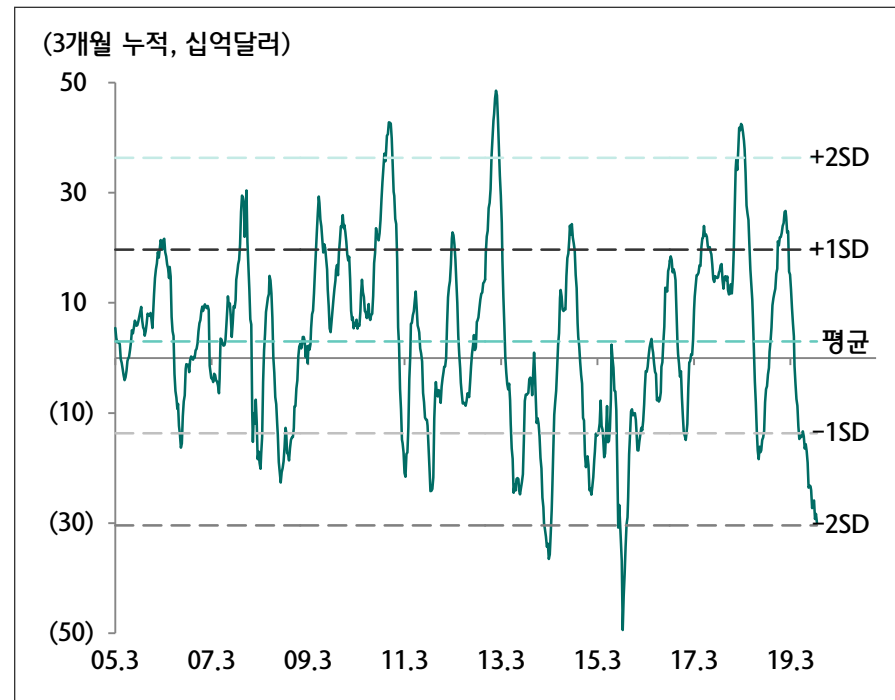
- 2018년 하반기 이래로 본격화됐던 글로벌 투자가 EM Sell-off(Exodus) 행렬은 2020년을 기점으로 방향선회에 나설 전망
- 현 단계에서 DM Long & EM Short 전략의 전술적 실익은 전무
  - DM 대비 EM 상대밸류(12M Fwd P/B)는 최근 역사적 Rock-bottom 부근인 -1SD 레벨까지 추락
  - EM 주식형 펀드 플로우는 통계적 하방 임계구간인 -2SD 레벨에 접근

EM/DM 상대 P/B: EM Rock-bottom 밸류 메리트 부각



자료: REFINITIV, 하나금융투자

EM 주식형 Fund-flow: 과매도 EM Bottom-fishing 기회

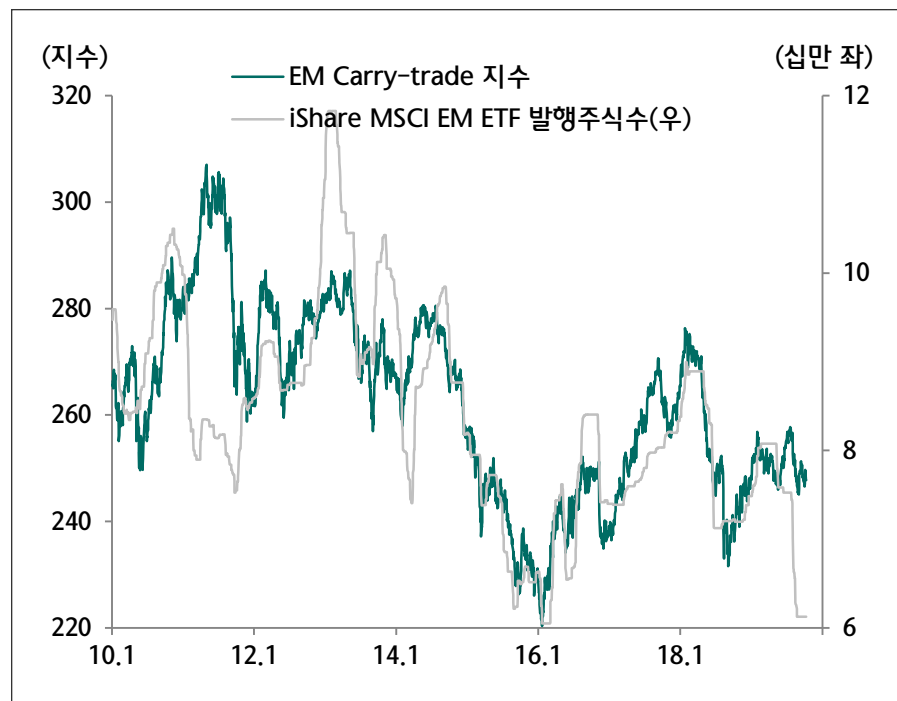


자료: EPFR, 하나금융투자

## 2020년 국내증시 매수우위의 외국인 현선물 수급환경을 기대

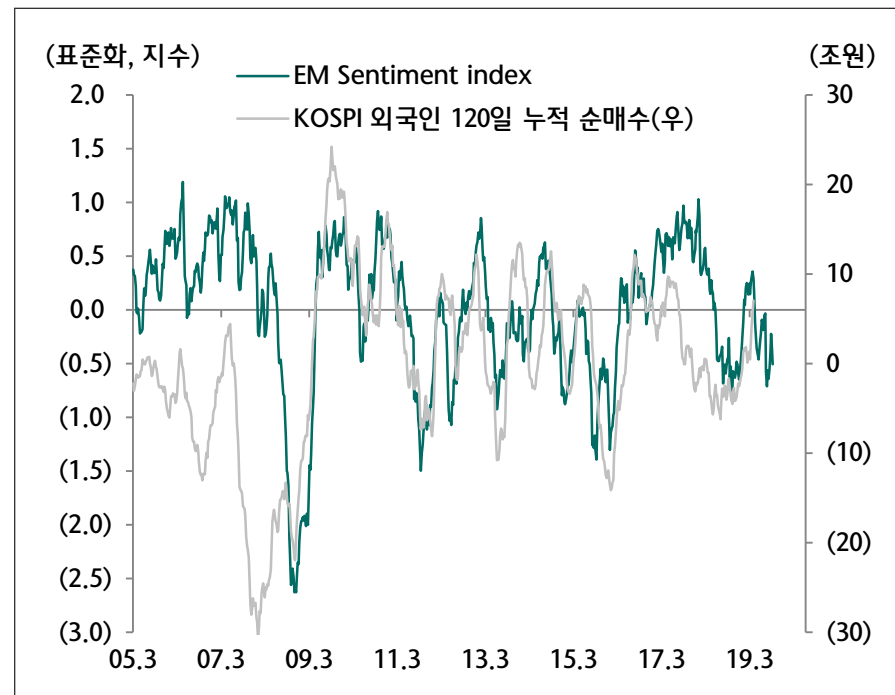
- EM Bottom-fishing을 통한 수익률 제고가 2020년 글로벌 투자가의 핵심 알파 원천으로 자리매김할 전망
  - 1) 글로벌 매크로의 순환적 회복, 2) 주요국 총력부양, 3) 강달러 피크아웃 등은 EM/한국증시 팔목상대 필요성을 역설
  - 2020년 핵심 Theme으로서 Overshooting 안전자산과 Undershooting 위험자산의 제자리 찾기 가능성을 주목하는 이유

### EM 캐리 트레이드 지수와 EM ETF



자료: Bloomberg, 하나금융투자

### 하나 EM Sentiment 지수와 KOSPI 외국인 수급

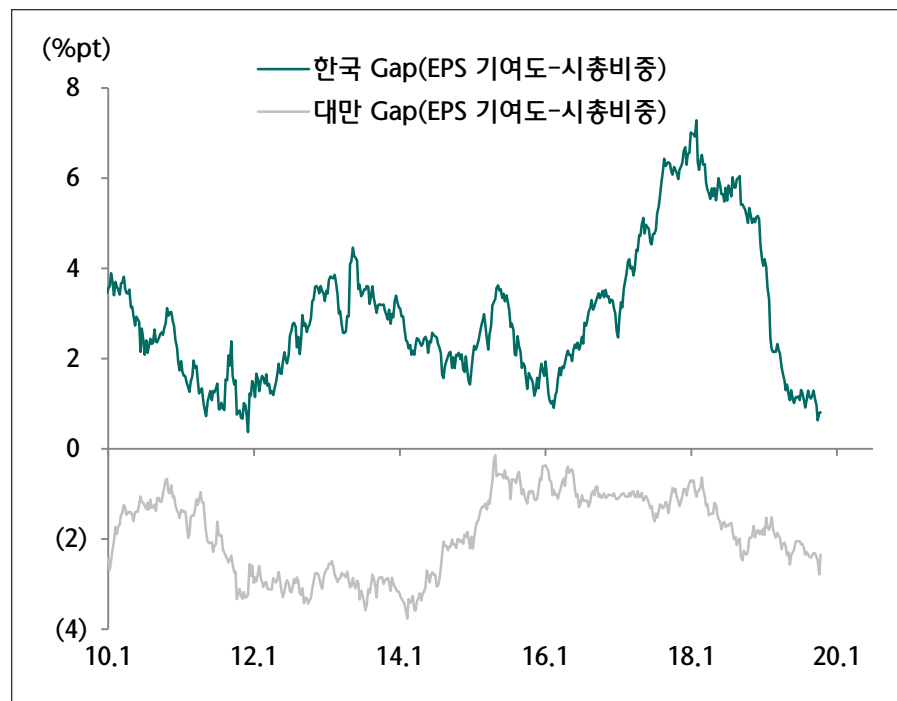


자료: KRX, REFINITIV, 하나금융투자

## EM 내 한국 차별화 가능성 점검: 대만과의 겸상은 타당한가?

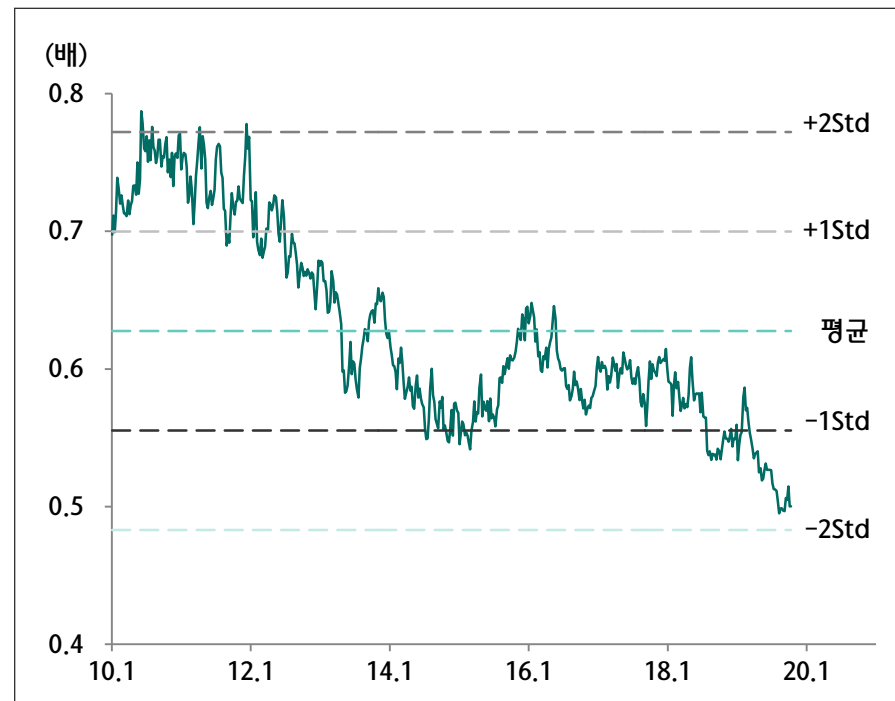
- 2020년 EM 내 한국 차별화 가능성을 주목('19년 10월 현재 MSCI EM 내 중국 비중 33.0%, 한국 12.4%, 대만 11.7%)
  - MSCI Korea의 EM 내 이익 기여도 대비 시가총액 비중간 차분은 +0.9%pt(EPS 기여도 13.3%, 시가총액 비중 12.4%)
  - MSCI Taiwan의 EM 내 이익 기여도 대비 시가총액 비중간 차분은 -2.8%pt(EPS 기여도 9.0%, 시가총액 비중 11.7%)
  - 한국/대만 상대 P/B는 0.5배(한국 0.9배, 대만 1.8배. -2SD 수준), 상대 P/E는 0.7배(한국 11.1배, 대만 15.5배, 역사적 평균 수준)

한국 및 대만의 MSCI EM 내 EPS 기여도와 시총비중간 차분



자료: REFINITIV, 하나금융투자

대만(MSCI Taiwan) 대비 한국(MSCI Korea) 상대 P/B

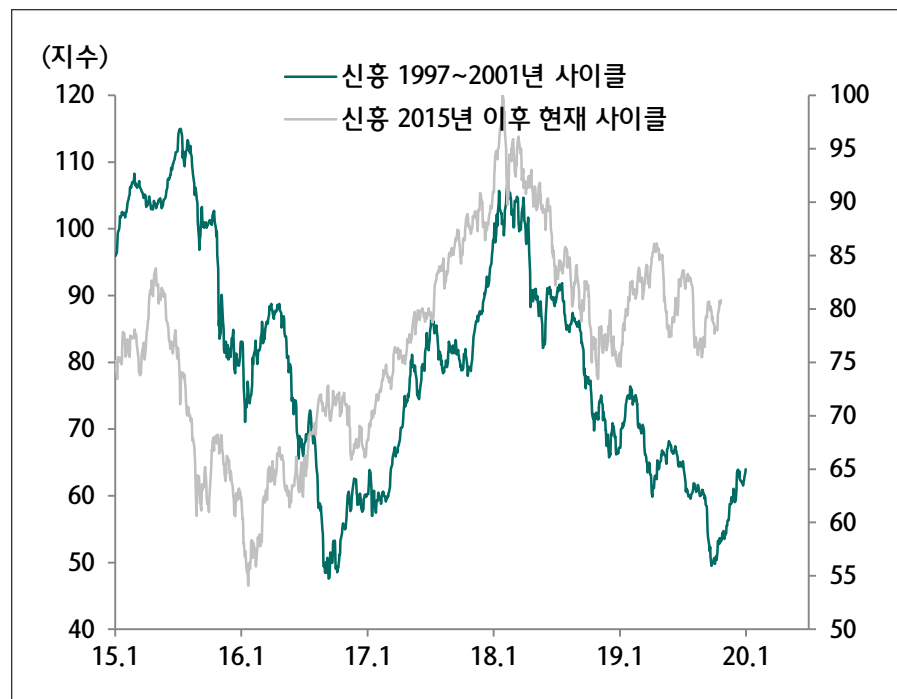


자료: REFINITIV, 하나금융투자

### 3) 포트폴리오 전략: Change makes Chance

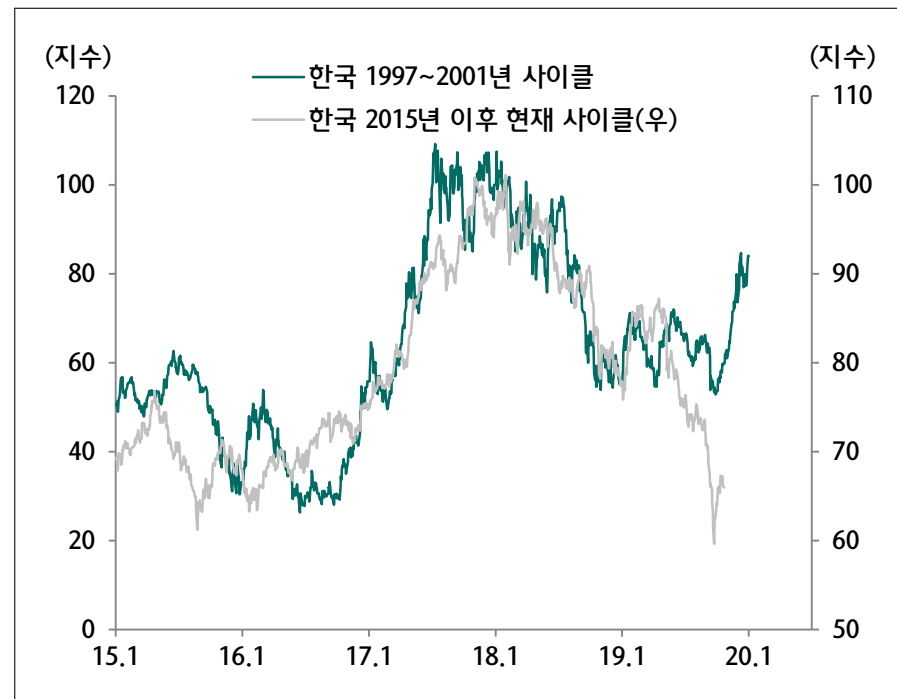
- 1997~2000년 당시 사이클과 2015년 이래로의 현 사이클간 평행이론적 증시 경로의 유사성을 주목
  - 1) 당시 Recession 파장이 한창임에도, 2) 주요국 정책대응, 3) EM 거시건전성 측면 안전지대 가치 부각, 4) 선반영 Rock-bottom 주가/밸류 메리트에 기반한 EM 내 한국증시 차별화 랠리가 전개
  - 2020년 글로벌 매크로 환경 역시 당시 상황과 크게 다르지 않다는 점은 과매도 한국증시의 전술적 유용성을 지지

MSCI EM 지수의 97~01년과 2015년 이후 현 사이클간 비교



주: 97~01년 사이클은 2000.1.3=100, 15년 이후 현 사이클은 2018.1.26=100 지수화  
자료: REFINITIV, 하나금융투자

MSCI Korea 지수의 97~01년과 2015년 이후 현 사이클간 비교

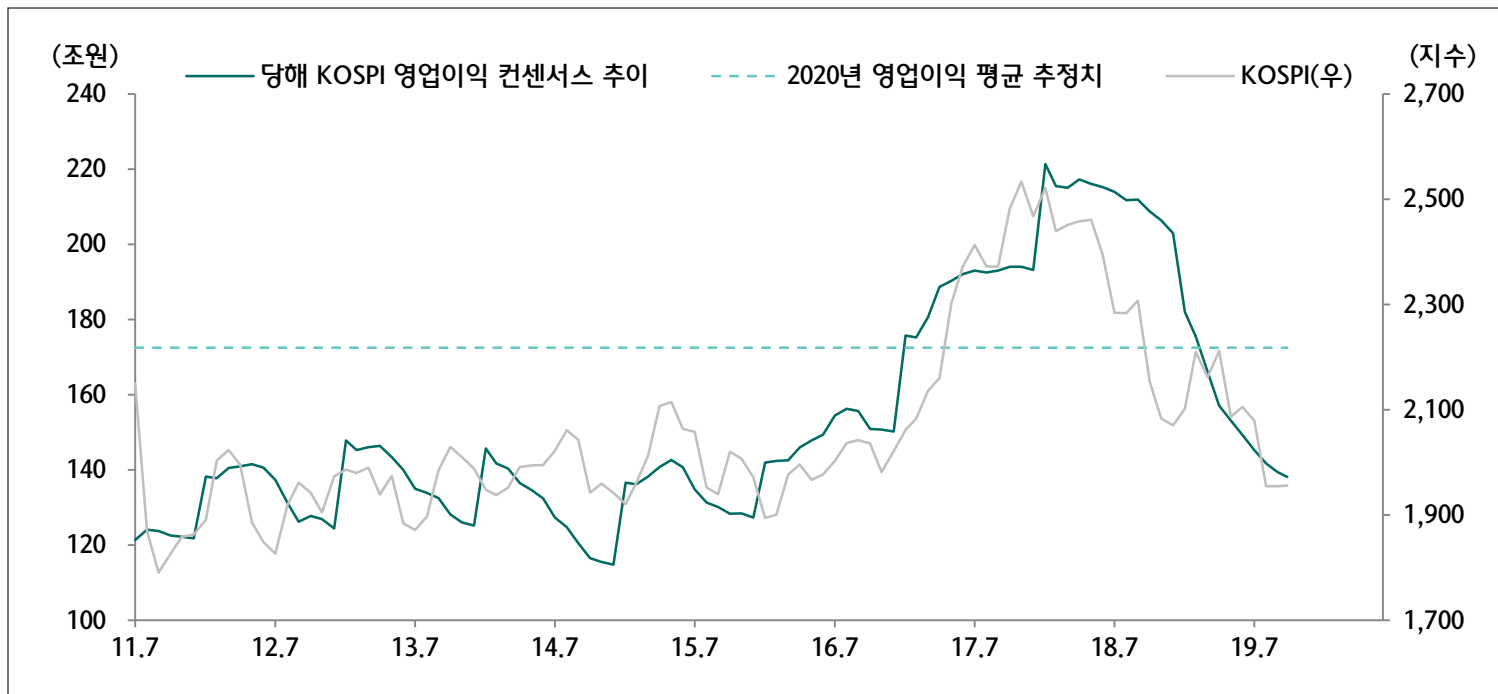


주: 97~01년 사이클은 2000.1.3=100, 15년 이후 현 사이클은 2018.1.26=100 지수화  
자료: REFINITIV, 하나금융투자

## 2020년, 수출/실적 턱 어라운드 의 원년

- 2018년 이래로의 한국 수출/실적 동반부진 환경은 2020년을 기점으로 순환적 회복국면 진입을 모색할 전망  
→ 1) 중국 매크로(수출/내수) 바닥통과, 2) 주요국 정책부양, 3) 글로벌 반도체 업황회복 등이 상기 상황변화를 주도
- 2020년 KOSPI 영업이익 컨센서스는 172.5조원(현 2019년 영업이익 추정치 138.1조원, '19년 10월말 현재)  
→ 비관(OP 최대/최소치간 괴리율 15.7%)으로 점철된 대형/수출주 실적 눈높이를 고려할 경우, 쇼크보단 서프라이즈 가능성이 우세

### 당해 KOSPI 영업이익 컨센서스 변화 추이와 KOSPI

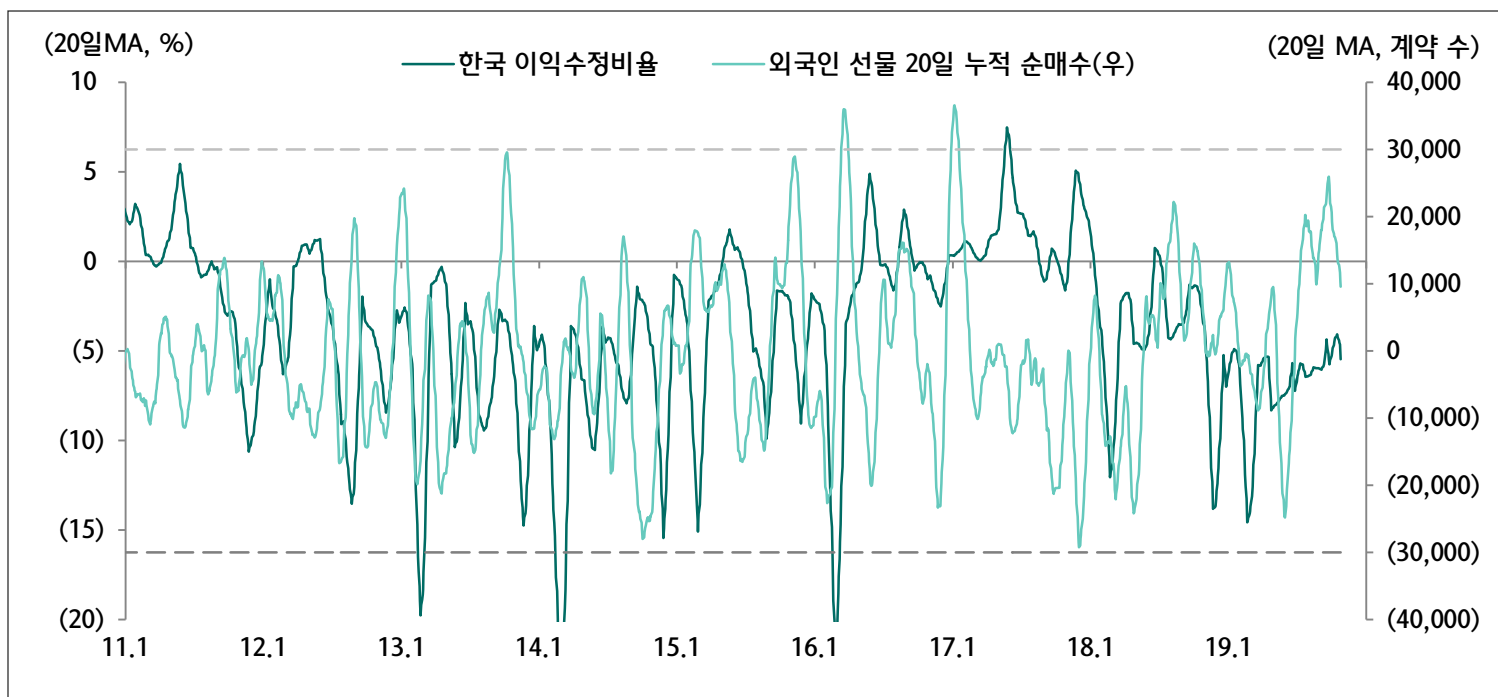


자료: Dataguide, 하나금융투자

## 외국인 러브콜 부활 가능성에 초점

- 글로벌 매크로의 순환적 회복과 한국 실적 펀더멘탈 바닥반등은 외국인 러브콜 부활을 이끄는 마중물로 기능할 전망
  - 통상 +3만 ~ -3만 계약 밴드를 순환하는 외국인 KOSPI200 지수선물 20일 누적 순매수 추이는 중시 실적 모멘텀과 동행
  - 외국인 선물은, 1) 외국인 현물(PR 비차익)엔 선행, 2) 금융투자를 위시한 국내기관 현물 수급엔 동행

