

거시경제 / 자산배분전략

Conflict, Divergence and Expansion

박희찬 Economist
02 3774 1850
hcpark@miraeasset.com

Contents

[요약]	3
I. Conflict	5
II. Divergence → Convergence	17
III. Expansion	33
IV. Strategy	47

Summary

- 2018년 글로벌 금융시장은 경기 둔화가 진행되는 가운데, 미-중 무역갈등이 큰 부담 요인으로 작용. 그 외에도 브렉시트 불확실성, 이탈리아 재정 잡음, 중국 디폴트 증가에 따른 크레딧 리스크 등의 이슈가 더해져 주가 변동성 확대, 미국 외 증시의 전반적인 약세가 진행되는 등 안전 선호 심리가 강화되었음.
- 2019년에는 이런 요인들이 하나둘 완화되면서 글로벌 경기 회복 전환이 기대됨. 경험적 경기 사이클 주기를 고려할 때 2019년 2사분기 글로벌 경기 회복 반전이 기대되며, 이 즈음에는 논란의 반도체 가격도 반등 전환할 가능성이 높음. 이번 경기 반등에는 신흥국(ASEAN, 인도가 주도) 기여도가 높을 것이며 유로존의 긍정적 역할도 기대됨.
- 가장 중요한 변수인 미-중 무역갈등은 조건부 합의 형태로 단기 봉합되면서 글로벌 증시 반등에 기여할 전망. 중국의 금융 및 내수, 서비스 시장 개방이 이루어질 듯하며, 이 과정에서 위안화 절상도 용인되는 제2 플라자합의가 가능해 보임. 단, 무역갈등이 조금 완화될 수 있어도 양국의 패권 다툼은 장기 지속 불가피하며, 1:1 대결 구도보다 국제 공조화를 통한 헤게모니 장악 노력이 전개될 전망.
- 글로벌 통화정책 차별성은 점진적 완화 예상. 미국의 금리인상은 계속되겠으나 속도는 느려질 수 있는 반면, 유로존 금리인상이 2019년 하반기에 시작되는 등 여타 선진국 금리인상 강도는 높아지는 방향. 신흥국도 금리인상이 예상되나 인플레이가 과거에 비해 안정적이어서 속도는 빠르지 않을 것.
- 경기 및 통화정책의 수렴 양상, 그리고 일부 불확실성 요인의 완화로 달러 가치 조정 압력이 커지는 대신, 유로화, 파운드화, 위안화 등으로 절상 압력이 옹아갈 전망. 터키 리라화 등 일부 신흥국 통화의 동반 절상이 예상되는 가운데, 외환보유액이 지속 증가하는 한국의 원화도 소폭 절상이 예상됨.

투자 전략

제시 근거

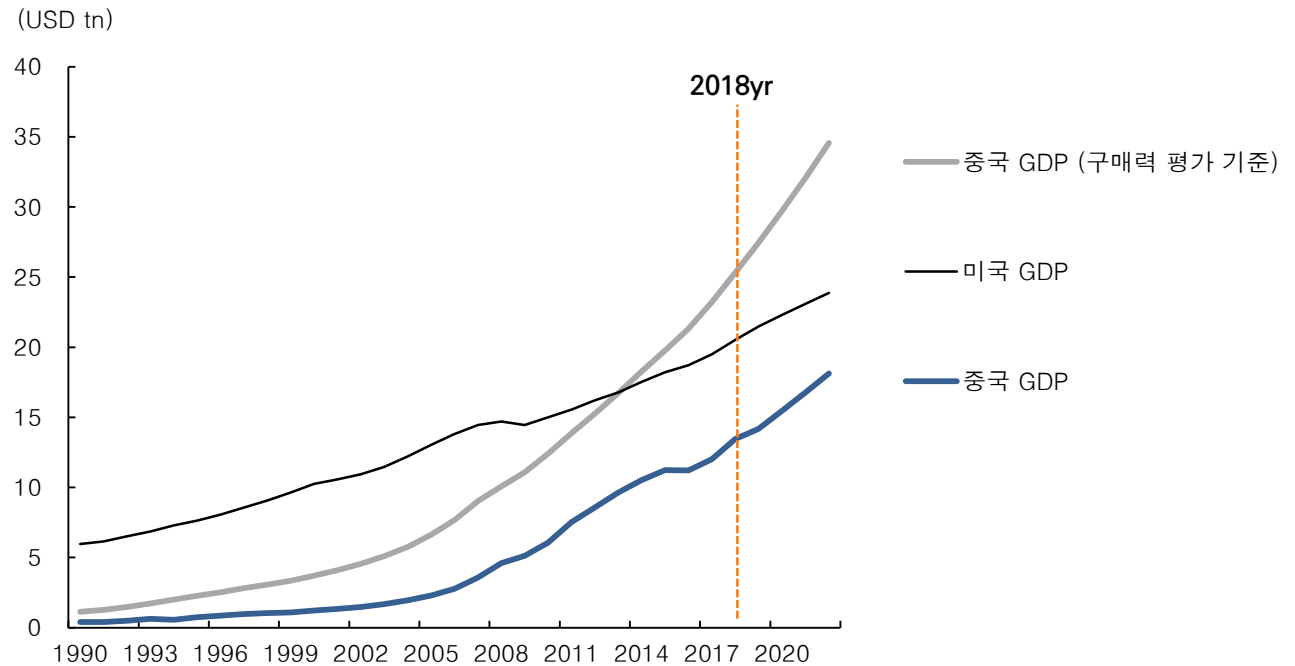
Short	'UST' & Short 'JPY'	<ul style="list-style-type: none"> FRB 금리인상 기조 유지, 미-일 금리차 확대, 엔화 약세
Long	'GBP' & 'EUR'	<ul style="list-style-type: none"> 브렉시트 불확실성 2019년 1사분기 중 소멸, 서유럽 경기 반등
Long	'Robotics'	<ul style="list-style-type: none"> 추세 성장 테마로 미-중 무역갈등 완화되면 최근 부진했던 성과 회복 예상, 관련 ETF: Global X Robotics & AI
Long	'DM IT S/W & Service'	<ul style="list-style-type: none"> 4차 산업혁명 테마. 하드웨어보다 소프트웨어 경쟁력이 중요. 아마존, 구글 등 장기 전망 낙관적.
Long	'유럽 산업재+소재', '영국 금융업'	<ul style="list-style-type: none"> 브렉시트 이슈 완화 및 유로화 파운드화 반등에 따른 투자 전략
Long	'Turkey'	<ul style="list-style-type: none"> 트리플 약세에서 트리플 강세로. 미국과 관계 개선, 유가 하락, 크게 저평가된 리라화 긍정적.
Long	'India Treasury'	<ul style="list-style-type: none"> 유가 하락 등으로 환 손실 위험 축소, 8%에 가까운 고금리 매력.
Short	'CAD'	<ul style="list-style-type: none"> 미국만큼 적극적 금리인상, 하지만 미국과 달리 금융위기 이후 계속 증가한 부채 부담, 부동산 경기 우려.
Short	'BRL'	<ul style="list-style-type: none"> 새정부 재정(연금)개혁 관련 불확실성. 전고점(1달러 4.2헤알)까지 가면 전략 수정 고려.

Conflict

No.1으로서 미국의 경제적 지위에 흠집

- 2018년 중국 GDP는 13.5조 달러로, 20.5조 달러인 미국 GDP의 65%에 이릅니다. 2022년이면 75% 수준까지 올라, 미국과의 격차가 더 줄어들 것으로 예상되고 있습니다.
- 구매력 평가 기준 GDP는 2014년부터 중국이 미국을 앞서는 상황, 시간이 지날수록 격차 확대.

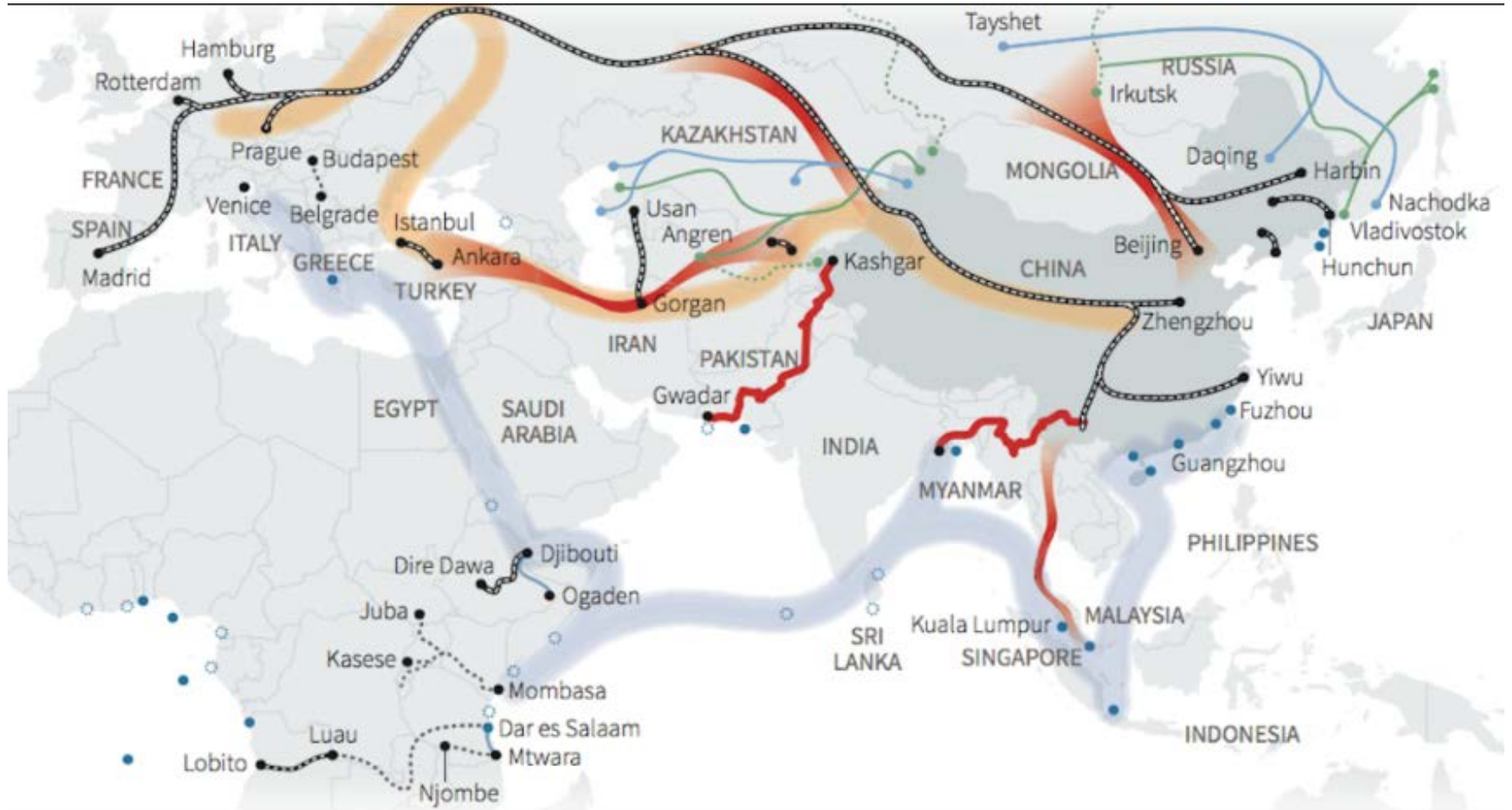
미국 GDP의 2/3에 이른 중국 GDP, 구매력 평가 기준으로는 이미 역전



자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

발단 ②, 일대일로, 중국몽

일대일로 프로젝트는 중국의 경제적 자신감의 표현, 미국 중심의 세계 정치 경제 질서에 대항
→ 미국의 자존심을 자극.

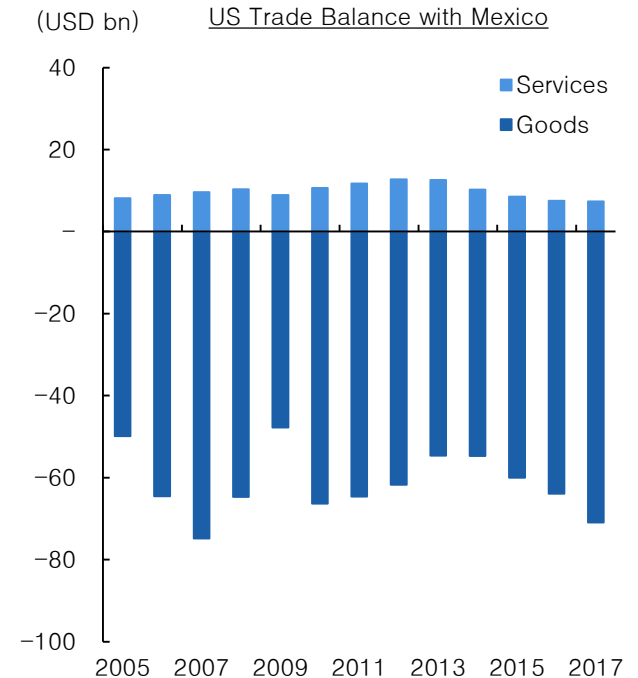
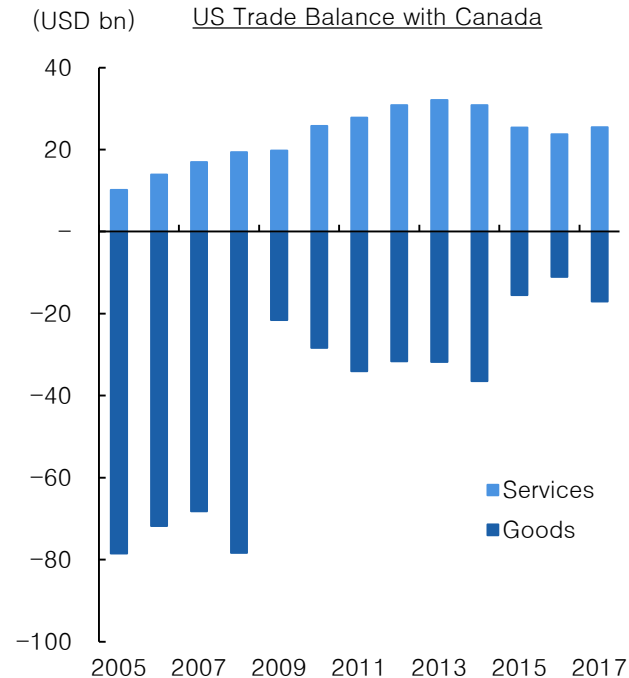


자료: Business Insider

NAFTA를 대체한 USMCA

- 트럼프 행정부는 America First 기치 하에 전세계와 새 무역협정을 맺는 중.
- 그 첫번째 작업으로 NAFTA를 폐기하고 USMCA를 새로 체결.
- USMCA는 US를 가장 앞에 둬으로써 미국이 주도하는 무역협정임을 강조.
- 또, 북미(North America)라는 지역 제한적 표현을 삭제함으로써, 동 무역협정을 북미 이외 지역으로 확장하고자 하는 의지를 보인 것으로 판단됨.

미국의 대 캐나다, 대 멕시코 상품무역수지, 서비스무역수지: 트럼프 대통령은 멕시코에 더 불만이 많을 것



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

- 미국은 영국, 일본, 호주를 USMCA 체제에 편입시키고자 할 것이며, EU까지 편입시키는 것을 궁극적 목표로 할 듯.
- 중국 일대일로 또한 유럽을 향하고 있어, 양국 패권전쟁에 유럽의 정치 경제적 이익이 예상됨.



국제 공조화 노력, 합종연횡

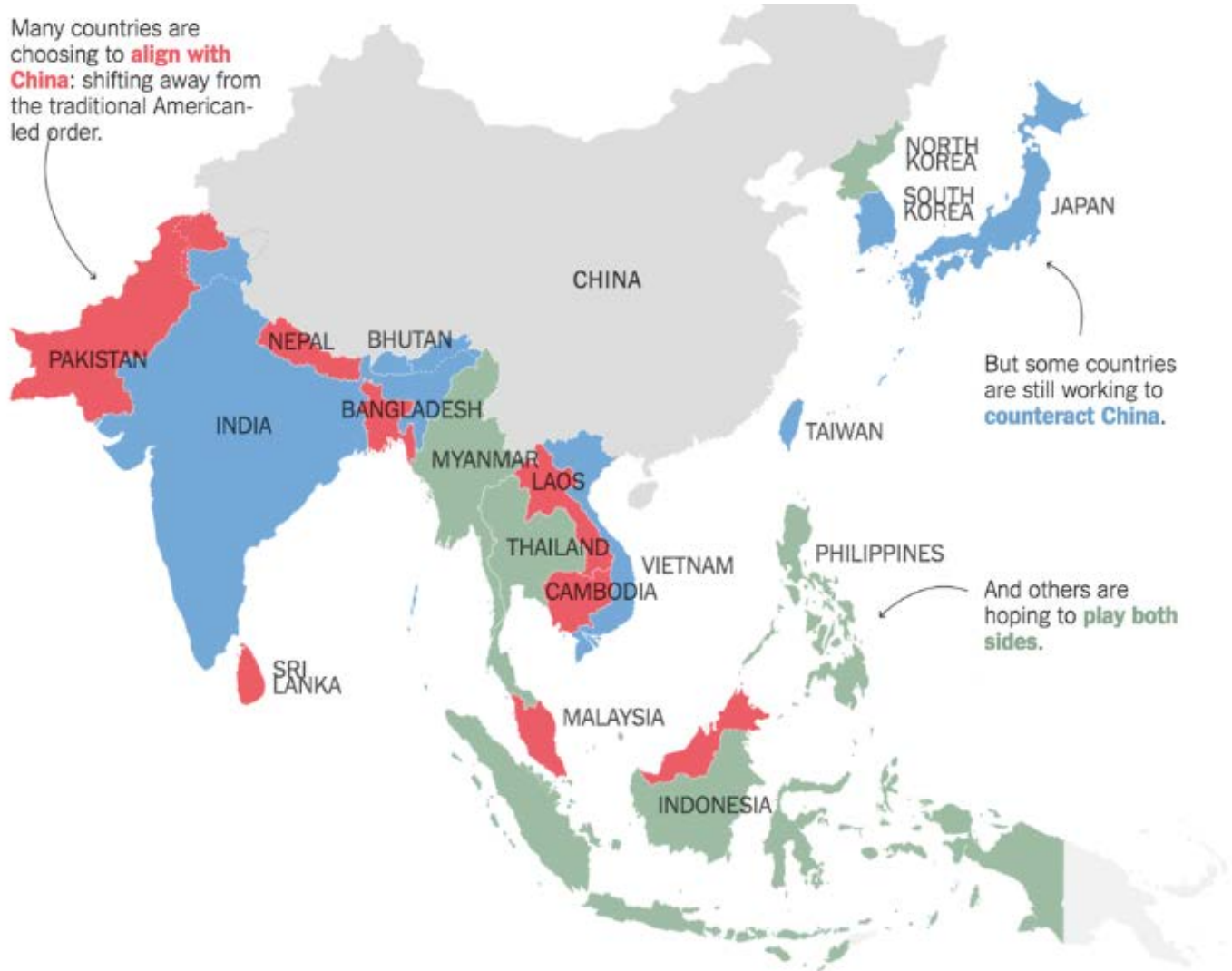
싱가포르 리셴룽 총리,
“아시아 국가들은 미, 중
양국 중 하나를 선택할
것을 강요 받게 될 것.”

이에, 아시아 국가들은
기회와 위험이 공존.

단, 인도는 경제적 지위를
고려할 때 기회 요인이 더
부각될 듯.

아시아 국가들의 중국(+미국)에 대한 외교적 스탠스

Many countries are choosing to **align with China**: shifting away from the traditional American-led order.



But some countries are still working to **counteract China**.

And others are hoping to **play both sides**.

에너지 자원의 원활한 확보가 필수적인 중국 vs. 이를 방해하고픈 미국

- 중국은 원활한 에너지자원 확보 목적으로 중국-파키스탄 경제벨트 구축. 파키스탄의 과다르항에서 중국 서부(키슈가르)로 연결되는 송유관 건설, 과다르항을 허브항구로 육성 계획.
- 그런데, 파키스탄은 현재 건설 중인 TAPI 가스 파이프라인이 통과. TAPI 라인을 통해 투르크메니스탄 가스가 인도로 이송될 계획. 미국은 이를 지원함으로써 인도의 에너지 문제 완화 노력.
- 이란의 대 인도 에너지 수출항인 차바하르항에 대해 미국이 제재 예외 조치를 취한 것도 인도 때문.
- 이처럼 미국은 인도를 지원하는 한편, 최근 경제적 어려움에 빠진 파키스탄의 IMF 구제금융 승인에 반대하면서 파키스탄을 견제, 궁극적으로 중국의 에너지 확보를 견제.

미-중 에너지 전쟁에서 중요도가 부각되는 파키스탄 (+ 인도, 이란, 투르크메니스탄)

* CPEC:
China-Pakistan Economic Corridor

* TAPI:
Turkmenistan-Afghanistan-Pakistan-India 파이프라인



자료: 미래에셋대우 리서치센터

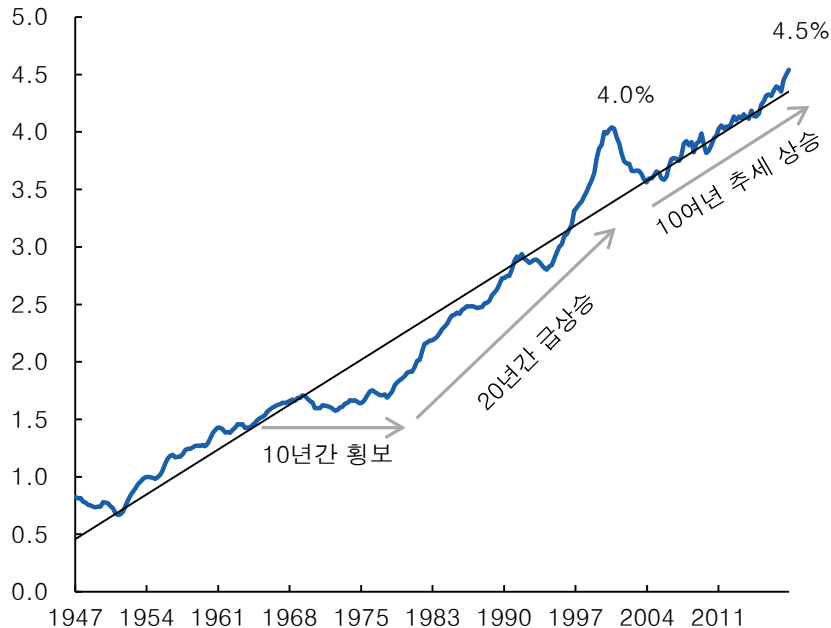
기술 패권주의 ≡ 기술 보호주의

중국의 추격과 미국의 적극 견제, 장기적인 싸움

- 미국 경제에서 지적재산권 투자 비중은 지속 증가해서 2018년 현재 GDP의 4.5% 수준.
- 지적재산권은 당장의 경제 성장, 일자리 창출에도 큰 영향을 미칠 뿐 아니라, 미래 경제적 우위가 곧 기술 우위에서 비롯된다는 판단 하에 미국은 적극 보호, 육성 의지를 보이고 있음.
- 중국도 미국을 빨리 따라 잡기 위해 노력 중이나 미국이 적극 견제에 나선에 따라 쉽지 않아졌음.

