증권사 리서치센터장, 자산운용사 대표와
함께하는 제1회 증시 콘서트

2019 하반기 증시 대전망

| 일 시 | 2019. 7. 2 (화) 14:30
| 장 소 | 금융투자협회 3층 불스홀

금융투자협회
Korea Financial Investment Association

2019년「제1회 증시 콘서트」개요

□ 진행순서

구분	시 간		내 용
1부	14:30~14:40	10′	• **인사말 (권용원 금융투자협회 회장)**
	14:40~15:40	60′	• **리서치센터장**(4인)**의 하반기 전망**
–	15:40~15:45	5′	• **Break**
2부	15:45~16:35	50′	• **종합토론** (센터장 4인, 운용사 2인, 연구원 1인)

□ 발표자 및 토론자 명단

소속	성 명	소속	성 명
삼성증권	오현석 리서치센터장	미래에셋 자산운용	이준용 사장 (글로벌운용총괄)
하나금융투자	조용준 리서치센터장	한국투자 밸류자산운용	이채원 대표
SK증권	최석원 리서치센터장	자본시장 연구원	강현주 실장 (거시금융실)
NH투자증권	이창목 리서치센터장		

※ 종합토론 사회 : 자본시장연구원 남길남 동향분석실장

증권사 리서치센터장, 자산운용사 대표와
함께하는 제1회 증시 콘서트

『2019 하반기 증시 대전망』

1부 발표

발표 1

삼성증권 오현석 센터장

2019년 하반기
주식시장 전망

▶ 삼성증권 리서치센터



신뢰에 가치로 답하다
삼성증권 SAMSUNG

I. 상반기 Review

I. 상반기 Review

상반기 시장 catalyst flow

- 연초 Fed, “patience” 발언
- 중국 릴레이 부양정책 발표

➡ 연초 안도랠리 배경

- 北・美 하노이 정상회담 결렬
- 1분기 실적: 미국 good, 중국 not bad, 한국 bad

➡ 국내시장 underperform 배경

- 美・中 무역분쟁 악화, 대표기업 비즈니스 거래 중단

➡ 글로벌 tail risk 부각

- Fed, 또 한 번의 스탠스 선회, insurance cut 기대

➡ 정책이 지배하는 사이클

I. 상반기 Review

글로벌 주식 성과

▶ ① DM > EM, ② DM은 미국이, EM은 BRICs 가 주도

구분 (%)	2018	2019 YTD
DM	-10.4	15.6
미국	-6.3	17.7
유럽	-17.3	12.9
일본	-14.5	6.6

구분 (%)	2018	2019 YTD
EM	-16.6	9.0
중국	-20.4	11.5
인도	-8.8	5.7
브라질	-3.9	15.8
러시아	-5.3	28.0
한국	-22.6	2.4
대만	-11.8	9.3
베트남	-13.5	8.7

참고: MSCI 달러지수 기준, 6월 25일 종가 기준
자료: Refinitiv

I. 상반기 Review

KOSPI 성과

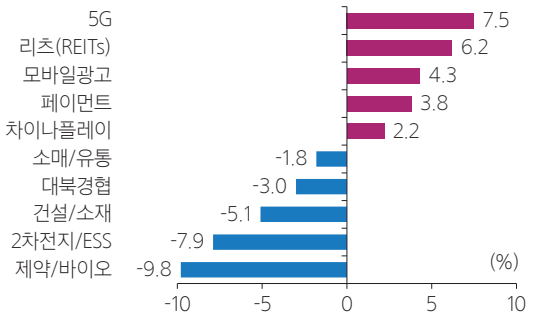
시총 상위 top 10 성과

1) 장기 소외 낙폭과대주 반등
2) 美・中 무역전쟁의 반사효과
3) 바이오주 주가 급락

종목	등락 (%)
삼성전자	13.7
SK하이닉스	4.3
현대차	18.6
셀트리온	-9.7
LG화학	-0.7
신한지주	14.1
현대모비스	16.1
SK텔레콤	-3.9
POSCO	-1.6
삼성바이오로직스	-19.0

참고: 6월 25일 종가 기준, 종목은 시총 순 정렬
자료: Refinitiv

Theme 별 성과



I. 상반기 Review

채권시장 성과

채권시장 rotation: Search for yield → Flight to safety

구분 (%)		2018	2019 YTD
DM	국채	0.9	4.6
	IG	-2.5	7.9
	HY	-2.1	8.9
EM	국채	-3.4	3.3
	IG	-1.1	7.7
	HY	-4.7	8.0

참고: 6월 25일 종가 기준
자료: Bloomberg



I. 상반기 Review

상반기 리서치 call review

	Key call	Review
Macro	• 글로벌 경기 우려 과도	• Fed dovish pivot, 중국 릴레이 부양 정책
	• 주요국 정책 대응 가시화	• 美・中 무역협상 합의 지연
	• 美・中 무역협상 합의 기대	• 달러화 강세 심화, 주요국 장기금리 하락
전략	• 상반기 박스권, 하반기 recovery	• 상반기 KOSPI 2,000~2,250 pts 등락
	• KOSPI 연간 밴드: 1,950~2,350 pts	• 1Q 반등 vs. 2Q 조정
	• 국가별 선호도: 중국 > 미국 > 한국	• 국가별 성과: 미국 > 중국 > 한국

II. 하반기 핵심 키워드

II. 하반기 핵심 키워드

1. Recession risk: Case study

▶ Recession: NBER(전미경제협회) - "Significant decline in economic activity"

▶ 과거 미국 사례: 1950년 이후 총 10번의 recession 경험

→ 2000년 이후 2번 진행 : 2001~2002년 (닷컴버블 붕괴와 9.11 테러), 2008~2009년 (글로벌 금융위기)