한국 이익수정비율과 외국인 KOSPI200 지수선물 20일 누적 순매매 계약수 추이

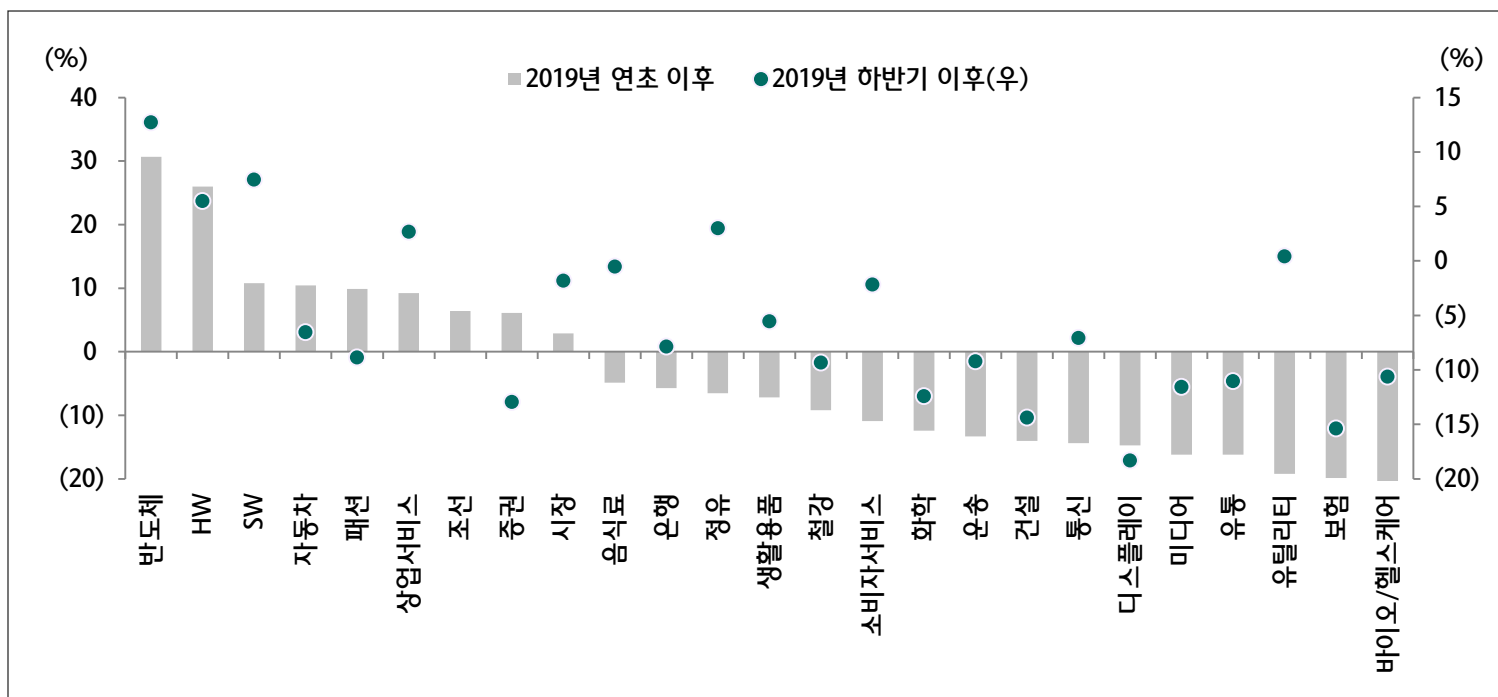


자료: REFINITIV, KRX, 하나금융투자

## 2019년 포트폴리오 전략 복기: 모멘텀 알파/US/반도체

- 2019년 시장은 IT/자동차 수출소비재 강세가 지속되는 가운데, 高모멘텀 알파 플레이와 시장 안전지대 투자대안간 순환매가 교차
  - 경기민감 대형 가치/수출주 주가 및 밸류 환경은 최악의 수출/실적 부진을 반영하며, 低 P/B와 高 P/E간 어색한 동거관계가 형성
  - 高밸류 성장주는 개별 모멘텀 변화에 편승한 단기 순환매 트레이딩 대안으로 전략
  - 뉴스/정책/수급 모멘텀 보유 종목대안 Picking과 귀신 같은 순환매 타이밍 포착 능력에 따라 2019년 전체 포트폴리오 성과가 좌우

2019년 연초 및 하반기 이후 주요 업종별 주가 등락률



주: 시장 및 업종 구분은 MKF500 지수에 의거

자료: Dataguide, 하나금융투자



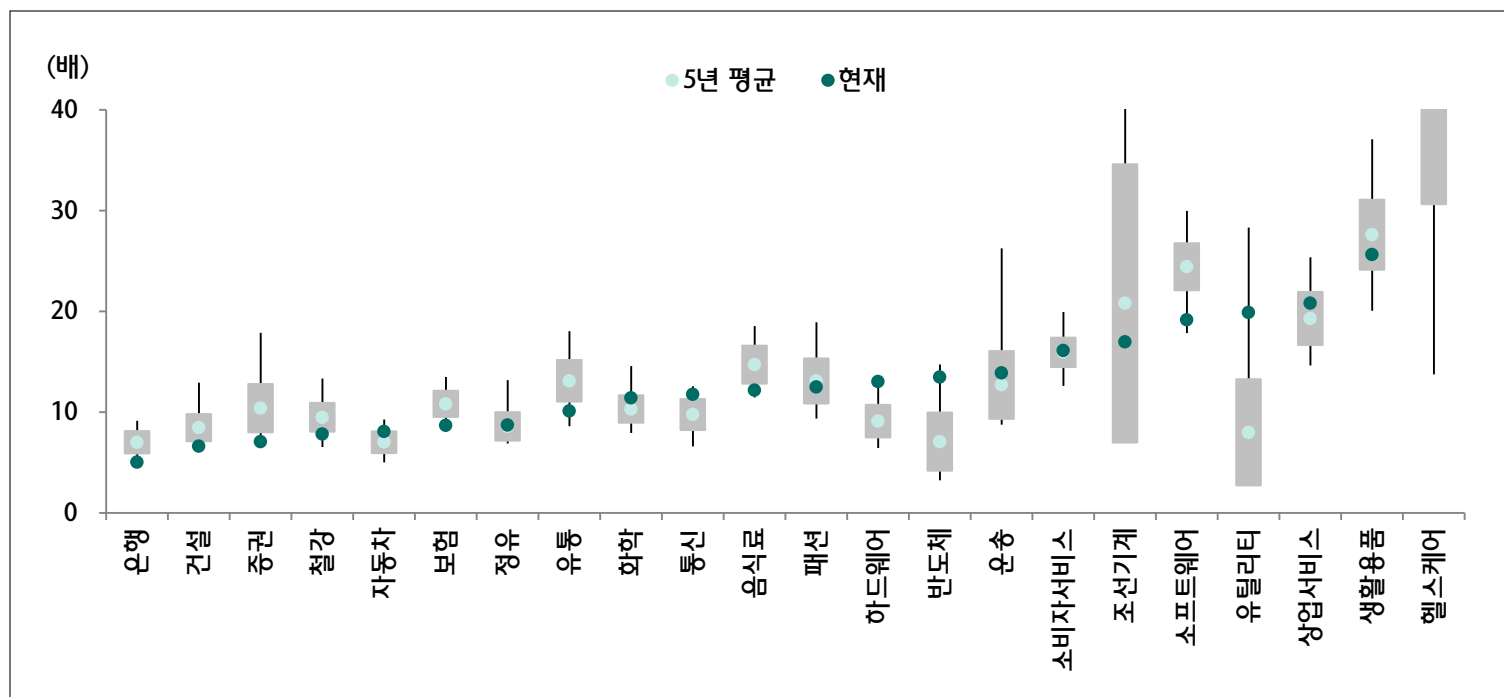
## 2020년 포트폴리오 전략 화두: 대형 가치/China/구리

• 2020년 국내증시 포트폴리오 전략 리더십은,

→ 1) 중소형 성장주(KOSDAQ/알파) 보단 대형 가치주(KOSPI/베타), 2) US Play(IT/SW/바이오) 보단 China Play(수출자본재/중국 소비재), 3) 원유 Play(정유/화학) 보단 구리 Play(산업재/철강)에 집중될 전망

→ 세계경제의 급속한 침체 우려를 선반영했던 대형 수출/가치주 Bottom-fishing 전략이 2020년 포트폴리오의 성패를 좌우할 것

MSCI Korea 주요 업종별 12M Fwd P/E



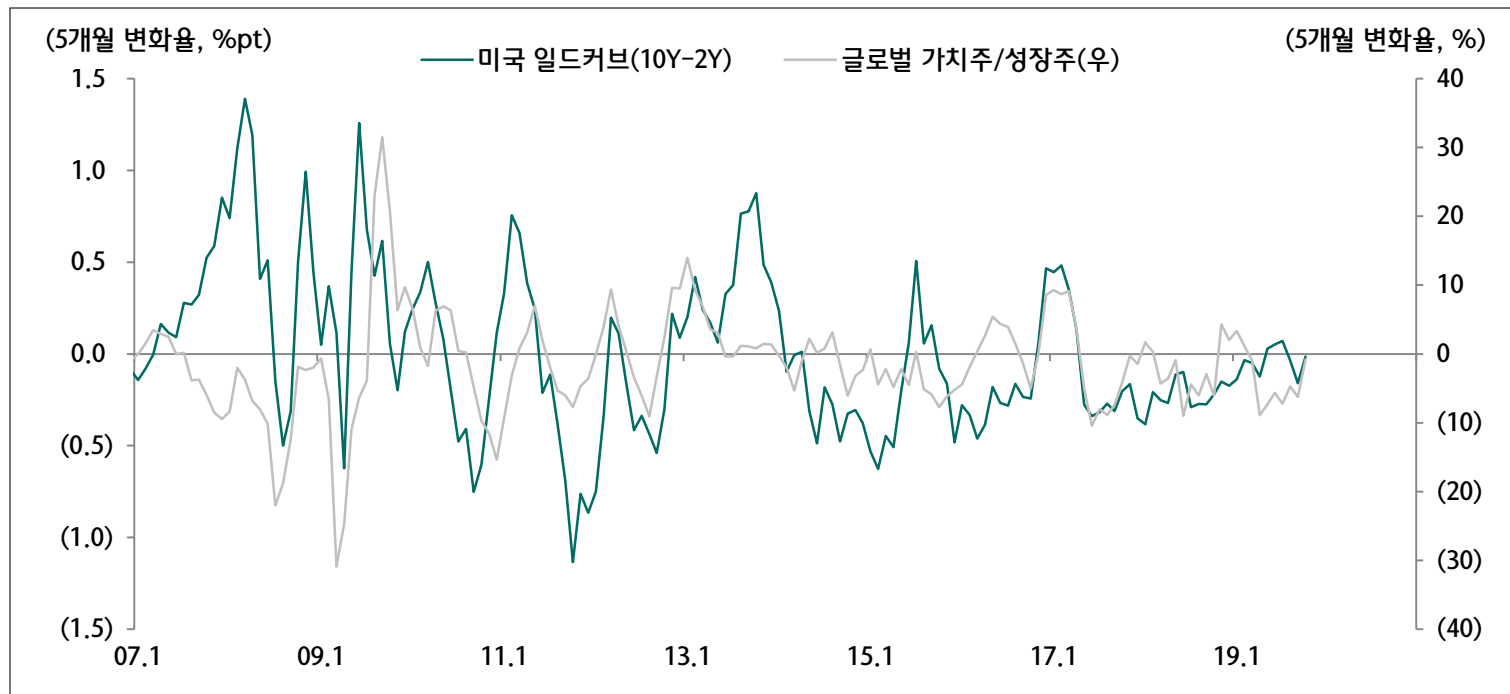
주: 실선은 P/E의 역사적 Max, Min, 음영은 -1SD ~ +1SD 레인지

자료: REFINITIV, 하나금융투자

## Micro Alpha에서 Macro Beta로 스타일 리더십 이동

- Micro Alpha Play에 쓰였던 글로벌 스타일 전략 리더십은 경기 자신감 회복과 함께 Macro Beta Play로 이동할 전망
  - 1) 글로벌 매크로의 순환적 회복, 2) 주요국 총력부양, 3) 강달러 피크아웃 등은 글로벌 기대 인플레이션 회복의 단초를 제공
  - 플레트닝으로 점철됐던 글로벌 일드커브 상승전환 기대는 중소형 성장주 대비 대형 가치주의 상대적 우위로 구체화될 것

### 미국 일드커브와 글로벌 가치주/성장주 상대주가

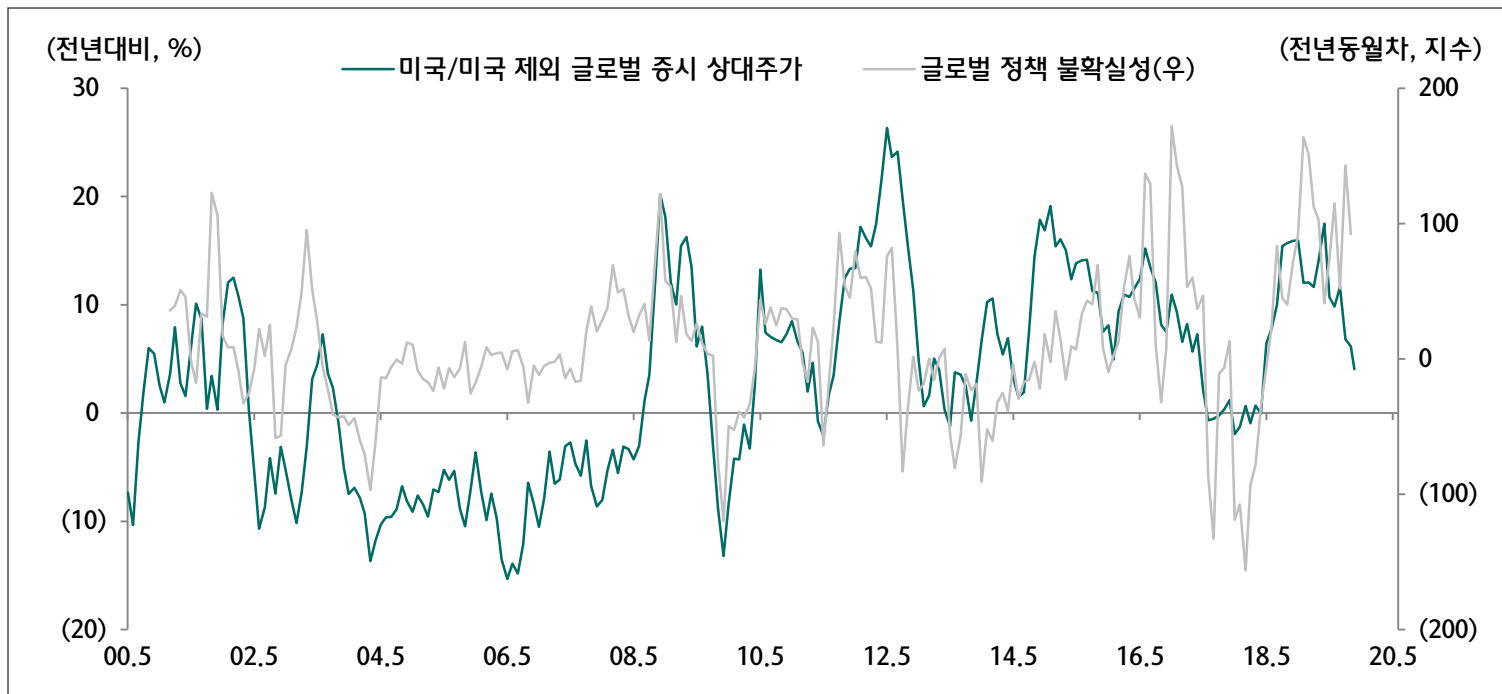


자료: REFINITIV, 하나금융투자

## US Macro Play < China Macro Play

- 미중 통상마찰을 위시한 글로벌 정치/정책 불확실성의 2020년 해빙전환 기대는 Non-US 투자대안 괄목상대 필요성을 역설
  - 통상, 글로벌 정치/정책 불확실성과 US/Non-US 상대주가는 동행
  - 글로벌 경기/정치/정책 리스크에 대한 헤지 Needs가 그간 US(달러) 자산 절대/상대강세의 원천
  - 글로벌 경기의 순환적 회복과 제반 불확실성 완화는 EM/중국 등 Non-US 자산의 상대강세의 마중물로 기능할 전망

### 글로벌 정치/정책 불확실성 완화는 Non-US(China/EM) 괄목상대의 마중물로 기능할 전망

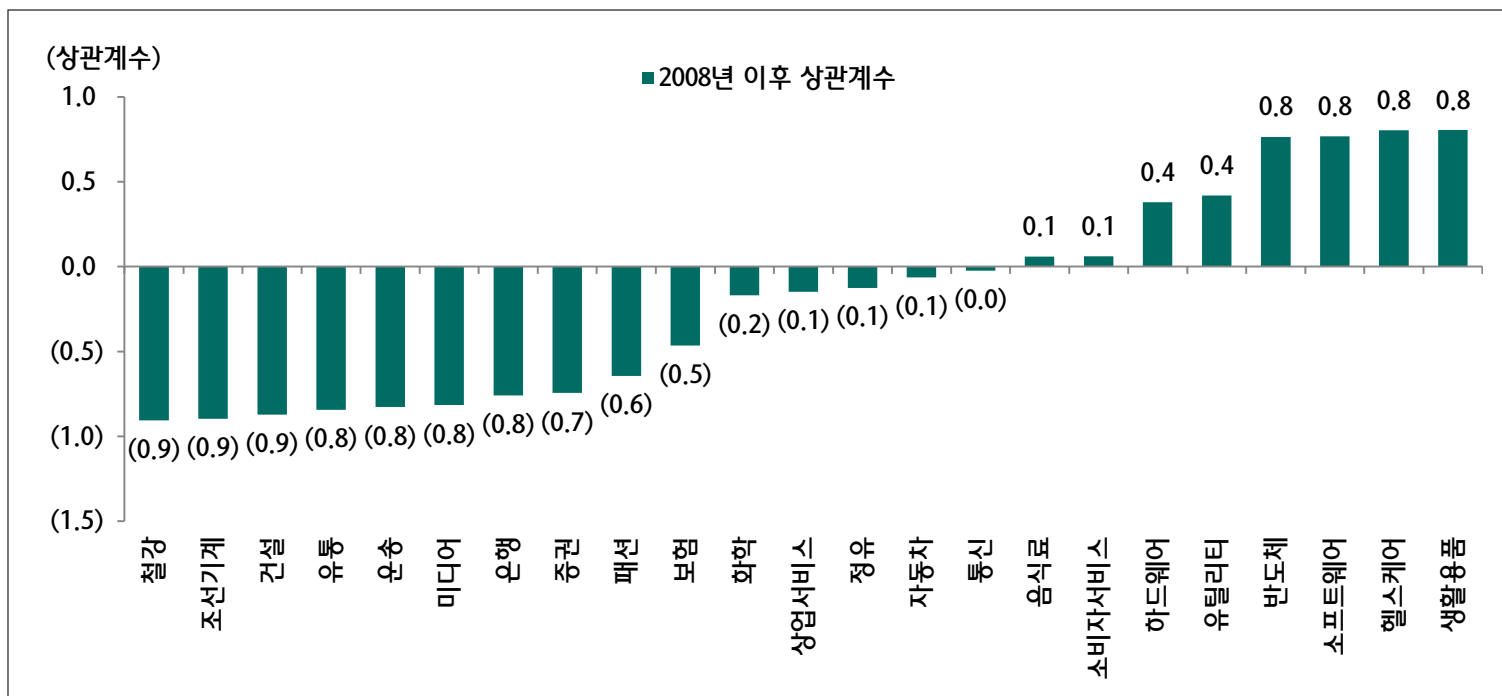


자료: REFINITIV, 하나금융투자

## 2020년 대장주는 낙폭과대 구리(산업재/철강) Play

- 국내증시 섹터/업종 투자전략 리더십 역시 글로벌 경기/정치/정책 불확실성 삼중고에 연동  
→ 그간 US Macro Play IT/SW/바이오가 시장 안전지대, China/EM Macro Play 씨클리컬이 우범지대로 기능
- 글로벌 경기 자신감 회복과 정치/정책 불확실성 완화는 그간 수세로 일관했던 씨클리컬 진영의 분위기 반전 시도로 구체화될 전망  
→ 중국/EM 매크로 및 Capex/인프라 투자 민감 구리(산업재/철강) Play가 2020년 시장 주도주로 환골탈태

### US/Non-US 상대주가와 한국증시 주요 업종간 상관관계: 못난이의 역습은 이제부터 시작

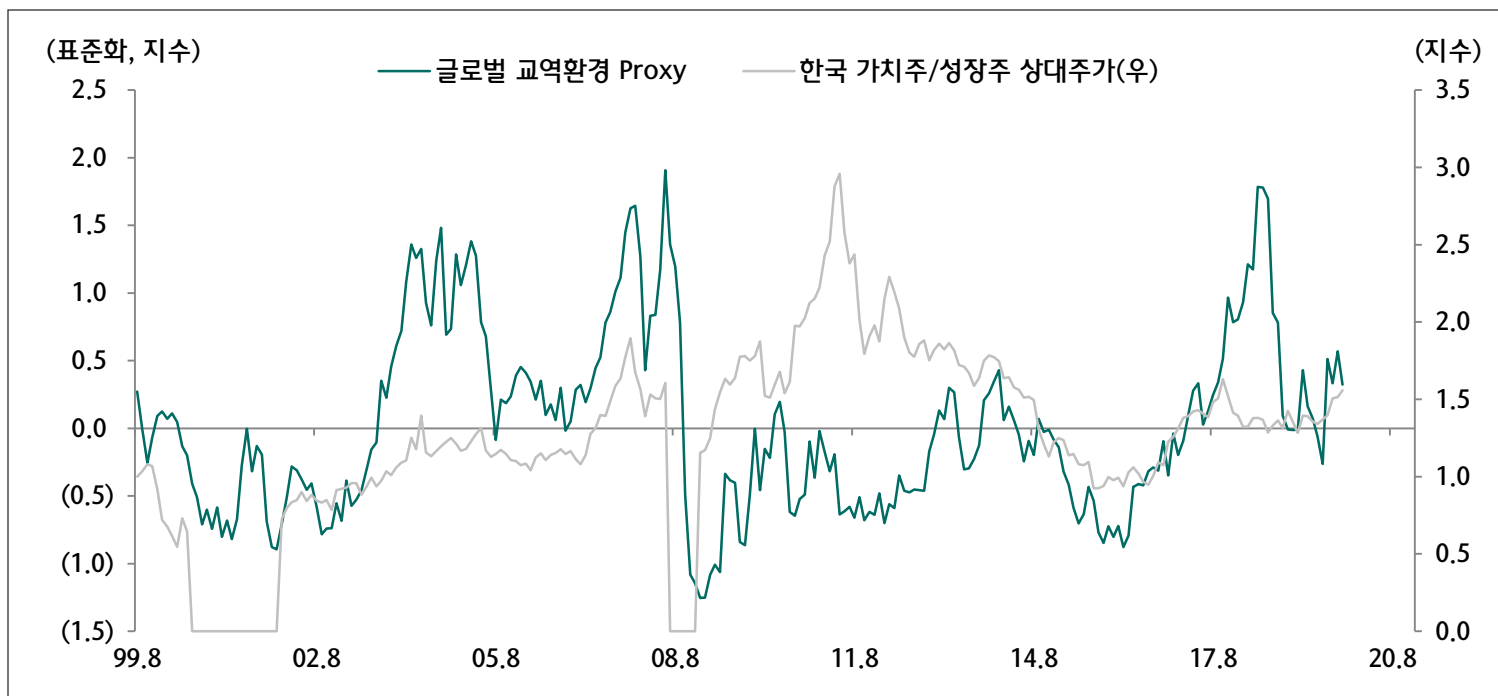


자료: REFINITIV, 하나금융투자

## Rock-bottom 수출 한국의 반격

- 하나금융투자 예상 2020년 KOSPI Target: 2,000 ~ 2,450pt
  - Bull Market Rally로의 본격 회귀보단, 2018년 10월 패닉 이전 수준으로의 Reset & Restart 가능성에 초점
- 한국증시 재도약의 전기를 확보하는 원년이자, 섹터/업종/스타일 리더십 환경의 변곡점으로서 2020년을 주시
  - 1) Rock-bottom 밸류 메리트, 2) US(수출소비재)와 China(수출자본재) Macro Play의 양수검장, 3) EM Carry-trade의 본산