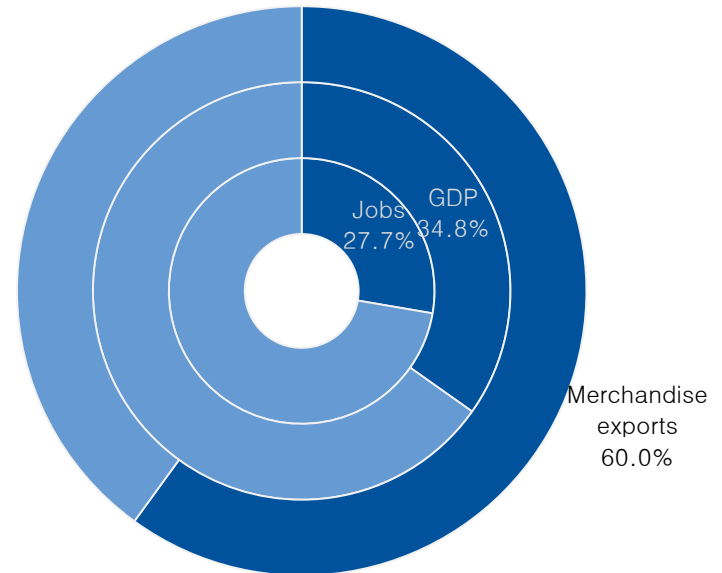
미국 지적재산권 투자, 최근 10여 년간 추세적 확대

미국 GDP에서 지적재산권에 대한 투자가 차지하는 비중(%)



자료: US BEA, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

미국 경제에서 지적재산권과 밀접한 연관된 고용, GDP, 상품수출 비중

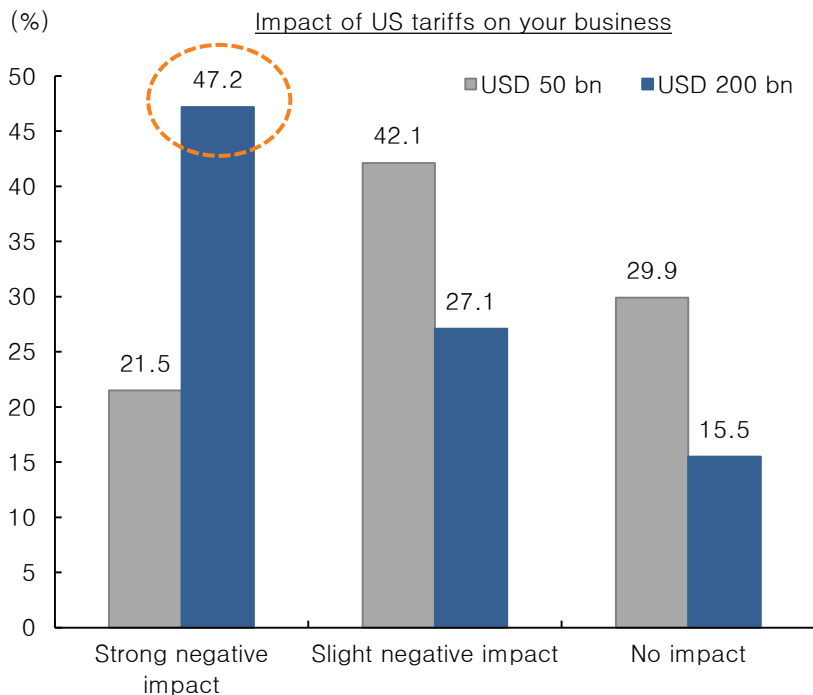


자료: China-US Exchange Foundation, 미래에셋대우 리서치센터

중국 소재 미국 기업들, 관세 인상 피해 우려

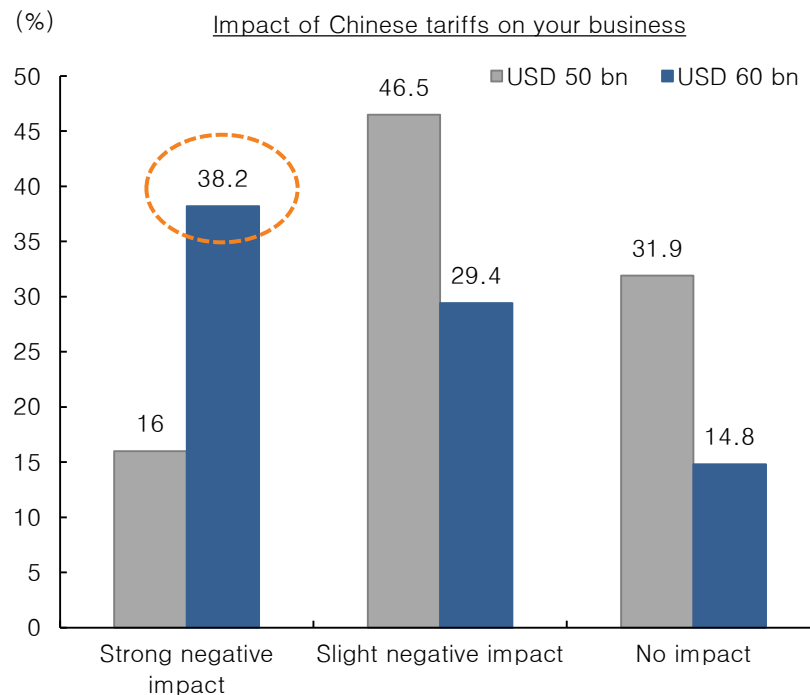
- 9월말 3차 관세인상(미국은 중국산 수입품 2,000억 달러 규모에 10% 관세율 적용, 중국은 미국산 수입품 600억 달러 규모에 대해 5~10% 차등 관세 적용).
- 이후, 중국 소재 미국 기업들은 큰 피해를 우려하기 시작. 특히, 미국의 수입관세 인상이 더 큰 피해를 줄 것으로 걱정.
- 중국의 일방적 피해가 부각되던 국면을 지나, 미국의 피해도 인식하는 국면으로 전환.

미국의 관세 인상에 대한 중국 소재 미국 기업들의 대답



자료: AmCham Shjanghai, 미래에셋대우 리서치센터

중국의 관세 인상에 대한 중국 소재 미국 기업들의 대답



자료: AmCham Shanghai, 미래에셋대우 리서치센터

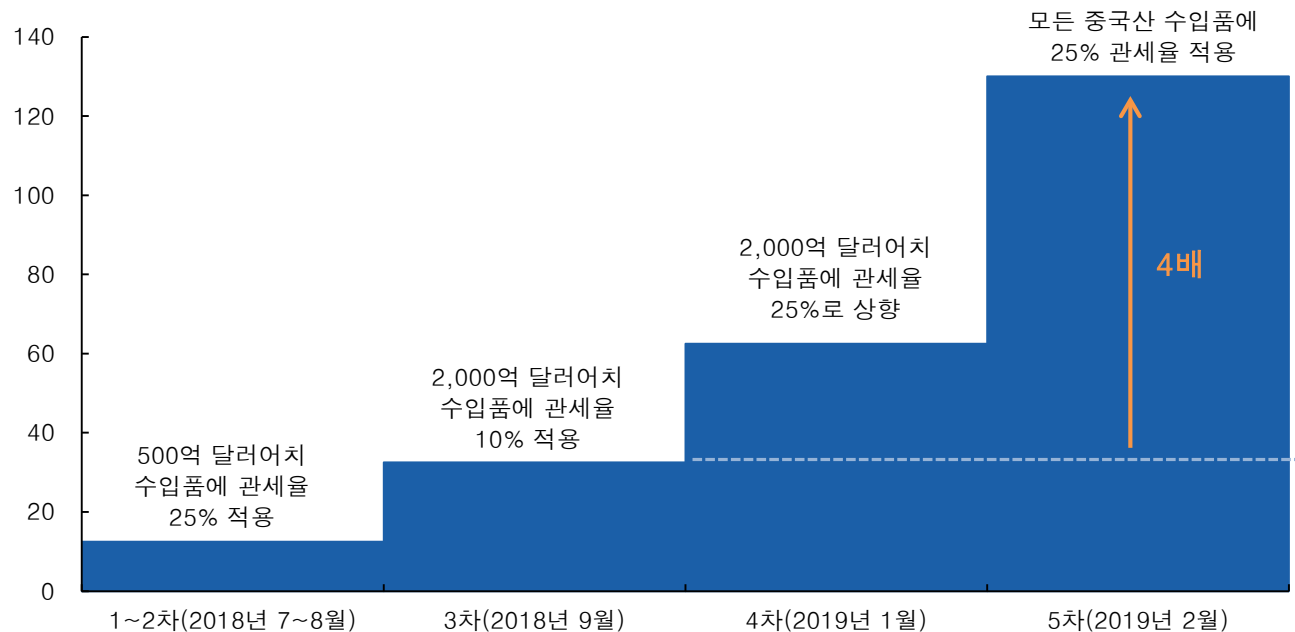
12월초 정상회담, 우려보다 기대가 큰 이유

- 아직까지 수입관세 인상 규모는 경미한 수준.
- 하지만, 미중 정상회담이 실패로 돌아가면, 2019년에는 1월, 2월 두 차례에 걸쳐서 관세 인상 누적 규모가 급증할 예정.
- 실리주의자 트럼프 대통령은 이를 그대로 현실화 시키기보다, 다른 돌파구를 찾을 가능성이 높음.

2019년 1~2월 미국의 수입관세 인상 부담 급속 증가(예정)

(USD bn)

미국의 중국산 수입관세 인상 누적 규모 (4차 이후로는 예정 규모)



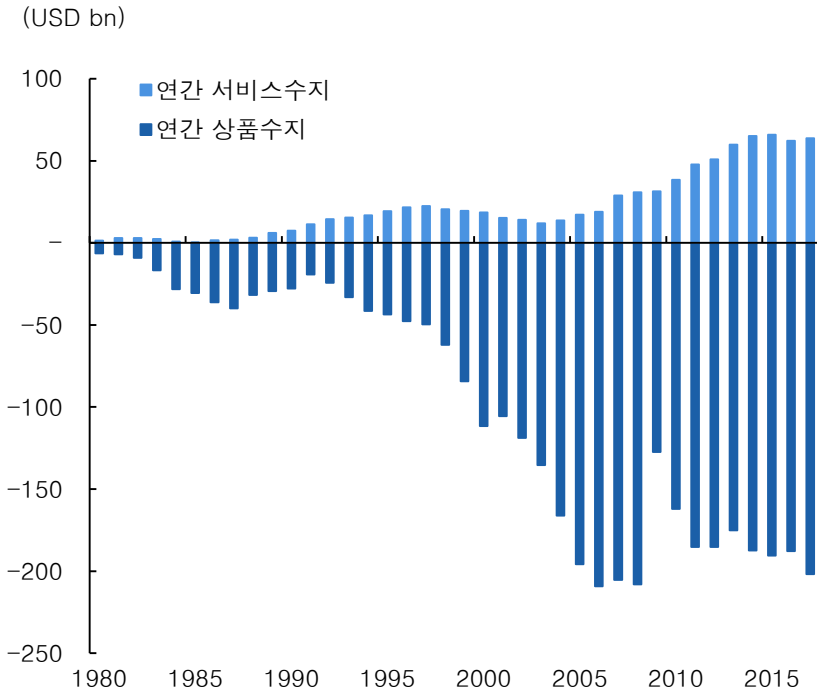
자료: 미래에셋대우 리서치센터

중국 내수 서비스 시장 개방을 원하는 미국

제조업보다 서비스업이 강한 미국

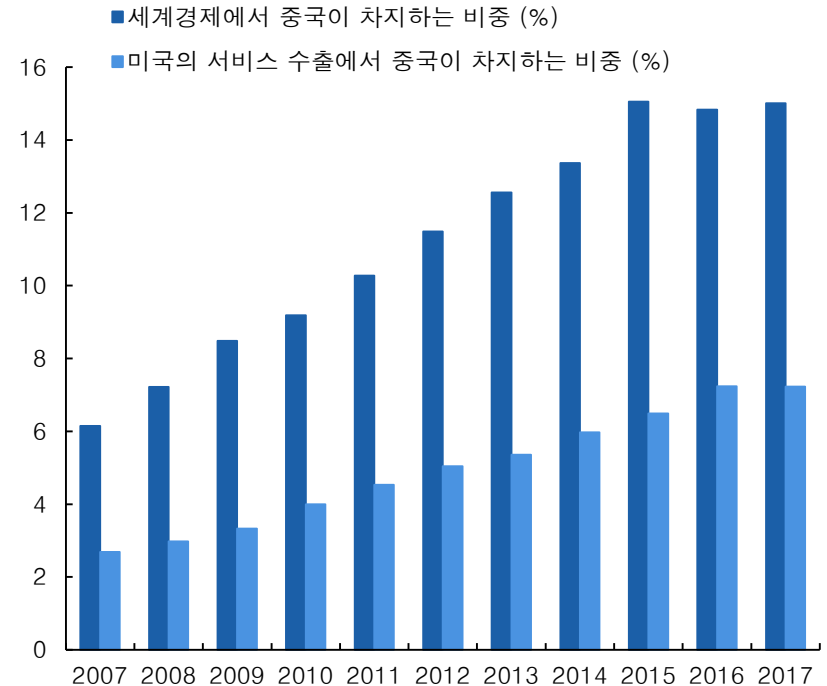
- 고임금 구조의 미국 경제가 상품 무역 적자를 의미있게 개선시키긴 어려움.
- 미국이 더 원하는 것은 그들이 잘하는 서비스업(금융 포함)이 중국에 진출하는데 있을 것.
- 중국 내수 서비스 시장 개방 강도가 무역협상의 가장 큰 쟁점 중 하나.

미국은 서비스수지 흑자국



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

미국의 중국향 서비스 수출 증가는 중국의 경제 성장 속도에 못 미침

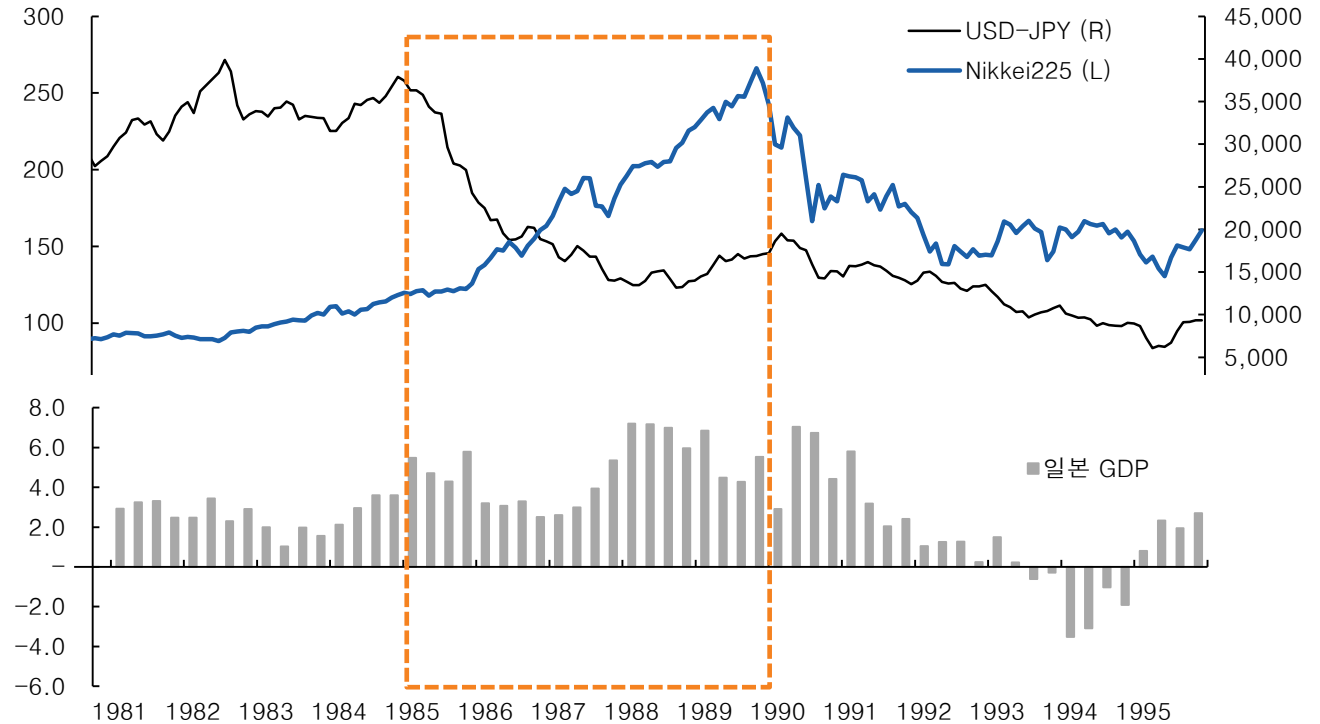


자료: IMF, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

위안화 & 위안화 표시 자산 가격 상승 예상

- 중국 내수 개방과 함께 외인 투자금이 유입되는 환경을 조성해서 위안화 절상이 유도되는 방향이 예상됨. 위안화 절상은 위안화 국제화 정책, 소비 및 서비스 중심 성장 정책에 부합.
- 1985년 플라자합의 이후, 엔화 절상, 엔화 표시 자산 가격 상승. 당시 문제는 1985~90년 주가와 집값의 급등을 막지 못했다는 것으로, 1990년대 버블 버스트에 직면.
- 반면교사: 중국은 위안화 가치 급등이나 부동산 버블을 막기 위한 노력이 동반될 것.

플라자합의 이후 경험: 1985~90년 엔화 가치 급등, 1988~89년 경기 상승과 함께 주식시장 버블 국면으로



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

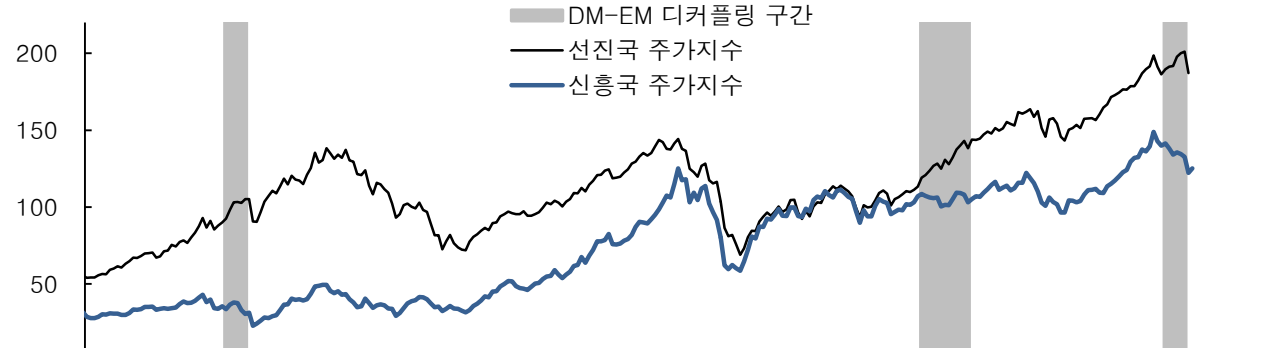
Divergence → Convergence

Divergence: FRB 금리인상 및 달러 강세와 연관

선진-신흥 증시 디커플링, 미국-유럽 증시 디커플링 사례

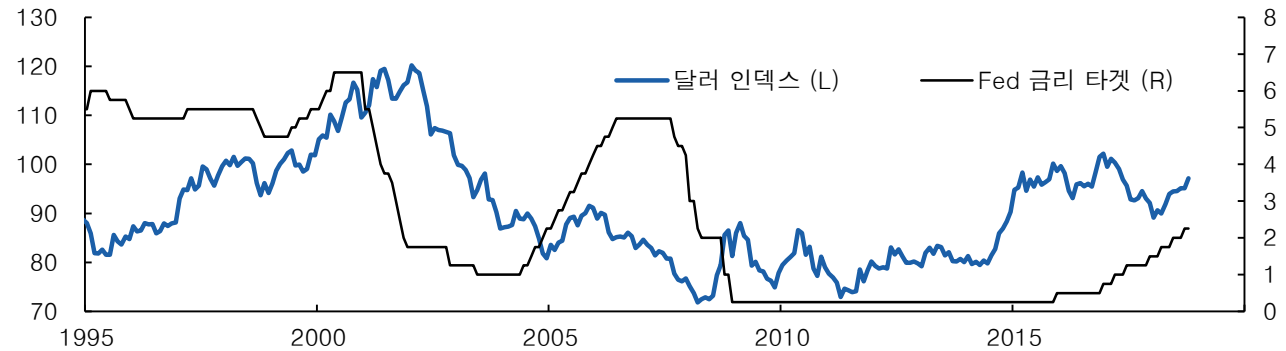
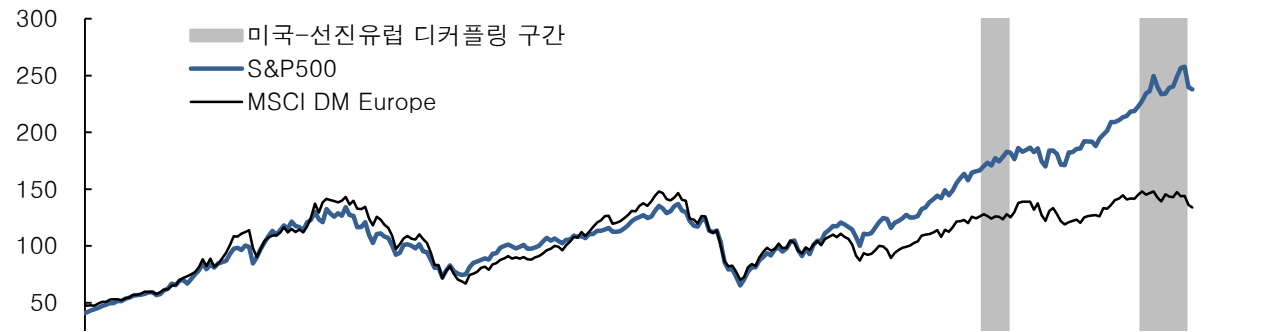
선진-신흥 증시 차별화

- : 아시아 외환위기(1997)
- QE 테이퍼링 예고(2013)
- 최근 달러 강세기(2018)



미국-유럽 증시 차별화

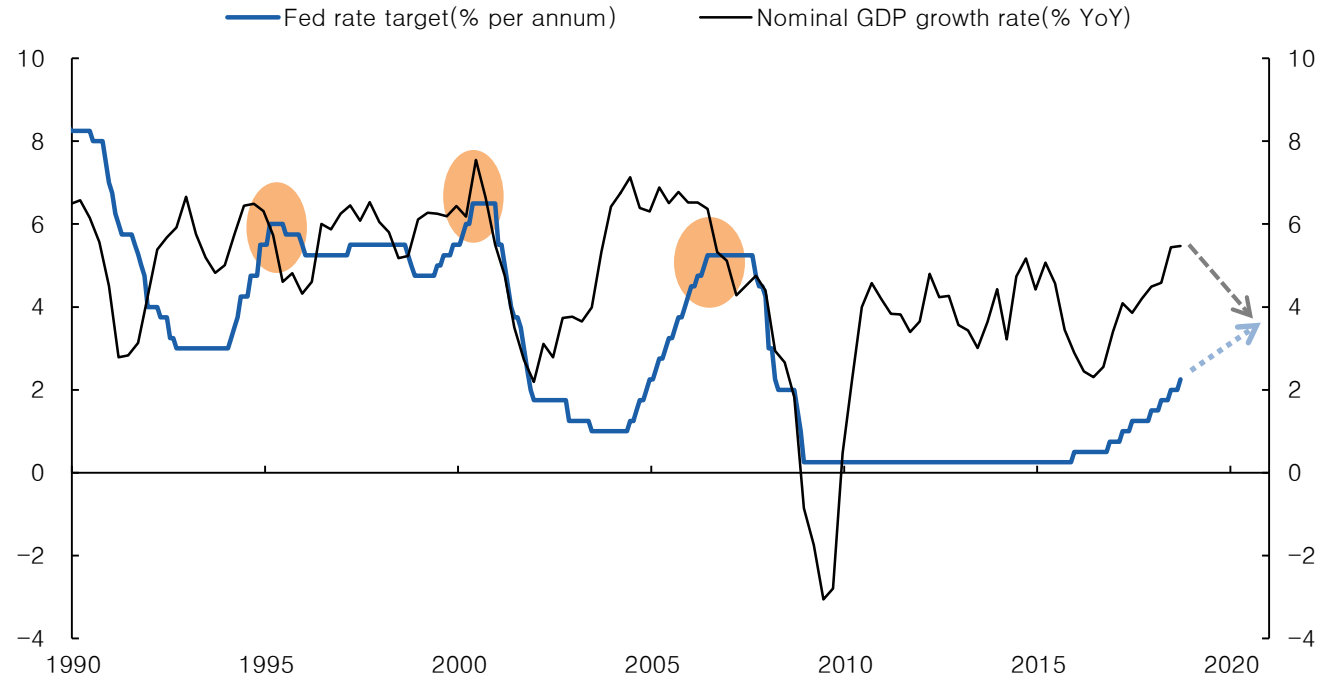
- : 유가급락+달러급등(2014)
- 최근 달러 강세기(2018)



금리인상이 단기간 내 마무리되기에는 경제 성장세가 너무 강함

- FRB는 명목 GDP 성장률이 기준금리보다 높게 유지될 때는 금리를 올리는 경향이 강함.
- 지금은 Fed 금리 2.25%에 불과하지만 미국 명목 GDP 성장률은 5%대 중반에 달함
→ 계속된 금리인상을 지지.
- 기준금리 인상이 계속되면서 그에 따른 부담 등으로 명목 GDP 성장세가 본격 위축될 때 금리인상이 마무리됨.

