



저금리 파티는 계속되는가?

자산배분/투자전략 김한진 hjkim@ktb.co.kr

이머징 자체위험보다 선진국 과열이 문제

한국증시, 미국 금융컨디션에 더욱 연동 예상

① 이머징 숨 고르기 : 달러방향성이 관건

'09년 이후 글로벌증시의 두드러진 특징 중 하나는 환율에 따른 선진국-이머징 간 주가차별화 현상이었다. 현재 괴리를 보이고 있는 양 진영의 통화 가치가 좀 더 좁혀지는 환경이라면 (Fig. 1의 화살표), 또 실제 자본이동으로 인해 그 괴리가 좁혀진다면 글로벌 자산시장은 계속 '성장과 인플레이션 베팅' 과정으로 봐도 될 것이다. 하지만 달러가 신흥국통화에 대해 약세인 조건은 까다롭다. ㉠ 신흥국경기 서프라이즈 ㉡ 수출신흥국 경상수지 흑자확대, ㉢ EM-DM간 성장률+통화정책 컨버전스 ㉣ 유로화의 강세도움 등이 충족되어야만 한다. 아직 (5월)은 그 탐색기간인 듯하다. 달러가 98을 크게 하회하면 일시 EM으로의 추가 자본이동이 가능할 수 있다.

② 글로벌 채권시장 과열, 저금리 수혜자산 수요지속

최근 신흥국 국채금리는 아르헨티나, 터키 등을 중심으로 크게 하락해 선진국금리 하락폭을 상회하고 있다. 2016년 하반기부터 각국 금리가 반등하고 있으나 장기추세로 보면 그 반등 폭은 미미하며 여전히 역사적 저금리 수준에 머물고 있다. 이러한 저금리 환경은 주식은 물론 리츠등 저금리 수혜자산의 수요안정으로 '위험 선호 (risk-on) 환경'을 계속 유지시켜 주고 있다. (Fig. 1~ 3)

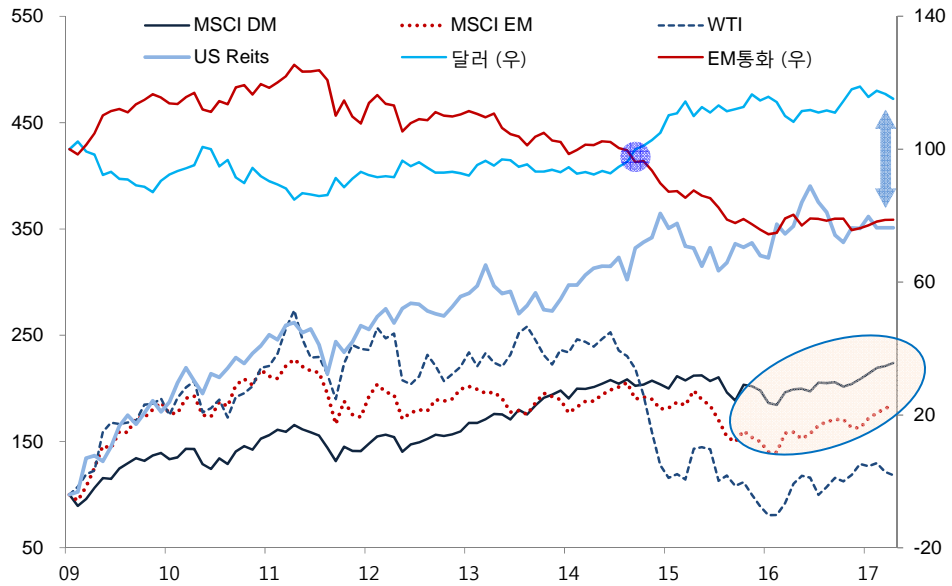
③ 저금리의 경기 영향력 고조 상태

전통적으로 금리의 경기탄력성은 선진국이 신흥국보다 더 강했다. 이는 선진국이 신흥국보다 경기의 금리민감도가 높음을 뜻한다. 특히 '16년 이후 경기확장 국면에서 선진국 저금리의 경기부양 정도는 더욱 강했음을 확인할 수 있다. 즉 금리반등 폭에 비해 경기개선 정도가 더 컸음을 알 수 있다. '17년 들어 선진국의 경기서프라이즈가 소폭 꺾인 점을 주목할 필요는 있으나 아직 추세적 의미를 부여할 정도는 아니다. (Fig. 4)