### 글로벌 교역환경 Proxy와 한국 가치주/성장주 상대주가



주: 글로벌 교역환경 Proxy는 BDI/목재/구리 등을 표준화해 산출  
 자료: REFINITIV, 하나금융투자

## Appendix: 업종 Dashboard

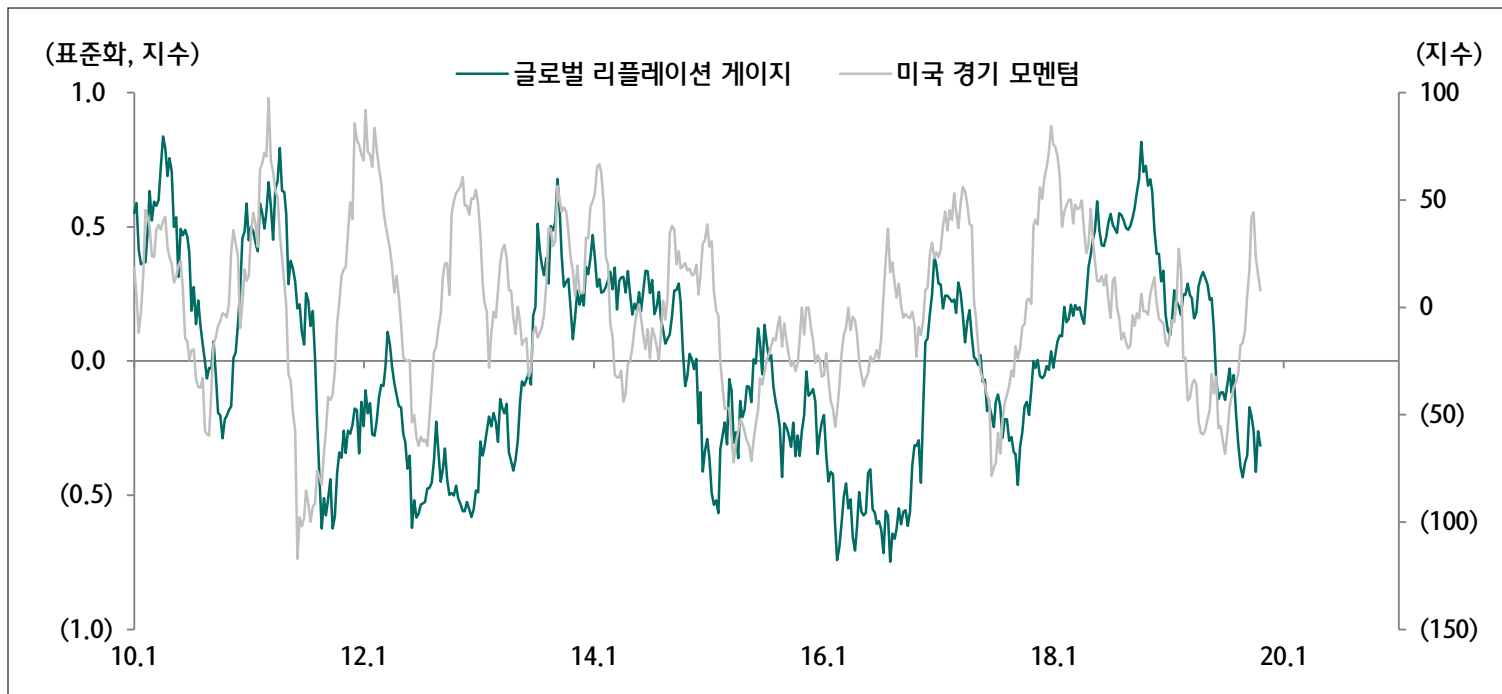
| 구분<br>(10/25일 현재) | 등락률(%) |        |             | 12개월 선행 P/E(배) |         | 12개월 선행 P/B(배) |         | '20년 영업이익(E) Growth(%) |        |        | '19년 영업이익(E) Growth(%) |        |        |
|-------------------|--------|--------|-------------|----------------|---------|----------------|---------|------------------------|--------|--------|------------------------|--------|--------|
|                   | YTD    | 3M     | 18년<br>고점대비 | 현재             | Z-Score | 현재             | Z-Score | YoY                    | 1M Ch  | 3M Ch  | YoY                    | 1M Ch  | 3M Ch  |
| 시장(MKF500)        | 4.5    | 1.8    | (18.8)      | 11.6           | (1.2)   | (0.4)          | (0.4)   | 25.1                   | (0.4)  | (1.1)  | (28.5)                 | (1.8)  | (3.9)  |
| 디스플레이             | (15.7) | (11.6) | (51.3)      | (31.2)         | 0.3     | (1.0)          | (1.0)   | 흑전                     | (53.2) | (57.7) | (316.6)                | 0.0    | 0.0    |
| 철강                | (12.7) | (9.6)  | (41.1)      | 8.8            | (1.2)   | (0.5)          | (0.5)   | 3.9                    | (7.7)  | (10.7) | (17.9)                 | (4.0)  | (7.6)  |
| 헬스케어              | (16.9) | 5.2    | (39.2)      | 35.8           | 1.3     | 1.8            | 1.8     | 37.4                   | (0.3)  | (0.6)  | (0.2)                  | (0.9)  | (2.9)  |
| 보험                | (19.5) | (9.1)  | (37.2)      | 10.6           | (1.7)   | (1.2)          | (1.2)   | 2.6                    | (23.1) | (55.7) | (83.4)                 | (11.1) | (43.3) |
| 화학                | (11.8) | (7.6)  | (35.4)      | 10.5           | (1.4)   | (0.6)          | (0.6)   | 25.8                   | (3.8)  | (8.4)  | (20.6)                 | (3.8)  | (8.1)  |
| 유통                | (13.5) | 1.0    | (35.3)      | 10.8           | 0.9     | 0.5            | 0.5     | 15.1                   | (2.1)  | (7.4)  | (0.7)                  | (2.3)  | (8.4)  |
| 생활용품              | (8.0)  | (3.0)  | (30.5)      | 25.5           | 0.5     | 0.0            | 0.0     | 16.9                   | (0.9)  | (6.1)  | (1.3)                  | (0.5)  | (6.0)  |
| 미디어               | (16.5) | (5.2)  | (29.3)      | 16.8           | 1.6     | 1.7            | 1.7     | 16.0                   | (0.5)  | (2.7)  | 21.8                   | (0.8)  | (2.4)  |
| 증권                | 5.8    | (10.1) | (29.0)      | 7.4            | (1.1)   | 0.0            | 0.0     | (0.8)                  | (1.2)  | 2.4    | 4.3                    | (0.9)  | 2.4    |
| 은행                | (4.4)  | (4.3)  | (28.4)      | 5.1            | (0.8)   | 0.1            | 0.1     | 1.8                    | (1.9)  | (1.0)  | 5.7                    | (0.4)  | 1.1    |
| 유틸리티              | (20.0) | (5.8)  | (27.8)      | 13.1           | 0.2     | (0.9)          | (0.9)   | 115.9                  | (0.8)  | 4.7    | 69.7                   | (5.4)  | 0.6    |
| 정유                | (4.7)  | 2.4    | (25.7)      | 10.3           | (1.4)   | 0.0            | 0.0     | 32.0                   | (1.0)  | (4.2)  | (5.2)                  | (1.2)  | (8.1)  |
| 소비자서비스            | (10.9) | 2.9    | (24.5)      | 17.7           | 0.1     | (1.0)          | (1.0)   | 14.4                   | (1.4)  | (2.8)  | 17.4                   | (2.8)  | (5.2)  |
| 음식료               | (3.9)  | 3.3    | (20.9)      | 13.2           | (0.2)   | (1.0)          | (1.0)   | 12.5                   | 0.2    | (0.2)  | (8.1)                  | (0.3)  | (1.1)  |
| 운송                | (13.5) | (5.3)  | (17.3)      | 15.0           | (0.7)   | (1.2)          | (1.2)   | 23.9                   | (1.9)  | (9.3)  | 4.4                    | (4.8)  | (15.0) |
| 상업서비스             | 7.3    | 1.5    | (16.4)      | 18.6           | 0.0     | (1.2)          | (1.2)   | 12.0                   | 0.0    | 8.7    | 54.2                   | (0.9)  | 17.7   |
| SW                | 13.5   | 6.5    | (16.0)      | 22.5           | 0.5     | (0.3)          | (0.3)   | 39.9                   | (1.4)  | (2.1)  | 2.5                    | (0.9)  | (4.5)  |
| 패션                | 10.1   | (1.5)  | (15.8)      | 10.9           | (0.9)   | (0.8)          | (0.8)   | 15.5                   | 0.3    | (1.3)  | 7.2                    | 1.3    | (2.6)  |
| 자동차               | 10.5   | (4.8)  | (13.8)      | 8.7            | 0.9     | (1.1)          | (1.1)   | 22.7                   | (0.5)  | 0.1    | 27.2                   | (7.3)  | (7.5)  |
| 통신                | (14.9) | (2.7)  | (11.1)      | 11.2           | (0.9)   | (0.6)          | (0.6)   | 12.3                   | (1.9)  | (4.4)  | (2.1)                  | (2.4)  | (5.4)  |
| 건설                | (16.7) | (5.0)  | (5.2)       | 6.0            | (1.3)   | (0.7)          | (0.7)   | 5.4                    | 0.4    | 1.7    | (0.1)                  | (0.6)  | 0.8    |
| HW                | 28.4   | 7.4    | (0.9)       | 12.7           | (1.2)   | 0.6            | 0.6     | 35.4                   | 3.1    | 5.8    | (50.9)                 | 1.8    | 2.2    |
| 반도체               | 39.3   | 6.6    | 6.6         | 12.5           | (1.4)   | (0.5)          | (0.5)   | 110.4                  | 7.5    | 2.2    | (82.8)                 | (0.3)  | (12.5) |
| 조선                | 14.3   | 51.3   | 16.8        | 30.7           | 0.1     | (0.5)          | (0.5)   | 76.1                   | (2.1)  | 7.8    | 216.5                  | (8.2)  | 17.1   |

자료: Dataguide, 하나금융투자

## ① KOSDAQ(중소형/성장/내수/ $\alpha$ ) < KOSPI(대형/가치/수출/ $\beta$ )

- KOSDAQ으로 표방되는 중소형 성장주 시장의 상대강세 현상은 통상 글로벌 Size Rotation 환경변화에 연동
  - 1) 미국이 주도하는 추세 이상의 경기 모멘텀, 2) 적절한 인플레이 여건, 3) 확장적 유동성 환경이 국내외 Size Rotation의 전제조건
- 2020년 투자전략 포커스는 KOSPI로 표방되는 대형 수출/가치주 베타 플레이에 집중될 전망
  - 1) 중국이 중심에 선 정책 모멘텀, 2) 여전한 디플레이 우려, 3) 통화정책과 소비경기에서 재정정책과 투자경기로 매크로 주도권 변화

### 글로벌 리플레이션 게이지와 미국 Citi 경제 서프라이즈 지수

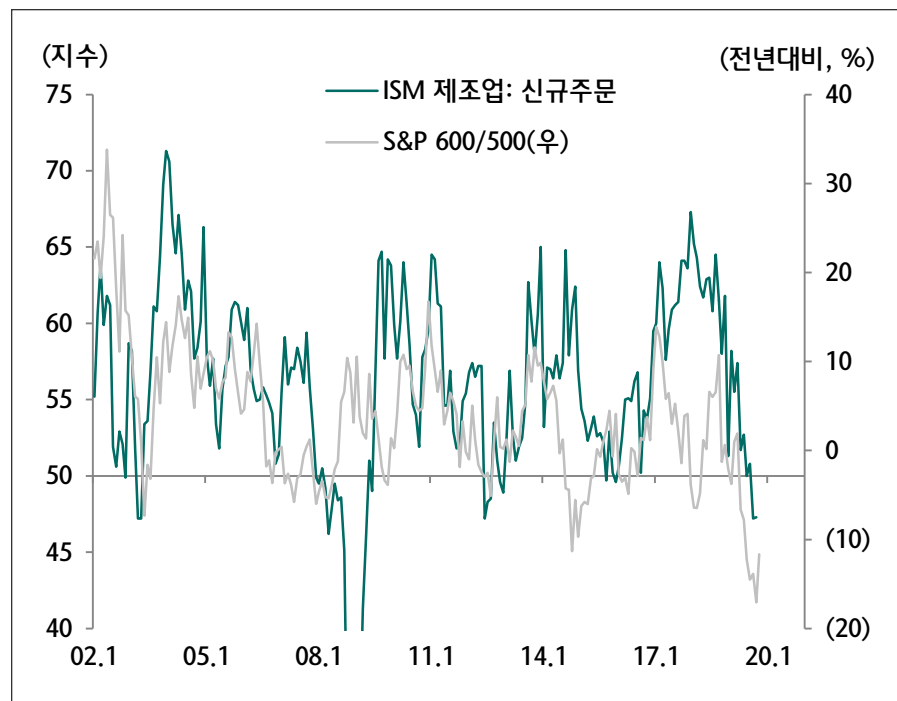


주: 글로벌 리플레이션 게이지는 국제유가, 미국 10년 국채, 명목 달러화 등으로 표준화 산출  
 자료: REFINITIV, 하나금융투자

## 분수효과에 방점을 맞춘 2020년 글로벌 매크로 환경

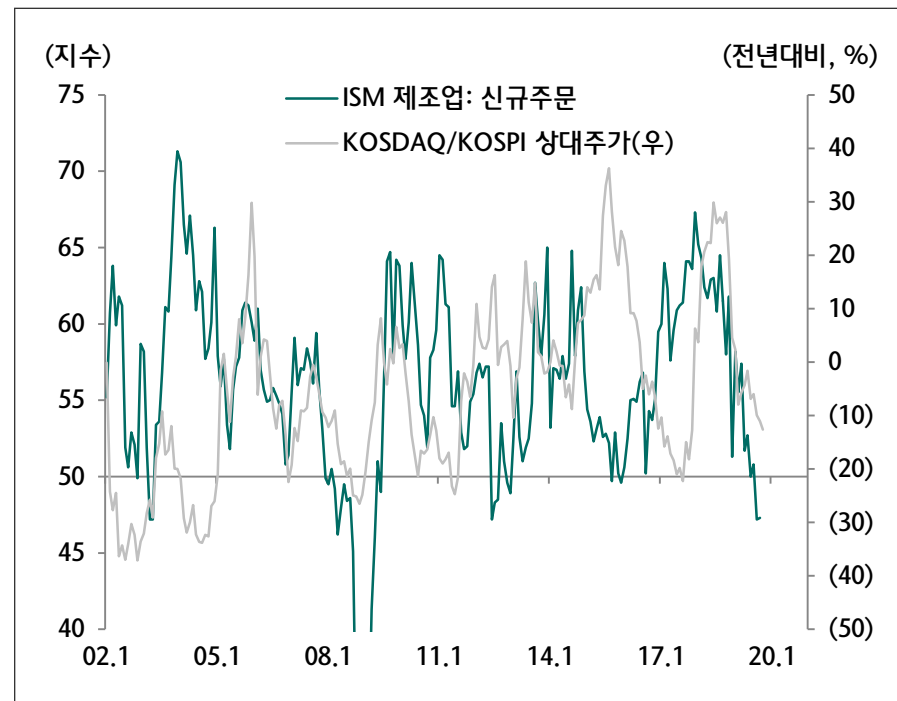
- G2를 위시한 주요국 정책 방향성은 매크로 추동력 강화보단 경기 하강 리스크 방어와 진작에 초점
  - Goldilocks 매크로 모멘텀 낙수효과 발현이 아닌, 핵심산업 선택과 집중을 통한 분수효과적 경기 완충기제 확보에 주력
  - 정책 주도권 역시, 1) 미국보단 중국, 2) 통화보단 재정, 3) 소비보단 투자경기 진작에 무게

### ISM 제조업 신규주문 지수와 S&P 600/500 상대지수



자료: REFINITIV, 하나금융투자

### ISM 제조업 신규주문 지수와 KOSDAQ/KOSPI 상대지수



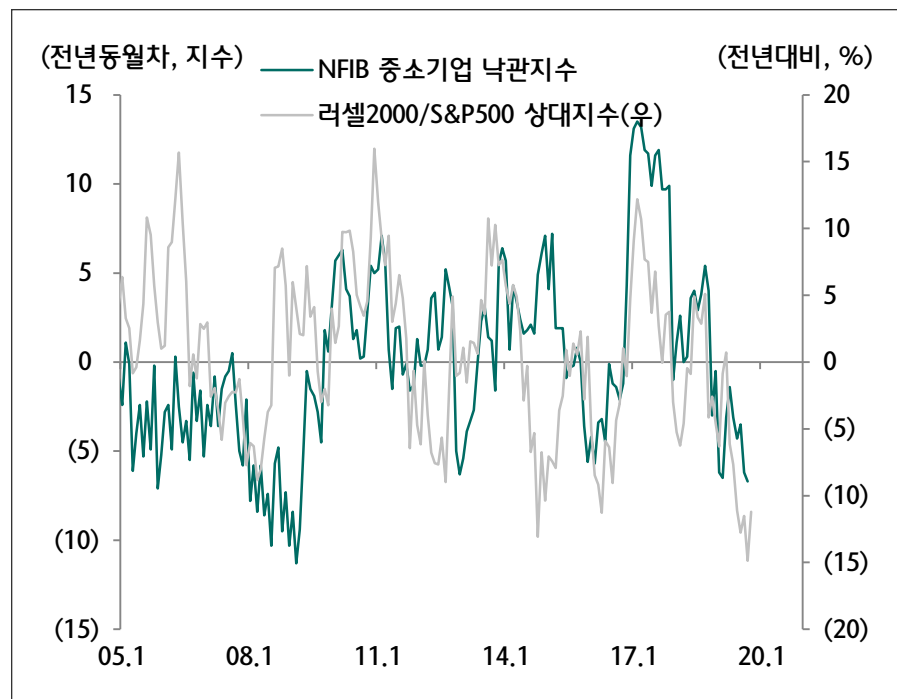
자료: REFINITIV, 하나금융투자



## 중소형주 낙수효과는 시기상조

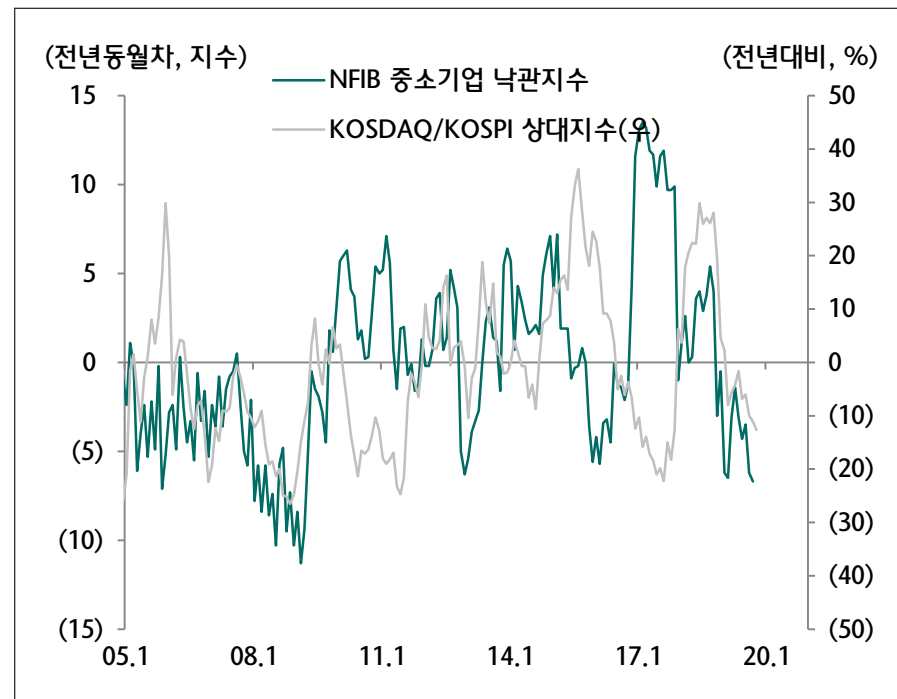
- 국내외 증시 Size Rotation 환경변화는 ISM 제조업 신규주문 지수와 NFIB 중소기업 낙관지수를 통해 가늠
  - 양대 서베이 지표 모두 러셀2000(소형주) 및 S&P600(중형주) 대비 S&P500(대형주)의 상대강세 가능성을 시사
  - KOSDAQ/KOSPI 상대주가로 측정되는 한국 Size Rotation 환경은 그간 미국 내수/소비/중소기업 업황 변화에 순응
  - 관련 상황변화가 추세적으로 확인되는 것이 아닌 이상, KOSDAQ 중소형주의 전술적 유용성은 사상누각으로 제한

NFIB 중소기업 낙관지수와 러셀2000/S&P500 상대지수



자료: REFINITIV, 하나금융투자

NFIB 중소기업 낙관지수와 KOSDAQ/KOSPI 상대지수

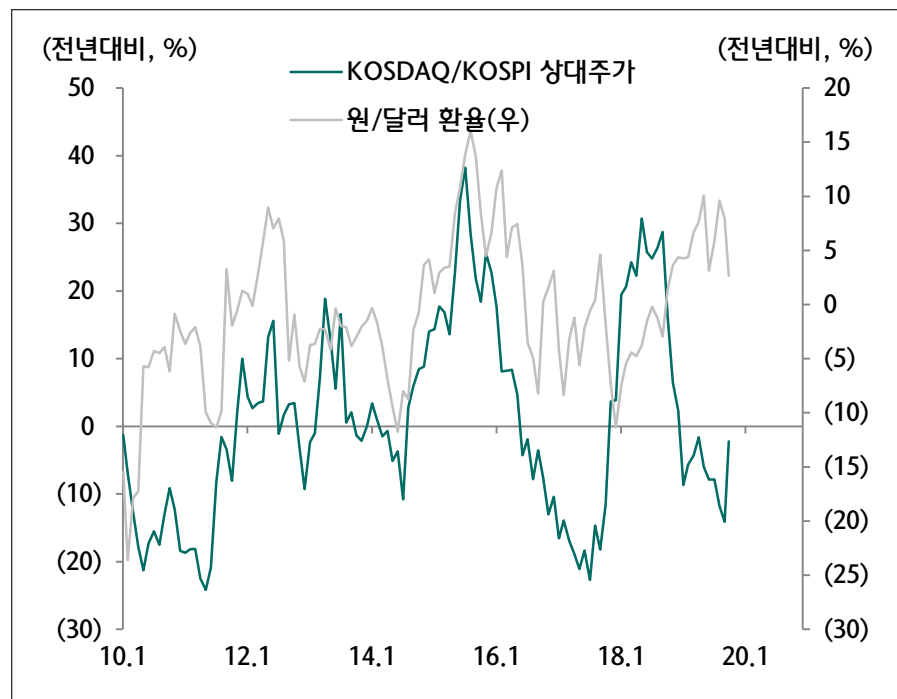


자료: REFINITIV, 하나금융투자

## 펀더멘탈 환경도 대형주의 상대우위 가능성을 암시

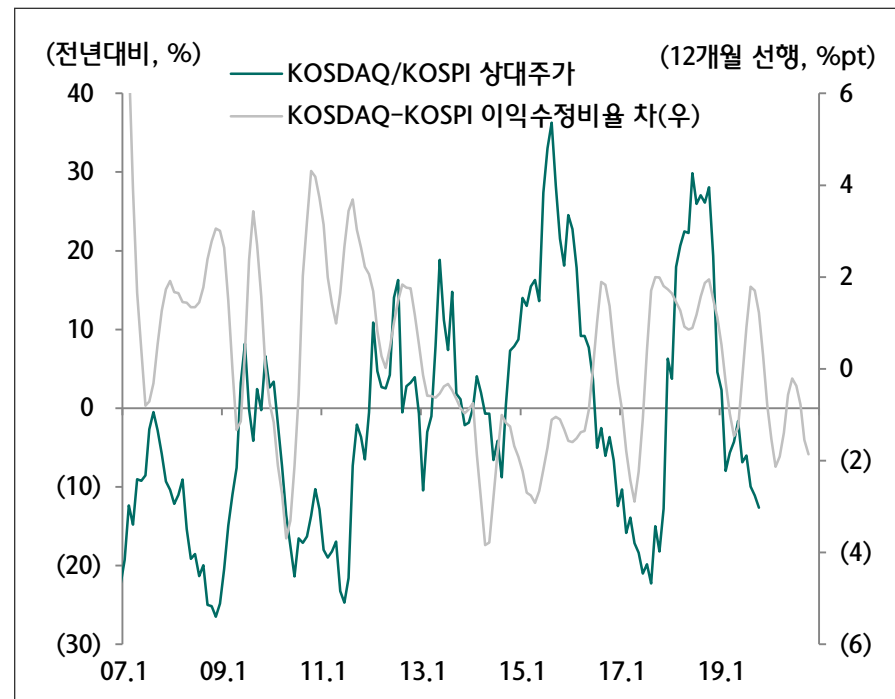
- 2020년 강달러 피크아웃과 약위안 바텀아웃 기대는 원화의 강세전환 가능성을 시사  
→ KOSDAQ/KOSPI 상대주가 경로는 원/달러 환율변화에 연동(원화 강세 = KOSPI 대형주 우위, 약세 = KOSDAQ 중소형주 우위)
- 2020년 실적 펀더멘탈 환경 역시 KOSDAQ 중소형 성장주 대비 KOSPI 대형 가치주의 상대우위가 확연  
→ KOSDAQ/KOSPI 이익수정비율 차분은 KOSDAQ/KOSPI 상대주가 경로에 12개월 가량 선행