FRB 금리인상 종료 시기: 미국 명목 GDP 성장률이 떨어지면서 Fed 기준금리보다 낮아질 때



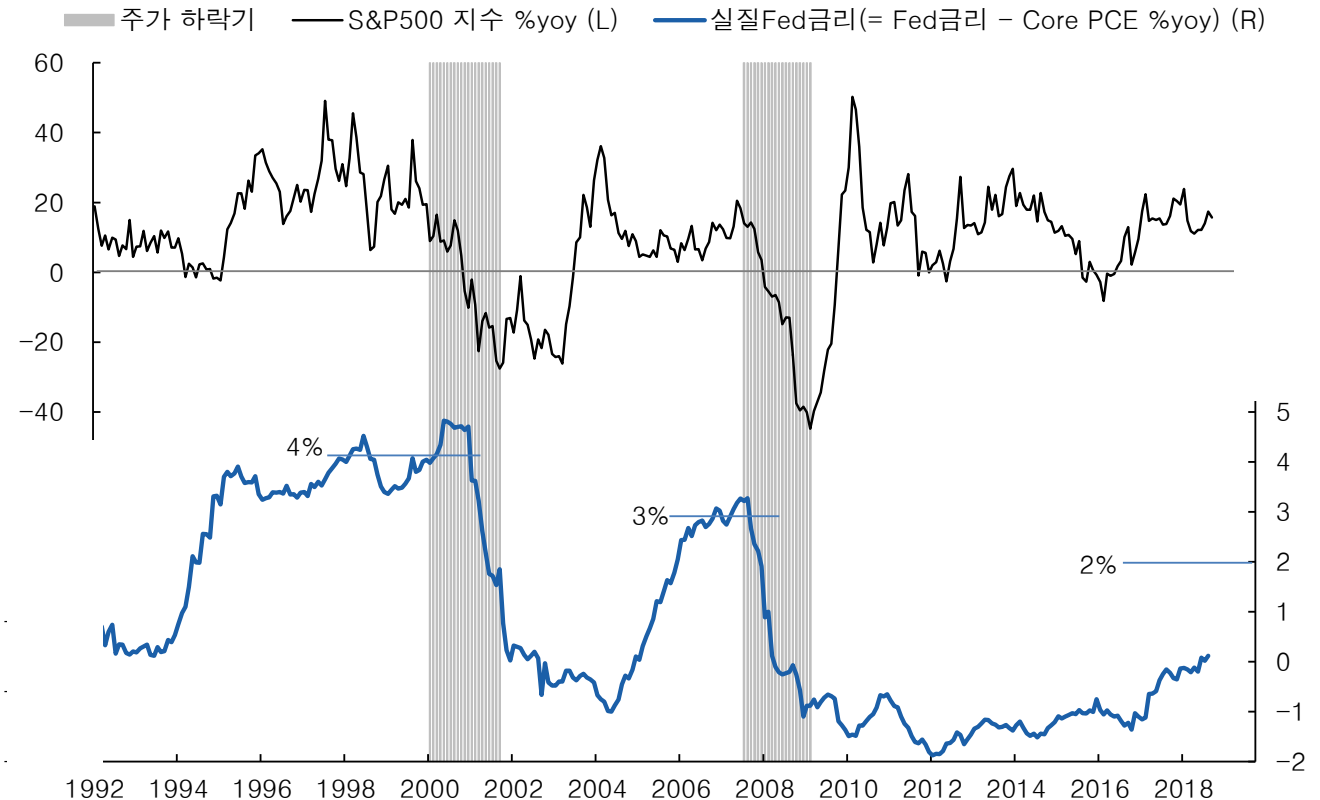
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

미국 실질 금리 임계점까지 여유 → 금리인상 여력 풍부

주가의 기초적 하락과는 거리가 먼 실질금리

- 과거 실질금리 임계점은 미국 잠재 성장률보다 높은 수준에서 형성. 2000년에는 실질 Fed 금리 4% 이상에서, 2008년에는 3% 이상에서 주가는 기초적 하락세로 전환.
- 지금은 미국 잠재 성장률이 2% 내외로 추정되고 있음. 과거 경험을 고려하면, 실질 Fed 금리 2%는 넘어야 임계점 인식. 현재 실질 Fed 금리는 0%를 갓 넘긴 수준이고 실질 10년 금리는 1%에 불과.

실질 Fed 금리와 미국 주가 상승률: 금리 상승 임계점은?



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

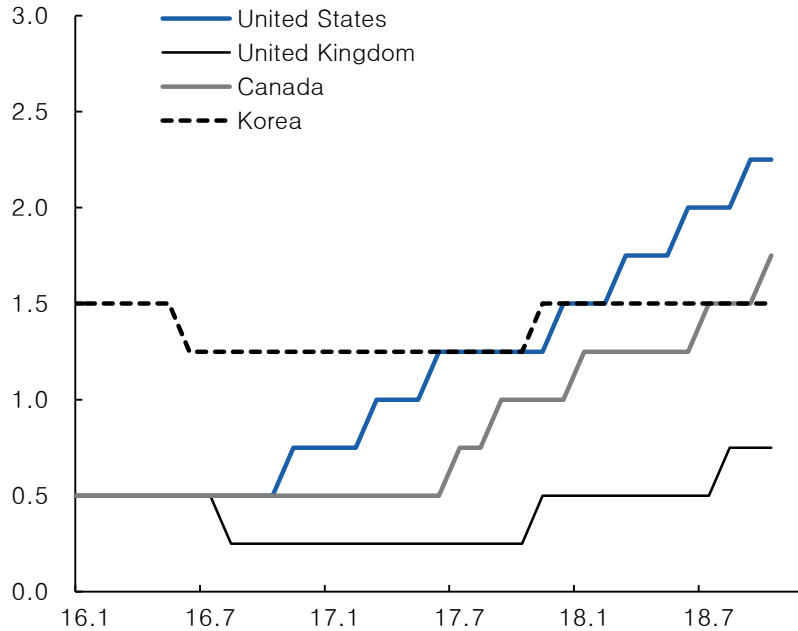
글로벌 통화 긴축 Divergence → Convergence

한미 금리차보다 내외 금리차가 중요

- 미국 금리인상 기조에 동참해서 따라가는 나라는 사실상 캐나다 밖에 없음.
- 영국, 한국, 노르웨이 등 선진국가들은 2017년 이후 1~2차례에 금리인상에 불과.
- 유로존과 대부분의 유럽 대륙 국가들, 그리고 일본은 당분간 금리인상 계획 없음.
- 원화 채권 고금리 매력도가 깨지는 상황 아님.

선진국 금리 인상 확산 속도 느림

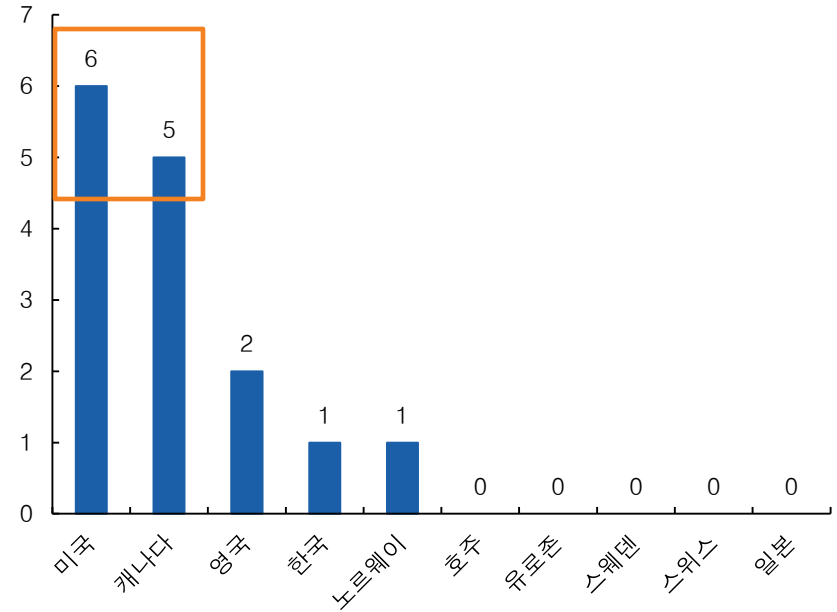
Central Bank Base Rate(%)



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

복미 제외 시 금리인상 제한적

2017년 이후 주요 선진국 금리인상 횟수



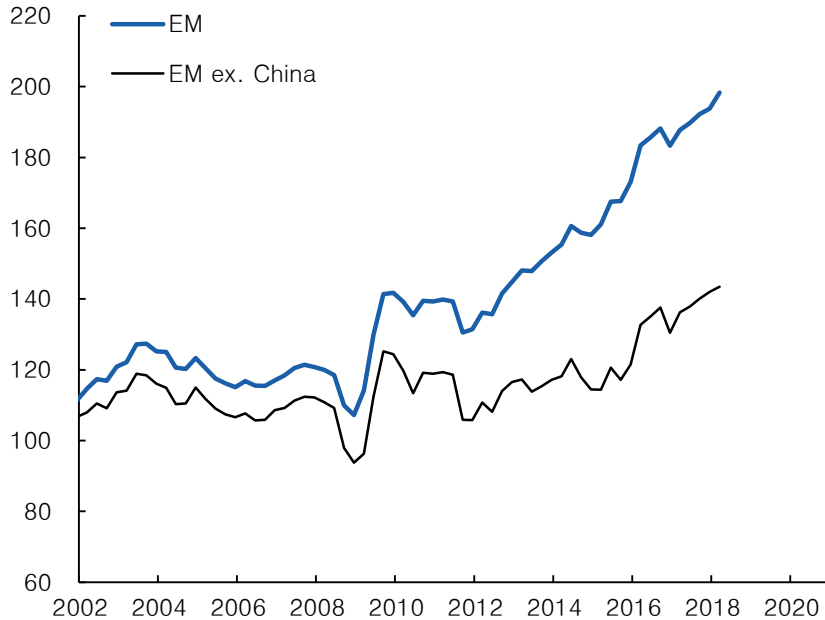
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터 / 주: 2018년 11월 21일까지 현황임.

과거에 비해 안정된 인플레이

- 선진국 금리인상이 천천히 확산되는 양상 속에서 신흥국 금리인상도 계속될 것.
- 부채 조달이 많이 의존한 상황에서 자금 이탈을 막기 위해, 그리고 2019년 인플레이가 조금 높아지는 점도 고려해서 금리인상.
- 하지만, 인플레이 레벨이 과거에 비해 하향 안정화 되어 있어 신흥국 금리인상이 빠른 속도는 아닐 전망.
- 또한, 달러가 조금 약해질 가능성이 있기 때문에, 그에 따라 신흥국 금리인상 필요성도 줄어들 것.

신흥국 부채: 2000년대 중반과 달리 2012년 이후로 많이 증가

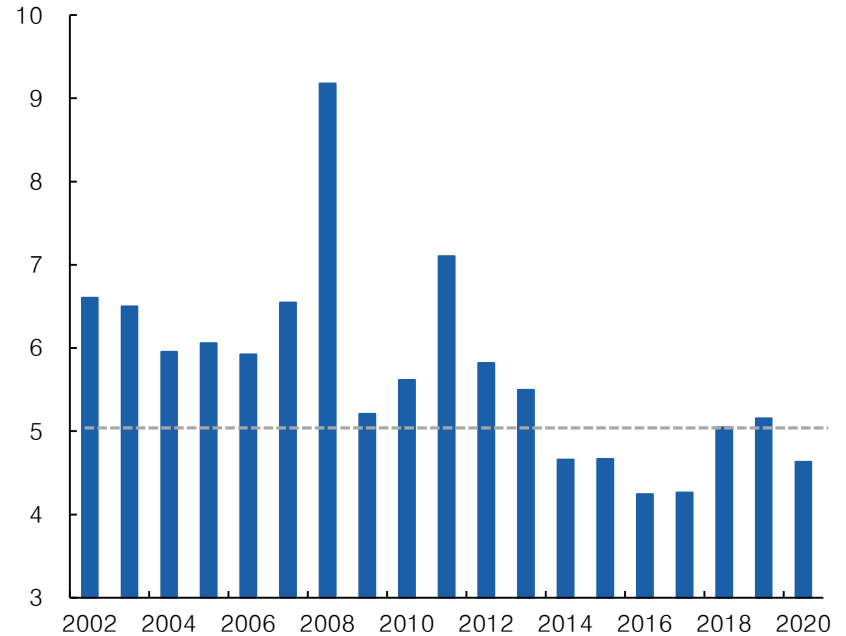
Total debt to GDP ratio(%)



자료: BIS, 미래에셋대우 리서치센터

신흥국 인플레이 상승, 하지만 5% 내외로 2000년대 중반보다 낮은 수준

신흥국 소비자물가 상승률 (% YoY)

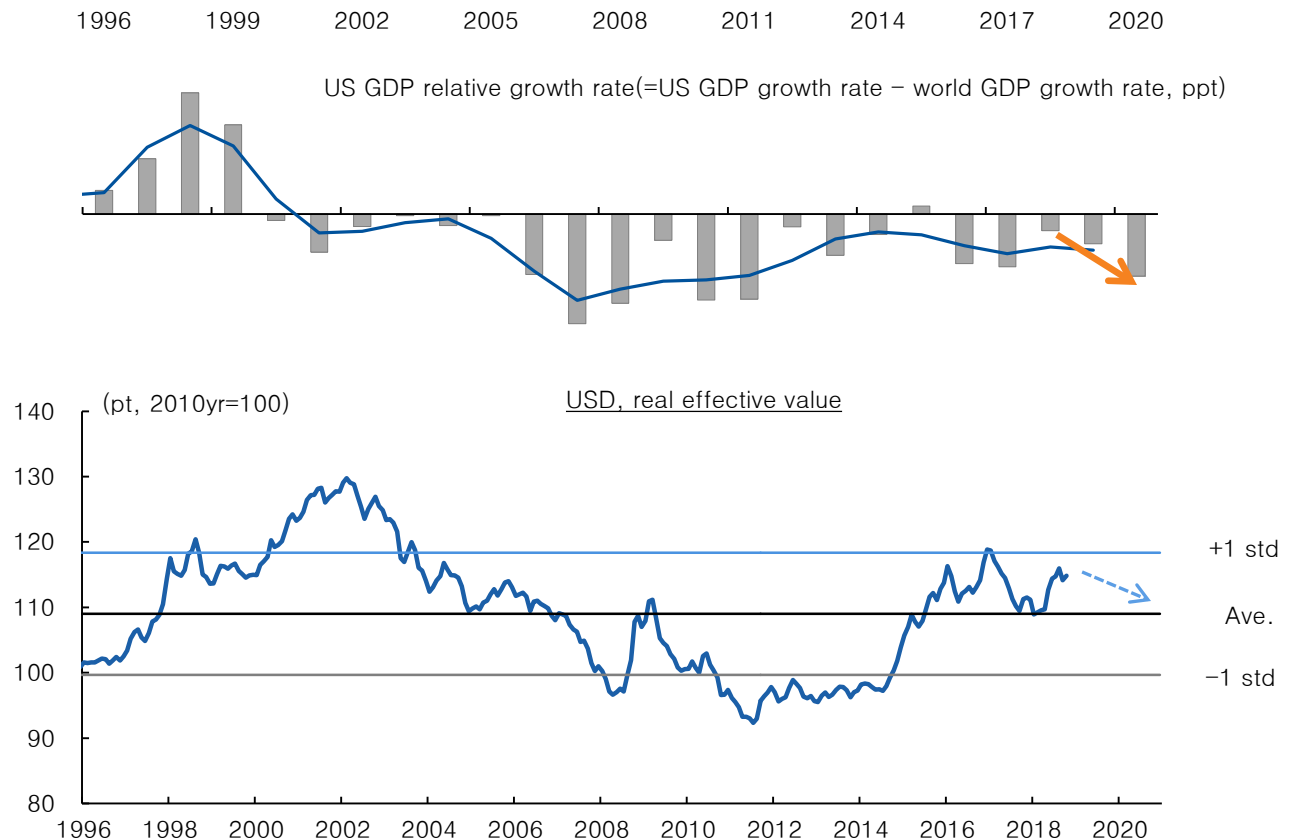


자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

달러는 비싸졌고 미국은 경기 둔화

- 2018년 미국 실질 GDP 성장률은 3%에 이르러 잠재 성장률 2% 대비 약 100bp 괴리.
- 이 같은 100bp의 괴리는 감세 효과 축소되면서 향후 2년간 소멸될 것.
- 2019~20년에는 미국의 상대 성장 강도 약화에 따라 달러화 조정 압력도 커질 것으로 예상.

미국의 상대 성장 강도에 연동성을 가지는 미국 달러화 가치

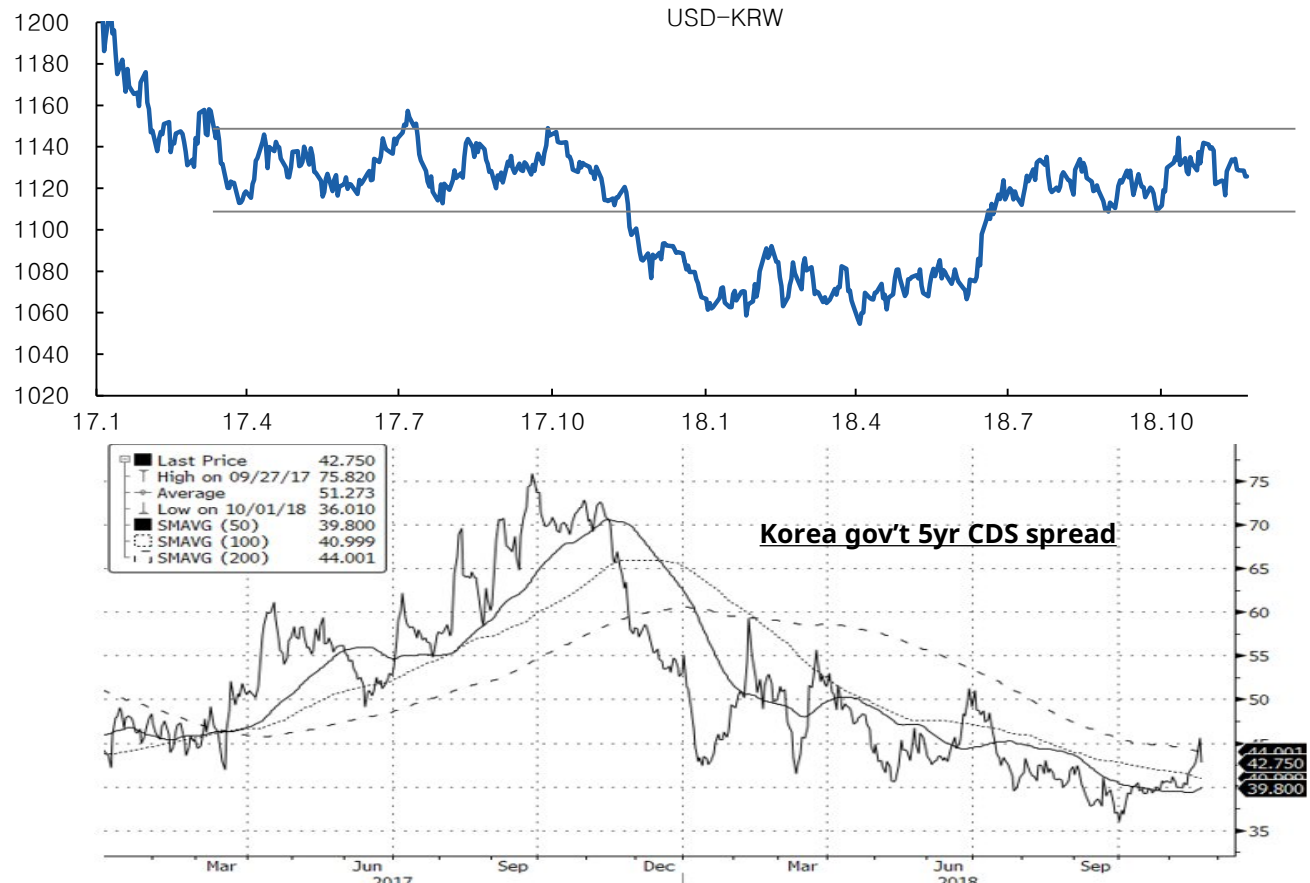


자료: IMF, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

Stable CDS spread

- 국내 경제 상황은 좋지 못하지만, 한국 정부 CDS 스프레드는 안정적으로 유지되면서 원화 가치 안정에 기여. 달러의 원화 환율은 1,100~1,150원 박스권 흐름.