④ 한국증시, 선진국증시와 통화정책에 더욱 연동 예상

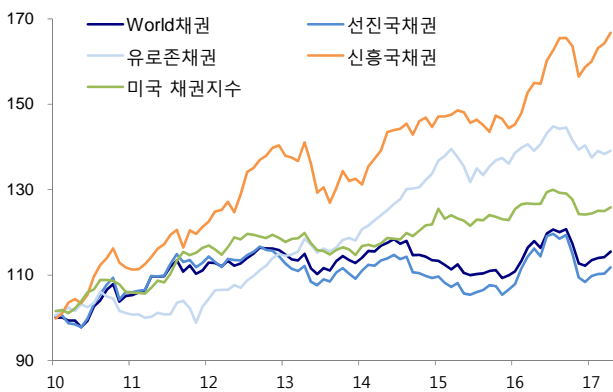
최근 선진국과 신흥국 증시의 금리민감도는 극명한 차이를 보여왔다. 특히 채권가격 상승(금리하락)에 주가가 가장 적극 반응해 온 시장은 미국증시로 평가된다. 선진국 내에서는 유럽증시의 금리반응도가 상대적으로 낮았고 이머징 중에는 한국증시의 금리반응도가 상대적으로 높았다. 주가가 금리하락에 대해 보다 탄력적으로 반응해 온 시장일수록 금리반등 시 주가부담이 클 것이다. (미국, DM, 한국, 유로존, EM 순으로 부정적 : Fig. 5) '17년 한국증시는 선진국시장과 동조화되고 있어 선진국 금융컨디션과 통화정책, 미 주가변동에 보다 민감하게 반응(커플링)할 것이다. 단기로는 ytd. 8%의 원화 가치 상승도 외국인의 한국주식 매수세를 주춤하게 만드는 요인이다.

[Fig. 1] 금융위기 이후 주가저점이었던 '09년 초를 기준으로 한 자산가격 : 달러와 EM통화 괴리에 주목



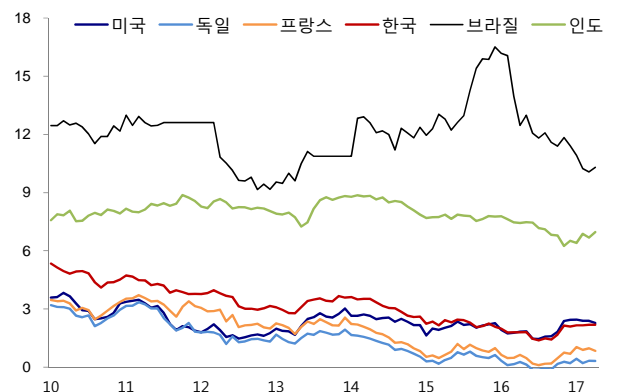
Source: Bloomberg, KTB투자증권 Note : 2009년 1월 = 100

[Fig. 2] 글로벌 채권지수 : 주요 신흥국 금리하락 폭 커



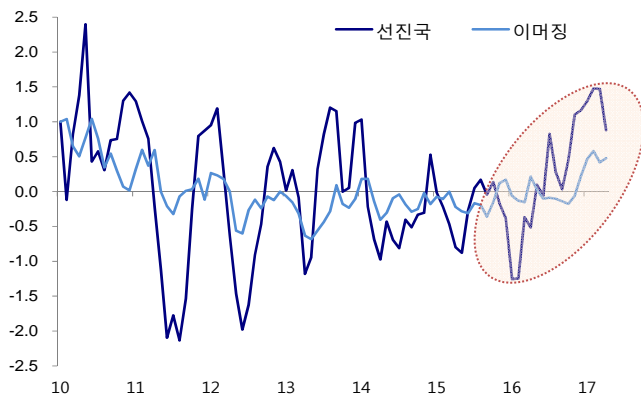
Source: Bloomberg, KTB투자증권 Note : 블룸버그 바클레이즈 채권지수 기준