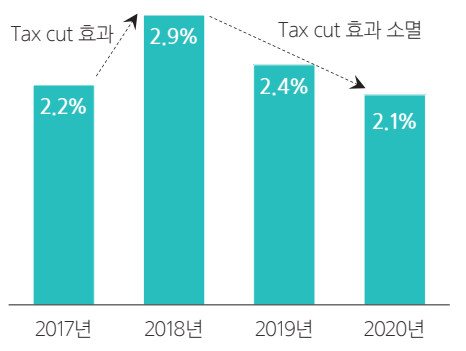
	GDP 성장률 (q-q)	주가지수 (Dow)	기업이익 (EPS)	Fed 기준금리	달러인덱스 (DXY)
Average	-0.4%	-11.8%	-14.7%	-200 bp	+3.8%
2001~2002년	-0.1%	-34.0% (11,497 → 7,591 pt)	-43.4% (50.0 → 28.3 pt)	-275 bp (6.5 → 3.75%)	+7.7% (99.0 → 106.6pt)
2008~2009년	-0.5%	-39.4% (13,211 → 8,001 pt)	-91.3% (78.6 → 6.9 pt)	-500 bp (5.25 → 0.25 %)	+6.3% (80.8 → 85.8pt)

자료: Refinitiv

II. 하반기 핵심 키워드

Soft landing ≠ Recession

당사 미국 GDP 성장률 전망



01 리세션 판단 근거 — over - capacity / over - credit / over - valuation → 지금은 'stable' 상태

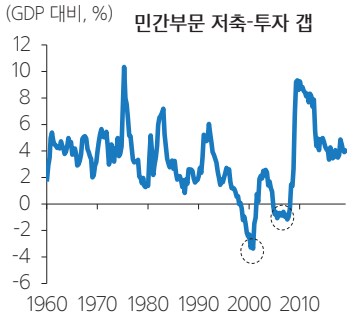
02 Fed의 적극적인 스탠스
Insurance cut → 금융시장 위축 방어
Average Inflation Targeting → Soft landing 유도

03 美 · 中 무역분쟁
연내 deal 마무리 (당사 base 시나리오, 확률 70%)

II. 하반기 핵심 키워드

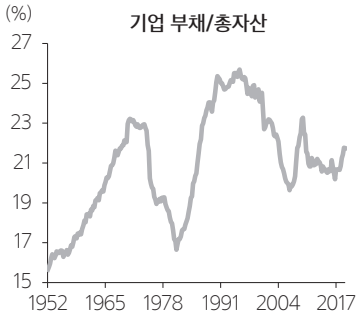
Recession risk를 낮게 보는 이유

'No' over investment



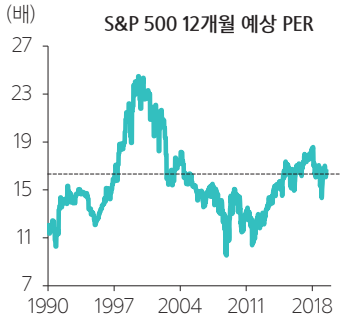
자료: Federal Reserve, Refinitiv

'No' corporate debt overhang



자료: Federal Reserve, Refinitiv

'No' valuation bubble

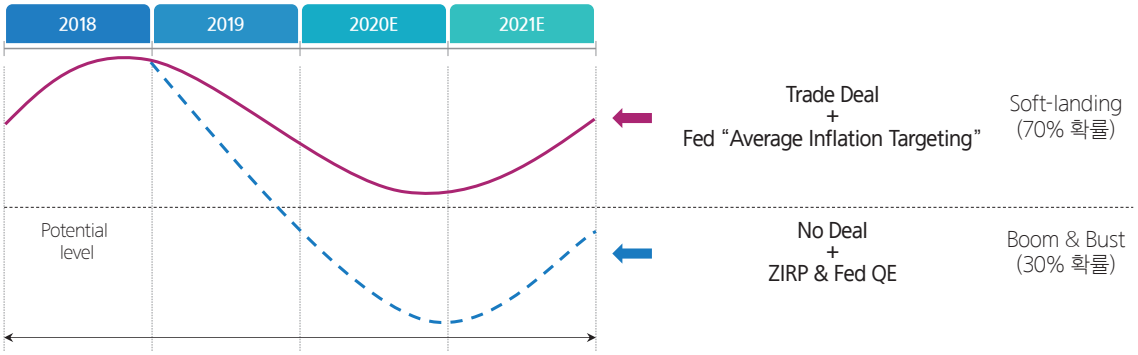


자료: Federal Reserve, Refinitiv

II. 하반기 핵심 키워드

미국 경제 중기 경로

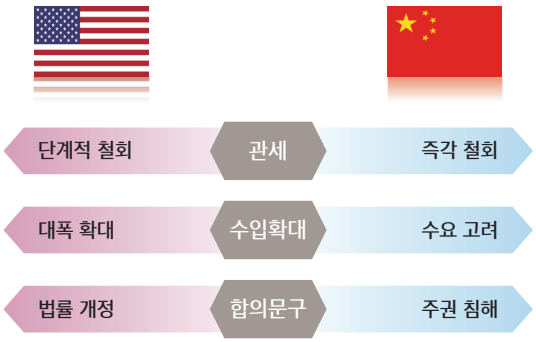
Fed 통화정책과 무역협상 시나리오를 반영한 경기 전망



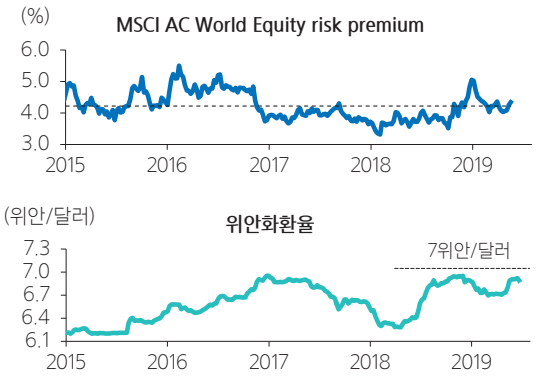
II. 하반기 핵심 키워드

2. 美 · 中 무역분쟁: 불확실성 지속

3대 쟁점에 대한 이견 존재



금융시장은 No-deal 가능성을 낮게 평가



II. 하반기 핵심 키워드

美 · 中 무역분쟁: Yes-tariff deal, No-tech deal

미국 측 입장:
핵심은 election cycle

- **트럼프, 2020년 재선 가도에 타격**
  → 중국 · 북한 · 이란 all no deal
- **전면 관세 부과 시**
  → 미국 소비자/수입업체 비용 부담 증가