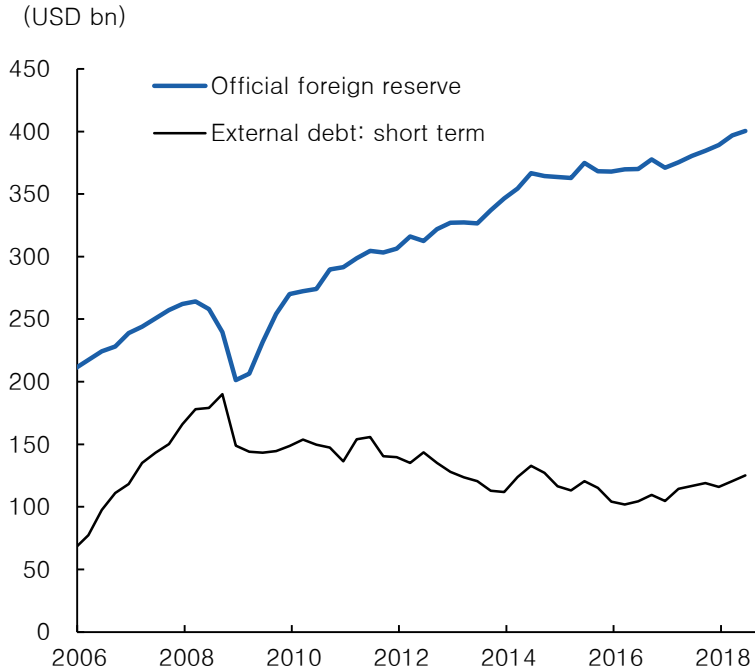
2017년 2사분기 이후 달러의 원화 환율 1,150원이 박스권 상단으로 인식, CDS 스프레드는 안정적



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

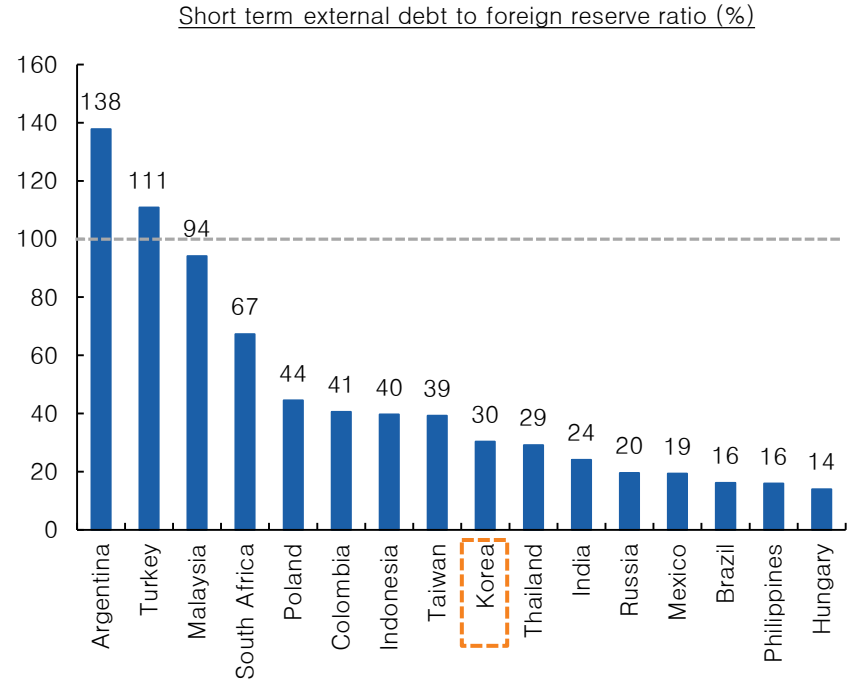
- 올해 신흥국 대체적으로 외환보유액이 감소세를 보이는 것과 달리, 한국 외환보유액은 증가세 유지.
- 즉, 달러 순공급 플러스 상태를 유지하고 있는 상황.
- 외화 유동성 지표로서 중요한 외환보유액 대비 단기외채 비율은 30% 수준으로 부담 없음.

외환보유액 증가세 유지, 단기 외채의 3배 이상 수준



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

외환보유액 대비 단기외채 비율, 한국과 주요 신흥국 현황



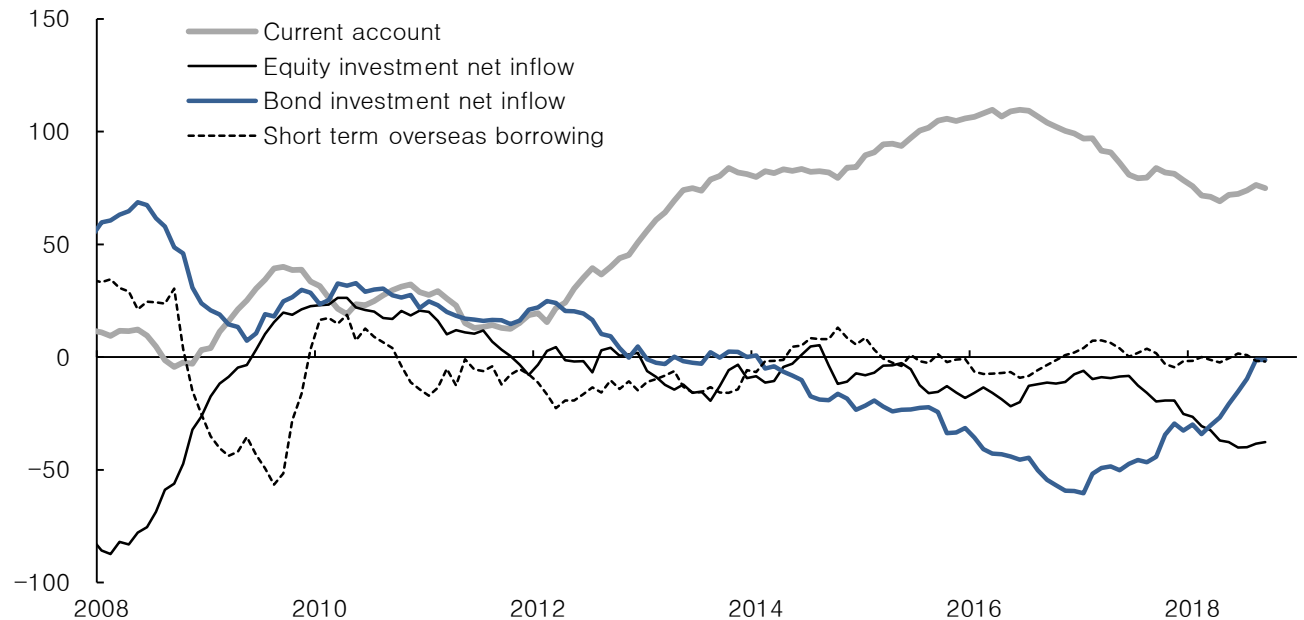
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

채권 자금 순유입이 주식 자금 순유출을 압도

- GDP의 4%가 넘는 대규모 경상수지 흑자 유지, 단기외채는 안정적 흐름 유지.
- 채권 자금 순유출액의 감소가 눈에 띄는 변화, 이는 주식 자금 순유출액의 증가분을 상쇄.

한국 국제수지에 큰 영향을 미치는 네 요소들: 주식 자금과 채권 자금의 엇갈림이 선명

(USD bn, 12M moving sum)

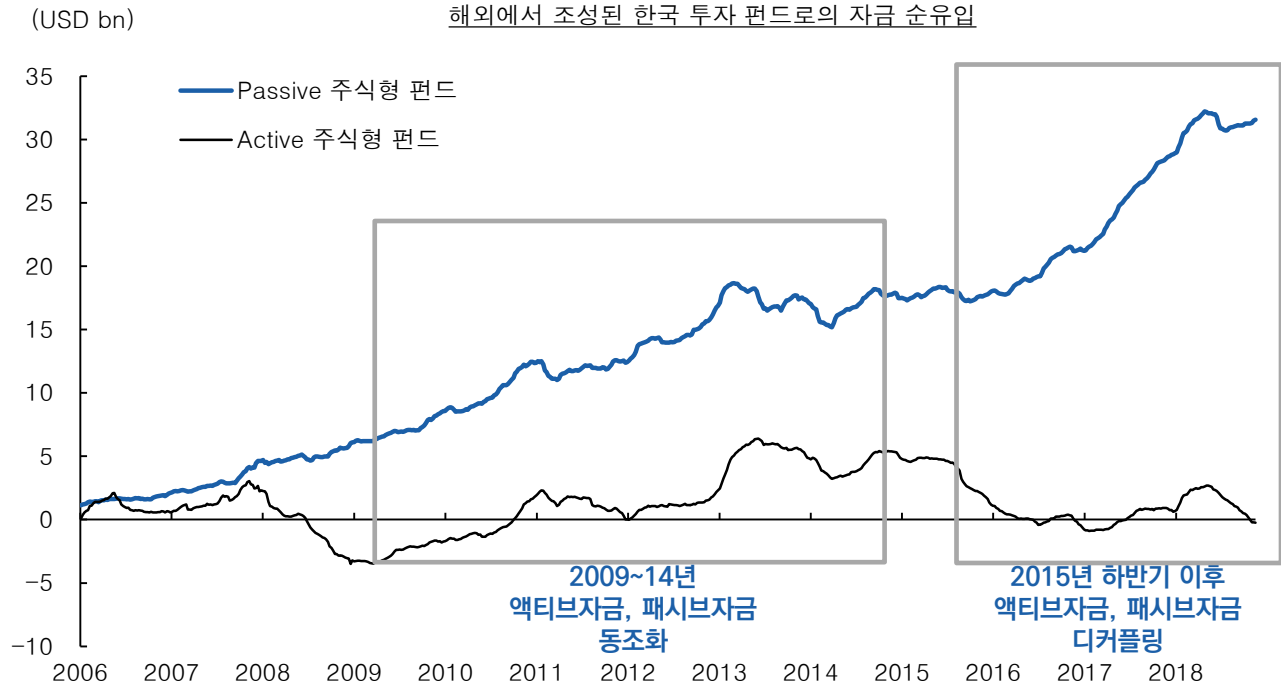


자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

Passive 자금 유입은 글로벌 매크로 환경에 달려 있음

- 국내 주식형 펀드는 Active 자금 이탈 속 Passive 자금 유입.
- 특징적인 부분은 Active자금 이탈이 상당 부분 진행되었다는 점. 2010년 하반기 이후 유입된 금액은 모두 이탈.
- 외국인 액티브 플레이어의 이탈은 한국 주식 투자 매력도의 저하를 상징적으로 보여주는 의미가 있음.

외국인 액티브펀드 자금 유출 속 패시브펀드 자금 유입



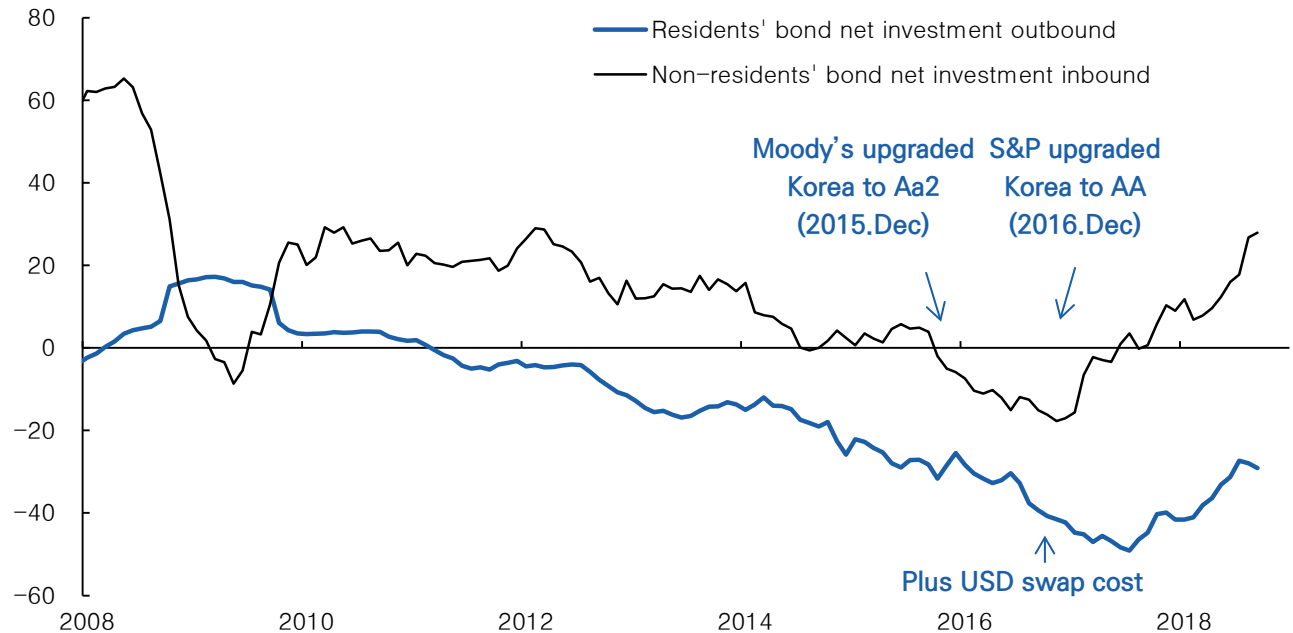
자료: EPFR, 미래에셋대우 리서치센터

한국 원화 채권의 상대 매력도 회복 반영

- 내국인의 해외채권 매수는 주로 보험사의 미국 투자등급 회사채 매입. 하지만 2017년 이후 미국 금리 상승과 함께 투자 손실이 늘어난 점, 그리고 무엇보다 달러 스왑 비용이 인식되기 시작한 점에 기인.
- 외국인의 한국 채권 매수는 한국 신용등급 상승과 원화 가치 안정성 회복(2017년에는 절상), 그리고 원화 채권의 상대적 고금리에 기인.

내국인, 외국인 모두 방향 전환: 내국인은 순유출 자제, 외국인은 순매수 확대

(USD bn, 12M moving sum)

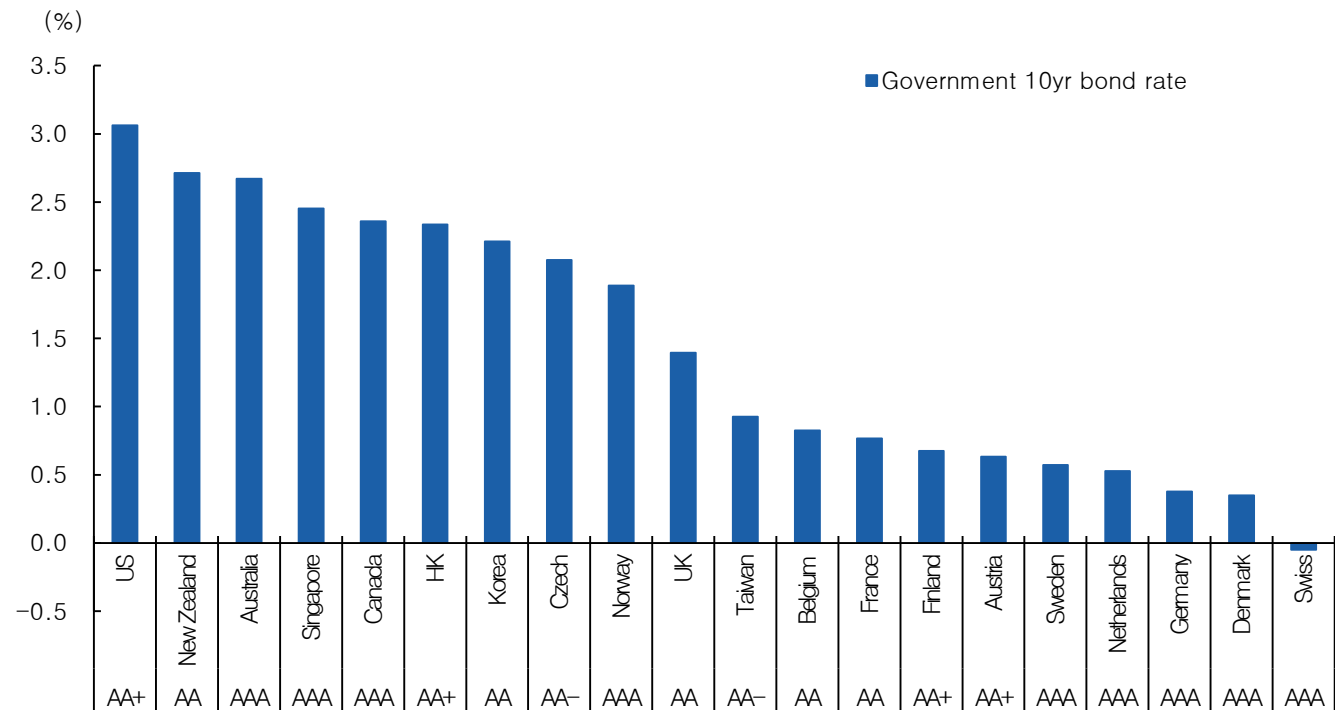


자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

외국인의 한국 채권 순매수 지속 배경

- AA- 이상 등급 국가들 중에서 7번째 높은 국채 10년물 금리.
- 실질적으로 세번째 매력도를 보유한 것으로 판단됨: 싱가포르, 홍콩은 너무 작고 호주, 뉴질랜드는 FX, 경제 성장률, 인플레이 등의 변동성이 커서 디스카운트 필요.
- 해외 중앙은행들의 통화 다변화 목적에서 한국 채권 보유는 지속 가능한 상황.

AA- 이상 등급 국가들의 국채 10년물 금리 비교

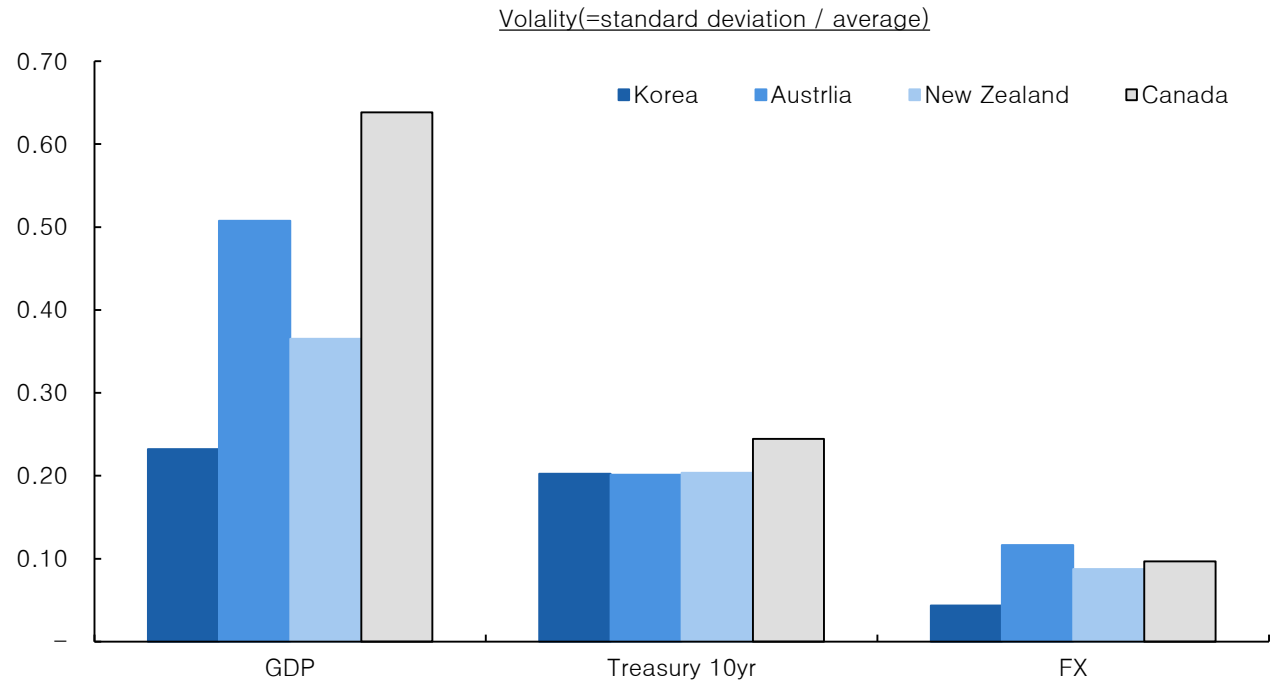


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

원화 채권이 호주 및 뉴질랜드 국채보다 관창은 투자 대안

- 한국 국채 금리가 호주, 뉴질랜드, 캐나다 등에 비해 낮지만 안정성이 높다는 강점.
- 더욱이, 호주는 부동산 버블 버스트 우려가 제기되어 원화 대비 호주달러의 상대 약세가 우려되는 상황. 뉴질랜드 달러는 경제적 상관성이 높기 때문에 호주 달러와 비슷한 방향을 띠 수밖에 없음.

명목 GDP, 국채 금리, FX 변동성 비교 (*2013년 이후 데이터 사용)



자료: Bloomberg, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

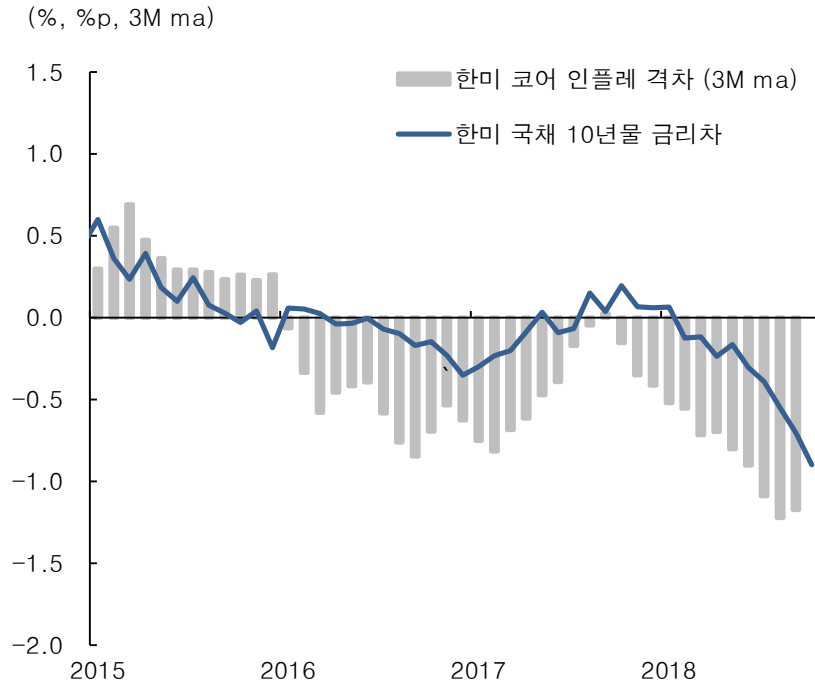
펀더멘털 격차

→ 코어 인플레이 격차

→ 금리 격차

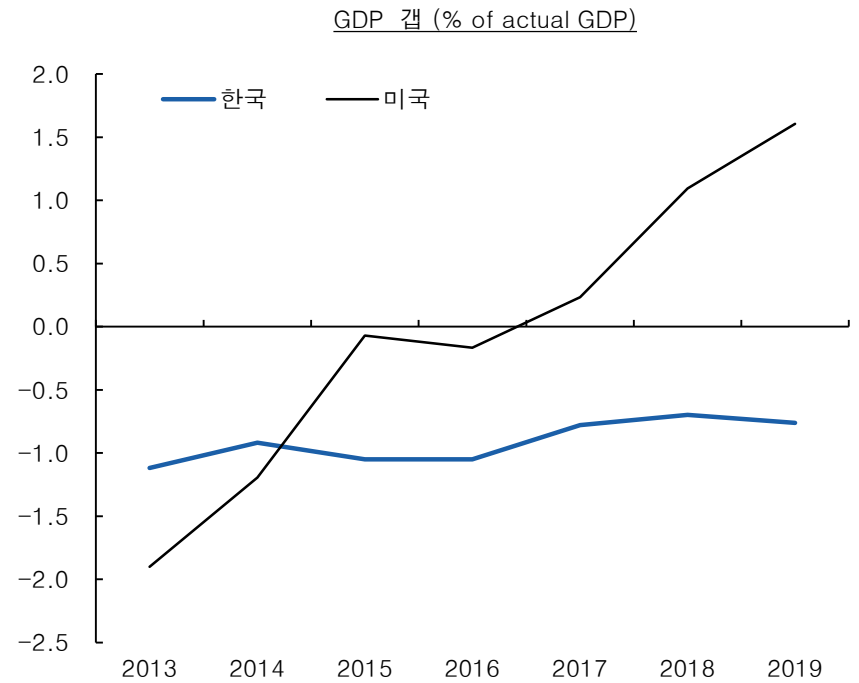
- 한-미 금리 역전과 코어 인플레이 역전이 비슷한 궤적으로 진행.
- 기본적으로 내수 여건의 차이에 따른 GDP갭 격차가 양국간 인플레이 차이를 유발하고 있으며 앞으로 더 심화될 가능성을 시사.
- 이는 한국은행이 FRB 금리인상을 따라가기 어려운 여건을 의미. 한미 국채 금리 역전도 더 심화될 가능성 높음.