[Fig. 3] 주요 선진국과 신흥국 국채 10년물 수익률 추이



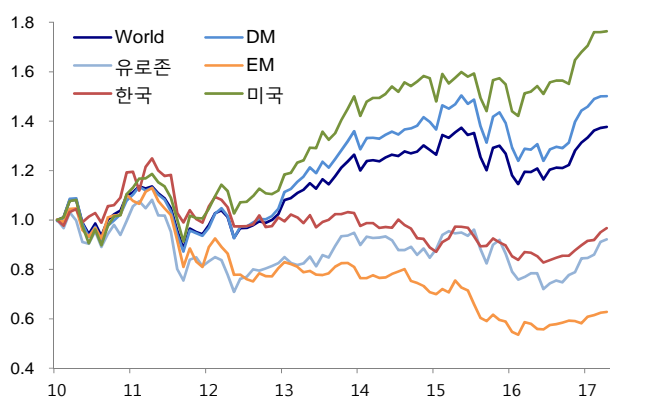
Source: Bloomberg, KTB투자증권

[Fig. 4] 경기서프라이즈/채권지수 추이 : 경기의 금리민감도



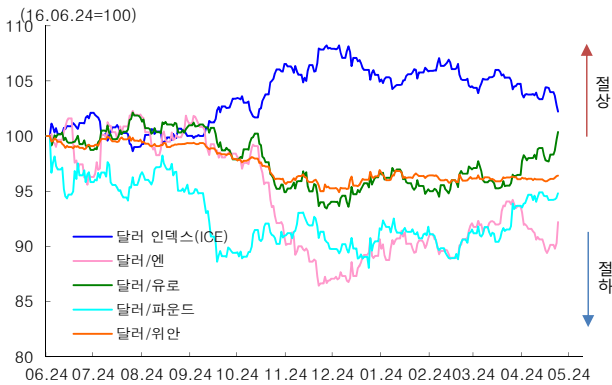
Note : 지표상승은 경기의 금리민감도가 높거나 경기에 비해 금리상승이 더 큰 상황을 의미

[Fig. 5] 주가의 금리 민감도 추이 (MSCI주가지수/채권지수)



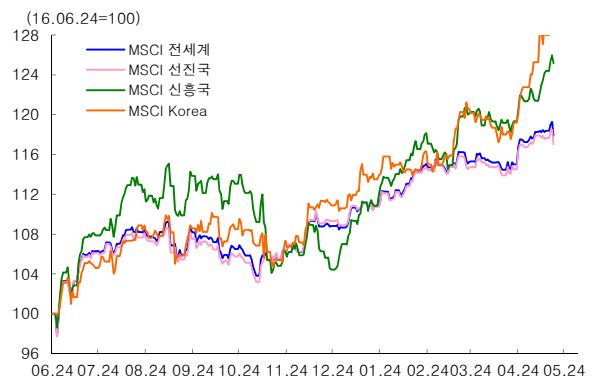
Note : MSCI주가지수 바클레이즈 채권 상대강도, 높을수록 주가의 금리민감도 높음을 의미

달러대비 글로벌 주요 환율 추이 ('16.6.24일 기준)



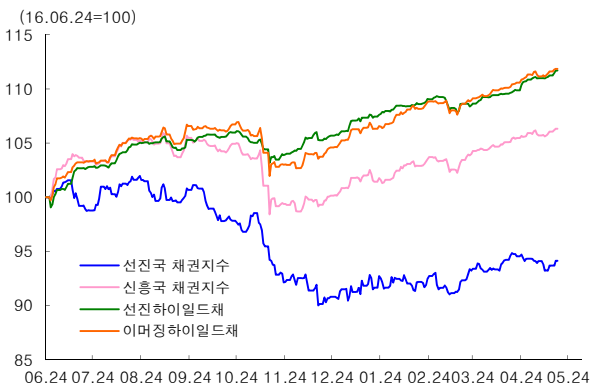
Source: Bloomberg, KTB투자증권,
Note: 브렉시트 투표일(16.06.24) 기준 글로벌 주요 환율 추이