### KOSDAQ/KOSPI 상대주가와 원/달러 환율



자료: REFINITIV, 하나금융투자

### KOSDAQ/KOSPI 상대주가와 이익수정비율 차분

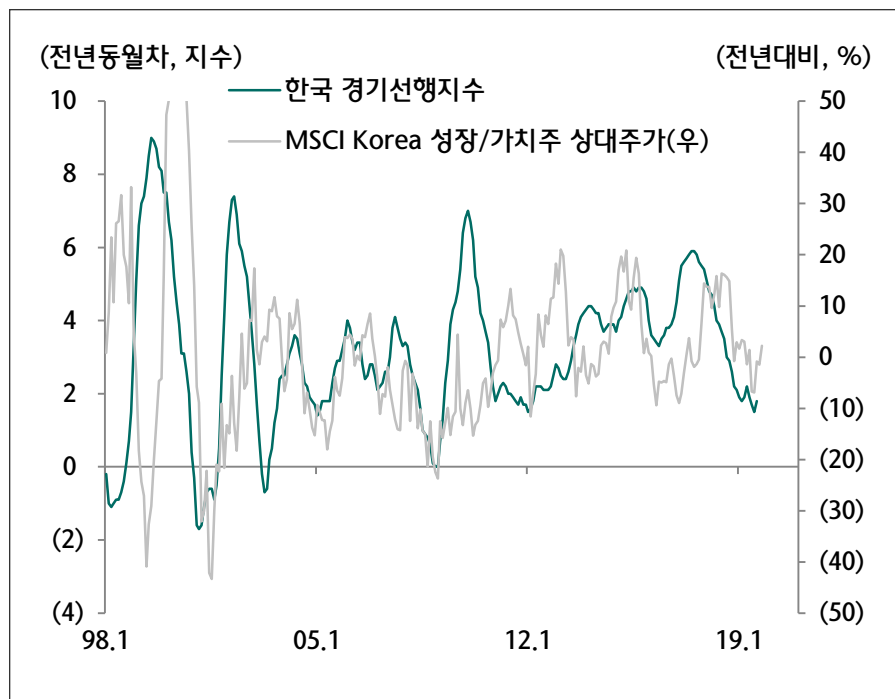


자료: REFINITIV, 하나금융투자

## 내부 경기 자신감 회복이 반전의 트리거

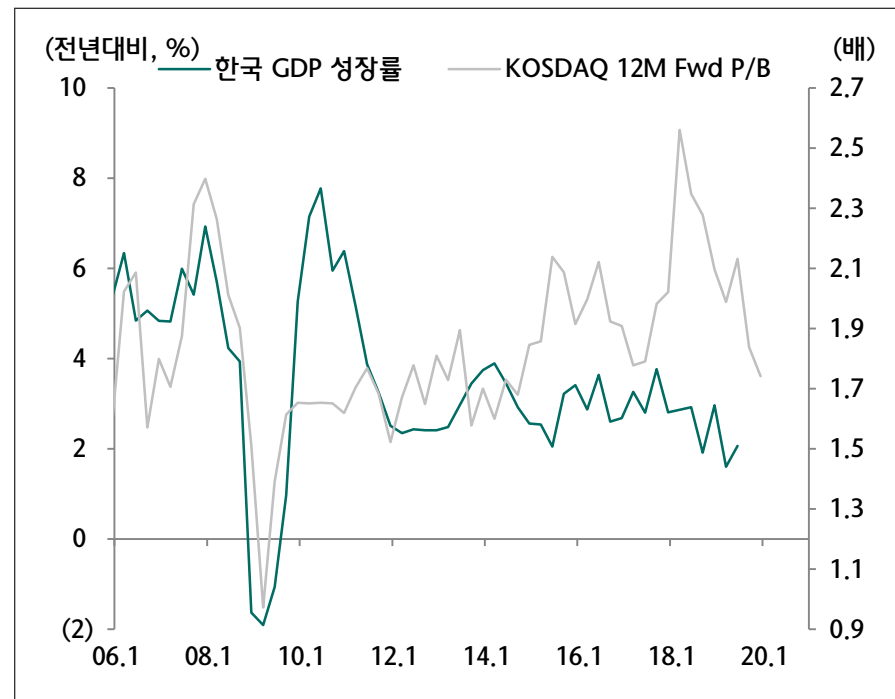
- KOSDAQ 중소형 성장주 시장 프리미엄 밸류 복원을 담보할 선결과제는 내부 매크로 자신감 회복 여부
  - 혁신기업 및 중소기업 성장지원과 같은 구호성 정책대응 효과는 2017년 이래로의 극단의 시장 부침을 통해 그 한계가 확인
  - 중소형 성장주가 중심에 선 모멘텀 알파 플레이의 부활은 중립이하의 현 실물 경기환경 방향선회 이후의 과제가 될 전망

### 경기 자신감 약화는 성장주의 전술적 유용성을 제약



자료: REFINITIV, 하나금융투자

### 성장주 프리미엄 밸류 복원의 선결과제는 성장 자신감 회복

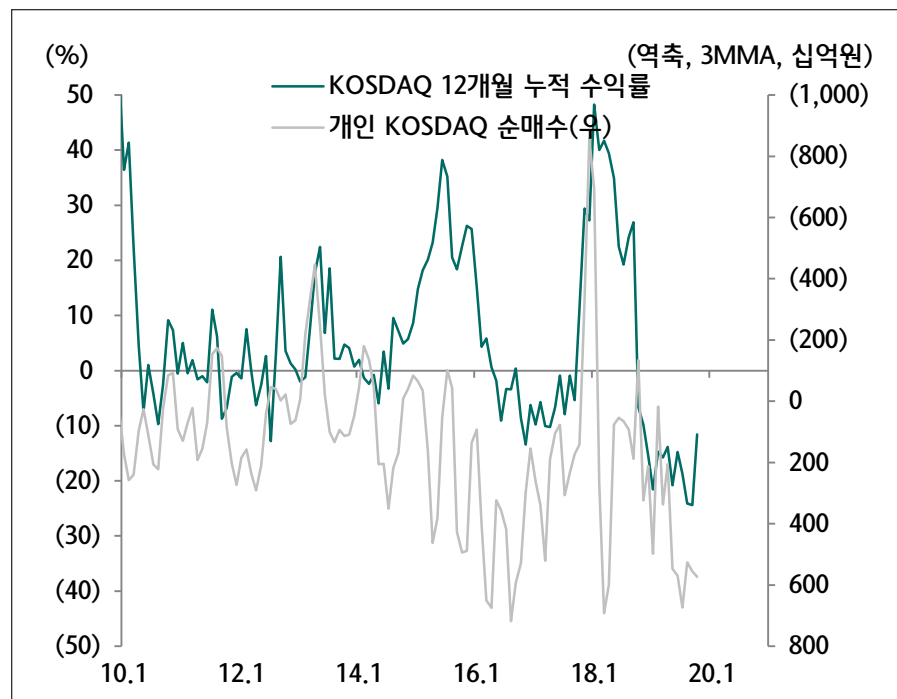


자료: REFINITIV, 하나금융투자

## 중소형주 접근전략: 펀더멘탈 기반 옥석 가리기에 초점

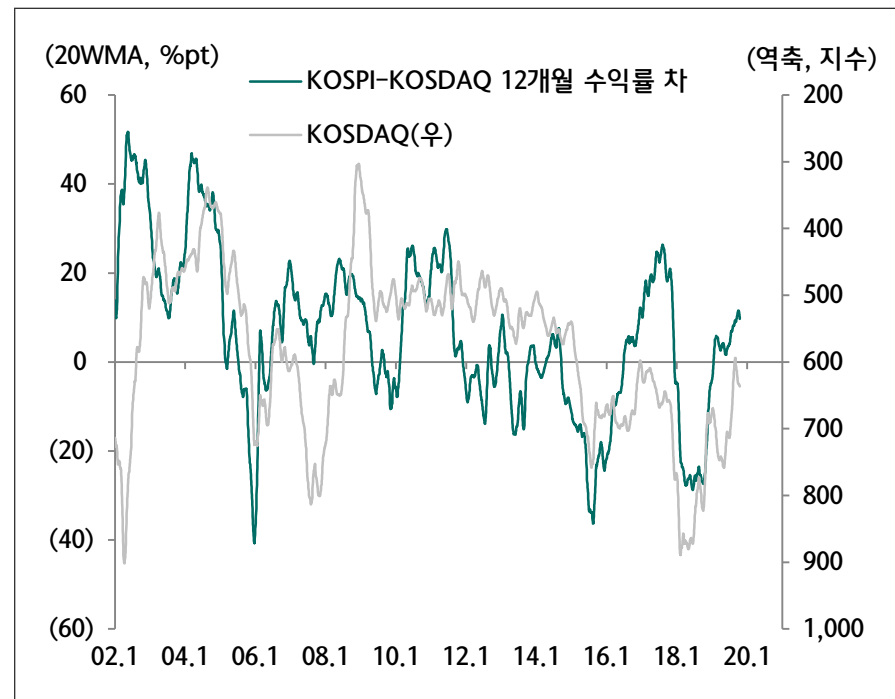
- 2020년 KOSDAQ 중소형 성장주 시장 접근전략은 실적 펀더멘탈 기반 옥석 가리기에 초점
  - 1) 실적 모멘텀 보유 IT/산업재 등 주력 수출산업 하부 밸류체인, 2) 국내외 정책 및 기술 트렌드 변화 관련 선도기업에 한정
  - 1) 펀더멘탈 결여 바이오 관련주 폭탄 돌리기, 2) 2020년 4월(15일) 총선 관련 정치 테마주 등에 대한 각별한 경계를 당부

### KOSDAQ 12개월 누적 수익률과 개인 순매수



자료: KRX, 하나금융투자

### KOSPI/KOSDAQ 12개월 수익률 차분과 KOSDAQ

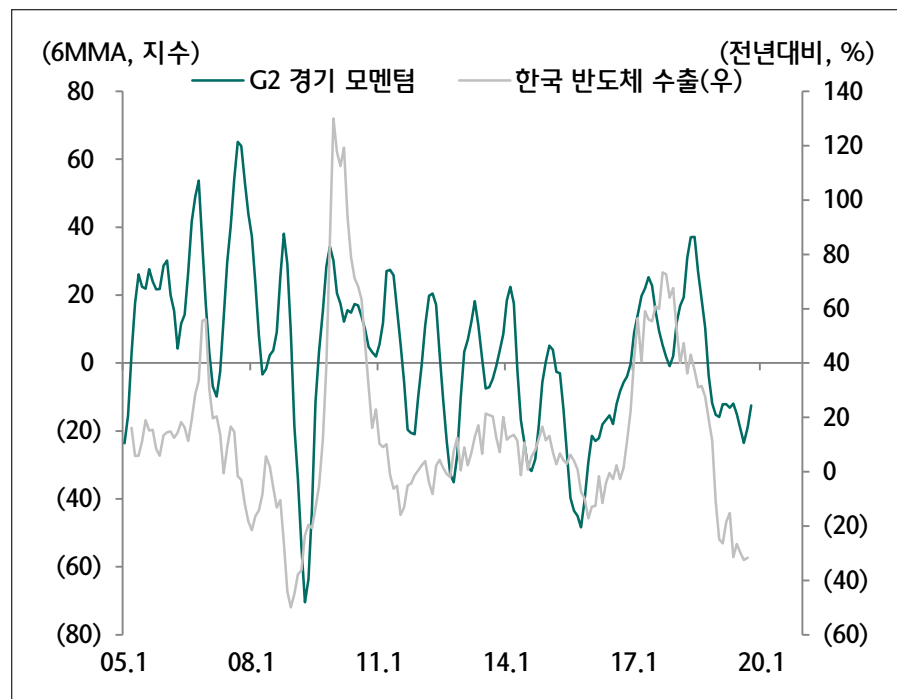


자료: KRX, 하나금융투자

## ② KOSPI(시장) < 반도체(IT)

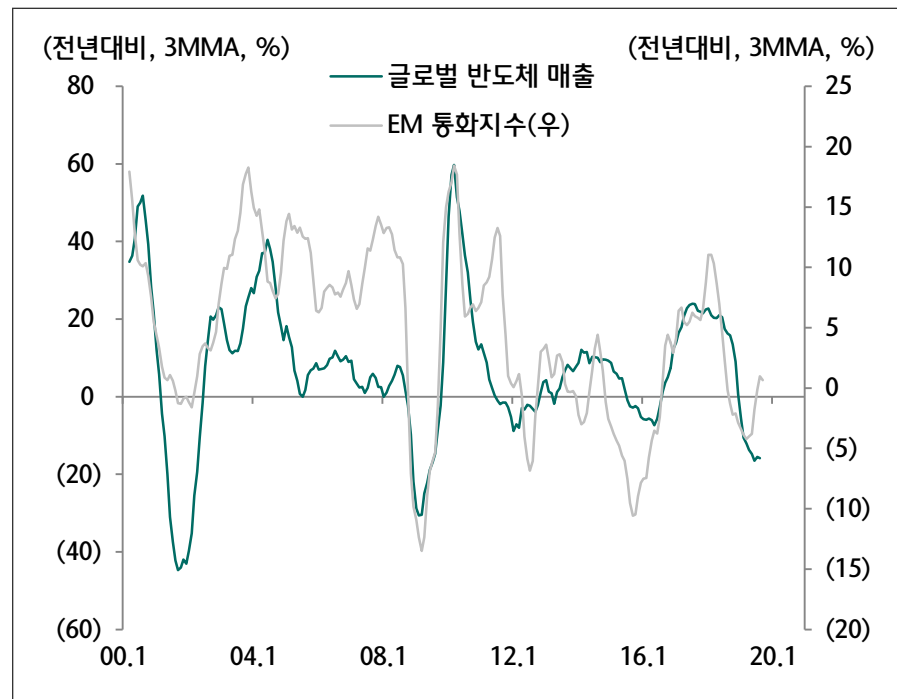
- 2019년 국내증시 대장주는 명실상부 반도체(MKF500 반도체 업종 지수: 연초이후 +39.3%, 하반기 이후 +20.2% 상승)
- 2020년 글로벌 매크로의 순환적 회복과 정치/정책 불확실성 완화는 글로벌 반도체 업황회복을 이끄는 핵심동력으로 기능할 전망
  - 1) 글로벌 경기 바닥통과, 2) 미중 통상마찰 리스크 완화, 3) 주요국 Capex/인프라 투자 전면화, 4) EM 통화 Bottom-out
  - 2020년에도 반도체 밸류체인의 증시 리더십이 추세적으로 지속된다는 의미

### 미중 경기 모멘텀과 한국 반도체 수출 추이



주: G2 경기 모멘텀은 미국/중국 Citi 경제 서프라이즈 지수의 평균  
자료: REFINITIV, 하나금융투자

### 글로벌 반도체 매출과 EM 통화지수

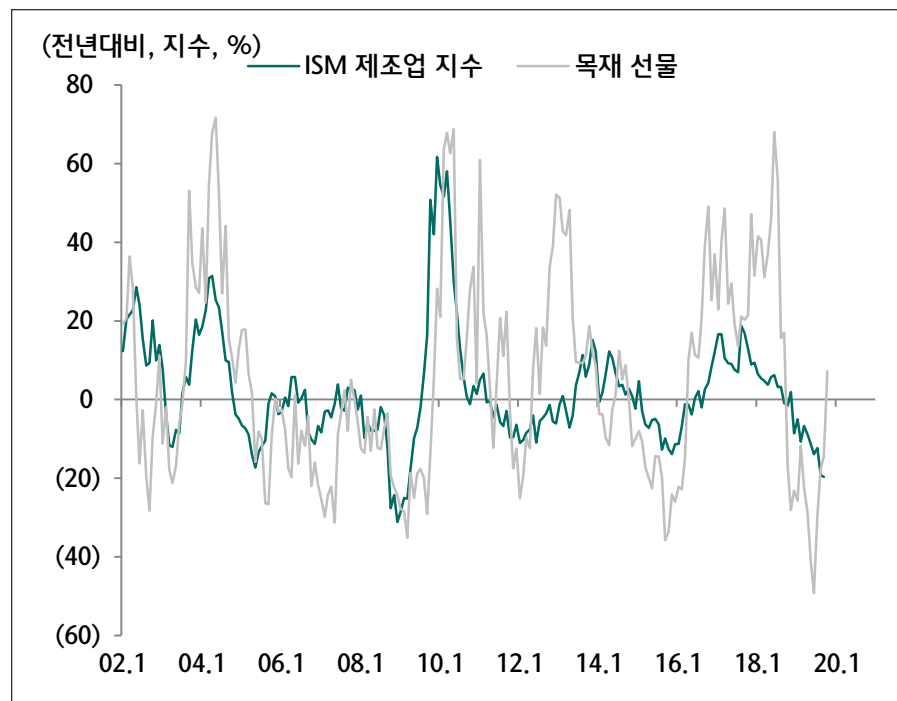


자료: REFINITIV, 하나금융투자

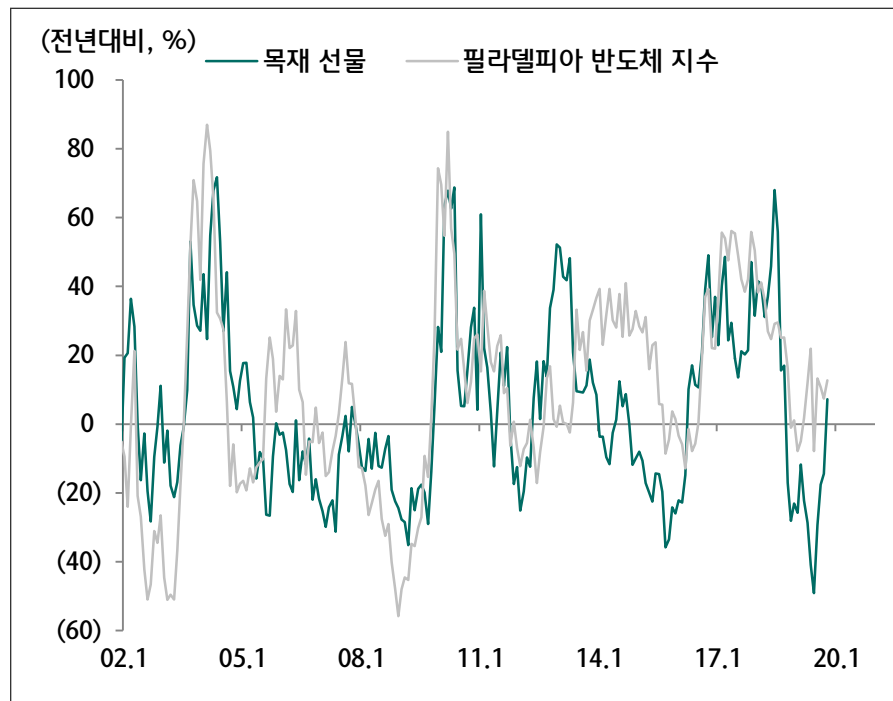
## 반도체, 업황 바닥 받고 Race

- ISM 제조업 지수로 표방되는 소순환 측면 미국 경기 정체/부진 논쟁은 글로벌 반도체 업황회복과 관련한 설왕설래를 야기  
→ 1) 소비재/자본재 성격을 공유하는 경제적 함의, 2) 핵심 수요처로서 미국의 위상, 3) ISM 제조업 지수와와의 절대적 상관성 영향
- 단, 최근 일련의 ISM 제조업 지수 부진은 실물 경기보단 G2 통상마찰을 위시한 글로벌 정치/정책 리스크 영향이 우세  
→ 목재 선물은 미국 소비 및 투자경기 환경의 공고함과 함께 필라델피아 반도체 지수의 추세적 회복 가능성을 암시

ISM 제조업 지수 부진은 실물경기 부진보단 G2 불확실성 영향    목재선물 강세는 글로벌 반도체 업황 바닥통과 가능성을 역설



자료: REFINITIV, 하나금융투자

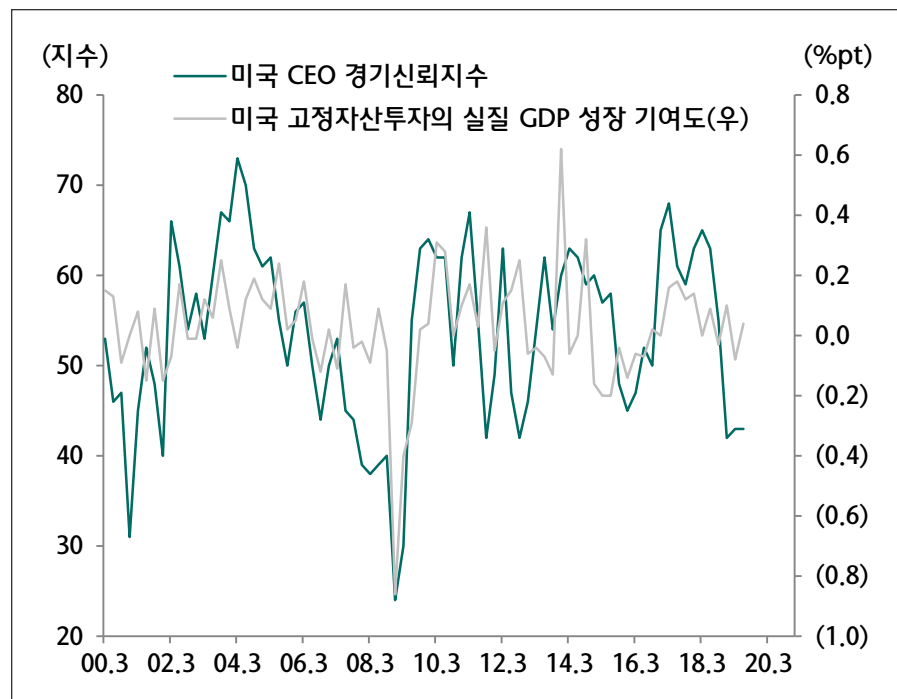


자료: REFINITIV, 하나금융투자

## Animal Spirit과 반도체

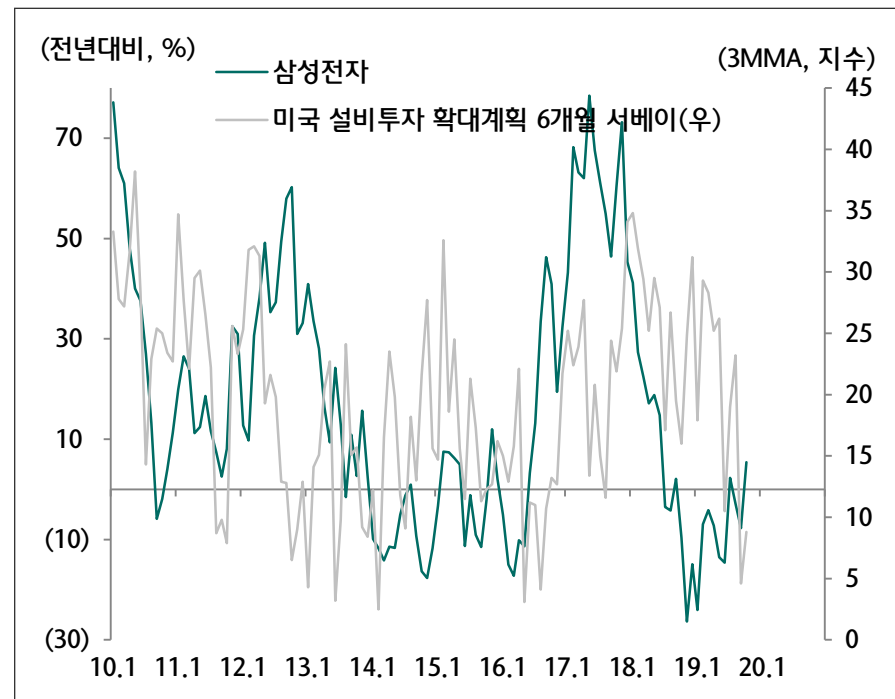
- 2020년 트럼프 정책노선은 연말 대선변수를 염두, 경기 하강 리스크 완충을 목표로 한 재정부양 시도에 집중될 전망
  - 미국 재정투자 포커스는 에너지/교통/운송 관련 인프라 확충과 5G/AI/IoT 등 4차 산업혁명 기반시설 확보에 집중
  - G2 통상마찰을 이유로 그간 하락일로를 내달리던 CEO/CFO 투자심리는 10월 스몰딜 합의와 함께 역사적 바닥권에서 상승반전