중국 측 입장:
핵심은 제조업 기반 약화

- **경기 침체 & 부채 위험 가중**
  → 하반기 중 협상 결렬 시 전면적 부양 불가피
- **대표기업**(ex. 화웨이, 하이크비전)
  비즈니스 거래 중단
  → 글로벌 supply-chain 리스크 확대

II. 하반기 핵심 키워드

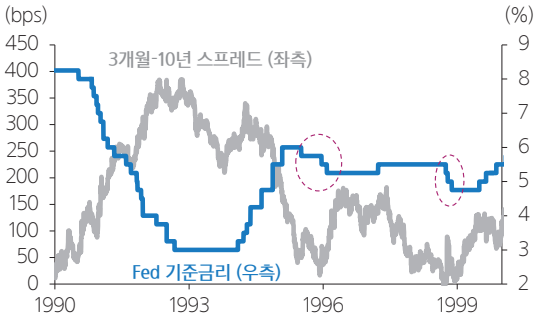
정책 카드 1) Fed insurance cut

과거 사례: ① **1995년** (디플레 리스크를 차단하기 위해 75bp 인하)
② **1998년** (러시아 디폴트와 LTCM 사태 당시 75bp 인하)

	Fed 기준금리(%)		S&P 500(pt)		美 10년물(%)	
	인하 前	인하 後	前	後	前	後
1995년	6.0	5.25	545	636	6.2	5.6
1998년	5.5	4.75	957	1,164	4.9	4.7

기준시점: 인하 前 - 1995년 6월말, 1998년 8월말
인하 後 - 1996년 1월말, 1998년 11월말
자료: Federal Reserve, Refinitiv

Fed 기준금리와 장단기금리차



II. 하반기 핵심 키워드

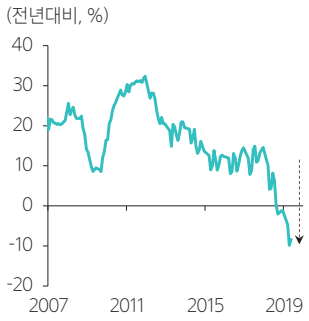
정책 카드 2) 중국 추가적인 소비부양정책 가동

자동차 판매 증가율



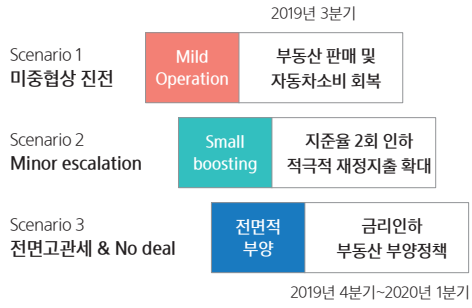
자료: 중국 국가통계국

가전 판매 증가율



자료: 중국 국가통계국

중국의 정책 대응 예상 시나리오



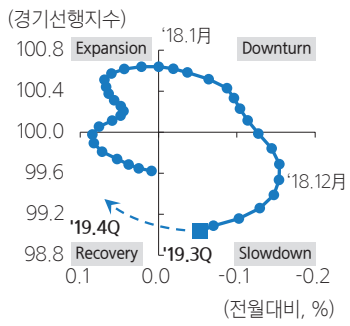
자료: 중국 국가통계국

III. 하반기 전망과 전략

글로벌 자산 사이클

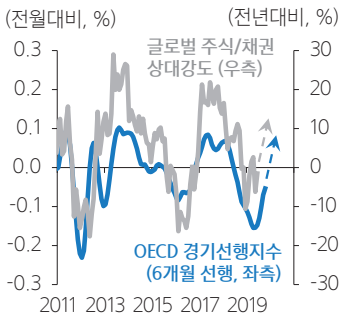
▶ 시간은 우리 편: Contrarian 접근 유효

경기국면 이동



자료: Refinitiv

경기선행지수와 주식 상대강도



자료: Refinitiv

경기국면별 대응전략

Expansion	Downtum
Relative Value Strategy 주식, Commodity Relative Spread / Flattening	Secure Retum Strategy MMF, 물가채 Defensive Carry Trade
Recovery	**Slowdown**
Contrarian Strategy 주식 Directional Spread / Steepening	Protection Strategy 채권 Hedging Flattening

자료: Refinitiv

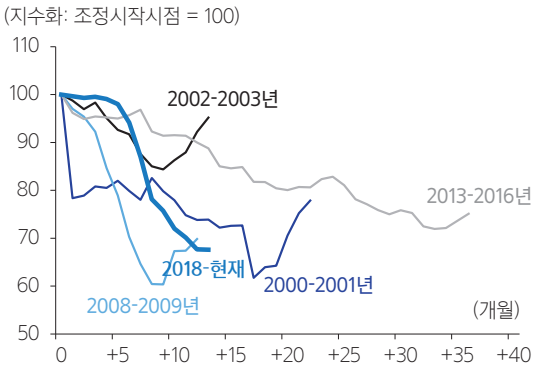
III. 하반기 전망과 전략

실적: 감익(減益) cycle 막바지 국면

KOSPI 매출액, 영업이익, 순이익 추이

	매출액		영업이익		순이익	
	(조원)	(전년비, %)	(조원)	(전년비, %)	(조원)	(전년비, %)
2017	2,354	+8.8	194	+31.7	154	+50.3
2018	2,492	+5.9	198	+1.8	139	-9.3
2019E	2,074	-16.8	151	-23.5	112	-19.6
2020E	2,182	+5.2	182	+20.6	136	+21.7