글로벌 주식시장(위험자산군) 추이 ('16.6.24일 기준)



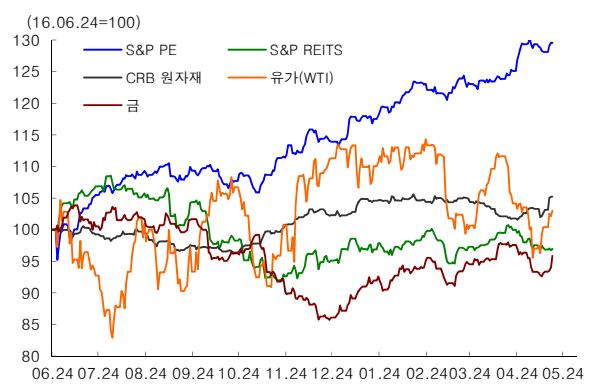
Source: Bloomberg, KTB투자증권,
Note: 브렉시트 투표일(16.06.24) 기준 글로벌 주식시장 가격 추이

글로벌 채권 인덱스 추이 ('16.6.24일 기준)



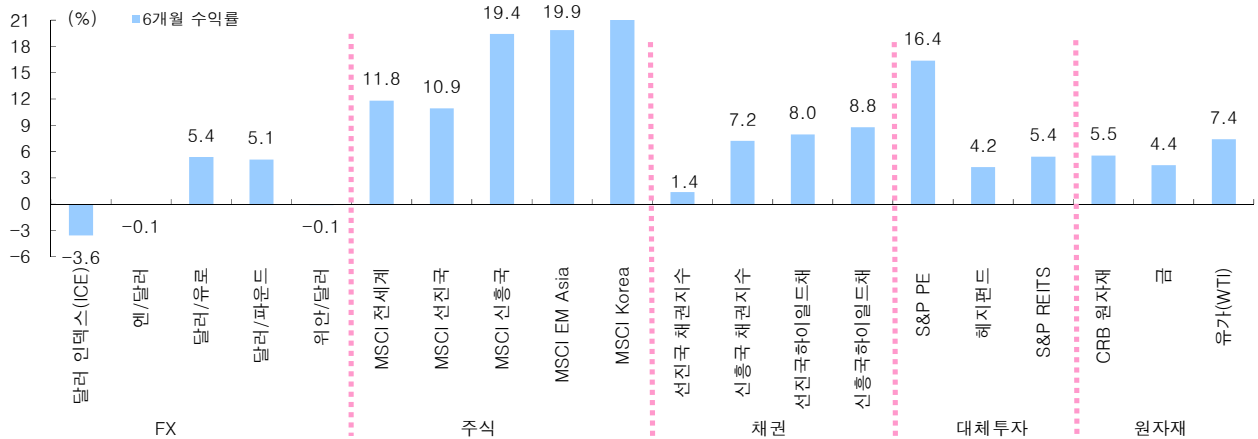
Source: Bloomberg, KTB투자증권,
Note: 브렉시트 투표일(16.06.24) 기준 글로벌 채권시장 가격 추이

글로벌 대체투자 및 원자재 가격 추이 ('16.6.24일 기준)



Source: Bloomberg, KTB투자증권,
Note: 브렉시트 투표일(16.06.24) 기준 글로벌 대체투자 및 원자재 가격 추이

글로벌 금융자산 6개월 수익률 비교 (5/17일 종가 기준)



Source: Bloomberg, KTB투자증권

글로벌 금융자산 수익률 맵 (5/17일 종가 기준)