### 저금리와 CEO Animal Spirit 부활이 이끄는 투자 경기



자료: REFINITIV, 하나금융투자

### 미국 Capex 인프라 확충투자 서베이와 삼성전자

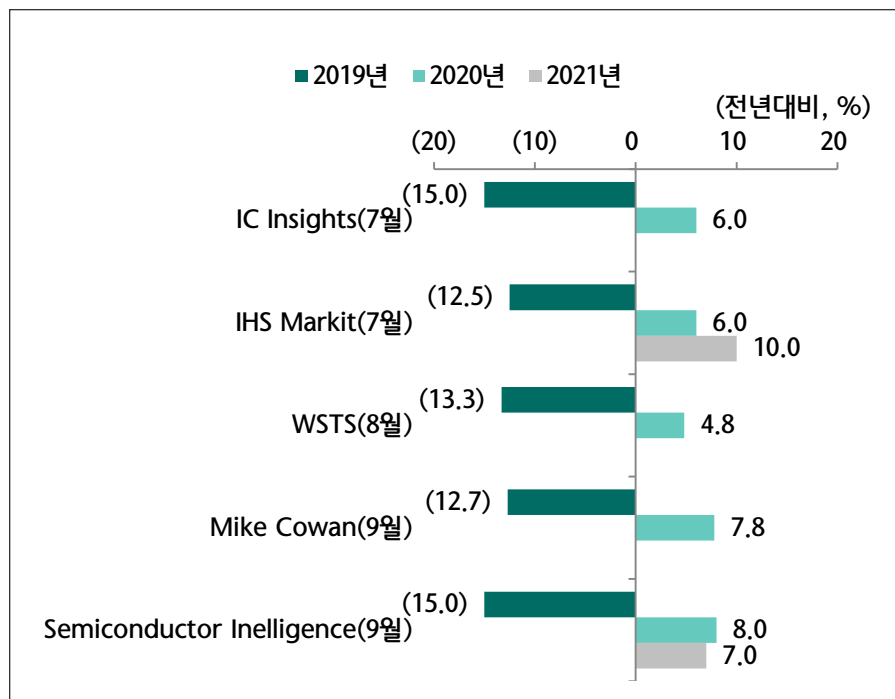


자료: REFINITIV, 하나금융투자

## 2020년은 차세대 기술경쟁의 원년

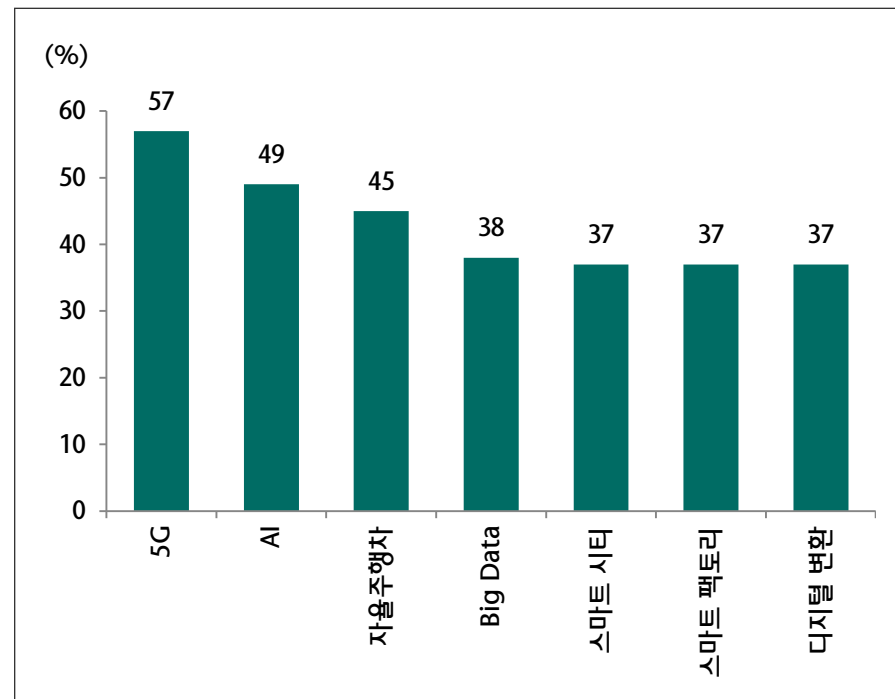
- 2020년은 한국/미국을 넘어 중국/일본/유로존 등 글로벌 5G 인프라 투자 모멘텀 개화의 원년으로 기록될 전망  
→ 5G 핸드셋(6~12GB의 Mobile DRAM 탑재)으로 H/W 주도권 이동과 5G 통신 네트워크/인프라 구축 경쟁 본격화의 원년
- 글로벌 IDC 업체 역시 Data center server 및 Cloud computing 인프라 구축에 사활을 건 각축전을 예고
- EUV를 활용한 DRAM 3사측 공정능력 차별화 경쟁과 글로벌 파운드리 패권장악을 위한 삼성전자 Catch-up 투자 전면화 예정

### 2019~2022년 글로벌 반도체 전망



자료: SC-IQ(2019년 9월), 하나금융투자

### 기술 트렌드별 향후 3년간 글로벌 반도체 산업에 미칠 영향



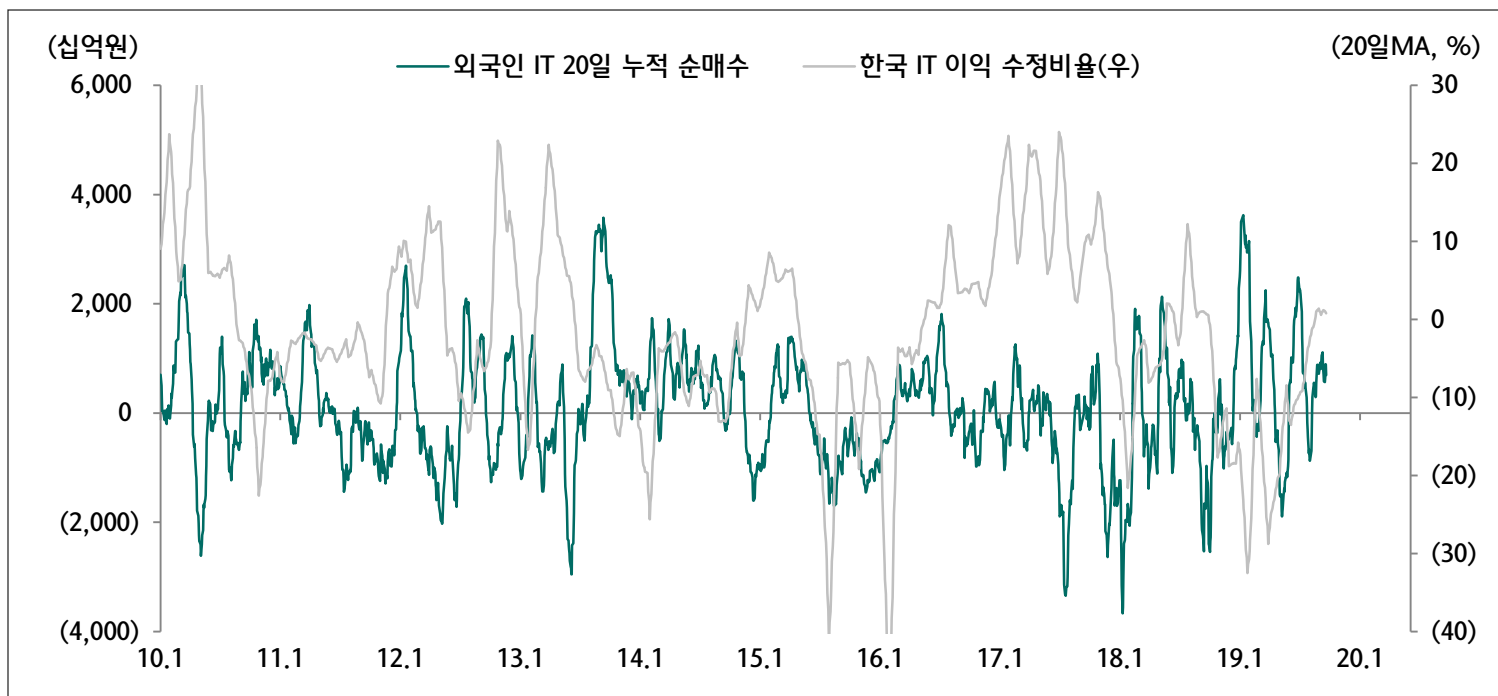
자료: Advanced Energy(2019년 5월), 하나금융투자



## 외국인 반도체 먹방은 2020년에도 지속될 것

- 2019년 반도체 대장주 등극은 중립이상의 외국인 수급 방향성에서 비롯
  - 2020년 역시 외국인 러브콜 주도하 매수우위의 수급환경 전개 가능성이 우세
- 통상, 한국 반도체 외국인 수급환경은 MSCI Korea IT 이익수정비율로 표방되는 실적 모멘텀 변화에 연동
- 1) 재고감소 및 이연수요 부활(Q의 증가), 2) 강달러 피크아웃과 EM 통화 바텀아웃에 근거한 수출 단가회복(P의 증가) 가속화

### 한국 IT 이익수정비율(실적 모멘텀)과 외국인 20일 누적 순매수

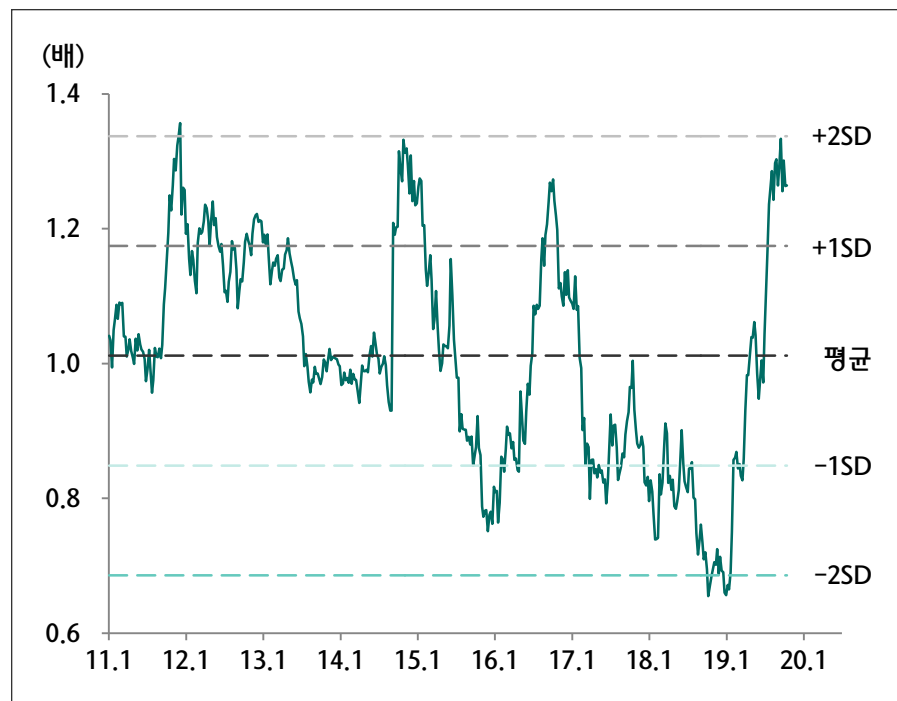


자료: KRX, REFINITIV, 하나금융투자

## 2020년 반도체 투자전략: When to Sell?

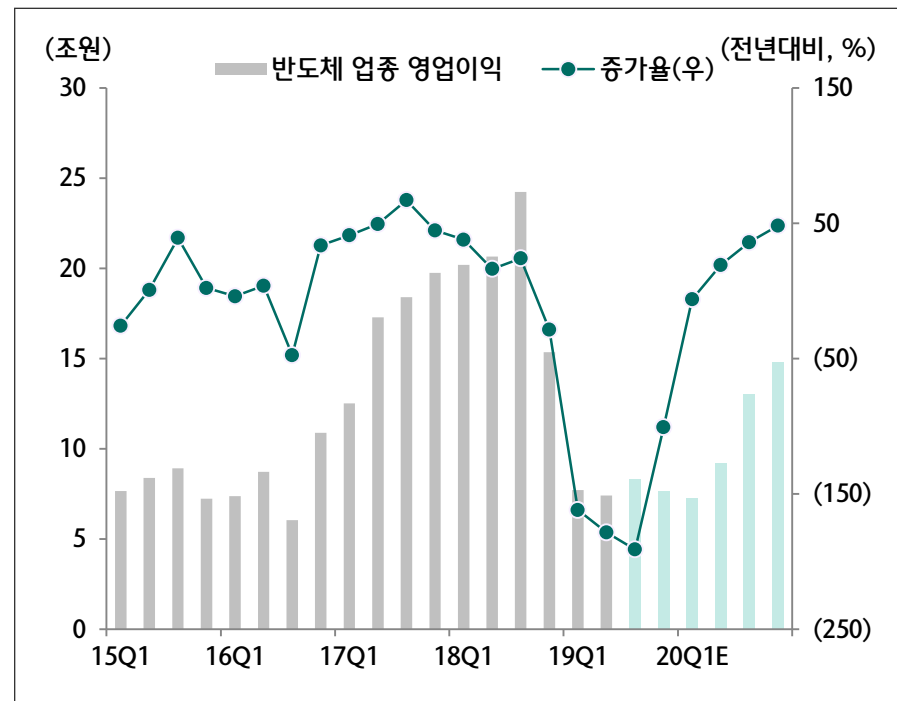
- 2019년 증시 포트폴리오 투자전략 성패는 반도체 저점매수/재진입을 위한 주가/밸류 바닥판단에서 결정(When to Buy)
- 2020년 반도체 접근전략의 요체는 주가/밸류 고점판단에 근거한 When to Sell 여부가 될 것
  - 업황회복과 실적 모멘텀 부활은 긍정적이나, 역사적 고점에 달한 시장 대비 반도체 상대밸류는 시장 투자가의 고민을 가중
  - 1) 실적 가시성에 비례한 계단식 주가상승(P/E ↓), 2) 글로벌 기술투자 트렌드 변화에 편승, 3) IT 내 키높이 맞추기격 순환매 초점

### 시장(MSCI Korea) 대비 반도체 상대 P/E



자료: REFINITIV, 하나금융투자

### 반도체 분기별 영업이익 추이: 실적 바닥통과에 초점

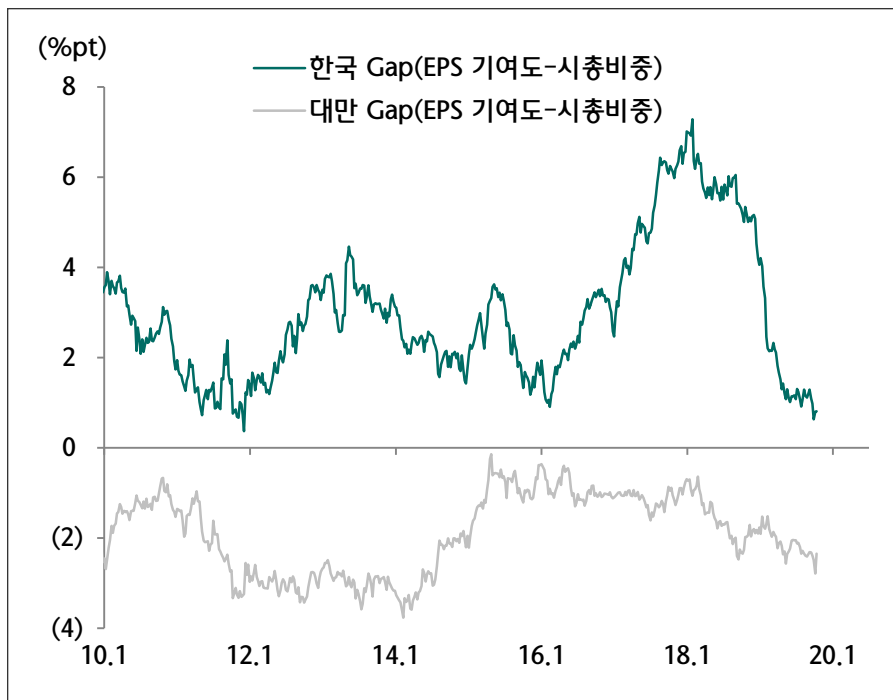


주: MKF500 반도체 업종 전체 실적에 삼성전자(하드웨어 업종 소속)를 개별 합산  
자료: Dataguide, 하나금융투자

## SEC Long & TSMC Short

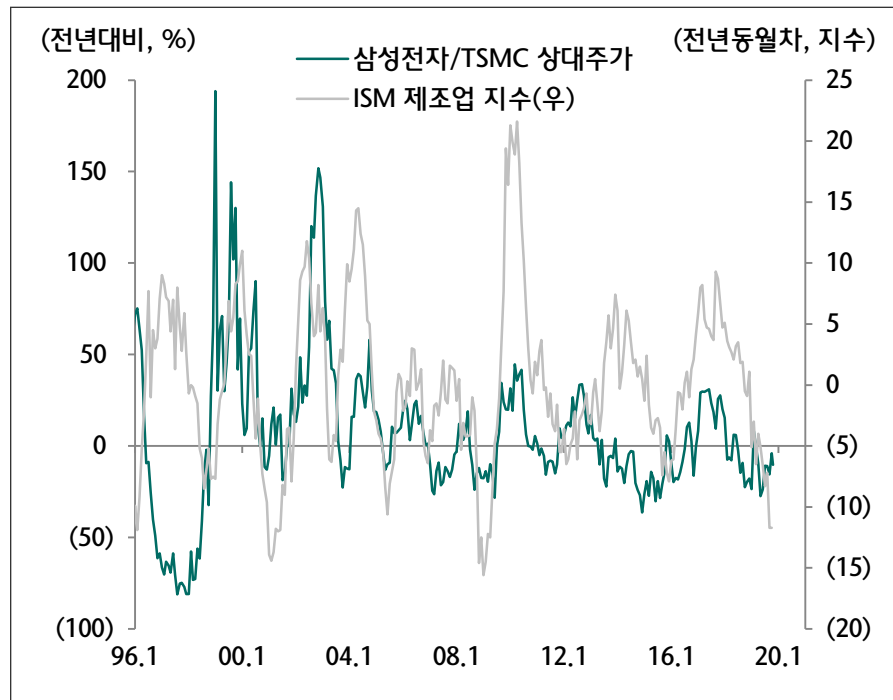
- 2020년 'SEC Long & TSMC Short' 트레이딩 기류 전면화 가능성에 무게
  - 1) '한국 Long & 대만 Short'의 EM 내 차별화, 2) 삼성전자측 파운드리 경쟁, 3) TSMC 대비 삼성전자의 Rock-bottom 상대밸류
- 흥미로운 대목은 미국 ISM 제조업 지수와 삼성전자/TSMC 상대주가와의 절대적 관련성
  - 제조업 경기 부진기엔 미국 IT 밸류체인 예측된 TSMC가 우세. 경기 진작/회복기엔 미국 IT와 협력적 경쟁관계를 갖는 SEC가 유리

### 한국 및 대만의 MSCI EM 내 EPS 기여도와 시총비중간 차분



자료: REFINITIV, 하나금융투자

### ISM 제조업 지수와 삼성전자/TSMC 상대주가

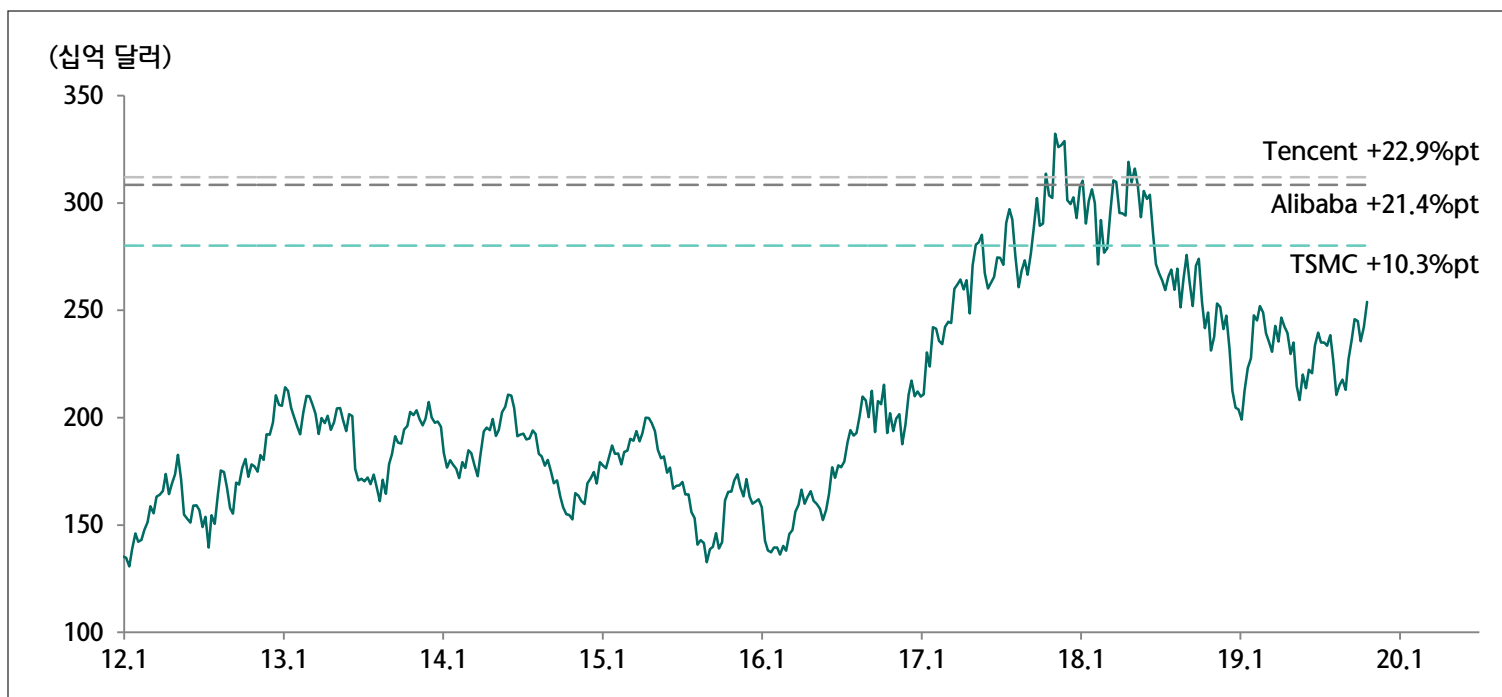


자료: REFINITIV, 하나금융투자

## TSMC 대비 삼성전자 +10%대 Catch-up 상승 시도 기대

- 반도체 고점판단을 위한 非 Bottom-up 측면 아이디어로서, MSCI EM 지수 내 Top 4 종목별 (유동)시가총액 비중을 주시할 필요
  - MSCI EM 지수 Top 4 시총비중('19년 10월 현재): Tencent 4.49%, Alibaba 4.44%, TSMC 4.03%, 삼성전자(보통주) 3.66%
  - 삼성전자는 2017년 전까진 MSCI EM 내 부동의 1등 기업이었으나, 2018년을 거치며 TSMC에게까지 역전을 허용
  - 2020년 'SEC Long & TSMC Short' 투자전략 전면화 여지를 상정할 경우, TSMC 대비 +10% 수준의 주가 Catch-up은 가능