과거 이익 하향 사이클과의 비교

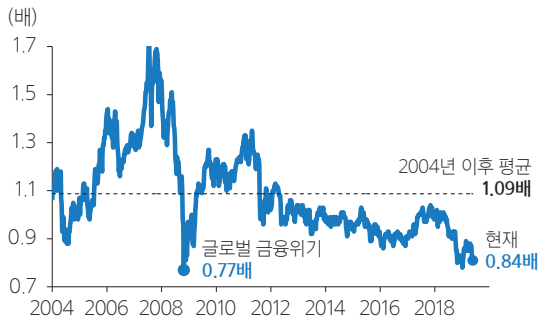


III. 하반기 전망과 전략

밸류에이션

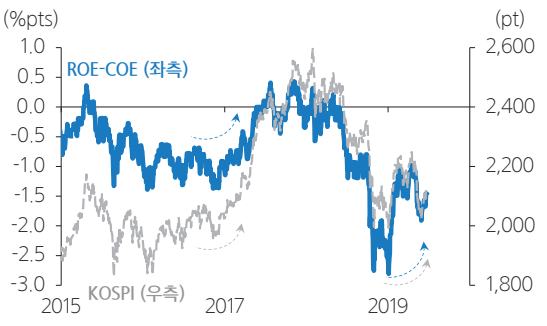
▶ 역사적 저점 수준에 위치

KOSPI PBR



자료: Refinitiv

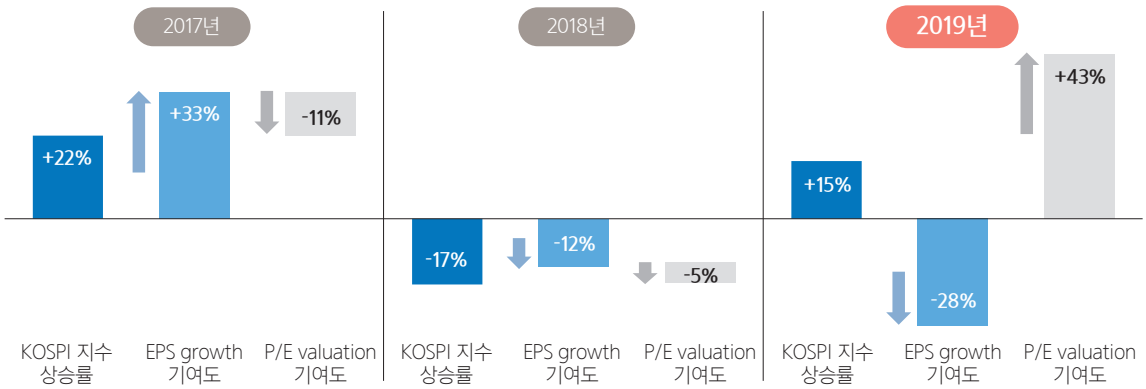
KOSPI ROE - COE



자료: Refinitiv

III. 하반기 전망과 전략

KOSPI target 2,350pts



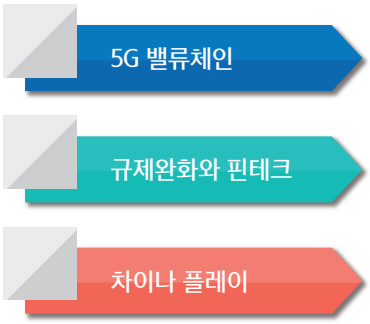
III. 하반기 전망과 전략

달러 강세에 제동: 연말 원/달러 환율 1,150원 전망

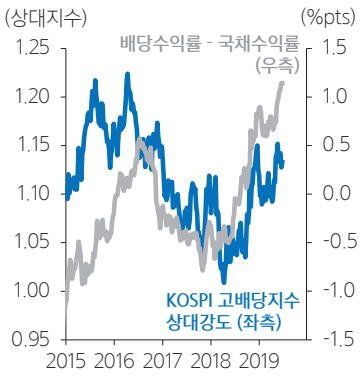
Cyclical turn-around story



유망 테마



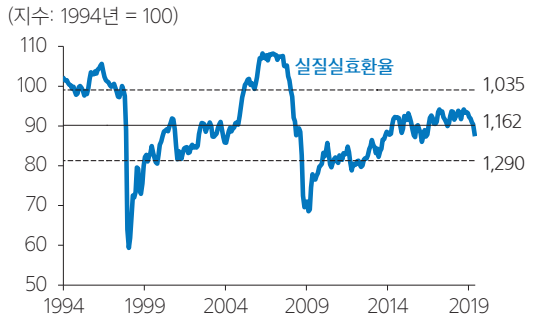
Search for yield



III. 하반기 전망과 전략

달러 강세에 제동: 연말 원/달러 환율 1,150원 전망

원화 적정 수준으로 복귀



자료: BIS, Bloomberg

원화와 위안화 간 동조화 심화



자료: BIS, Bloomberg

신뢰에 가치로 답하다
삼성증권 SAMSUNG

발표 2

하나금융투자 조용준 센터장

하나금융투자 리서치센터

2019년 하반기 해외증시 전망



하나금융투자 리서치센터장 조용준

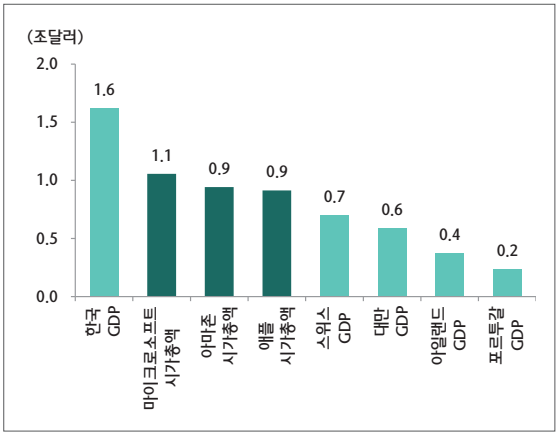
하나금융투자

Prologue

새로운 10년, 거대한 투자 패러다임의 변화가 시작된다

- 2018년 8월 2일, 미국 주식시장 역사에서 최초로 애플이 시가총액 1조 달러를 돌파
- 세계를 움직이는 미국 대기업 중 상당수는 산업혁명기에 탄생하여 새로운 기술과 시장을 선도
- 4차 산업혁명의 1등 기업들이 새로운 시장 생태계를 만들어내며 새로운 부의 기회를 얻을 것으로 기대