한-미 코어 인플레이 역전 심화, 금리 역전 동반 심화



자료: Bloomberg, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

한-미 GDP갭 격차 심화

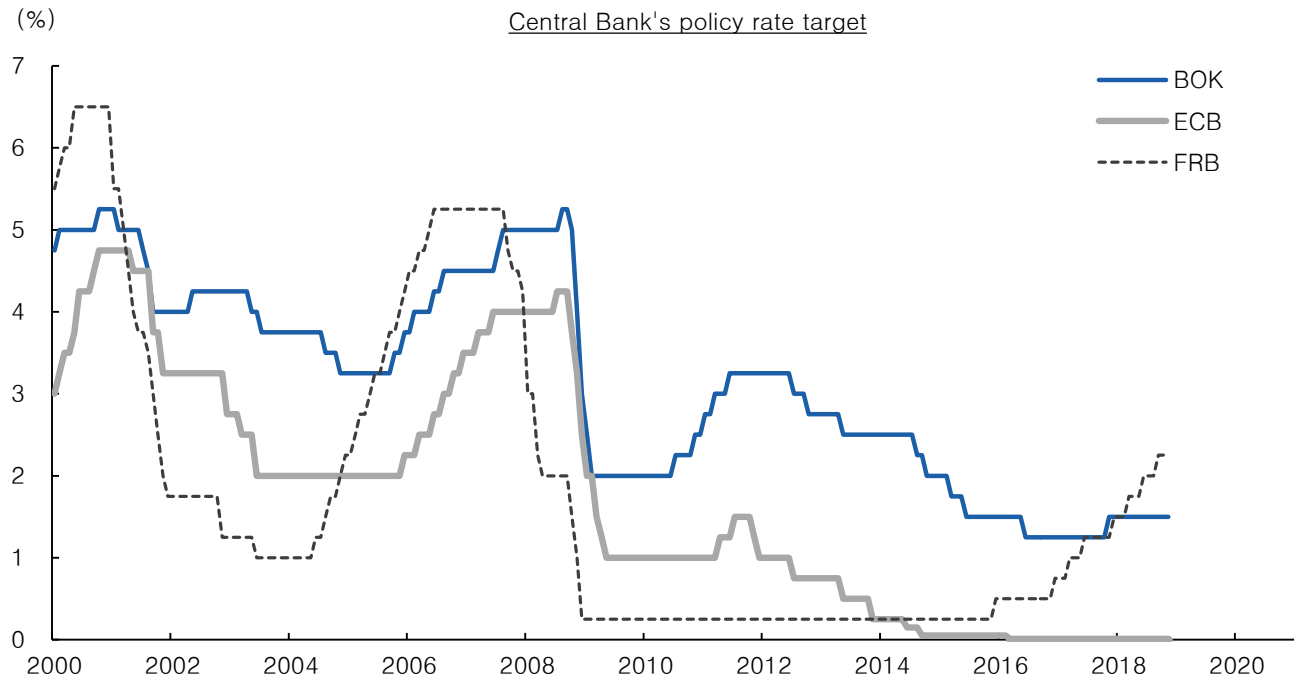


자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

한국은행 금리인상에 FRB보다 ECB가 중요

- 한국은행 기준금리는 미국보다 유로존의 그것과 더 많이 닮았음.
- 한국 경기 상관성(GDP 성장률 기준)도 유로존과 더 높게 형성.
- 2019년 하반기 이후 유로존 금리인상에 한국은행 기준금리 인상도 연동성을 띠 가능성이 높음.

한국, 미국, 유로존 중앙은행 기준금리 비교



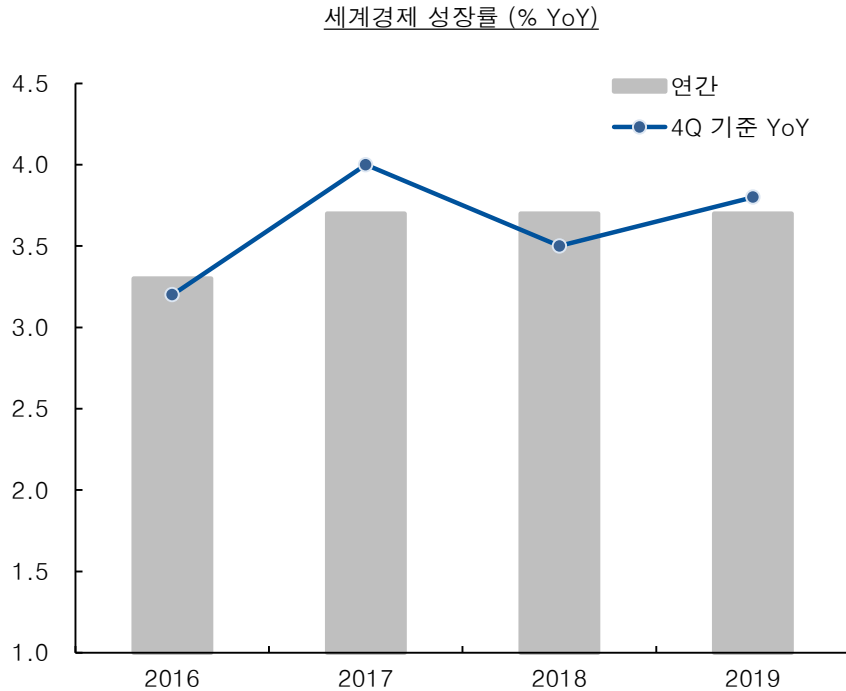
자료: FRB, ECB, BOK. 미래에셋대우 리서치센터

Expansion

Non US 주도 회복, 기대와 동시에 의심

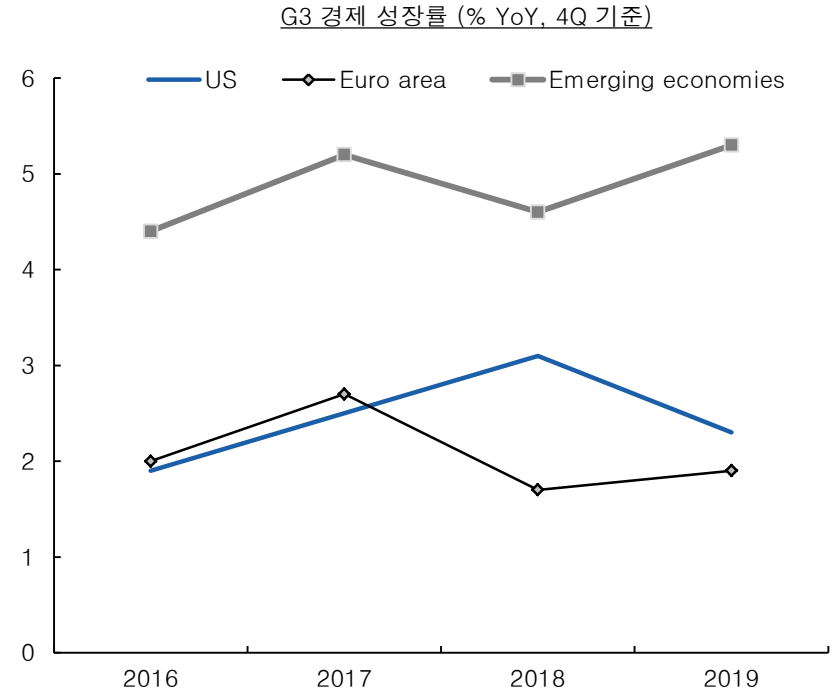
- 미국은 감세효과 축소 등으로 경기 둔화 압력 높음. 추가 감세 및 인프라 투자 계획 현실화 등에 따라 경기 둔화 강도가 제한될 여지.
- 반면, 2018년 경기 둔화를 겪었던 유로존과 신흥국은 2019년에 회복세 예상. 특히, 신흥국은 2016년 이후 가장 강한 회복세(5% 성장률 복원) 기대.

세계경제 성장세: 2018년 둔화 → 2019년 소폭 회복 예상



자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

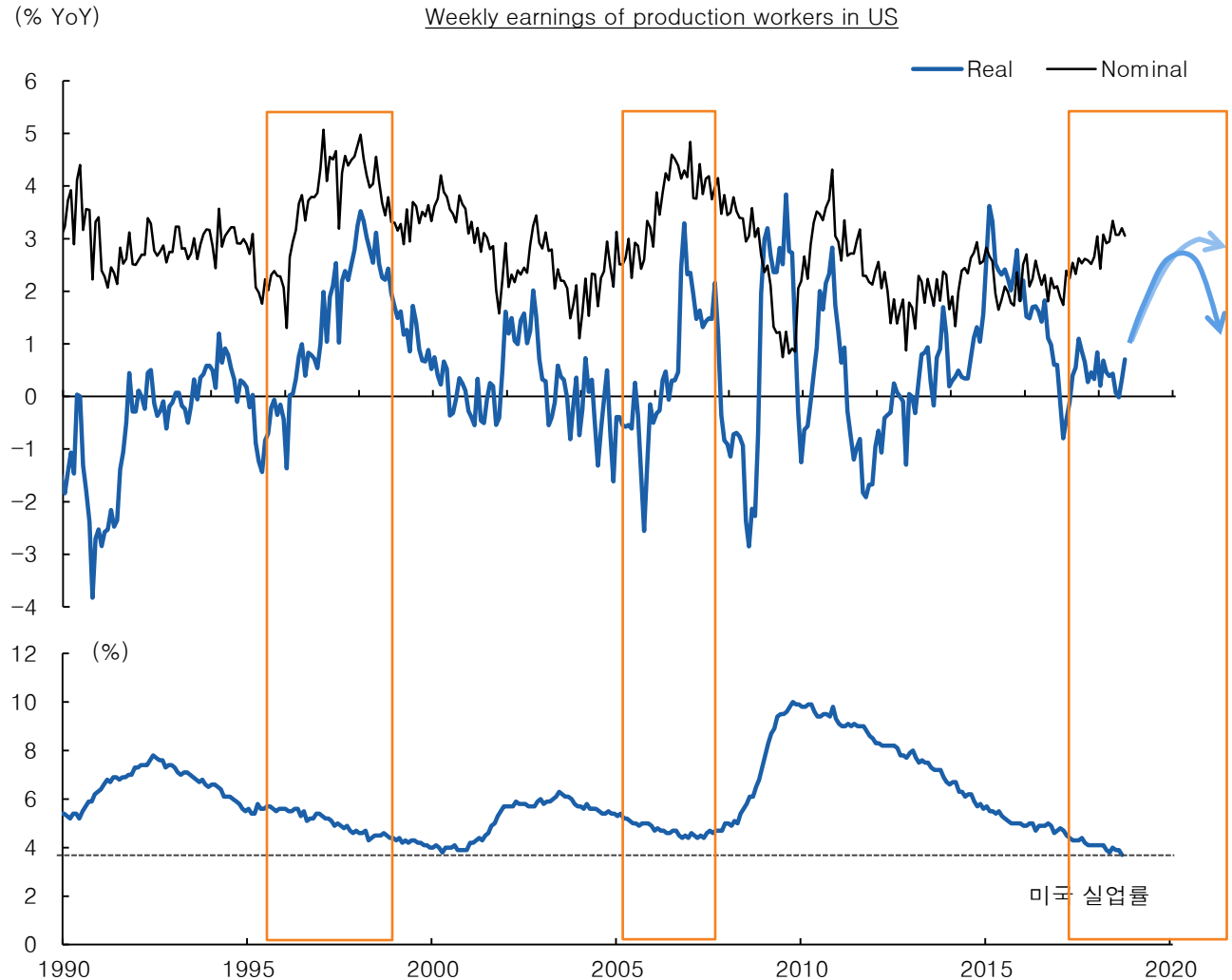
2019년, 미국 경기 둔화 vs. 유로존·신흥국 회복



자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

리세션이 오기 전에
실질 임금 상승 국면이
선행할 것

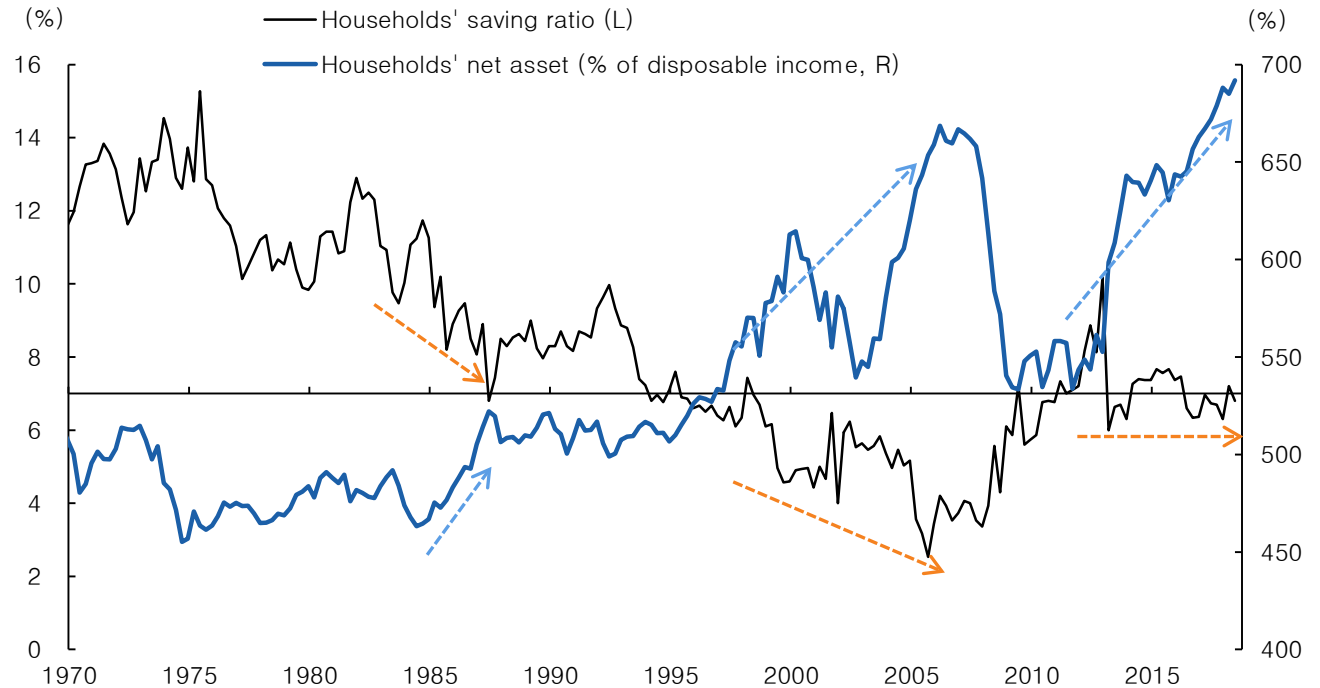
2차 대전 이후 최저 수준의 미국 실업률 → 명목임금 상승세에 실질임금도 따라갈 것으로 예상



가계 자산가치 증가 대비 저축률이 아직 높은 편

- 주식과 주택 동반 가격 상승으로 인해 미국 가계의 가처분소득 대비 순자산 가치 상승 : 2011년 530% → 현재 690%.
- 하지만 과거 경험과 달리, 가계 순자산 가치 상승에도 불구하고 가계 저축률은 하락하지 않고 있음.
- 이는 자산가치가 조금 떨어져도 소비가 민감하게 축소되지 않을 가능성을 시사. 반대로, 임금 상승세가 좀더 강화될 경우에는 저축률이 떨어지면서 소비 증가세가 더 빨라지는 상황 기대 가능.

미국 가계 가처분소득 대비 순자산 가치 상승에 반비례하는 가계 저축률, 하지만 최근에는 그렇지 않음



자료: Federal Reserve, 미래에셋대우 리서치센터

마진 고점 ≠ 주가 및 경기 고점

마진 고점과 주가 고점 사이에 1~3년 시차, 주가 고점 확인부터 약 6개월 후 경기 고점

① 기업 이익 마진 고점



② 기준금리 인상 종료

+

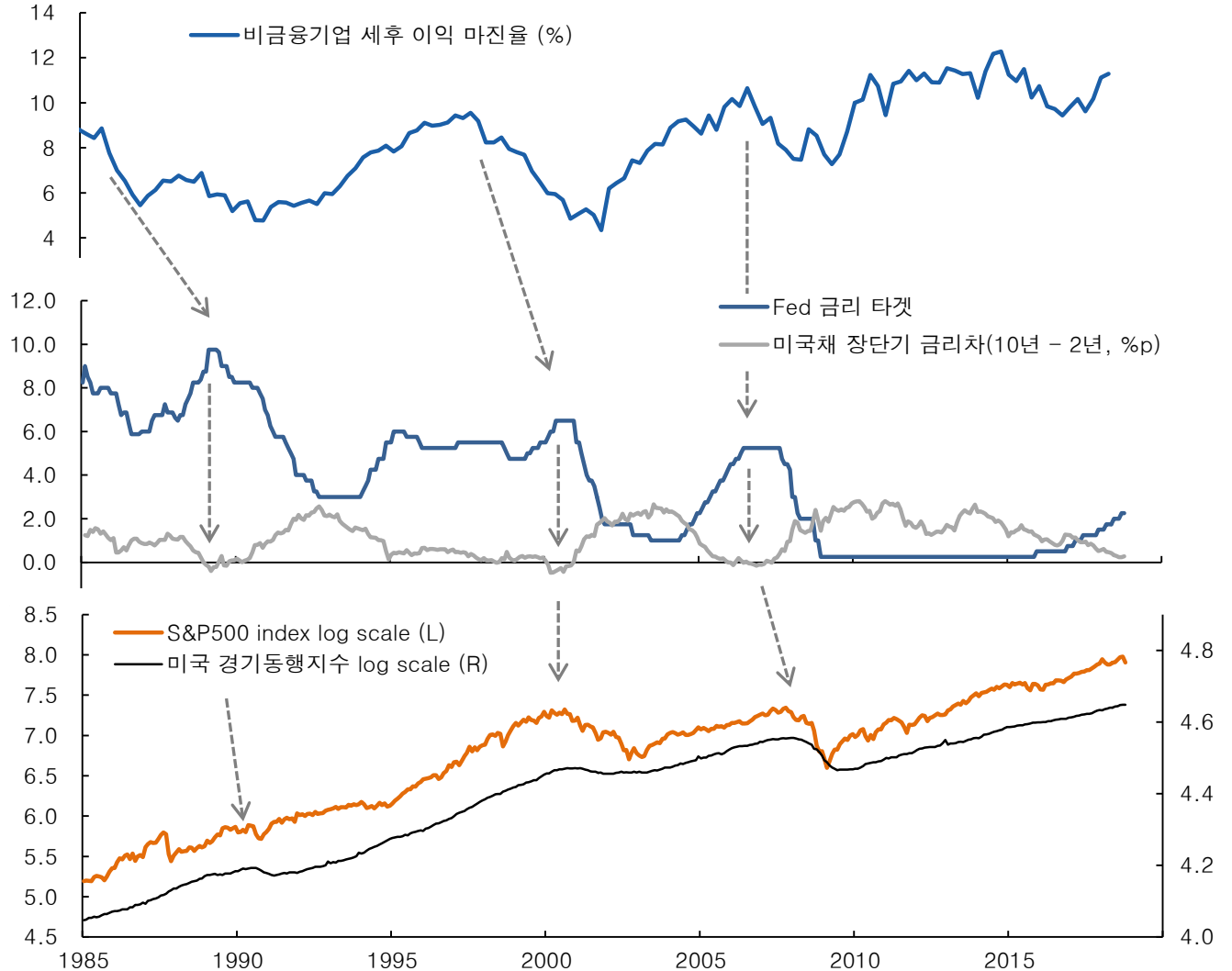
③ 장단기 금리 역전



④ 주가 고점

+

⑤ 경기 고점



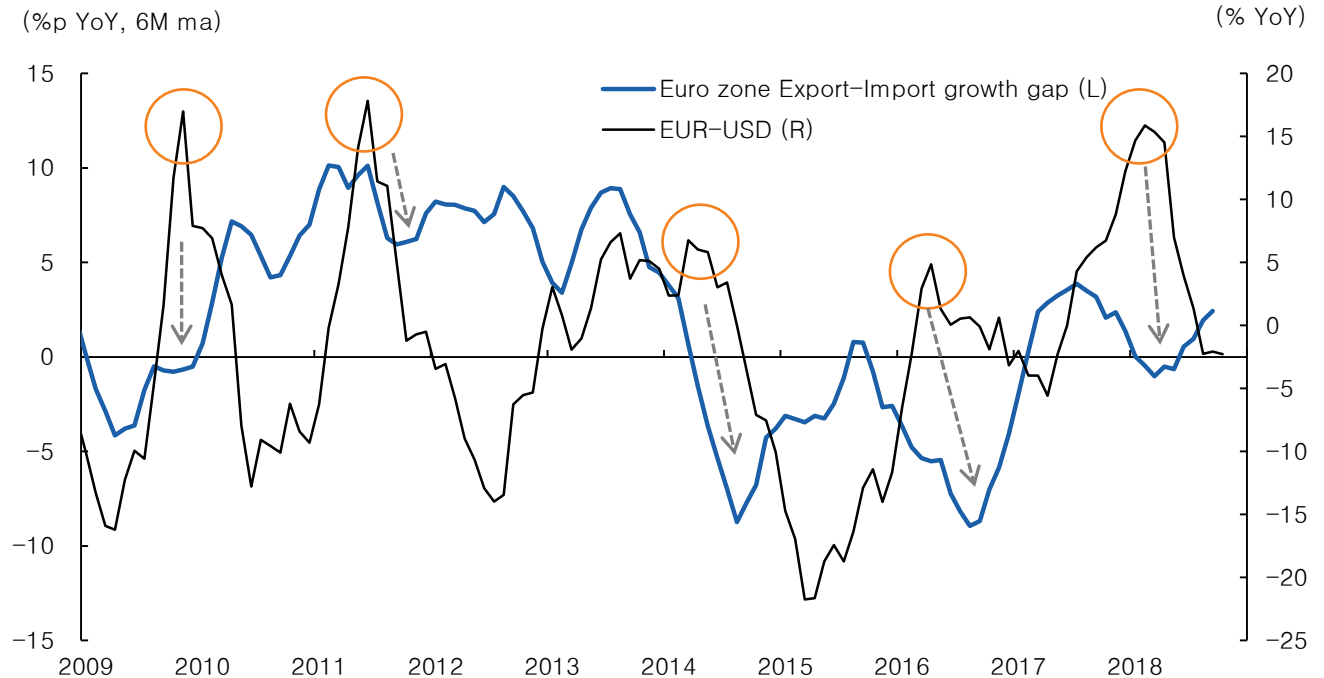
자료: Bloomberg, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

Mirae Asset Daewoo Research

유로화 약세 효과, 유로존 순수출 회복으로 반영

- 2017년에 2.5%의 높은 실질 성장률을 기록한 후, 유로존은 2018년 3사분기까지 경기 둔화 지속.
- 유로화 강세가 경기 둔화의 중요한 이유 중 하나.
- 2018년에는 고점 대비 유로화 10% 절하. 유로화 절하 이후 유로존 순수출 회복세 나타나기 시작.
- 2018년 하반기는 경기 모멘텀상 유로존 경제 턱어라운드 국면으로 판단됨.