### 삼성전자 달러환산 시가총액 추이



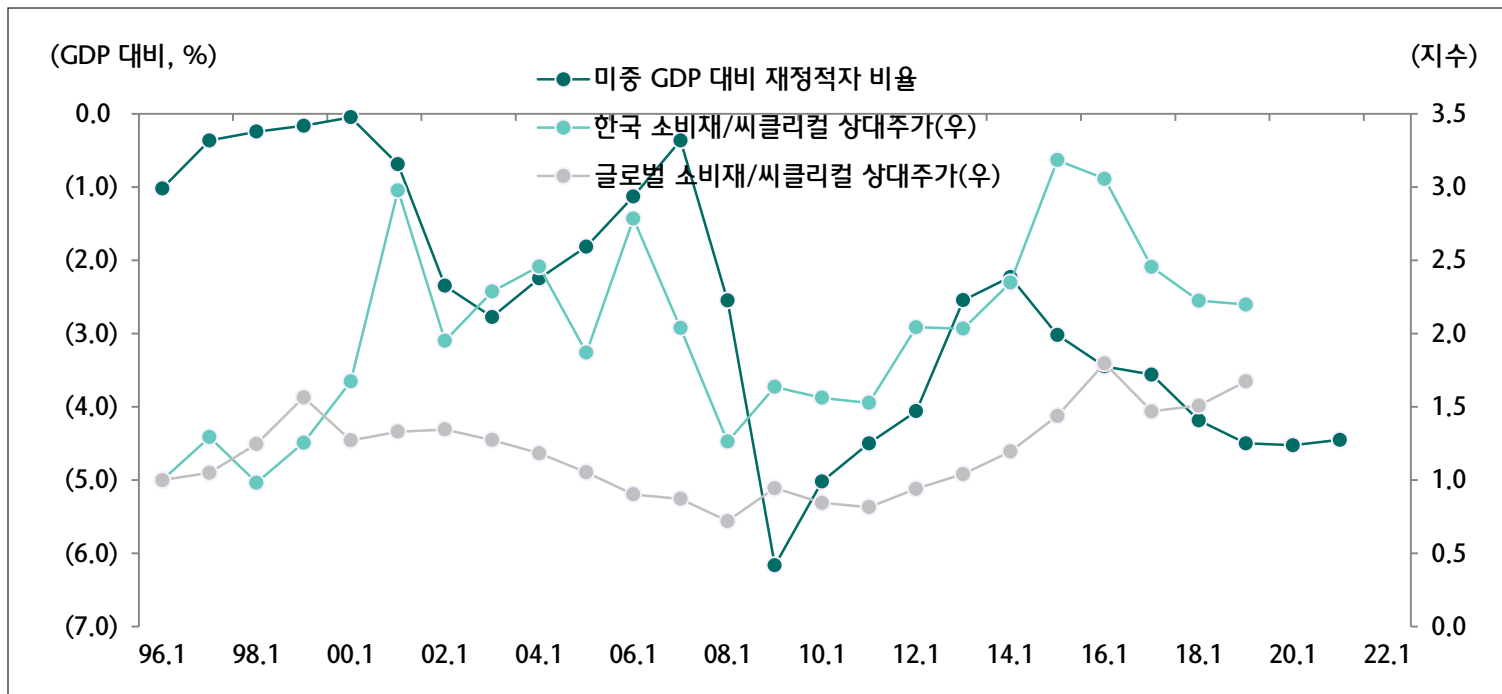
주: 시가총액 괴리율은 MSCI EM 지수 내 종목별 유동기준 시가총액에 의거

자료: MSCI, REFINITIV, 하나금융투자

### ③ 반도체(親美/금/수출소비재) < 산업재(親中/구리/수출자본재)

- 2020년의 글로벌 정책환경 측면 함의는 미중 양국이 대규모 재정적자 대열에 함께 선다는 사실  
→ Bloomberg GDP 대비 재정적자 컨센서스: 미국 - 2020년 -4.7%, 2021년 -4.7%. 중국 - 2020년 -4.35%, 2021년 -4.2%
- G2의 대규모 재정부양을 통한 Capex/인프라 확충투자 여지는 국내외 증시 내 소비재에서 시클리컬로의 주도권 이동 가능성을 역설

미중 재정적자 (평균)비중과 한국/글로벌 소비재/씨클리컬 상대주가



주: 2019~2021년 재정적자 비중은 Bloomberg 컨센서스 준용. 씨클리컬은 에너지/소재/산업재, 소비재는 경기/필수소비재 및 헬스케어  
자료: Bloomberg, REFINITIV, 하나금융투자

## 트럼프의 마지막 승부

- 2020년 재선거도를 향한 트럼프의 노림수는 인프라 투자, 국경장벽 건설, 감세, 금융규제 완화 등 재정부양 시도에 집중될 전망  
→ 대규모 Capex/인프라 투자와 감세 등이 동반되지 않는다면 미국 성장을 부진은 상당수준 불가피(재선 가능성 약화)  
→ 경기 하강 리스크 방어와 기대 인플레이션 회복을 위해선 저금리의 나비효과적 투자경기 활성화 여부가 중요

### 트럼프 임기초 재정정책 영향은 2020년을 기점으로 소멸: 임기말 추가 재정부양을 기대하는 이유

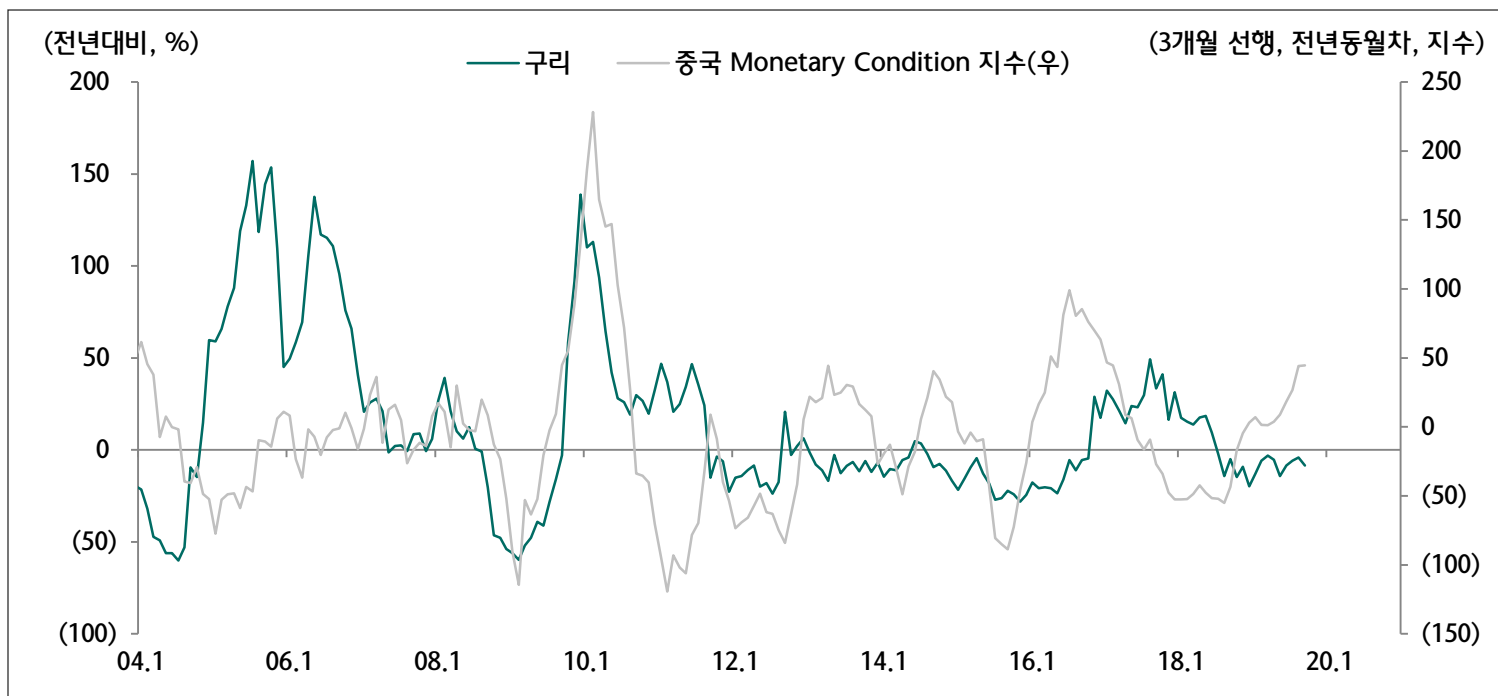
| Fiscal multiplier                     | 2018 | 2019 | 2020  | Cumulative |
|---------------------------------------|------|------|-------|------------|
| Impact of TCJA(Tax Cuts and Jobs Act) |      |      |       |            |
| Using linear multipliers              | 1.08 | 0.62 | -0.12 | 1.58       |
| Using state-dependent multipliers     | 0.23 | 0.18 | -0.02 | 0.39       |
| Impact of BBA(Bipartisan Budget Act)  |      |      |       |            |
| Using linear multipliers              | 0.37 | 0.21 | -0.04 | 0.54       |
| Using state-dependent multipliers     | 0.08 | 0.06 | -0.01 | 0.13       |
| Impact of TCJA and BBA                |      |      |       |            |
| Using linear multipliers              | 1.44 | 0.83 | -0.16 | 2.11       |
| Using state-dependent multipliers     | 0.31 | 0.24 | -0.03 | 0.52       |

자료: Peterson Institute for International Economics, 하나금융투자

## Beijing Put과 구리의 부활

- 중국 역시 2020년 내수경기 진작과 대외 정치/정책 불확실성 동시 대응을 위해선 경기부양 총력전(Beijing Put)이 불가피  
→ Beijing Put(Policy mix): 1) 적극적 통화완화, 2) 선택적 소비부양, 3) 확장적 재정투자
- 흥미로운 점은 유동성 boosting으로 표방되는 중국 정책부양 의지가 구리를 위시한 비철금속 가격변화에 3개월여 선행한다는 사실  
→ 2020년 글로벌 증시 내 구리 민감 씨클리컬(산업재/철강)의 환골탈태적 주가행보 전개 가능성을 암시하는 긍정요인

### 중국 Monetary Condition과 구리(글로벌 리플레이션 트레이딩 환경 Proxy)

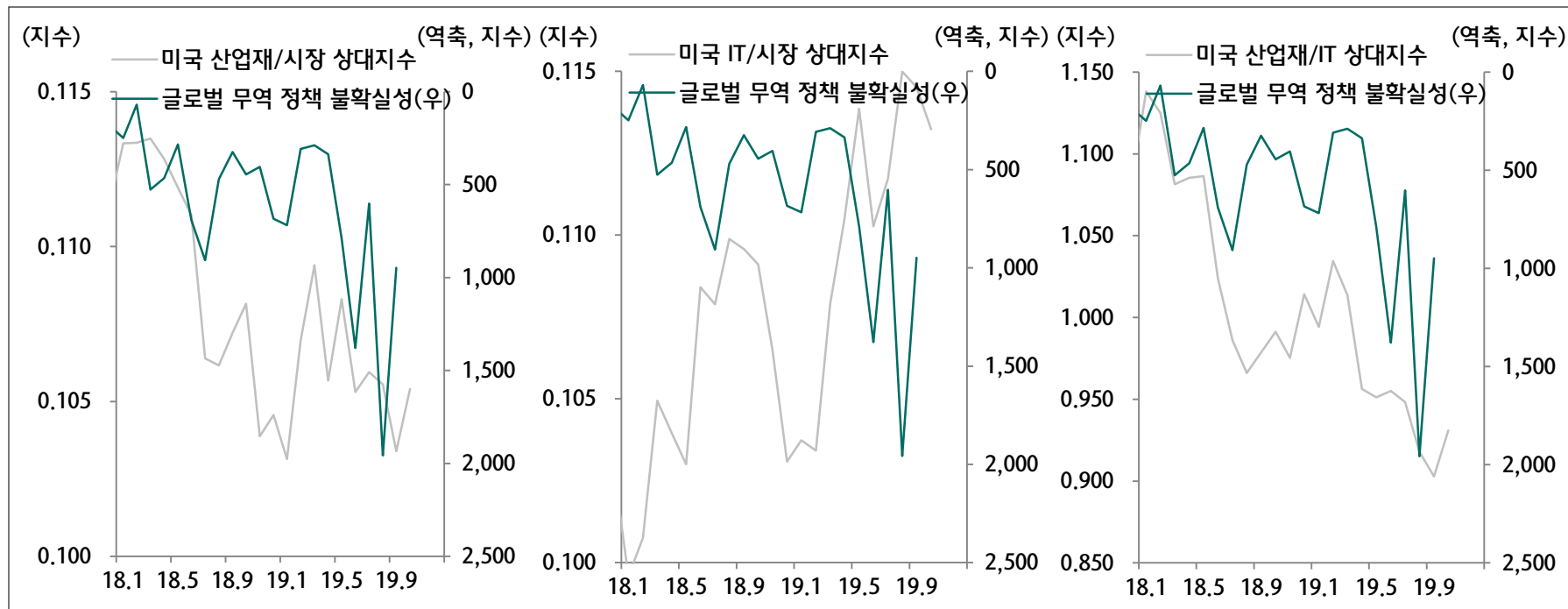


자료: REFINITIV, 하나금융투자

## G2 무역분쟁 리스크 해빙전환의 중시 함의 (1)

- 극한의 미중 통상마찰 리스크는 그간 국내외 증시 내 'IT Long & 산업재(씨클리컬) Short' 페어 트레이딩 구도 고착화로 파급  
→ 미중유의 글로벌 정치 리스크에 대한 가장 실효성 높은 안전지대 투자대안이 바로 IT, 경험적 우범지대가 바로 산업재였던 셈
- G2 양국이 직면한 현 정치/경제적 이종고는 관련 리스크 출구전략 확보의 반작용적 국면전환 가능성을 역설  
→ 1) 11월 APEC 정상회담간 스몰딜 체결, 2) 장기 Give & Take적 대화/협상 지속, 3) 2020년 대선까지 휴전기 돌입 수순에 초점

### G2 통상마찰 리스크 해빙전환은 글로벌 산업재 팔목상대의 마중물로 기능할 전망



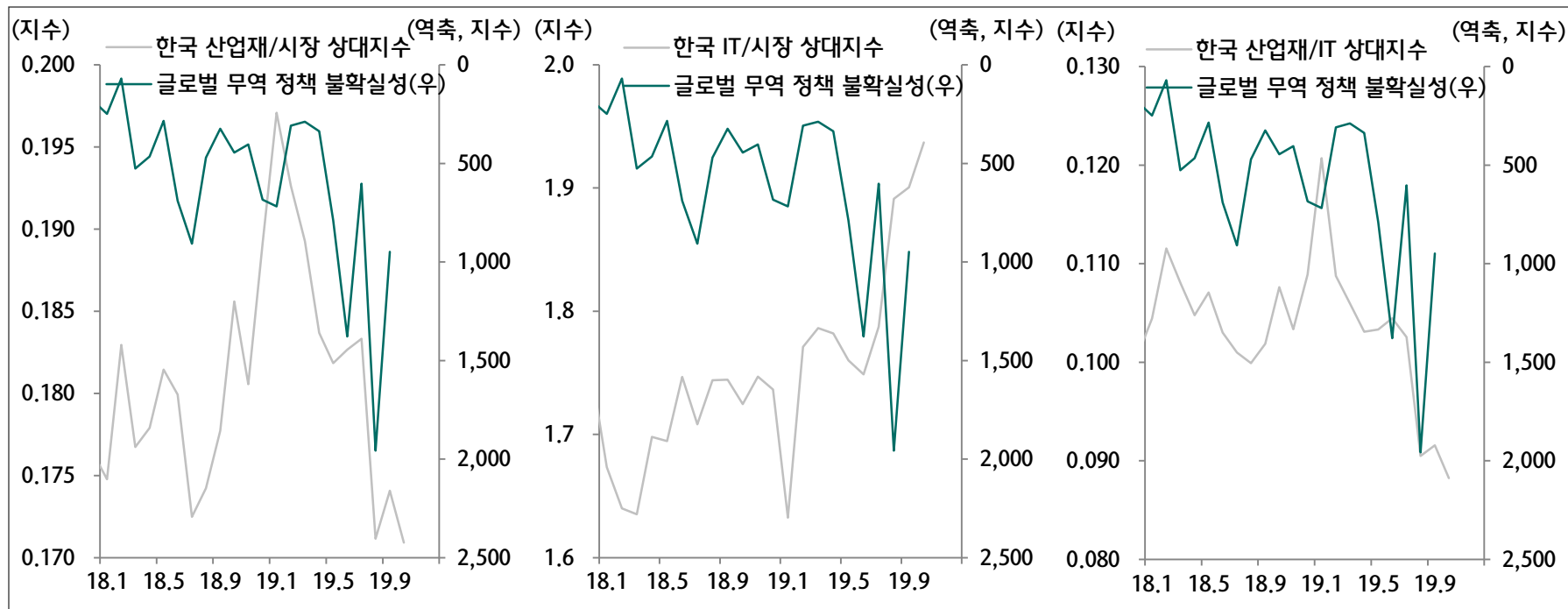
자료: REFINITIV, 하나금융투자



## G2 무역분쟁 리스크 해빙전환의 중시 함의 (2)

- 상기 경향성은 한국도 마찬가지
- G2 통상마찰 리스크 해빙전환은 그간 수세로 일관했던 산업재(씨클리컬) 팔목상대를 채근하는 마중물로 기능할 전망

### G2 통상마찰 리스크 해빙전환은 IT 대비 열위를 보였던 산업재 팔목상대의 마중물로 기능할 전망

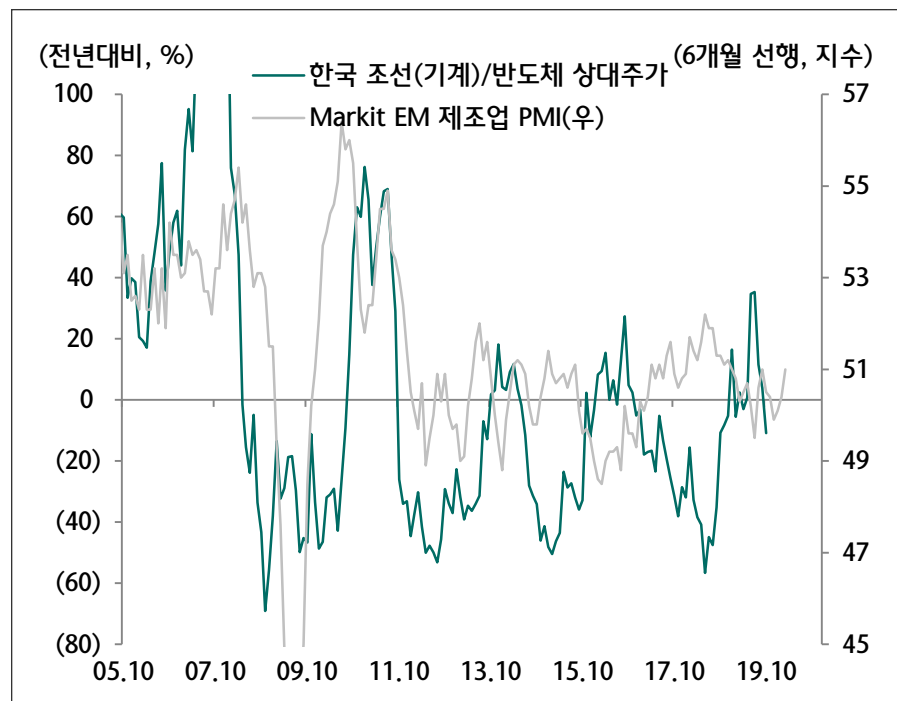


자료: REFINITIV, 하나금융투자

## 산업재/중공업 밸류체인의 역습은 이제부터 시작

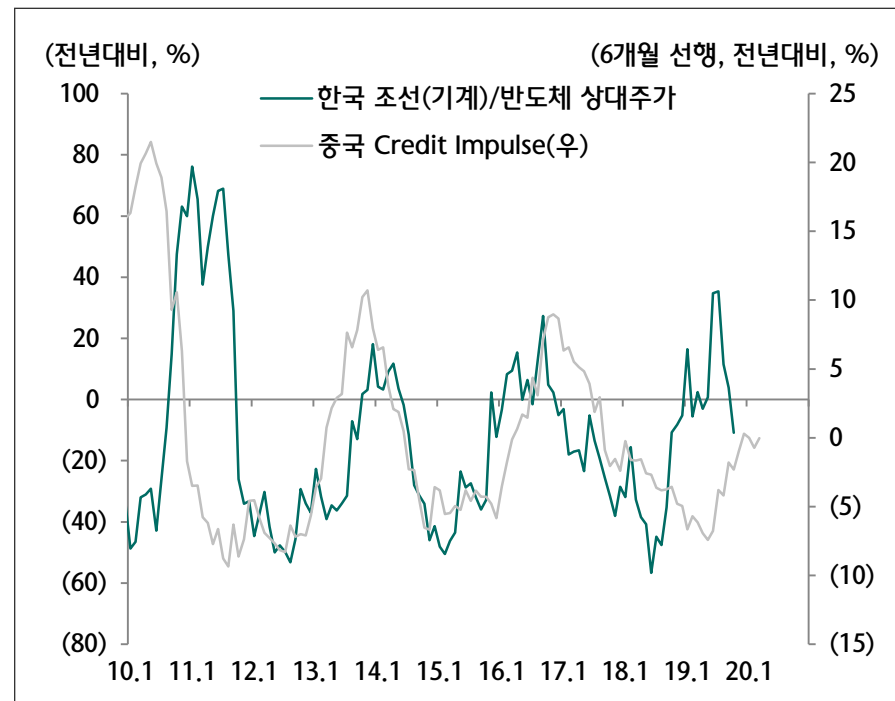
- 2019년 반도체(親美/금/수출소비재)에서 2020년 산업재(親中/구리/수출자본재)로의 국내증시 주도권 변화를 기대
  - Markit EM 제조업 PMI는 MSCI Korea 조선(기계)/반도체 상대주가에 6개월 가량 선행
  - 중국 Bloomberg Credit Impulse(유동성 보강) 역시 MSCI Korea 조선(기계)/반도체 상대주가에 6개월 가량 선행
  - Rock-bottom 주가/밸류 메리트가 잠재 Down-side 리스크를 제약하고, 글로벌 경기/정책 모멘텀이 Up-side 포텐셜로 기능