1조 달러 클럽에 오른 미국 4차 산업혁명 1등 기업들



자료 : Bloomberg, 하나금융투자

기존 산업혁명기의 1등 기업들과 새로운 부의 기회

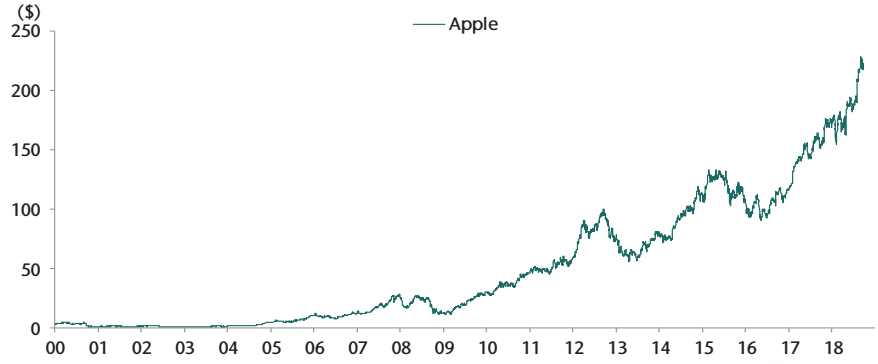
포드 자동차 (헨리 포드)	Ford
유니온 스틸 (카네기)	DK UNION STEEL
GE (에디슨 + 모건)	GE
AT&T (벨 전화기)	AT&T

자료 : 주요 언론, 하나금융투자

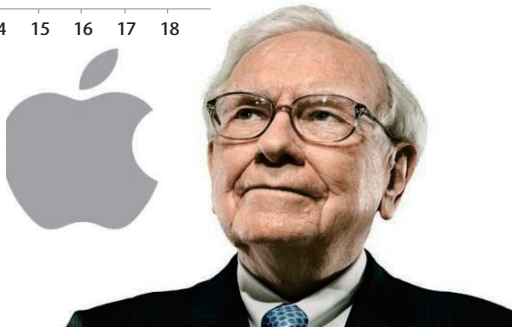
Prologue

하나금융투자

워렌 버핏의 변심



“ 나는 애플을 사랑한다.
지분 5%를 갖고 있는데
100% 갖고 싶다 ”



• 2

하나금융투자

1. 글로벌 경제 및 자산배분 전망



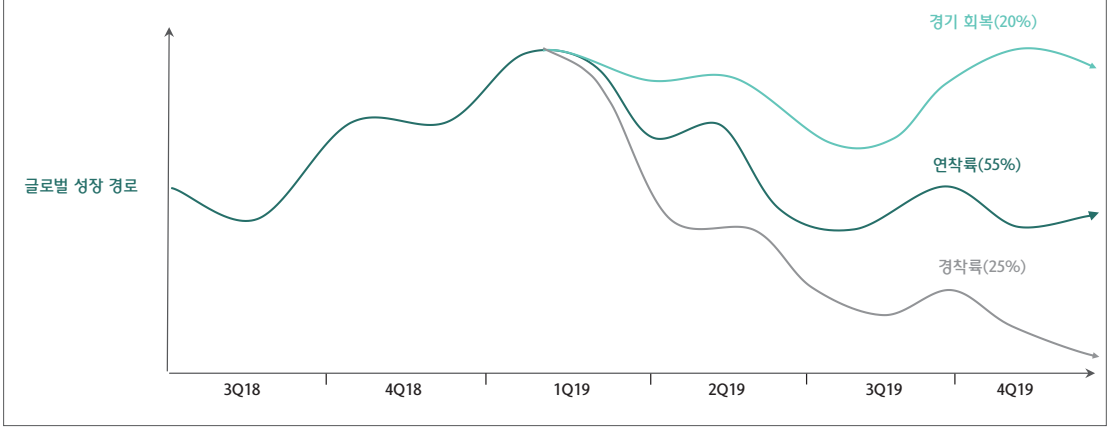
Summary

하나금융투자

2019년 하반기 글로벌 경기 베이스 시나리오- 연착륙

핵심 이슈의 향방에 따라 경기 사이클 경로가 좌우될 전망

시나리오	미국 금리정책	G2 무역전쟁	금융시장 리스크
경기 회복 (20%)	트럼프 재정정책과의 공조 강화 선제적이고 적극적인 금리인하 단행	2019년 상반기 이전 완전 타결 중국 대규모 경기부양 시행	브렉시트 하반기 내 타결 이란 발 중동 리스크 해소
연착륙 (55%)	경기 안정을 위한 기준금리 동결 실물경기 위축 시 1~2차례 인하 단행	2019년 3Q 내 부분 타결 3250억달러 추가 관세 연기	브렉시트 기한 내년으로 연장
경착륙 (25%)	인플레 상승에 따른 연준 독립성 강화 2020년까지 금리인상 1~2회 단행	미중간 무역갈등 확산 및 장기화	노딜 브렉시트 및 유럽연합 분열 본격화 중국 발 경기위축 신흥국 전반으로 위험 확산