유로화 약세 전환 이후 두 분기 이내에 유로존 순수출이 반등 전환하는 경향

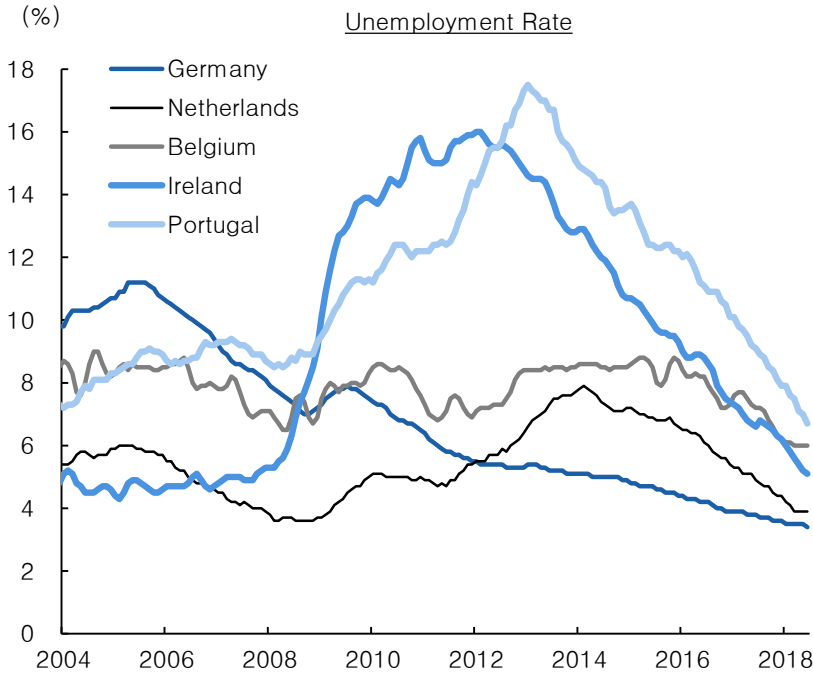


자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

중북부 유럽은 자생적, 남유럽은 재정 확대

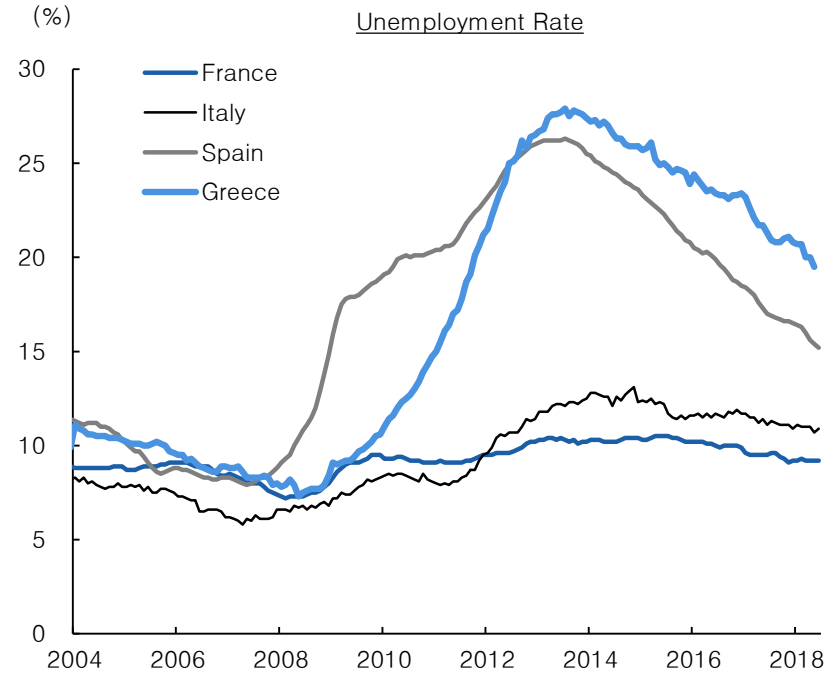
- 유로존에서도 실업률이 유로존 통합 이후 최저 수준이거나 그에 근접한 국가들이 많음: 독일, 네덜란드, 벨기에, 그리고 포르투갈, 아일랜드도 해당.
- 임금이 오르면서 저인플레이에서 탈피하는 상황은 내수 회복으로 이어질 가능성이 높음.
- 단, 프랑스와 남유럽(포르투갈 제외)은 실업률이 여전히 높음. 약간의 재정책대책 기대.

유로존 실업률 하락 우등생 국가들



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

유로존 실업률 하락 열등생 국가들

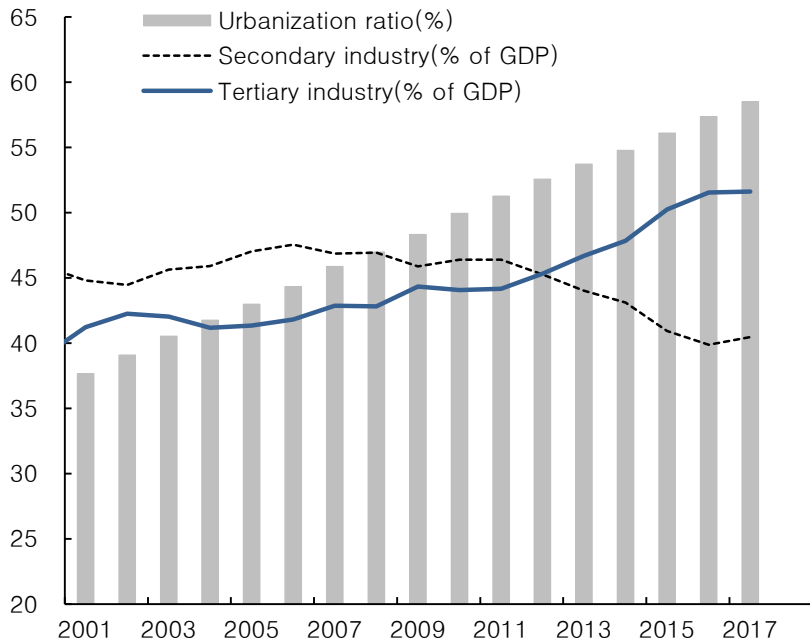


자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

내수 서비스시장 개방 가능성도 기회 요인

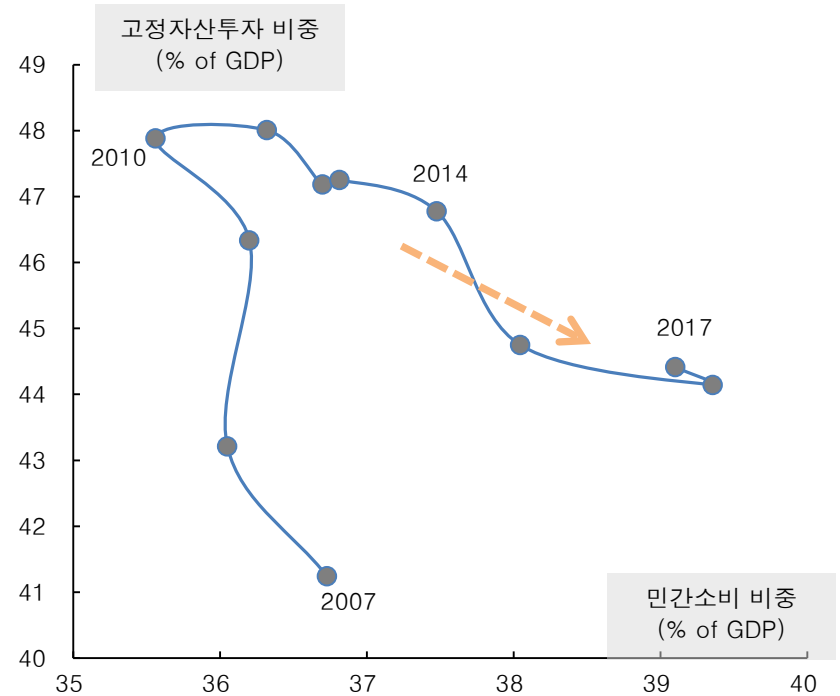
- 중국은 도시화 건설이 계속되는 가운데, 서비스업, 소비 동반 확대로 경기 안정성이 높아지는 방향.
- 특히, 서비스업은 연 7~8%씩 증가하면서 중국 경제 6%대 성장세를 견인.
- 다만, 중국의 서비스업 및 민간소비 비중은 총 GDP 대비 각각 52%, 39%로 선진국과 큰 차이.
- 민간소비 확대를 위한 정책적 지원 계속될 상황. 미국과의 무역합의에 따른 내수 개방도 위험이자 기회 요인이 될 것.

중국 도시화 건설과 함께 3차산업(서비스업) 비중 상승세



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

중국 민간소비 비중 확대 중이지만 아직 고정자산투자보다 작음



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

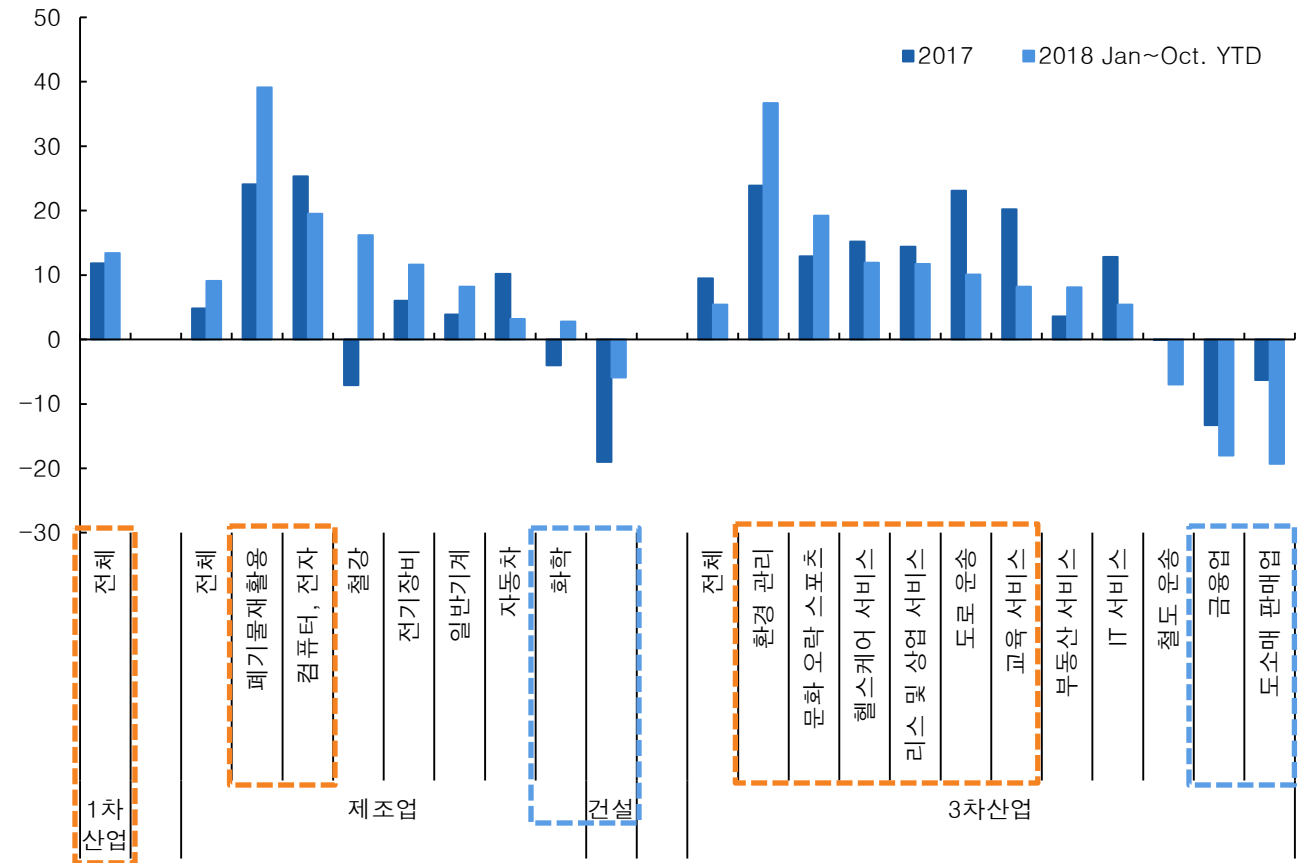
중국 고정자산투자 확대 잠재력 여전히 높아 보임

1~4선 도시 건설 이후 질적 성장을 도모

- 도시화 건설 이후, 도시민 생활 수준 제고를 지향하는 인프라 투자 확대가 활발하게 진행되는 상황.
- 도시화 수준의 양적/질적 제고 과정에서 고정투자 확대 잠재력은 여전히 높은 것으로 평가 가능.
- IT 제조업 투자, 농업현대화 투자도 비교적 활발하게 진행 중.

중국 고정자산투자: 폐기물재활용, 환경관리, 문화/오락/서비스, 의료 서비스 성장, 도소매, 금융, 건설업 등 후퇴

중국 산업별 고정자산투자 (% YoY)



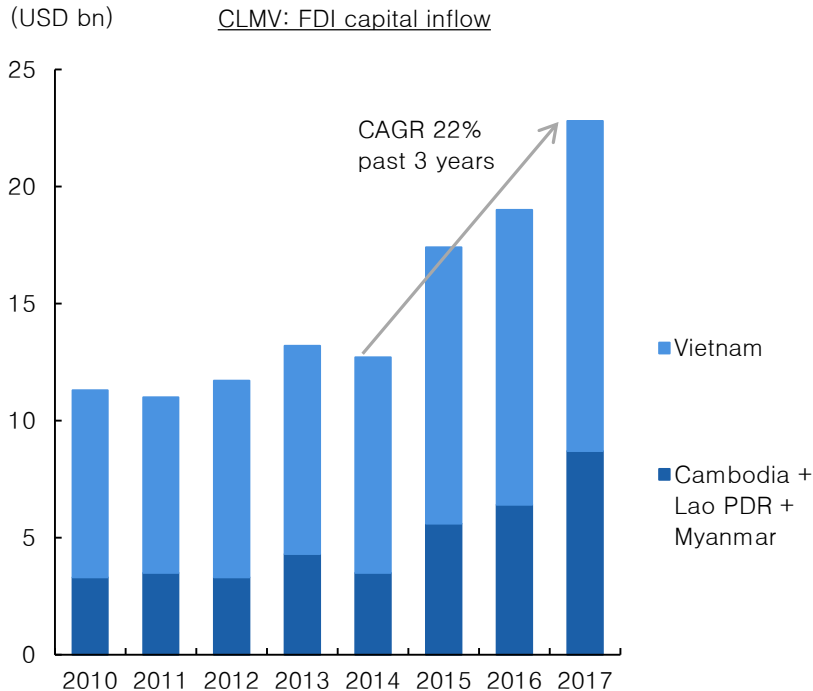
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

ASEAN 경제 성장 기대감 → FDI 자금 유입

새로운 소비 시장으로서 관심 지속

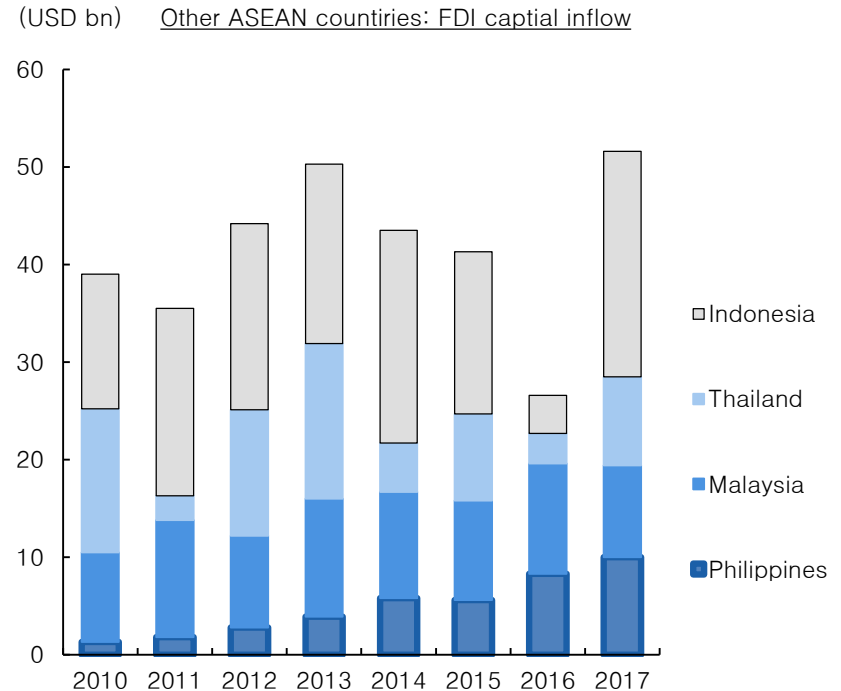
- 5%대 견고한 GDP 성장세와 3% 내외 안정된 인플레이 조합.
- 특히, CLMV로 통칭되는 프런티어 마켓에 대한 관심 높음.
CLMV = Cambodia, Lao PDR, Myanmar, Vietnam
- 미중 패권 다툼이 지속되는 상황에서 ASEAN 국가들의 반사이익도 기대.

ASEAN 프런티어 마켓에 대한 기대감이 FDI 자금 유입 촉진



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

ASEAN 기성 국가들로의 FDI 자금 유입은 기초적 증가로 보기 어려움

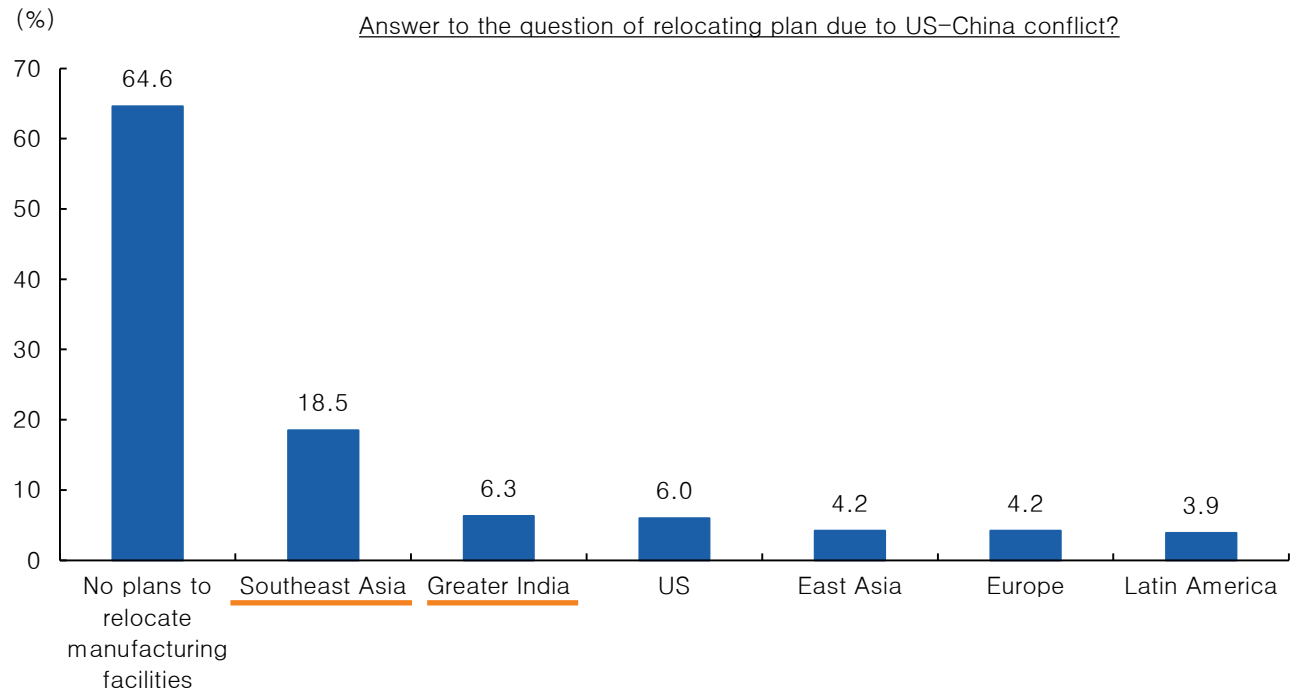


자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

지리적 인접성과 유망 소비시장이라는 두 가지 장점

- 최근 AmCham Shanghai의 중국 소재 미국 기업들에 대한 서베이 결과,
- 아직 움직임이 많지는 않지만, 갈등이 더 심화되고 장기화 될 경우에는 ASEAN으로 옮길 거라는 대답이 가장 많았음. 그 다음으로 인도 경제권을 고려.
- 미-중 갈등이 완화될 수는 있지만 패권 다툼은 장기화 될 것이므로 이런 움직임이 앞으로 점차 강화될 가능성은 고려할 수 있음.

중국 소재 미국 기업들에 대한 서베이 결과: 옮긴다면 역시 ASEAN으로, 그 다음이 인도 경제권

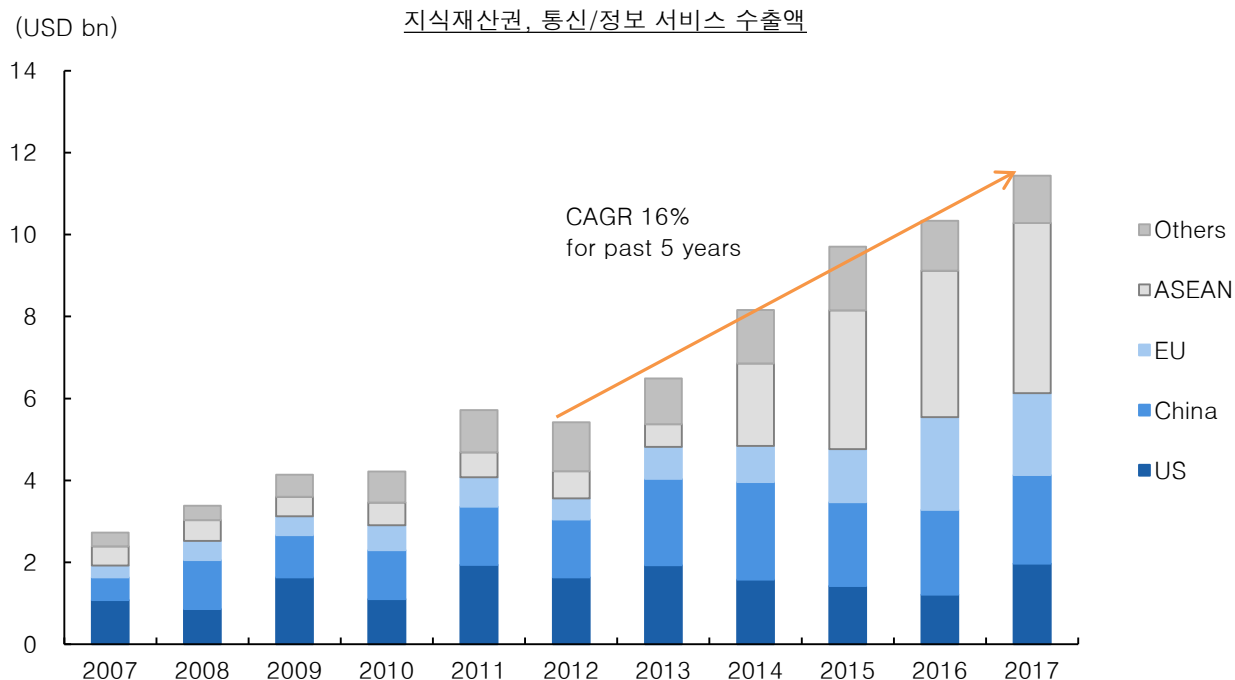


자료: AmCham Shanghai, 미래에셋대우 리서치센터

중국 소비, ASEAN 및 인도 성장이 기회

- 제조업 경쟁력 약화 우려, 반도체 수퍼 사이클도 둔화 내지 하락 국면.
- 지적재산권 및 정보통신 서비스 수출의 빠른 증가세에 주목. 아직 규모는 연 100억 달러에 그치나, 최근 5년간 연평균 16%씩 증가.
- ASEAN이 관련 수요처로서 부각. 앞으로 성장 잠재력도 크다고 볼 수 있음.