### 한국 조선(기계)/반도체 상대주가와 EM 제조업 PMI



자료: REFINITIV, 하나금융투자

### 한국 조선(기계)/반도체 상대주가와 중국 유동성 환경

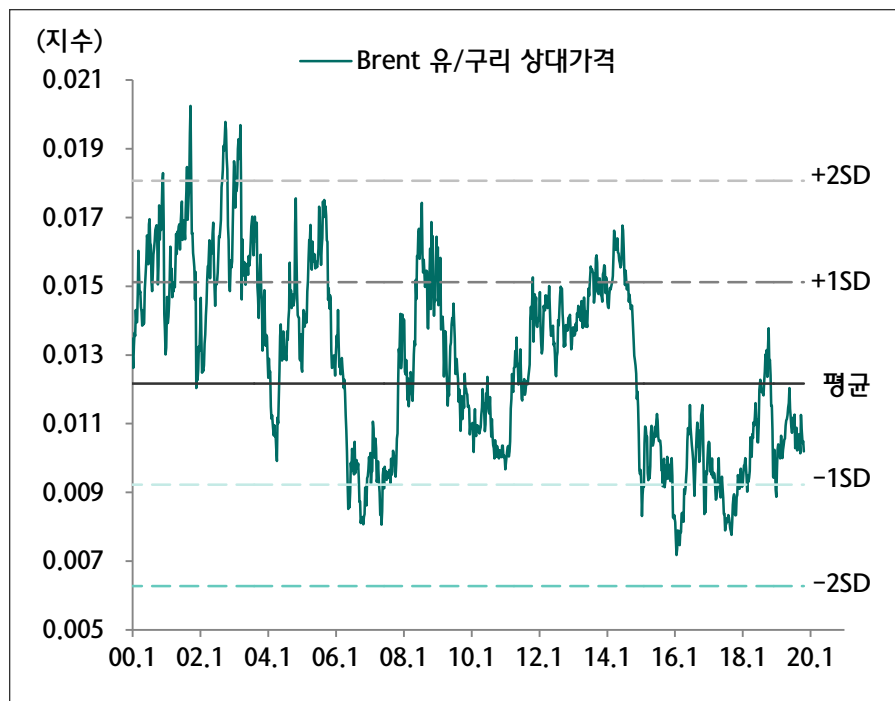


자료: Bloomberg, REFINITIV, 하나금융투자

## 구리 Play(산업재/철강) 압축대응에 초점

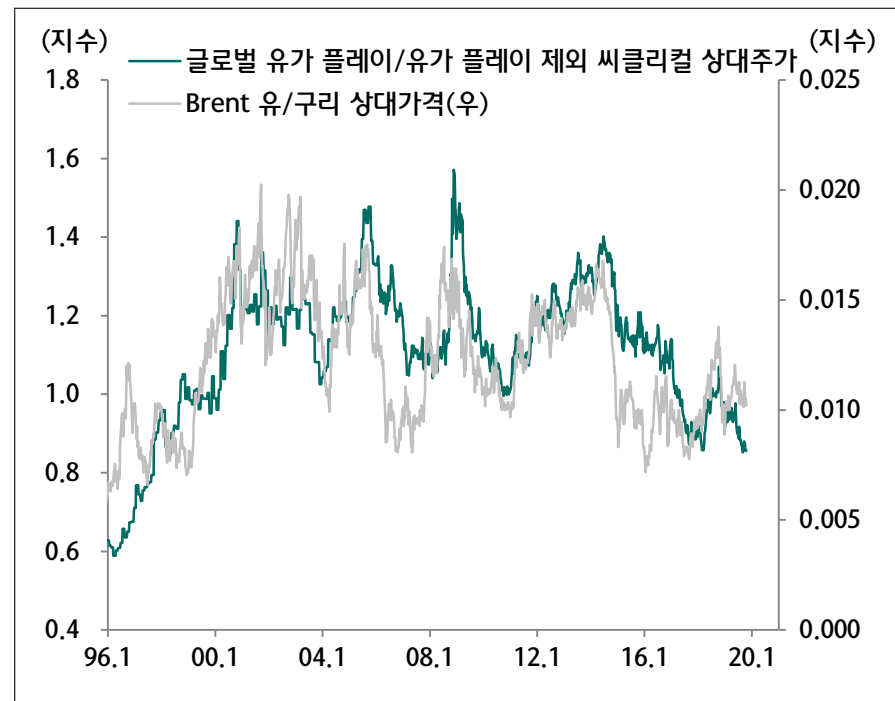
- 글로벌 매크로 환경 변화를 담아내는 핵심 Proxy격 원자재는 구리(중국/EM 및 투자경기)와 원유(미국/DM 및 소비경기 반영)
  - 2020년 중후장대 시클리컬 투자전략 초점은 전통적 산업재/소재 이분법에서 탈피, 구리 Play 대 원유 Play로 재편될 전망
  - 구리(산업재/철강) Play가 주도하는 국내외 시클리컬 팔목상대 기류 전개 가능성에 초점
- 1) 미국 대비 중국 경기/정책 모멘텀 우위, 2) 통화에서 재정으로 정책초점 이동, 3) 소비에서 투자로의 매크로 주도권 변화 염두

### 브렌트유/구리 상대가격 추이



자료: REFINITIV, 하나금융투자

### (구리 > 원유) = (산업재/철강 > 정유/화학 유가 플레이)



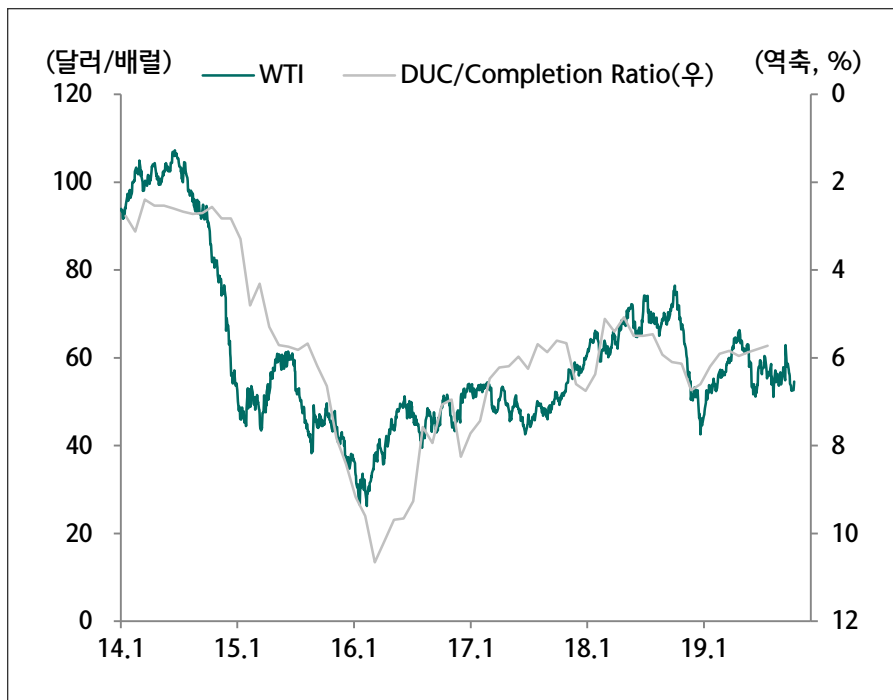
주: 유가 플레이는 정유/화학 업종

자료: REFINITIV, 하나금융투자

## 미국 에너지 자립의 시장 함의

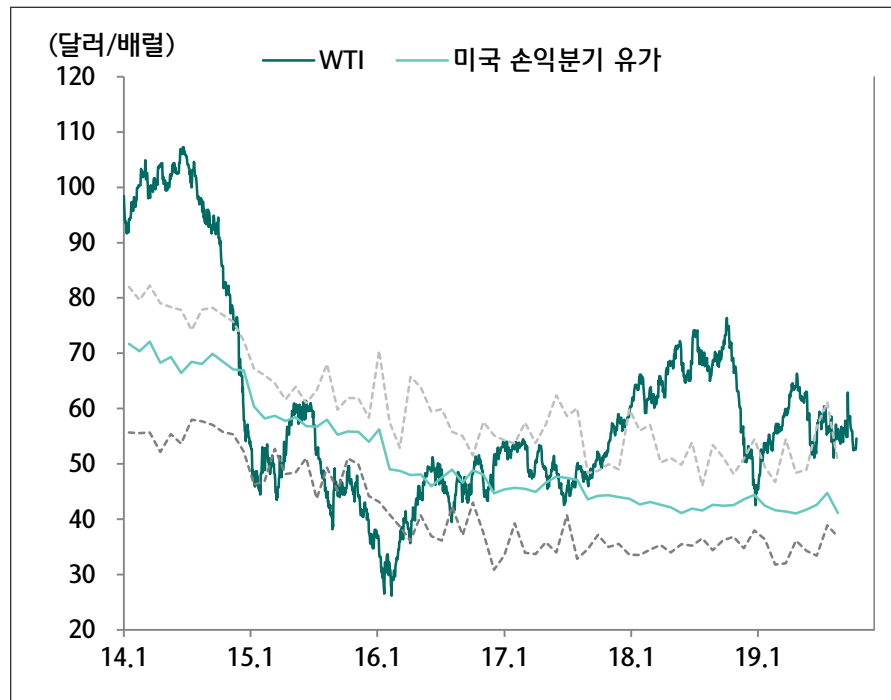
- 미국 에너지 자립(미국 수요량 대비 가스 공급량은 100%, 원유는 80% 달성)이 갖는 두 가지 투자전략 함의를 주목할 필요
  - 1) 에너지 E&P 관련 Capex/인프라 확충투자를 통해 에너지 자립을 넘어 국제시장 패권장악을 모색
  - 2) 미국 셰일오일측 공급 탄력성은 OPEC으로 대표되는 중동 산유국을 압도(탄력적 공급능력은 국제유가 추가급등 여지를 제한)
- 트럼프의 에너지 정책 노림수는 정유/화학 유가 Play보단 E&P 관련 산업재 밸류체인에 전술적 우위로 구체화될 전망

### 미국 (셰일)오일 메이저 산유량은 국제유가 변화에 연동



주: DUC는 Drilled but Uncompleted Wells  
자료: Bloomberg, 하나금융투자

### 그리 뜨겁지도 또한 차갑지도 않은 국제유가 흐름 지속 예상

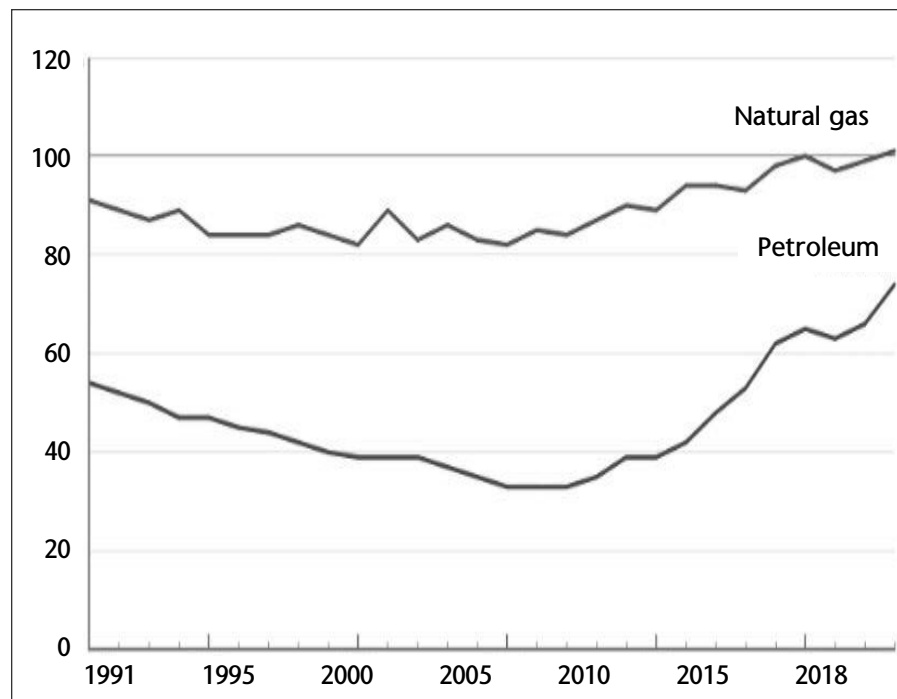


주: 손익분기 유가는 6대 셰일오일 산유지 손익분기 유가의 최대/최소값  
자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 에너지 E&P 관련 산업재 밸류체인 팔목상대

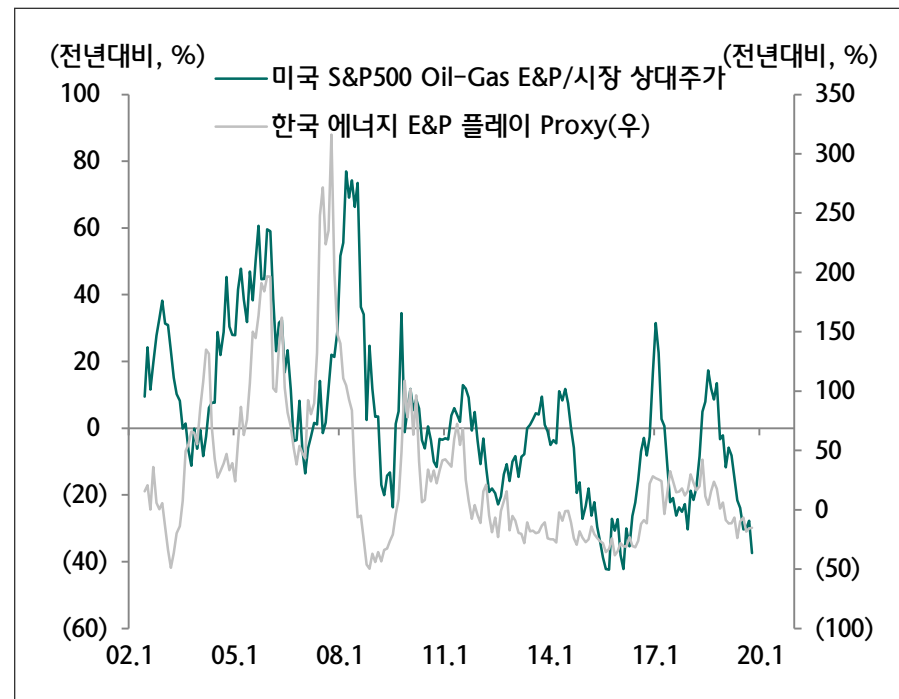
- 2020년 미국은 말썽꾸러기 산유국 최대압박(Maximum Pressure)을 지속하는 가운데, 에너지 시추/생산/수출 확대에 주력할 것  
→ 1) 에너지 자립, 2) 국제시장 리더십 확대, 3) Capex/인프라 투자 촉진, 4) 공화당 최대 후원자인 Oil Major 이권확보 포석
- 미국 에너지 시추/생산 밸류체인 확충투자 여지는 국내 E&P 관련 산업재/중공업 밸류체인 Bottom-fishing 필요성을 역설  
→ 1) 해외 E&P 건설, 2) 유정관/송유관, 3) 굴삭기/굴착기, 4) 피팅, 5) 보냉재 관련주 압축대응에 초점

### 미국 에너지 소비량 대비 생산량 비중: 에너지 독립 임박



자료: Peterson Institute for International Economics, 하나금융투자

### 미국 에너지 인프라 투자 확대는 한국 E&P 팔목상대의 마중물



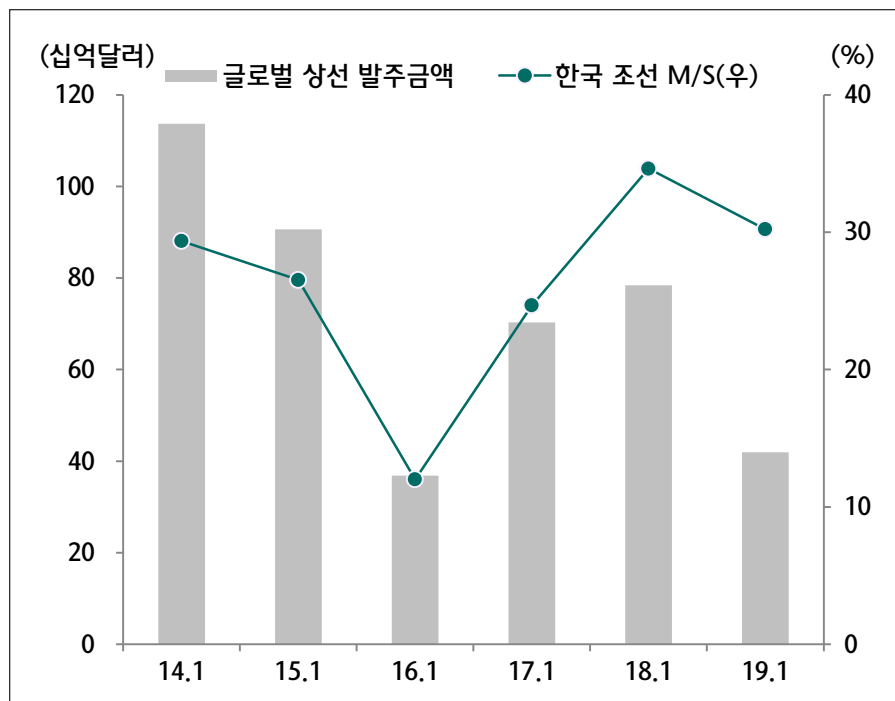
주: 한국 에너지 E&P 플레이 Proxy는 삼성엔지니어링/한국조선해양/현대제철/성광벤드/진성티이씨 주가의 평균

자료: REFINITIV, 하나금융투자

## IMO2020과 조선주 대항해 시대

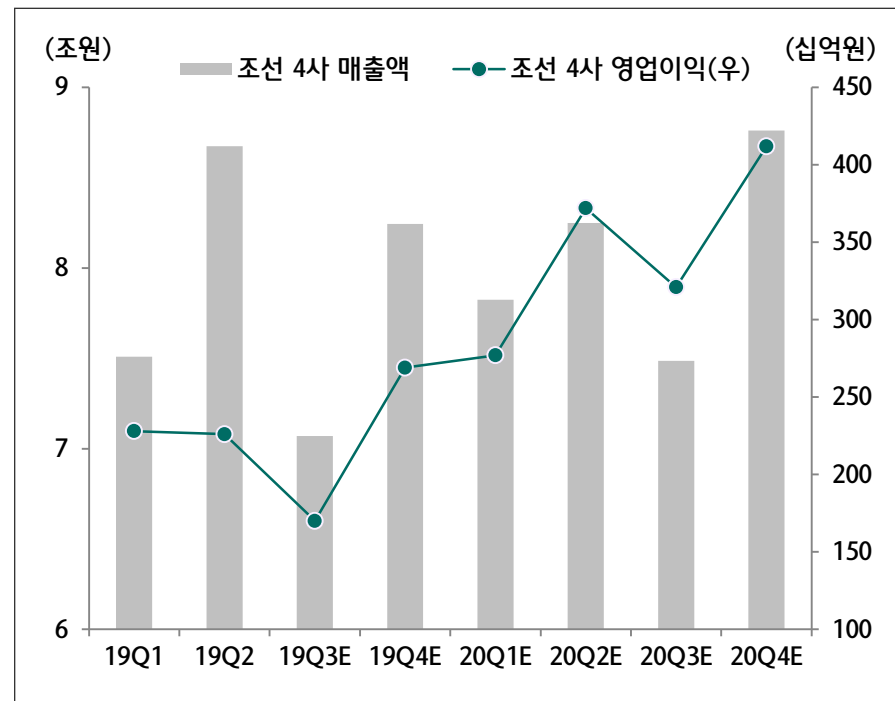
- 2018년은 한국조선 업황회복의 원년, 2019년은 실적 턴 어라운드 원년, 2020년은 시장 주도주 귀환의 원년으로 기록될 전망
- 1) 글로벌 매크로의 순환적 회복, 2) 'IMO2020' 체제 등장에 따른 LNG로의 패러다임 쉬프트, 3) 한국 조선의 압도적 기술우위
- 특히, 한중일 삼각구도에서 탈피해 한국 조선 'Winner takes it all' 행보가 가속화되고 있단 점이 중장기 조선주 긍정론의 요체

### 글로벌 상선 발주동향과 한국 수주 M/S 추이



자료: Clarkson, 하나금융투자

### 조선 커버리지 4개사 실적 추이

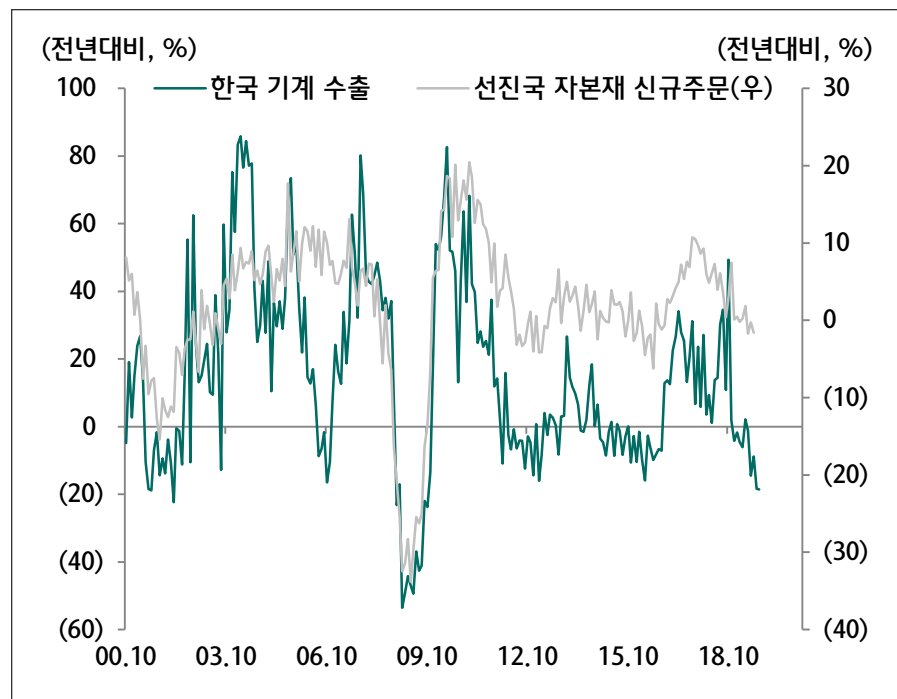


주: 한국조선해양/삼성중공업/대우조선해양/현대미포조선 커버리지사 실적 합  
자료: 각 사, 하나금융투자

## 기계, 글로벌 Capex/인프라 투자 사이클의 침병

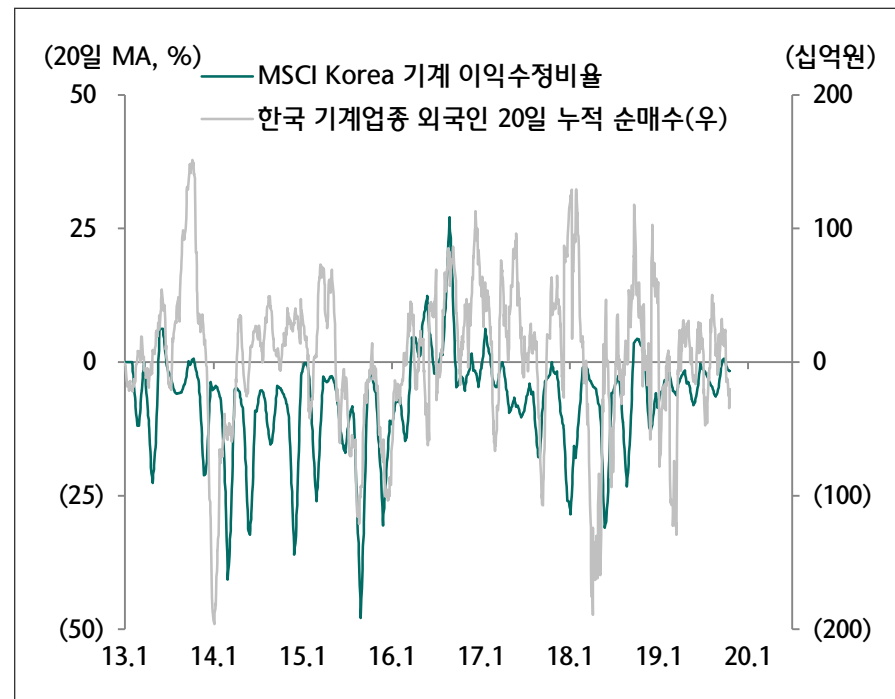
- 조선/기계를 위시한 한국 중공업 및 산업재 수출환경은 G2를 위시한 글로벌 Capex/인프라 투자 및 자본재 주문 사이클에 연동  
→ 미중 재정부양 전면화와 투자경기 부활 가능성은 관련주 실적 펀더멘탈 개선을 이끄는 추동력으로 기능할 전망

### 한국 기계 수출과 선진국 자본재 신규주문



자료: REFINITIV, 하나금융투자

### 한국 기계 업종 실적 모멘텀과 외국인 수급환경

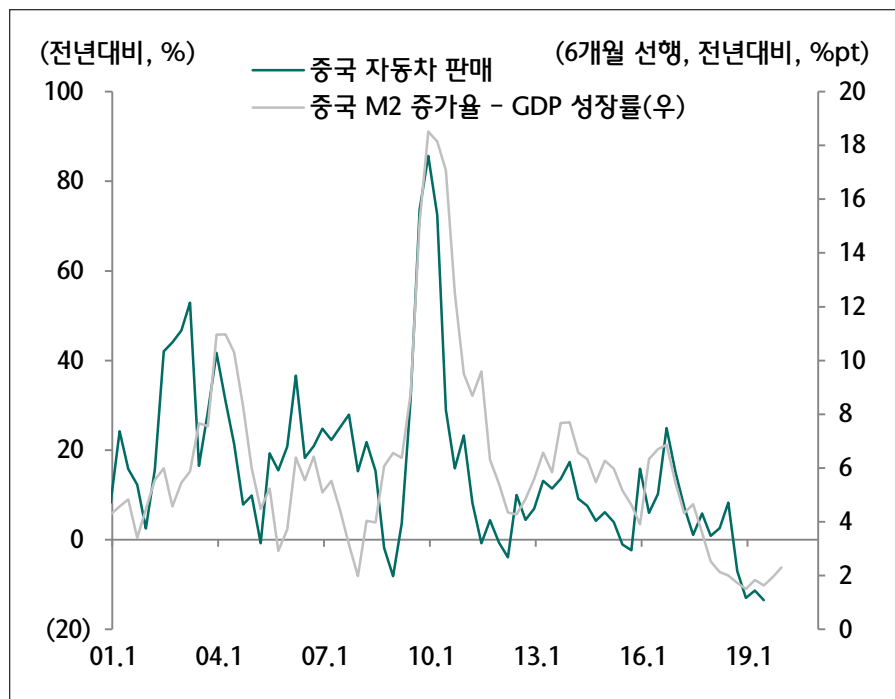


자료: REFINITIV, KRX, 하나금융투자

## ④ Rock-bottom 알파( $\alpha$ ): 소강사회에서 찾는 중국 소비재 투자기회

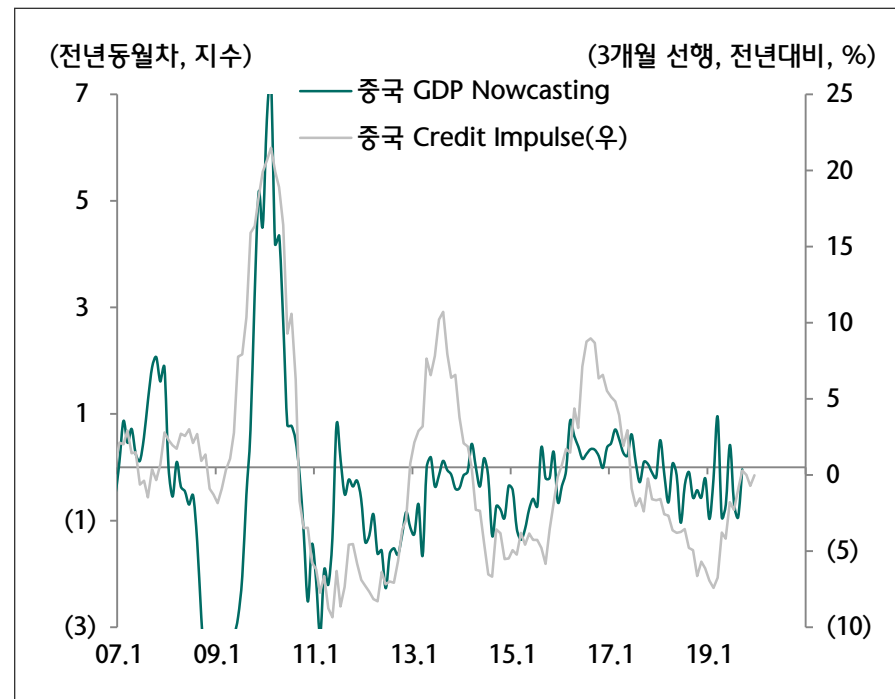
- 2020년은 중국 소강사회(小康社會) 진입을 선언하는 기념비적 한 해가 될 전망
  - 시진핑은 '17년 19차 전국대표회의를 통해, 2020년 1인당 GDP 1만\$ 달성('18년말 9,050\$)을 중국경제의 결정적 승리로 규정
  - 내수경기 진작과 대내외 경기/정치/정책 불확실성 대응을 위해선 경기부양 총력전(Beijing Put)이 불가피