자료 : 하나금융투자

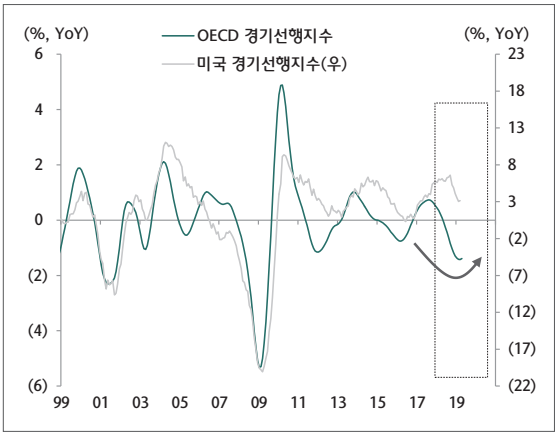
Summary

하나금융투자

2019년 하반기 이후 글로벌 경제 : Late cycle의 연장 국면

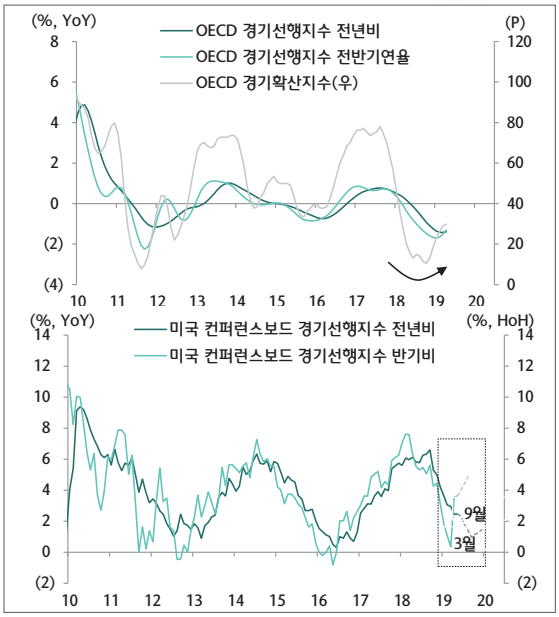
- 글로벌 경제는 지난 2018년 상반기를 기점으로 확장국면의 정점을 지나 late cycle에 진입
- 주요국 통화정책 공조 및 미중 무역분쟁 완화 등에 힘입어 late cycle의 연장 국면을 이어갈 것으로 전망
- OECD 및 미국 경기선행지수는 오는 9월 전후 바닥 형성 예상

OECD 및 미국 경기선행지수는 하반기 중 반등 예상



자료 : Bloomberg, 하나금융투자

OECD 및 미국 경기선행지수에서 포착되는 바닥 징후



주: 미국 경기선행지수 추정은 외환위기 및 서브프라임 이후 월평균 증가율 적용
자료 : FRED, 하나금융투자

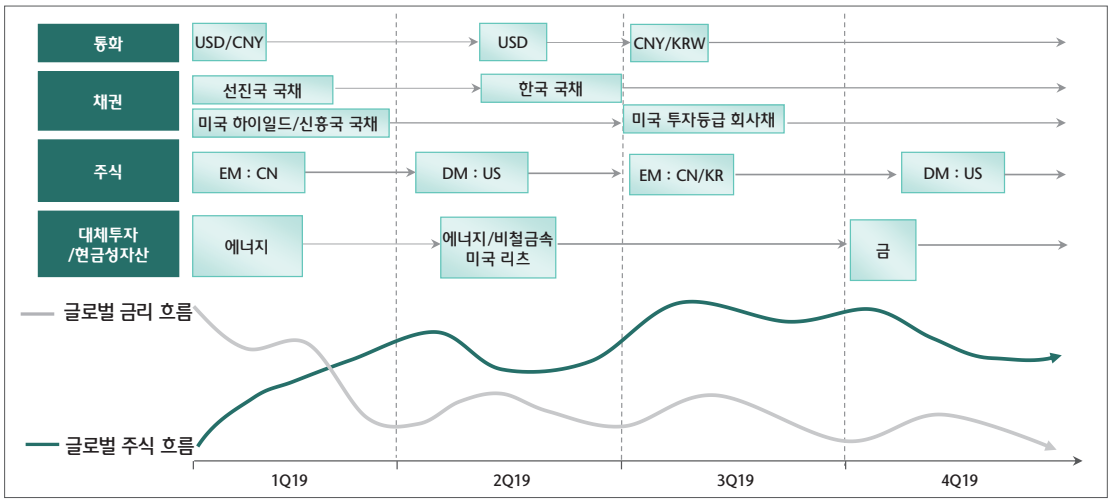
Summary

하나금융투자

late cycle 연장 국면, 위험자산군을 즐길 여유는 아직 남아있어

- 상반기 : 글로벌 경기 하강 우려에도 주요국 정책 공조 기대가 강화되면서 투자자들의 위험선호 심리 회복
- 하반기 : G2간 무역분쟁이 극단적 결말을 피해간다는 전제하에 글로벌 경기 연착륙에 대한 안도감이 부각될 전망
  - 달러의 약세 압력 우위를 점하며 신흥국 등 변동성이 높은 위험자산에서 일정 부분 기회를 모색

금융시장 향방과 상대적 자산 선호도



자료: 하나금융투자

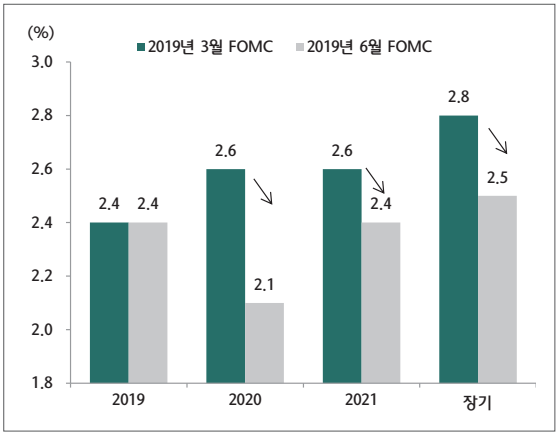
1. 글로벌 경제 및 자산배분 전망

하나금융투자

미 연준의 드라마틱한 반전: 연내 보험성 금리인하 시사

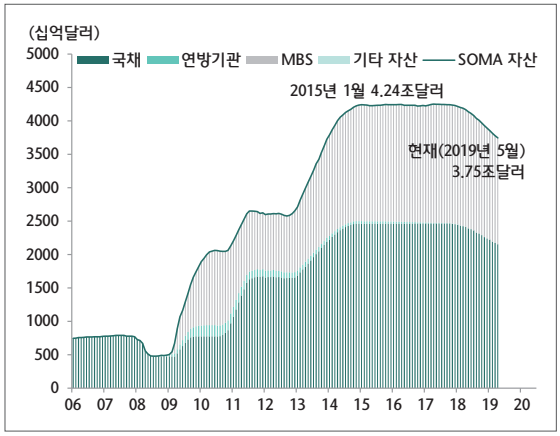
- 6월 성명서에서는 경기 활동이 완만한 속도로 증가하고 있다고 평가하면서 금리결정에 인내심을 보이겠다는 문구 삭제
- 올 해 및 내년 PCE 물가지수는 각각 1.5%(0.3%p↓), 1.9%(0.1%p↓)로, 내년 점도표 중간값은 2.1%(50bp↓)로 하향 조정
- 자산 재투자 축소 프로그램은 5월부터 국채 축소 규모를 150억달러로 줄이고 오는 9월 말에는 조기 종료
- 다만, 올 해 점도표 중간값을 2.4%로 유지하고 내년 성장률을 2.0%(0.1%p↑)로 상향 조정