지식재산권 및 정보통신 서비스 수출액: ASEAN과 EU향 수출을 중심으로 기조적 증가세

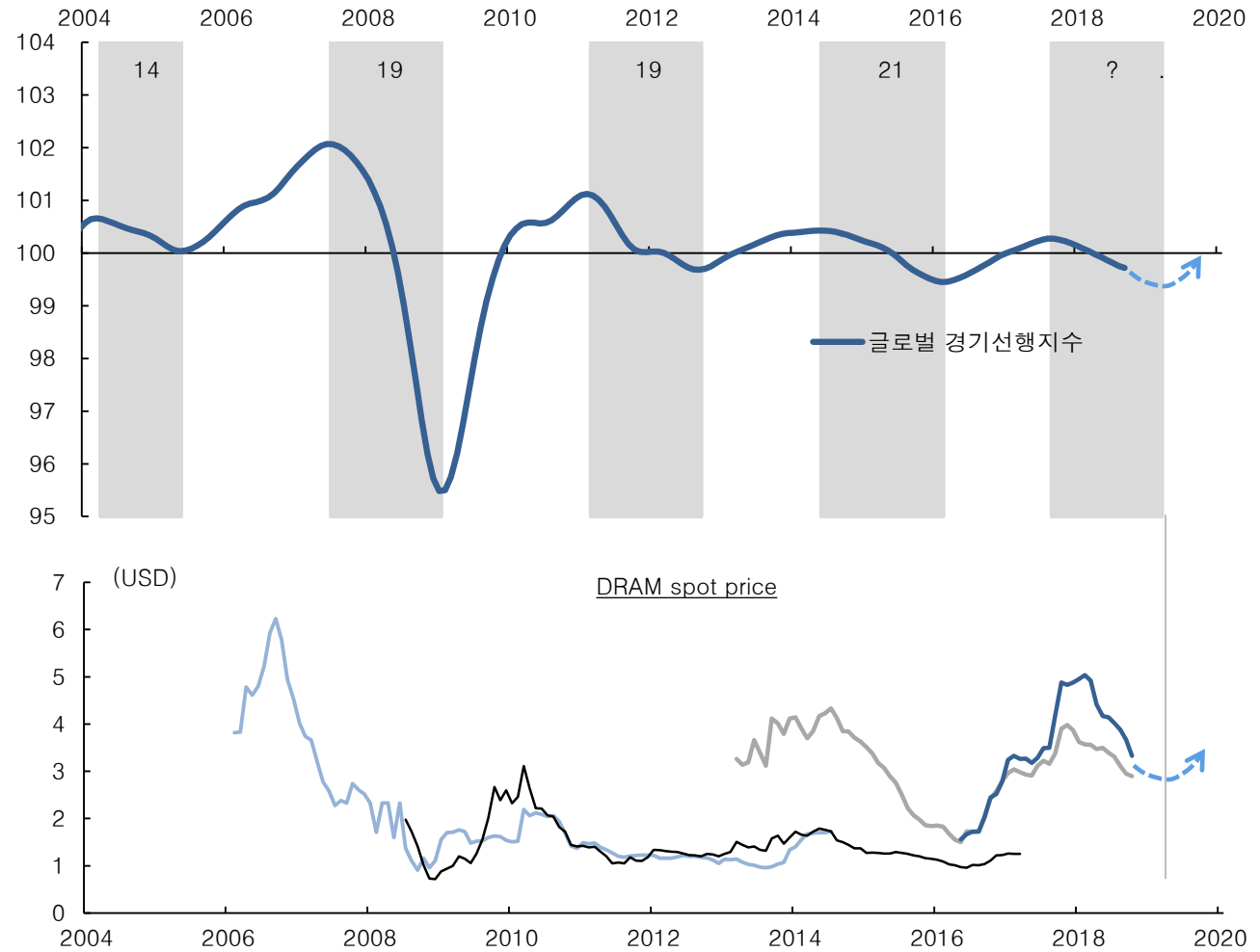


자료: Bank of Korea, 미래에셋대우 리서치센터

반도체 경기도 글로벌 경기에 동행할 것

- 글로벌 경기선행지수 평균 하락 기간 1½년 vs. 현재 1¼년 하락 → 2019년 상반기 중 경기 반등 전환.

글로벌 경기 사이클과 닮은 DRAM 가격 추이(*회색 음영 안에 있는 숫자는 글로벌 경기선행지수 하락 개월 수)



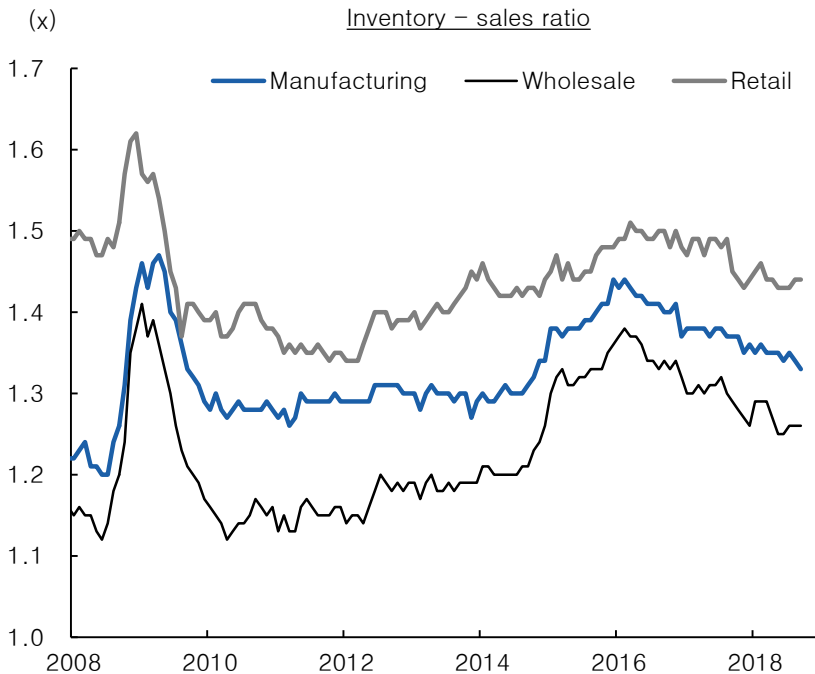
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터/ 주: DRAM 가격은 각 시기의 표준제품 가격을 사용

2019년 초 미국 재고절벽 우려? 크게 우려할 수준 아닐 듯

중국은 재고 부담이 조금 느껴지는 상황

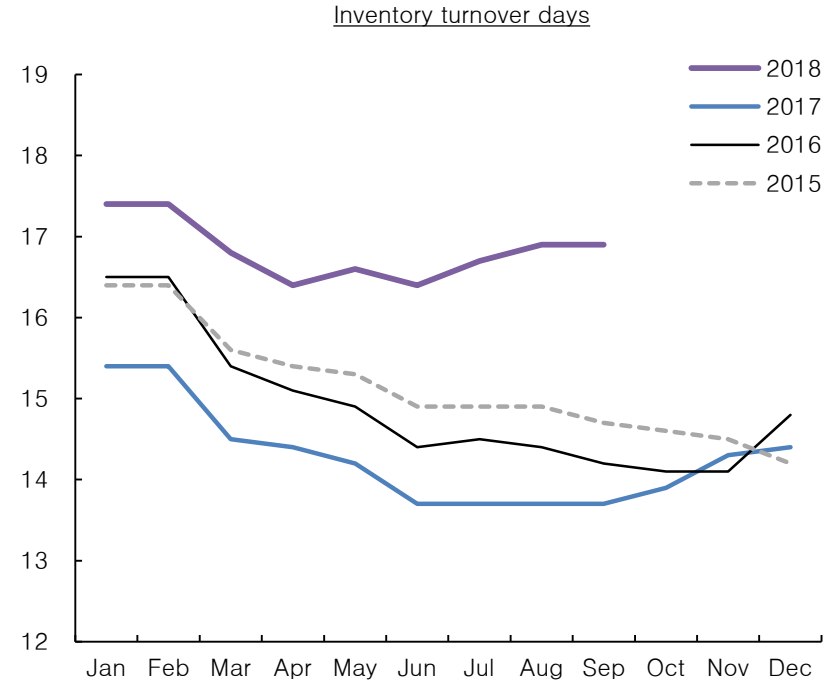
- 2019년 초 재고 부담에 따른 경기 하락 위험이 제기됨: 관세 인상 전에 재고를 미리 쌓는 움직임이 있었기 때문에, 연초 대규모 수입관세 인상을 피하더라도 생산 활동이 조금 둔화될 수 있다는 것.
- 하지만, 9월까지 확인된 데이터로는 미국의 제조업, 도소매업 모두 재고율 하락세. 즉, 재고 확보 노력이 그리 심하지 않았던 것으로 보임. 4사분기에 재고 축적이 조금 있더라도 큰 부담이 될 지는 의문.
- 반면, 중국은 재고 부담이 조금 있는 상황으로 보임. 내수 부양 노력이 그 부담을 일부 상쇄해 줄 듯함.

미국 재고율은 제조업, 도소매업 전반적으로 하락세



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

중국은 연초부터 재고 부담이 예년보다 높았고 6월 이후로 더 커졌음



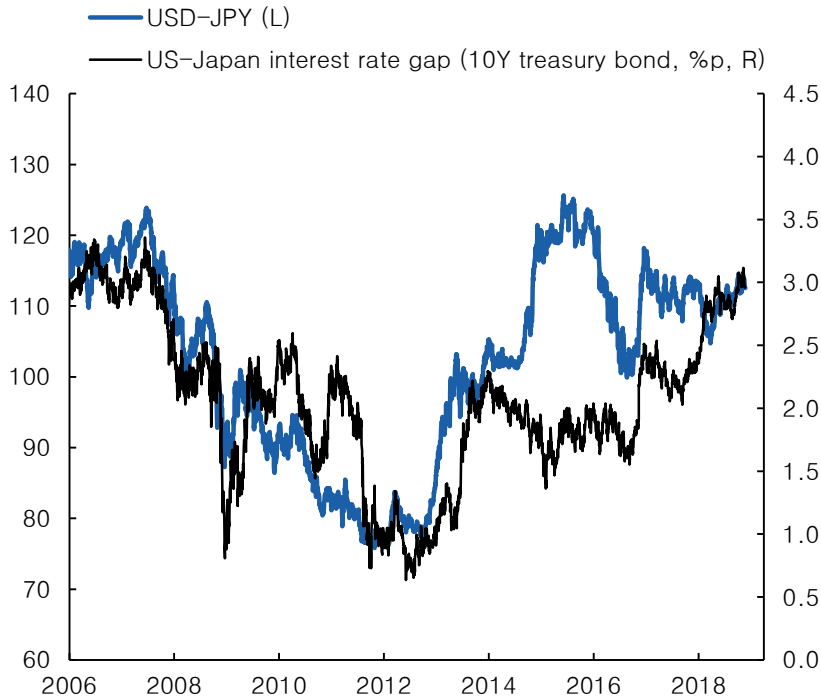
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

Strategy

FRB 금리인상 기조
→ 미국채 금리 상승
→ 엔화 약세

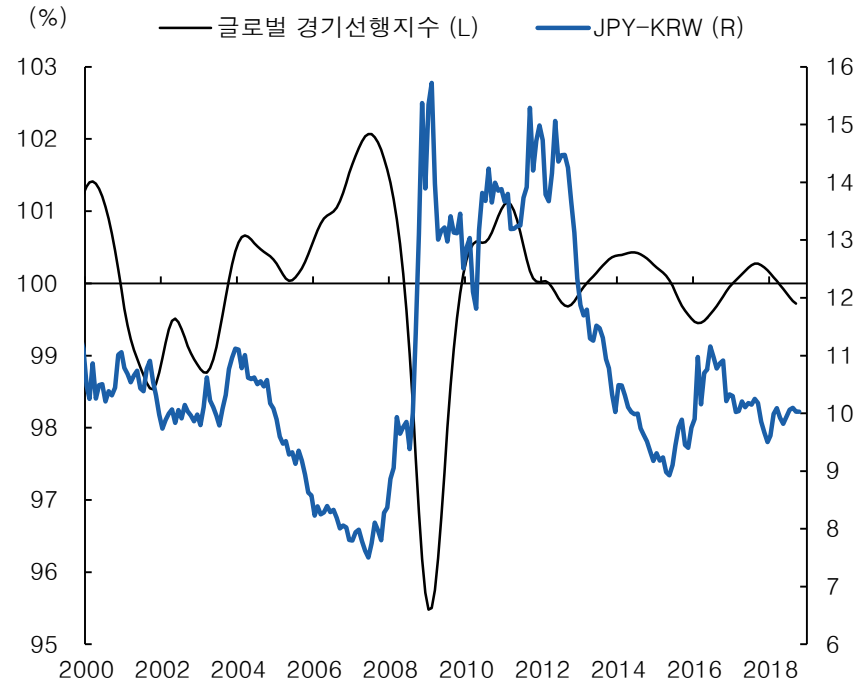
- Fed 기준금리는 2019년 중 3% 이상으로 인상될 가능성 높음 → 미국채 금리의 추가 상승을 야기
→ 통화정책 기조에 거의 변화가 없는 일본의 국채 금리와 격차 확대 → 달러 대비 엔화 약세 지속.
- 엔화는 원화 대비해서도 약세 예상: 엔화는 안전자산이며 원화는 위험자산에 속함. 2019년 상반기 중 글로벌 경기선행지수 반등 전환하면서 엔화의 상대 약세를 유발할 전망.

미일 금리차 확대 → 달러의 엔화 환율 상승세 유지



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

엔화의 원화 환율은 글로벌 경기선행지수에 반비례

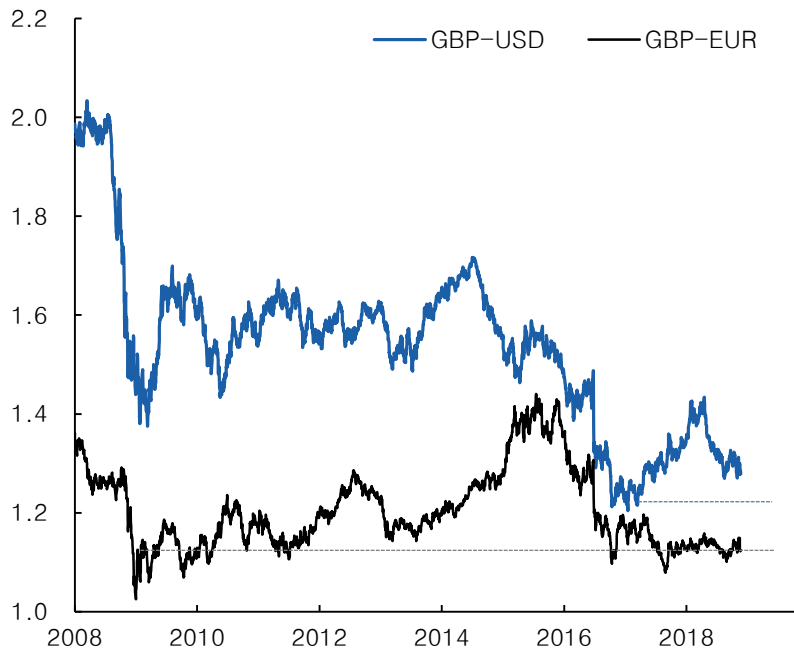


자료: OECD, BOK, 미래에셋대우 리서치센터

브렉시트 불확실성, 길어도 2019년 3월까지

- 최근 '노딜 브렉시트' 우려나 영국의 정치적 불안정성이 부각되면서 파운드화는 1.3달러 아래로 하락, 2016년 브렉시트 국민투표 직후 수준에 근접. 이는 유로화에게도 부정적으로 작용.
- 하지만, 영국이 EU 금융시장에 자유롭게 접근할 수 있는 금융 패스포트 권한을 잃는 상황으로 가진 않을 것. 영국 내에서 브렉시트 찬성 의견이 줄고 있는 것도 하드 브렉시트 가능성을 낮춤.
- 브렉시트 예정일인 2019년 3월말까지 불확실성 제거될 것. 파운드화, 유로화 조만간 반등 예상.

역사적 최저 수준 GBP & 2016년 이후 GBP에 페그된 EUR

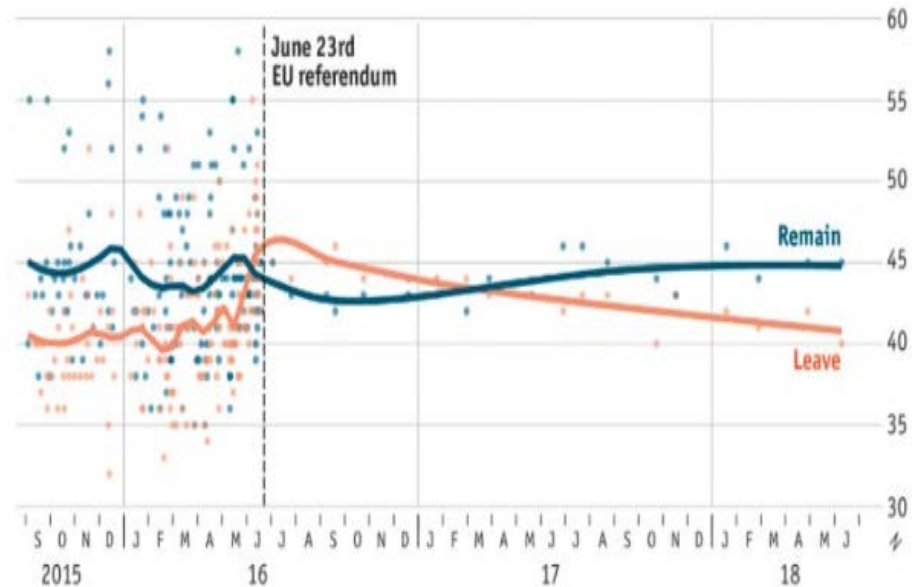


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

영국 내에서 브렉시트 찬성 여론 지속 후퇴

Out with the old...

If there was a referendum on Britain's membership of the EU, how would you vote? % responding

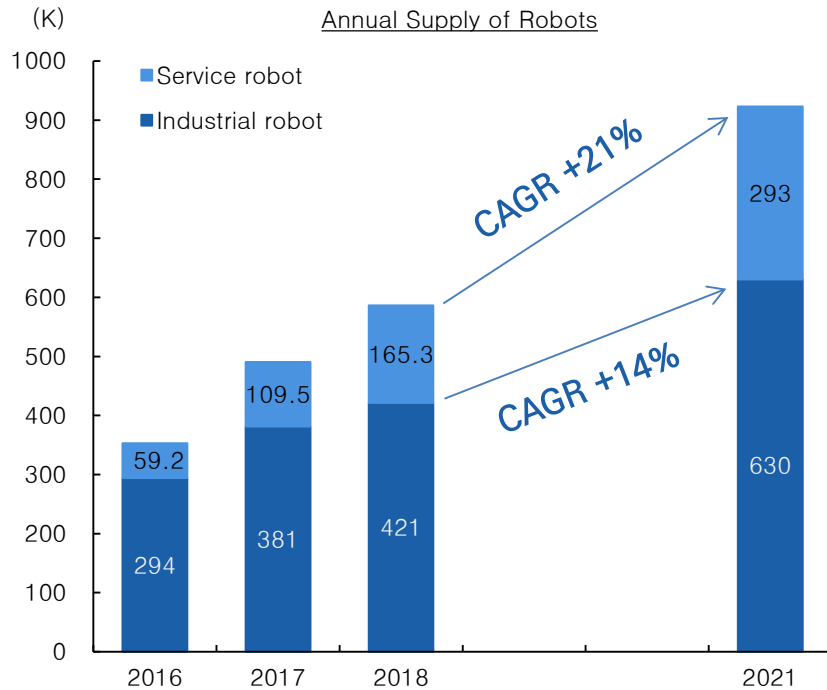


자료: Economist, 미래에셋대우 리서치센터

로보틱스산업 기조적 성장 → BOTZ 주가 조정은 투자 기회 관점

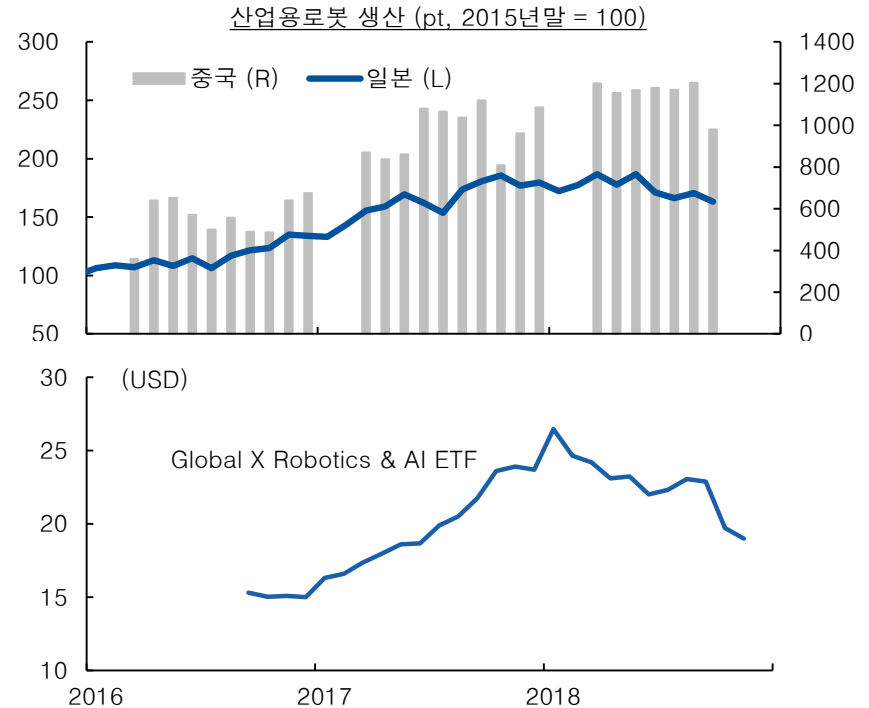
- 산업용 로봇, 서비스 로봇(운송, 의료, 국방 등)의 수요, 공급 기조적 성장, 개인용 로봇 보급도 확산.
- 다만, 2018년 산업용 로봇 생산 증가세는 글로벌 경기 둔화나 미중 무역갈등 피해 우려 등으로 주춤해졌고, 이는 Global X Robotics & AI ETF(BOTZ) 주가 하락으로 이어짐.
- 하지만, 산업 전망이 낙관적이기 때문에 이번 가격 조정은 기회로 삼을 수 있음.