### 중국 자동차 판매와 중국 M2 증가율과 GDP 성장률간 차분



자료: REFINITIV, 하나금융투자

### 중국 GDP Nowcasting과 Credit Impulse



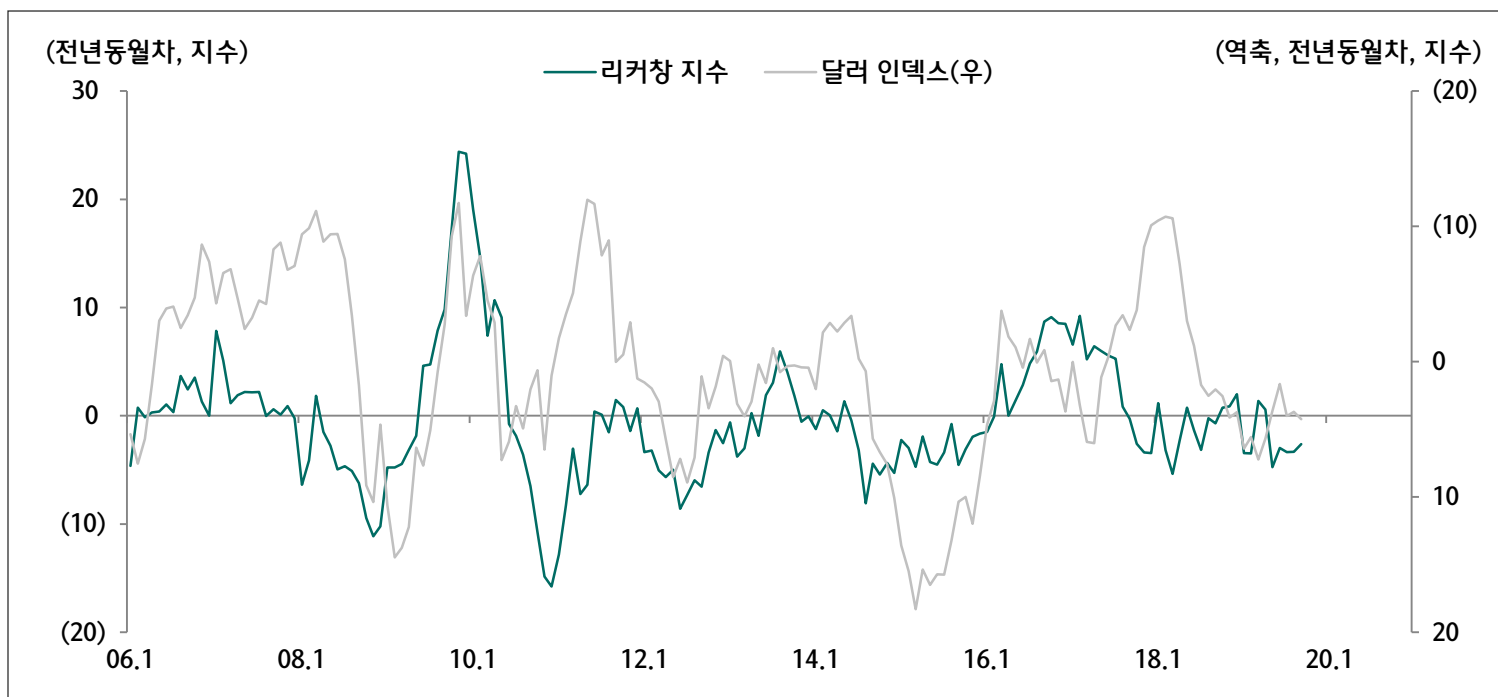
자료: Bloomberg, 하나금융투자



## 'Thucydides Trap' 탈출기

- 흥미로운 대목은 리커창 지수(중국 실물/제조업 경기 Proxy)와 달러 인덱스(DXY)간 뚜렷한 역의 상관성
  - Thucydides Trap: 기존 강대국과 새롭게 부상하는 강대국간 충돌은 불가피(Graham Allison)
  - 내수 중심 중장기 성장동력 구축과 Beijing Put에 근거한 경착륙 리스크 완화가 트럼프 리스크 타개의 궁극적 해법인 셈
  - 중국은 실물경기 저점반등과 대내외 리스크 해빙전환이 구체화될 때까지 내수 총력부양 시도에 매진할 것

### 리커창 지수와 달러(DXY) 인덱스

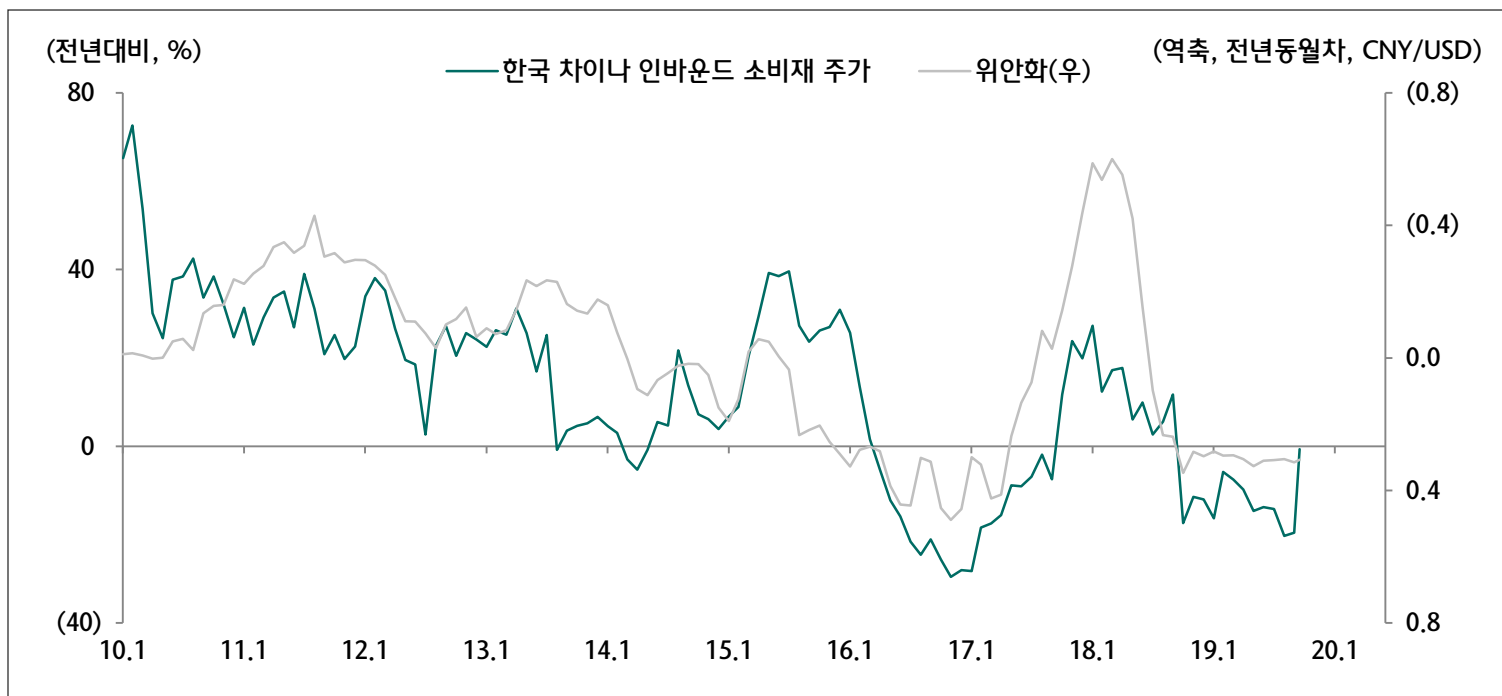


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 위안화 Bottom-out = 중국 소비재 Bottom-fishing

- 2020년 대미 관계 정상화, 내수 소비부양(구매력 개선), 금융시장 국제화의 삼중 교집합은 바로 위안화 강세
  - 중국은 10월 워싱턴 미중 무역협상을 통해, 인위적 위안화 절하억제와 금융시장 완전개방을 합의
  - 통상, CNY/USD 환율 방향성은 한국 차이나 인바운드 소비재 주가에 역행(위안화 강세 = 대중국 소비재 강세)

위안화 Bottom-out(강세전환)은 한국 차이나 인바운드 소비재 Bottom-fishing을 필요성을 역설

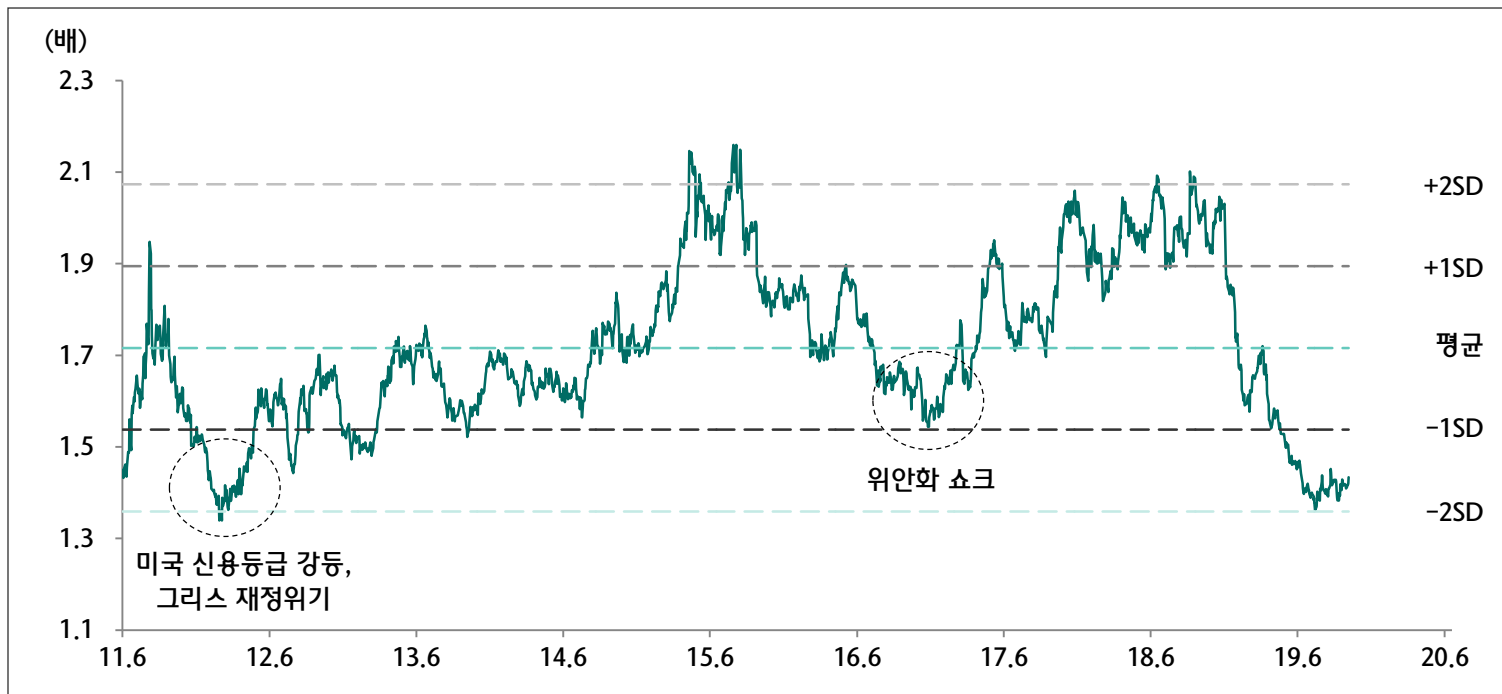


자료: Dataguide, 하나금융투자

## China In-bound 소비재 프리미엄 밸류 복원에 초점

- 1) 중국 총력부양, 2) 위안화 강세선회, 3) 사드 리스크 완전해빙은 2020년 대중국 소비재 팔목상대 필요성을 역설  
→ China In-bound 소비재군 시장 대비 상대 밸류는 글로벌 시스템 리스크 발발 당시 수준인 -2SD 레벨에 근접
- 정책과 실적 모멘텀간 결합은 2020년 대중국 소비재 프리미엄 밸류에이션 회복을 견인하는 쌍두마차로 기능할 전망  
→ 중국 소비재 옥석 가리기: Masstige(대중명품) 브랜드 보유 여유소비재 실적주에 초점(패션 > 카지노 > 화장품 > 유통 > 미디어)

China In-bound 소비재 업종의 시장(MKF500) 대비 상대 밸류에이션(12M Fwd P/E)

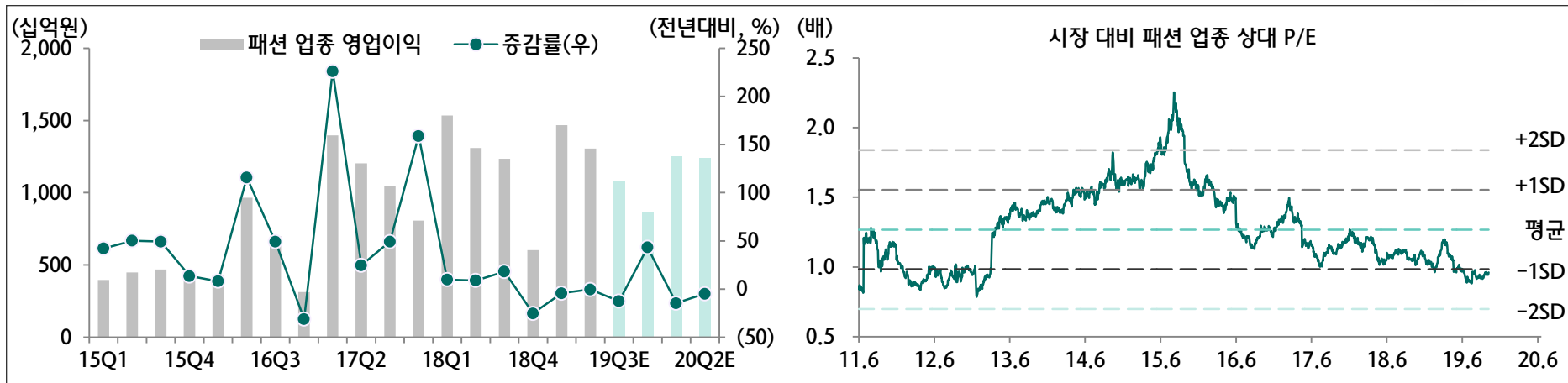


주: China In-bound 소비재 업종은 패션/화장품/미디어/소비자서비스(관광 및 카지노)/유통으로 구성

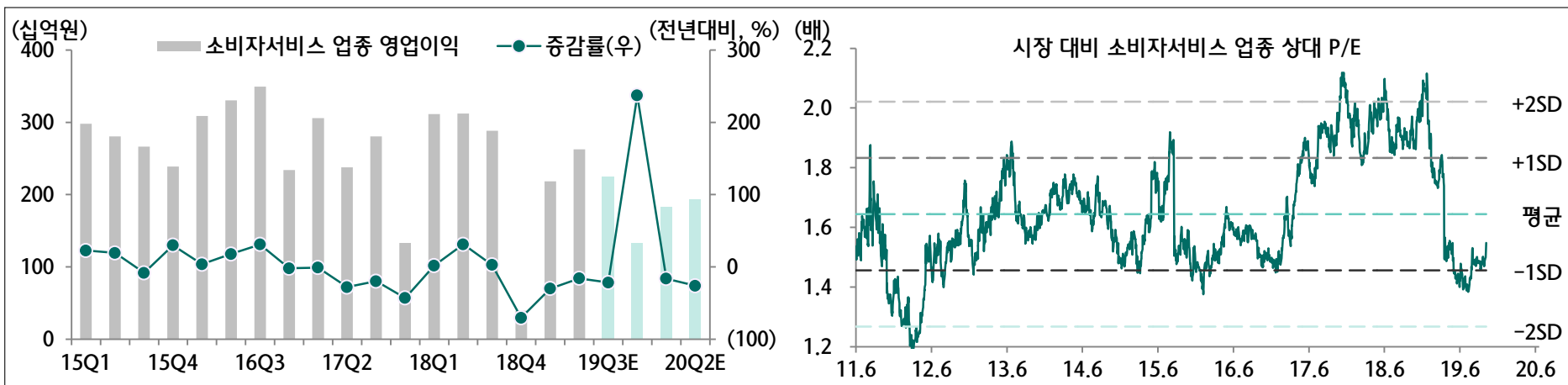
자료: Dataguide, 하나금융투자

# China In-bound 소비재 옥석 가리기 (1)

## 패션



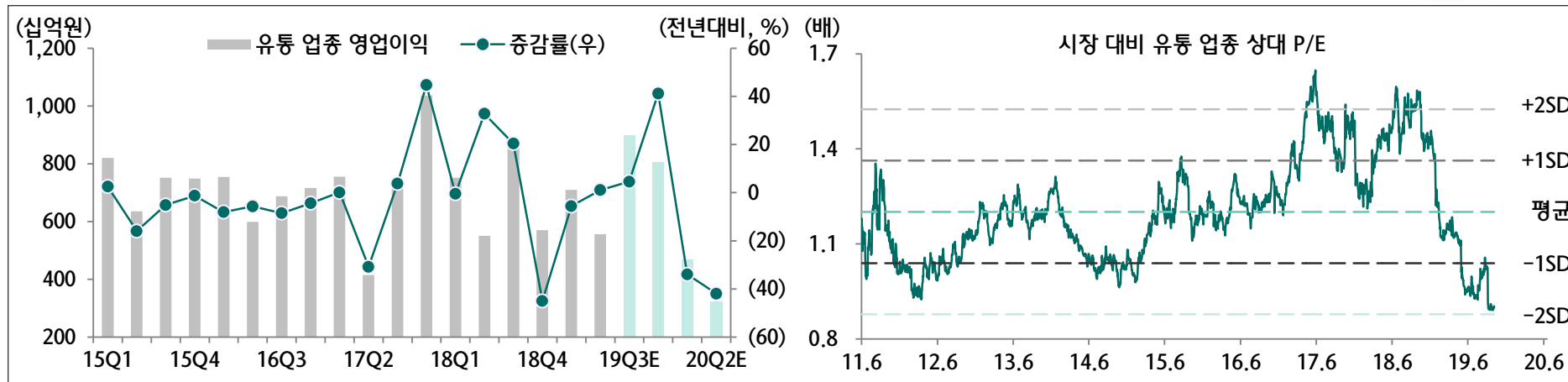
## 소비자서비스(관광/카지노)



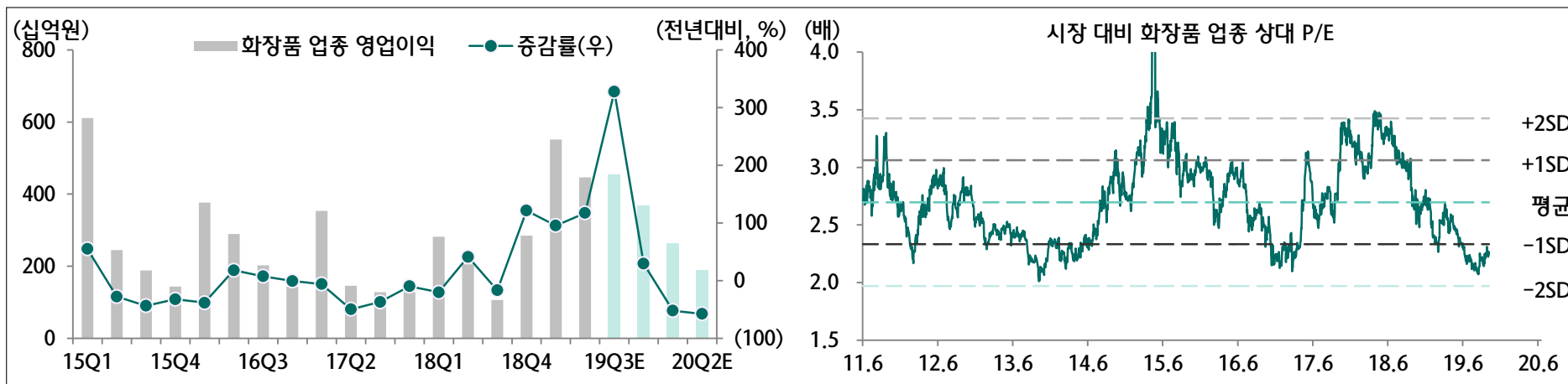
자료: Dataguide, 하나금융투자

## China In-bound 소비재 옥석 가리기 (2)

## 유통



## 화장품



자료: Dataguide, 하나금융투자

## 2020년 포트폴리오 전략 Top picks

| 종목명     | 현 주가<br>(원) | 시가총액<br>(십억원) | 2020E         |            | 2019E         |            | 12M Fwd<br>P/E (배) | 12M Fwd<br>P/B (배) |
|---------|-------------|---------------|---------------|------------|---------------|------------|--------------------|--------------------|
|         |             |               | 영업이익<br>(십억원) | YoY<br>(%) | 영업이익<br>(십억원) | YoY<br>(%) |                    |                    |
| 삼성전자    | 51,300      | 306,249.8     | 37,119.8      | 35.2       | 27,447.9      | (53.4)     | 12.6               | 1.3                |
| 삼성전기    | 117,000     | 8,739.2       | 790.4         | 16.8       | 676.5         | (33.6)     | 16.7               | 1.5                |
| 원익IPS   | 33,700      | 1,654.1       | 172.9         | 115.4      | 80.3          | (24.2)     | 13.3               | 2.7                |
| 고려아연    | 439,500     | 8,293.4       | 883.4         | 3.2        | 855.9         | 11.9       | 12.4               | 1.1                |
| 삼성엔지니어링 | 16,750      | 3,283.0       | 406.7         | 3.1        | 394.4         | 91.4       | 10.3               | 2.0                |
| 대우조선해양  | 29,900      | 3,205.5       | 339.6         | (36.0)     | 531.0         | (48.2)     | 9.8                | 0.7                |
| 현대건설기계  | 30,450      | 599.9         | 202.7         | 8.0        | 187.7         | (10.1)     | 7.3                | 0.4                |
| LG생활건강  | 1,246,000   | 19,460.3      | 1,297.7       | 10.4       | 1,175.4       | 13.1       | 25.3               | 4.4                |
| 파라다이스   | 18,500      | 1,682.4       | 88.0          | 173.9      | 32.1          | 1,233.6    | 65.0               | 1.2                |
| F&F     | 90,400      | 1,392.2       | 146.9         | 19.7       | 122.8         | 34.1       | 12.5               | 2.5                |

자료: Quantiwise, 하나금융투자