점도표 하향조정을 통해 금리인하 가능성 시사



자료 : FRB, 하나금융투자

미 연준의 대차대조표는 약 3.6조 수준에 머물 듯

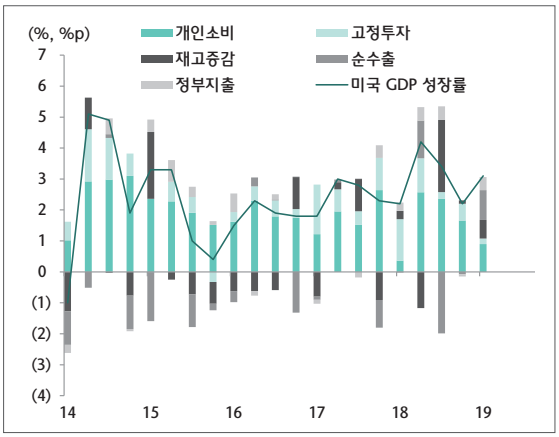


자료 : Bloomberg, 하나금융투자

미국 경제는 상대적으로 양호한 성장 전망

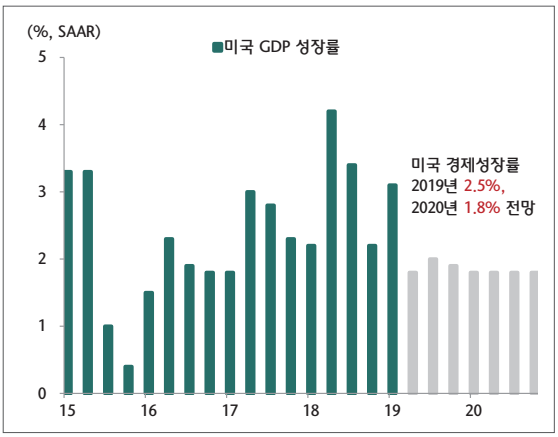
- 미국 경제는 2019년 평균 2% 중반대의 성장률을 기록하며 선진국 중 가장 양호한 성장세를 지속할 가능성
- 고용시장은 유휴 노동력 감소 등 양적·질적 개선이 동반되며 견조한 흐름 나타나 임금 상승으로 이어질 전망
- 다만, G2 무역분쟁에 따른 미국 기업이익 감소는 고정투자 및 생산 탄력 약화로 이어져 2020년 성장을 제약할 소지

미국 경제는 선진국 중 가장 양호한 성장세를 유지



자료 : Thomson Reuters, 하나금융투자

다만 생산 탄력 약화로 미국 경기의 완만한 둔화세는 불가피

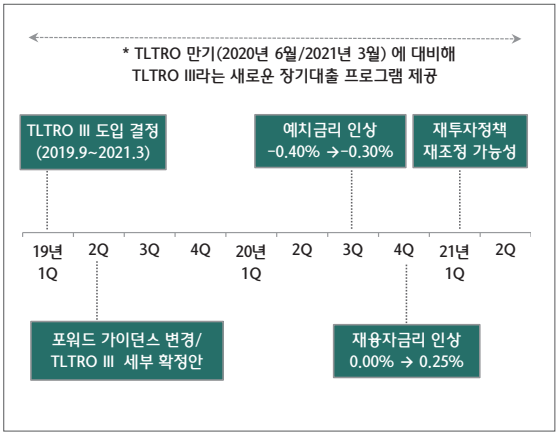


자료 : Bloomberg, 하나금융투자

경기 정상화를 위해 통화정책 공조 시스템을 가동하는 ECB

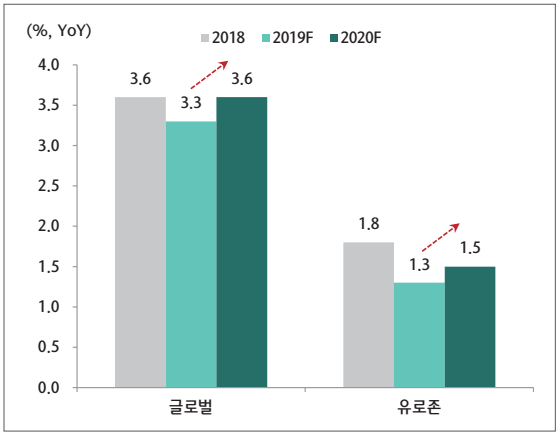
- ECB는 내년 상반기까지 현 금리수준을 유지하기로 하고, TLTRO III 세부 계획을 발표해 사실상의 QE 연장을 시사
- 드라기 총재는 유로존 경제 및 인플레 상황이 개선되지 않으면 금리 인하와 채권 매입의 부양책을 다시 실행할 수 있다고 언급
- 각국 중앙은행들의 경기 부양적인 통화정책은 경기 정상화를 지지하며 2020년 글로벌 경기의 반등을 꾀할 가능성