위험 자산_주식시장	단위	Index	1W(%)	2W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	1Y(%)	YTD(%)
MSCI 전세계	Index	457.69	-0.5	0.2	2.3	3.2	11.6	15.8	8.5
MSCI 선진국	Index	1,882.62	-0.7	0.0	2.0	2.7	10.6	14.7	7.5
MSCI 신흥국	Index	1,008.63	1.4	2.3	4.8	7.1	19.9	25.8	17.0
MSCI EM Asia	Index	499.92	1.4	2.4	5.5	9.1	20.1	27.7	19.3
미국_S&P 500	Index	2,357.03	-1.8	-1.3	0.3	0.3	8.1	15.1	5.3
유럽_Eurostoxx 50	Index	3,584.83	-1.7	0.0	4.0	7.9	17.5	22.0	8.9
영국_FTSE 100	Index	7,503.47	1.6	3.7	2.4	2.8	10.5	21.7	5.0
독일_DAX 30	Index	12,631.61	-1.0	0.8	4.3	7.1	17.7	27.7	10.0
프랑스_CAC 40	Index	5,317.89	-1.5	0.3	4.9	8.0	17.2	23.7	9.4
일본_Nikkei225	Index	19,814.88	-0.4	1.9	8.0	1.9	12.2	19.0	3.7
한국_Kospi	Index	2,293.08	1.0	3.3	6.9	10.0	16.5	16.5	13.2
중국_상해종합	Index	3,104.44	1.7	-1.0	-3.7	-3.4	-3.2	9.2	0.0
안전 자산_채권시장		Index	1W(%)	2W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	1Y(%)	YTD(%)
선진국 채권	Index	111.53	0.9	0.0	-0.5	3.1	0.0	-3.6	2.9
신흥국 채권	Index	167.31	0.6	0.1	1.2	3.4	6.6	7.5	5.4
선진국 투자등급 채권	Index	128.20	1.0	0.6	1.0	3.1	3.0	1.7	3.4
신흥국 투자등급 채권	Index	150.72	0.6	0.3	0.7	2.9	4.8	4.8	4.6
하이일드 채권시장		Index	1W(%)	2W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	1Y(%)	YTD(%)
선진국 하이일드 채권	Index	168.62	0.6	0.5	1.9	2.9	7.7	12.4	5.3
신흥국 하이일드 채권	Index	188.02	0.5	0.2	1.5	3.4	8.5	13.6	6.3
FX Market		Price	1W(%)	2W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	1Y(%)	YTD(%)
달러 인덱스(ICE)	Index	97.58	-2.1	-1.6	-2.7	-3.6	-2.6	3.2	-4.5
엔/달러	JPY	110.83	-2.8	-1.0	2.0	-3.0	2.2	1.7	-5.2
달러/유로	USD	1.116	2.7	2.5	4.8	5.3	4.1	-1.4	6.1
달러/파운드	USD	1.297	0.2	0.8	3.2	4.1	4.1	-10.3	5.1
위안/달러	RMB	6.878	-0.4	-0.3	0.0	0.1	0.3	5.5	-1.0
원/달러	KRW	1118.10	-1.6	-1.2	-1.7	-2.1	-4.5	-4.7	-7.3
Commodity		Inx/Price	1W(%)	2W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	1Y(%)	YTD(%)
CRB 원자재	Index	435.29	3.0	1.7	3.0	-0.4	5.8	4.5	2.9
원유(WTI)	USD/Barrel	49.07	3.7	2.6	-6.8	-7.6	7.1	1.6	-8.7
금	USD	1261.36	3.5	1.9	-1.8	2.2	2.7	-1.4	9.9
대체 투자		Price	1W(%)	2W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	1Y(%)	YTD(%)
S&P Listed PE	USD	260.97	1.0	0.1	3.9	5.0	18.5	27.9	13.3
헤지펀드	EUR	1221.62	0.1	0.6	1.3	1.2	4.6	5.5	2.9
S&P Global REITS	USD	177.82	-0.5	-0.7	-3.6	-0.6	4.5	-3.2	0.0

Source: Bloomberg, KTB투자증권

본 자료는 고객님의 투자 판단을 돕기 위해 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사는 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.