산업용 로봇과 서비스 로봇, 추세적 공급 확대



자료: International Federation of Robotics, 미래에셋대우 리서치센터

2018년 산업용 로봇 생산 증가세 둔화, 그리고 BOTZ 주가 하락세

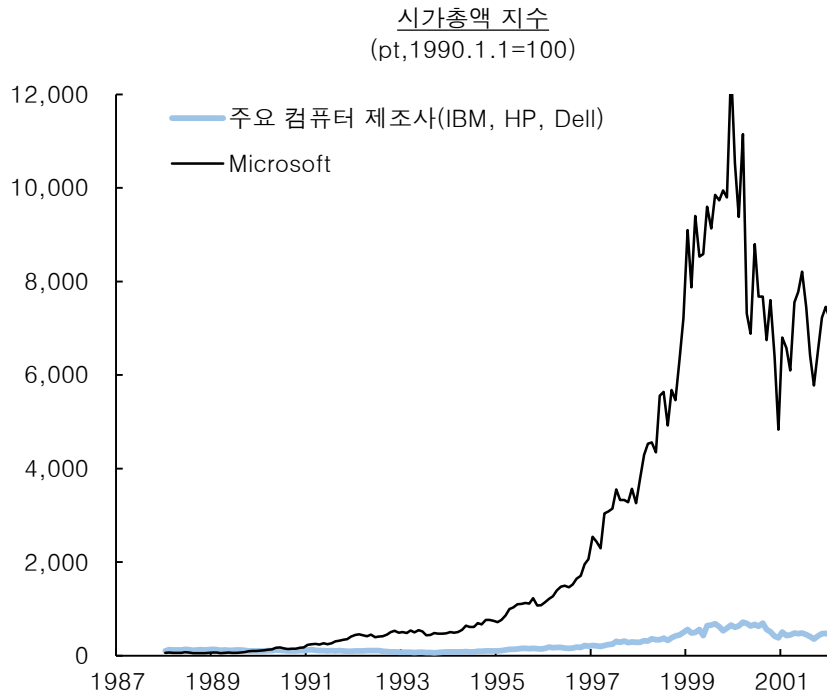


자료: Bloomberg, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

3차 산업혁명 경험, 4차 산업혁명에도 적용

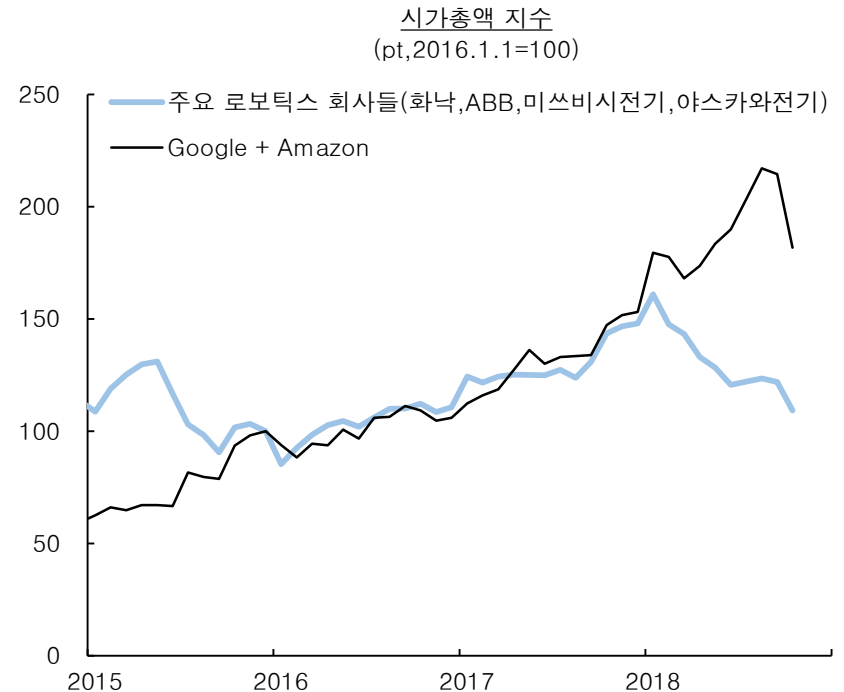
- 미중 무역갈등 완화되면 미국을 중심으로 선진국 테크 기업들 주가 반등 기회.
- 단, 길게 보면 하드웨어 업체보다는 AI 경쟁력이 있는 IT SW & 서비스 회사에 더 많은 자산을 배분해야 한다는 것이 3차 산업혁명 당시의 교훈.

3차 산업혁명: 컴퓨터 하드웨어보다 소프트웨어



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

4차 산업혁명: 로봇 제조사보다 AI?



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

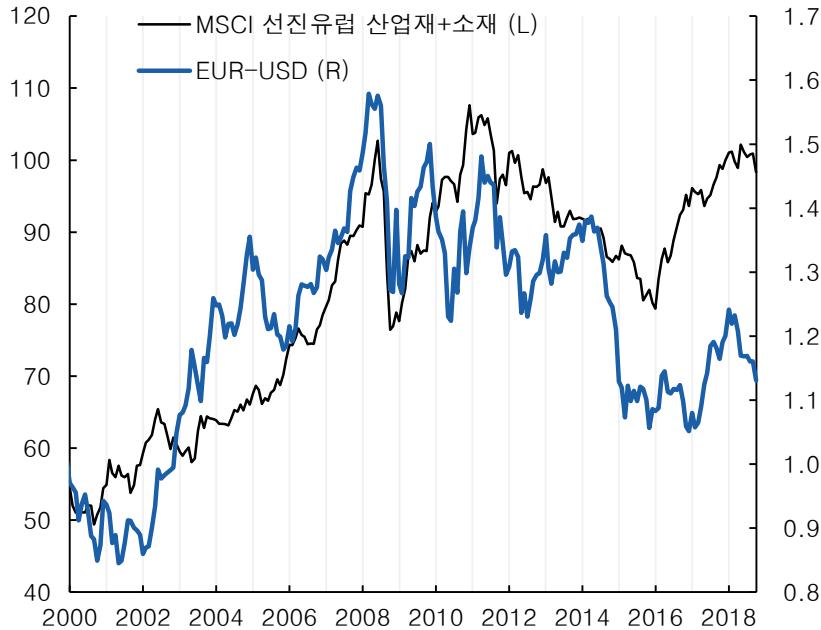
Long '유럽 산업재+소재' & '영국 금융업'

브렉시트 이슈 완화될 때 투자 기회

- 브렉시트 관련 불확실성은 길어도 2019년 1사분기까지. 따라서, 1사분기 중에 파운드화, 유로화 반등 전환 가능성이 높고, 유럽 전반의 경기 회복도 기대.
- 이 때 유럽 산업재, 소재 투자 기회 관점. 영국 증시도 동반 개선될 수 있을 텐데 그 중에서도 브렉시트 이슈에 특히 민감했던 영국 금융업이 긍정적.

유로화(유럽 경기)와 동행하는 유럽 산업재, 소재

(pt, 2018.1.1 = 100)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

파운드화에 선행했던 영국 금융업 상대 주가

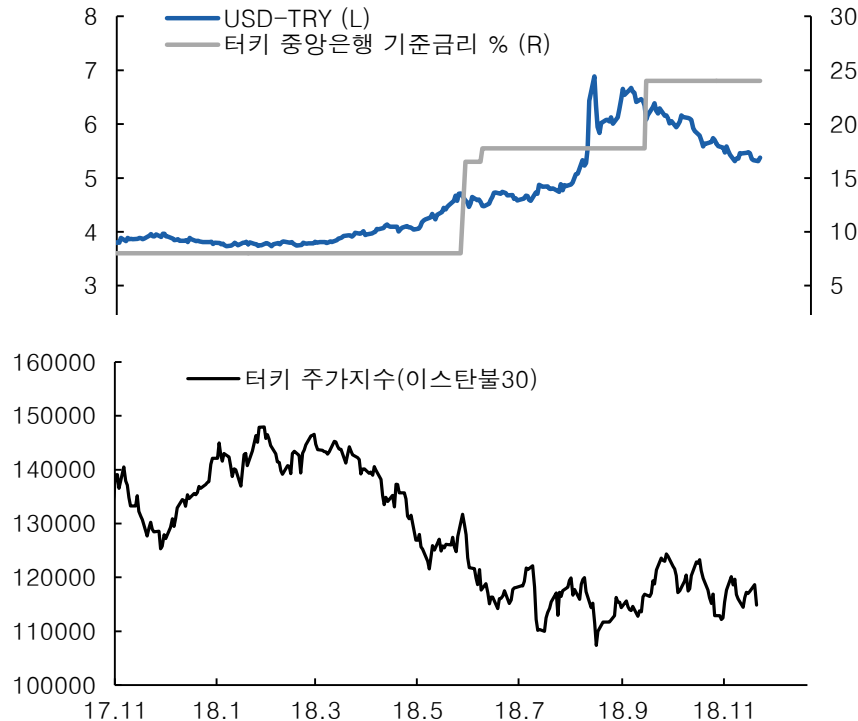


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

트리플 약세에서 트리플 강세로

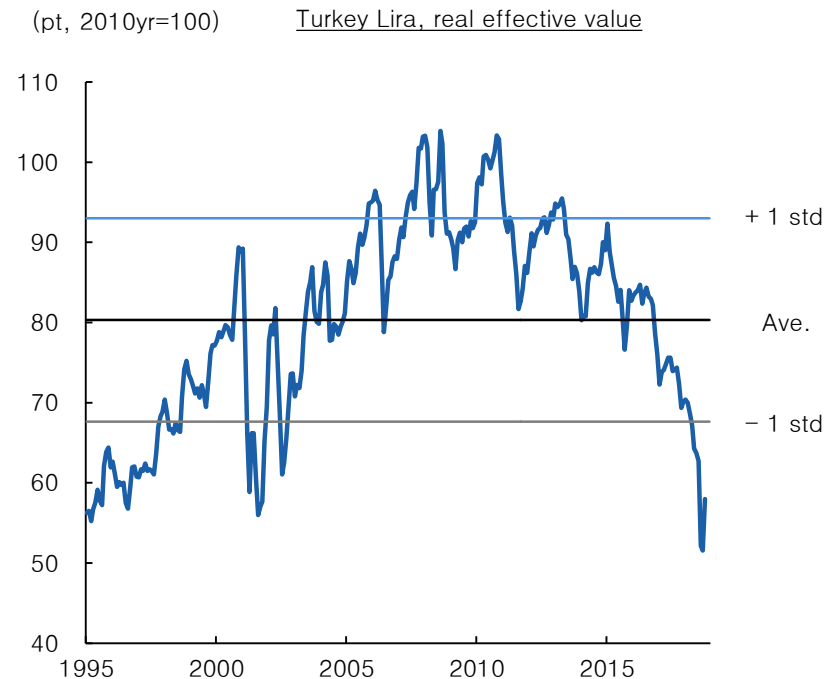
- 지난 8월 터키는 미국의 경제 제재 여파 등으로 금융위기에 준하는 상황에 직면
- 하지만 서유럽과의 금융 거래가 유지되면서 구제금융이 반드시 필요한 상황까지 내몰리지 않았고, 뒤이어 9월에는 시장 예상을 초과하는 금리인상(17.75→24.0%)으로 시장 신뢰 회복.
- 경제 제재의 빌미가 되었던 미국인 목사를 석방한 이후 미국과의 관계 회복 중. 유가 하락도 긍정적.
- 충분히 약해진 리라화는 터키 투자 매력도를 높이는 핵심 요소.

터키 리라화 고점 확인되면서 주가 저점도 통과



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

리라화 실질실효 가치는 장기 평균 대비 -2표준편차 수준

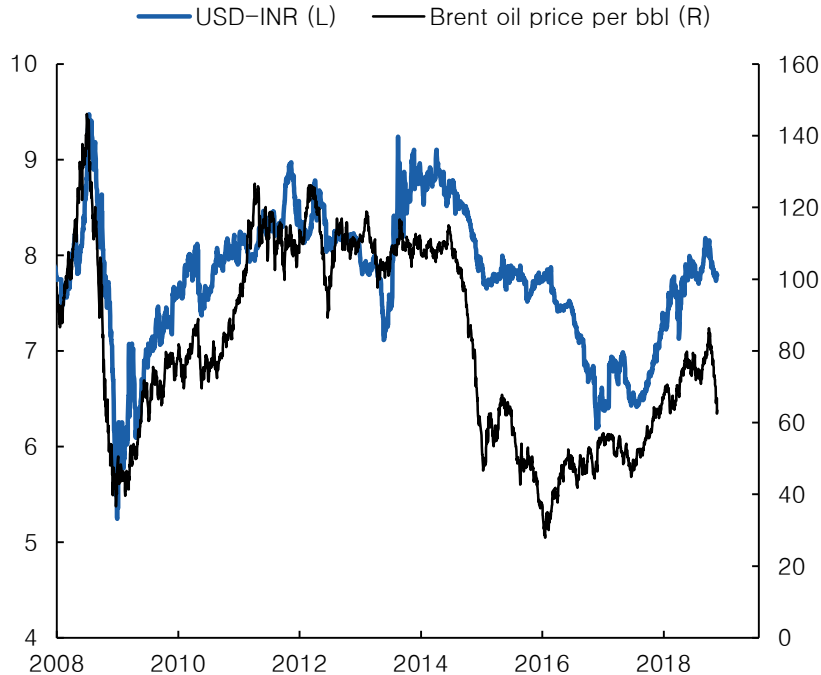


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

환 손실 위험 축소

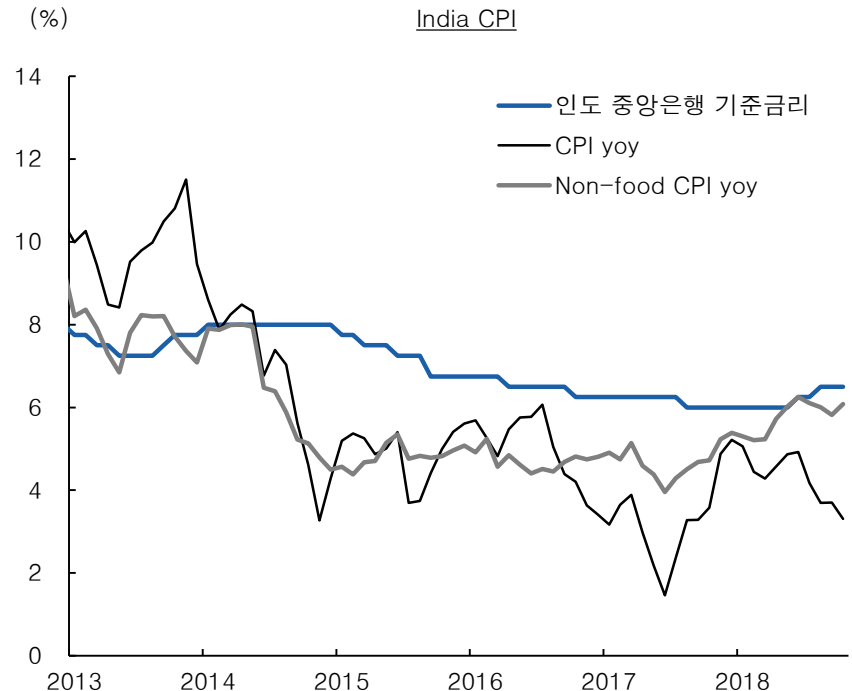
- 현재 인도 국채 10년 금리 7%대 후반. 유가 하락으로 환 손실 위험이 줄어 인도 국채 긍정적.
- 국제유가 균형 수준은 브렌트유 기준으로 70달러 수준으로 판단: 원유 수급 균형으로 판단되는 2018년 2사분기 평균 유가가 70달러였음.
- 루피 안정은 인도 중앙은행 금리인상 압력을 낮추는 효과: 현재 인도 CPI 상승률 3%대. 비식품 CPI는 상승률이 높지만 유가 하락 효과 반영되면 이 또한 낮아질 것.

국제유가 반락, 루피화 안정에 긍정적



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

크게 부담스럽지 않은 인플레이, 인도 기준금리 추가 인상 압력 제한적



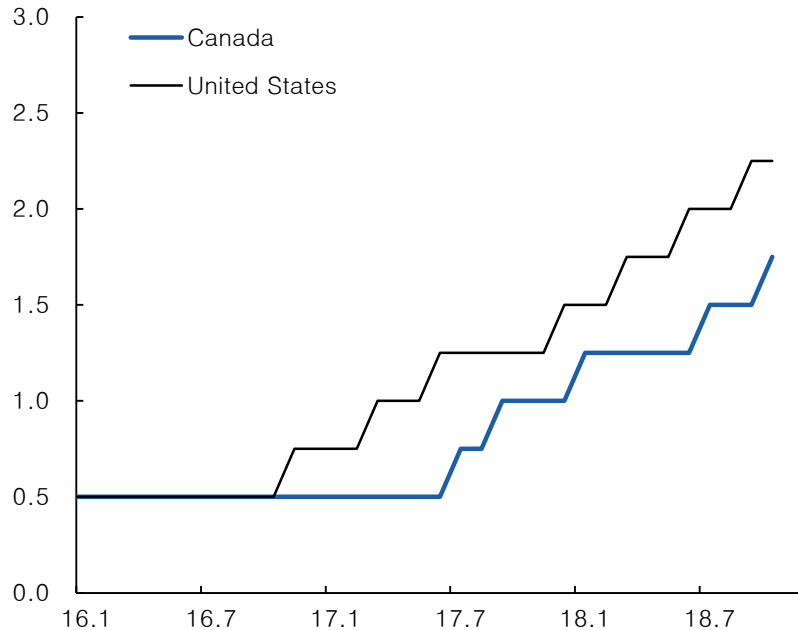
자료: Bloomberg, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

부채 부담 증가에 따른 부동산 경기 하강 우려

- 캐나다는 2017년 하반기부터 금리인상을 시작해서 미국 금리인상을 유일하게 따라가는 나라: 2017년 이후 2018년 11월까지 미국 6회 인상, 캐나다 5회 인상.
- 하지만, 미국은 금융위기 이후 민간부채 조정 성과 vs. 캐나다는 반대로 민간부채 계속 증가.
- 따라서, 캐나다는 금리인상 부담이 크게 느껴질 듯 → 부동산 시장 위축 우려 → 캐나다달러 하락 압력.

FRB 금리인상에 잘 따라가는 캐나다 중앙은행(전세계 유일)

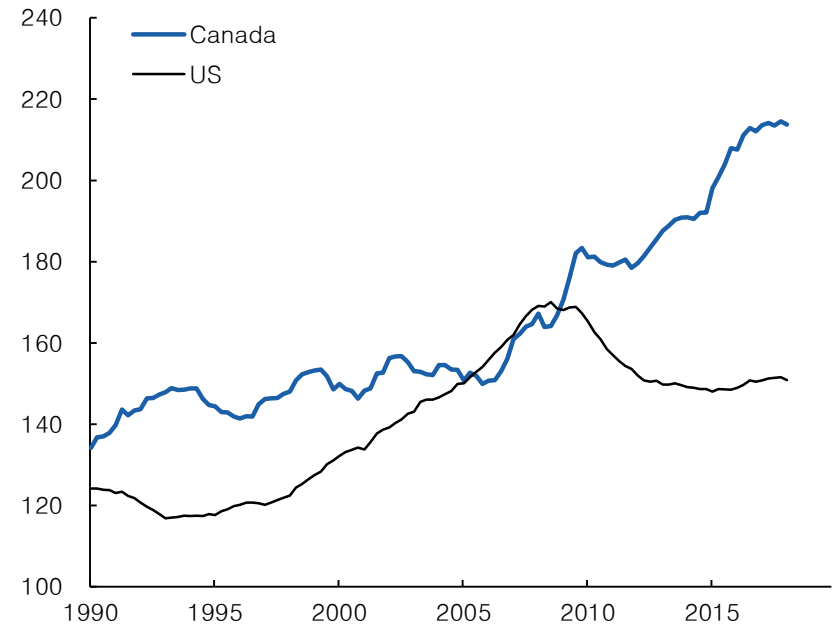
Central Bank Base Rate(%)



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

하지만 양국의 민간부채 부담은 큰 차이

비금융 민간부채(% of GDP)



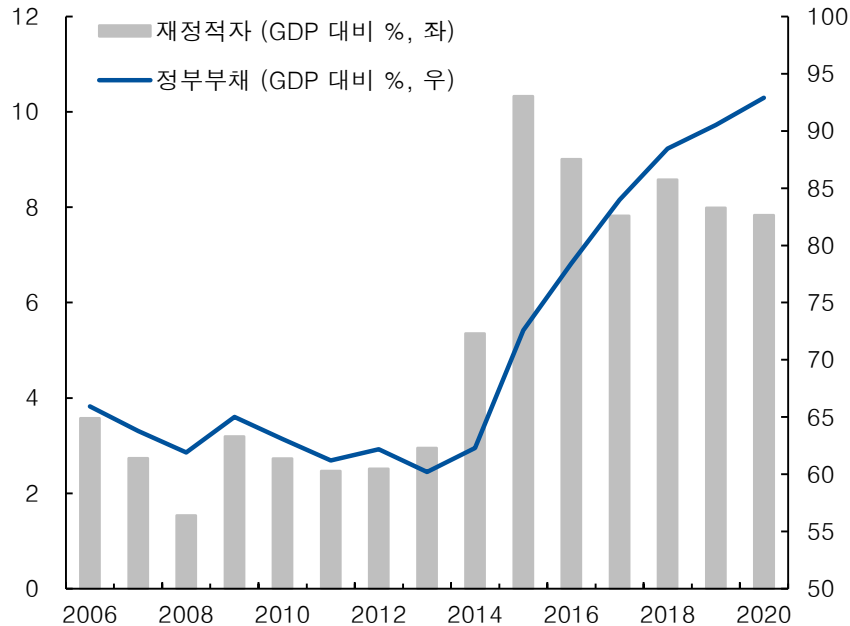
자료: BIS, 미래에셋대우 리서치센터

헤알화 전저점 수준에서 Short 의견 수정 고려

- 2018년 10월 대선을 지나면서 정치 안정 기대감이 헤알화 반등 견인, 하지만, 해결된 것은 아직 없음.
- 정치 안정 기대감이 재정(연금)개혁 기대감으로 계속 이어질지 의문.
- 2019년 브라질 정부부채가 GDP의 90% 상회할 위험(GDP 천만 달러 이상 신흥국 중 압도적 1위). 개혁하지 못하면 달러의 헤알화 환율은 직전 고점(1달러당 4.2헤알) 위로 올라갈 위험 높음.
- 1달러 4.2헤알이 1차 타겟. 그 때까지 Short BRL 의견 제시.

브라질, GDP의 8% 수준 재정적자, GDP의 90%대 정부부채

IMF의 브라질 재정수지 및 정부부채 추계



자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

달러의 헤알화 환율 단기 타겟은 전고점: 1달러당 4.2헤알



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터