ECB의 금리인상은 2020년 하반기로 미뤄질 가능성 증대



자료 : Bloomberg, 하나금융투자

2020년 반등을 꾀하는 유로존 및 글로벌 경기

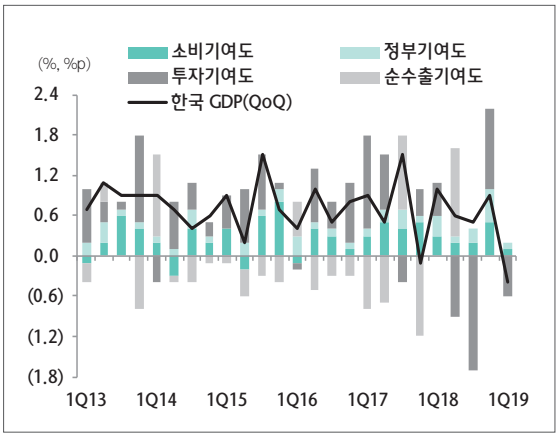


자료 : IMF, 하나금융투자

한국 경제는 반도체 업황 개선시점 지연으로 2019년 2.2% 내외 성장 전망

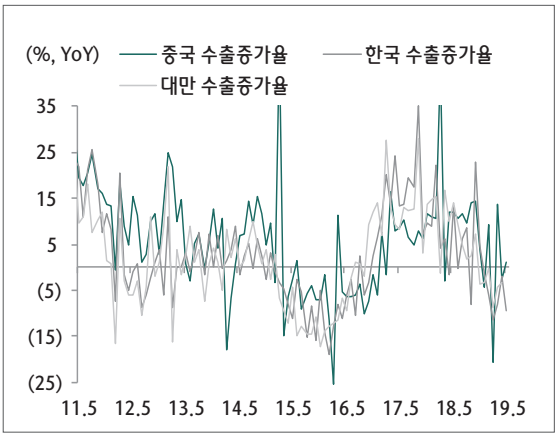
- 지난 1Q의 QoQ 성장률이 -0.3%에서 -0.4%로 하향됨에 따라 올해 국내경제는 2.2% 성장에 그칠 전망
- 미-중 갈등 장기화로 데이터센터 투자가 미뤄지면서 반도체 업황 개선 시점이 예상보다 지연돼 3Q까지 수출부진 장기화될 가능성
- 다만 2020년에는 국내 통화·재정정책 공조, 글로벌 경기 회복에 따른 교역량 개선 등을 기반으로 올해 대비 완만한 개선 기대

한국GDP, 수출과 투자부진으로 1Q 전 분기대비 0.4% 위축



자료 : 한국은행, 하나금융투자

한국을 비롯한 아시아 주요국 수출부진 지속



자료 : Bloomberg, 하나금융투자

하나금융투자

2. 하반기 해외증시 전망

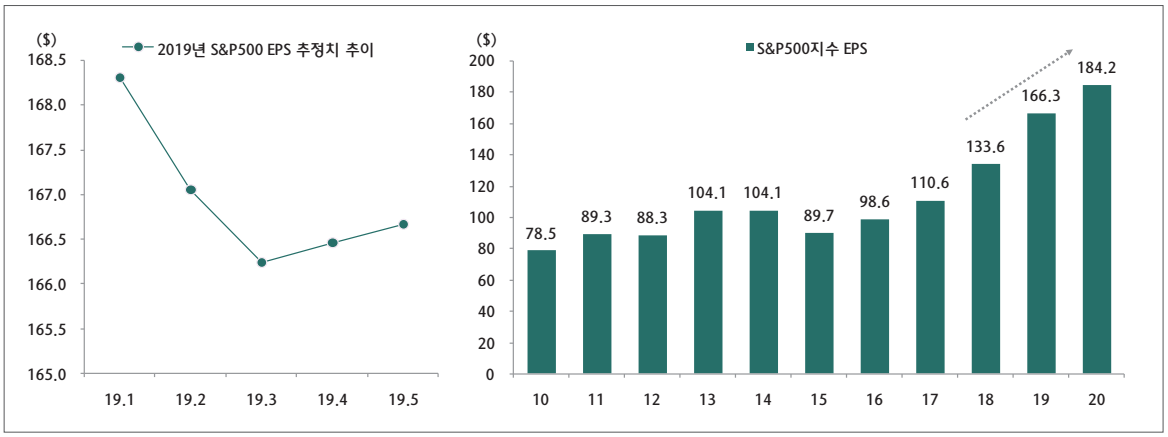


하나금융투자

미국 증시 이익 추정치 하향 조정은 걱정이지만, 사상 최고치 경신 예상

- 2019년 S&P500 EPS는 하향 조정. 연초 $168.3에서 현재 $166.3로 하향 조정
- 그러나 EPS의 절대적인 수준의 사상 최고치 경신 기대는 여전히 유효. 2018년 S&P500 EPS $133.6→ 19년 $166.3→ 20년 $184.2
- 특히 마이크로소프트, 아마존, 알파벳 등 4차산업 성장주들의 이익 증가세 유효

2019년 S&P500지수 EPS 추정치는 다소 낮아졌지만, 절대적인 수준이 사상 최고치를 경신할 것이라는 기대는 유효



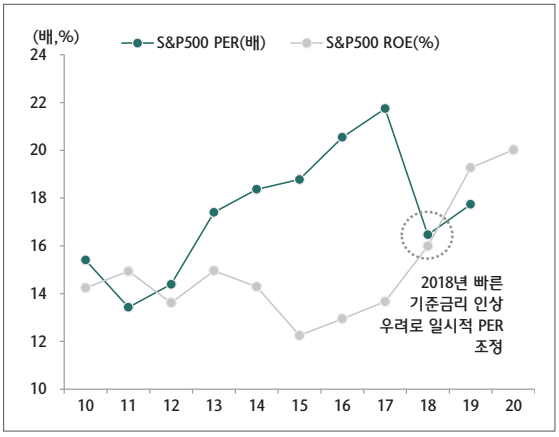
자료: Bloomberg, 하나금융투자

하나금융투자

왜 미국 증시 PER은 높아질 수 있을까, 멀티플은 수익성의 함수

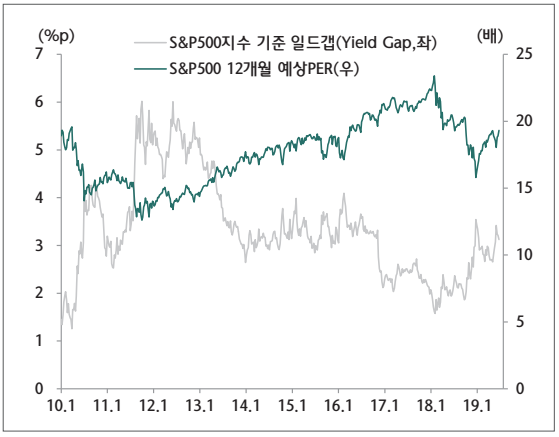
- PER이나 PBR은 수익성이 높아질 때 상승
- S&P500지수 ROE는 2018년 16%→ 19년 19%→ 20년 20%로 사상 최고치 경신하며 상승 전망
- 시중금리 하락으로 일드갭(Yield Gap=주가기대수익률-10년물 국채금리) 하락→ PER 상승으로 연결

미국 증시 수익성 향상을 기반으로 멀티플 상승 가능



주) ROE: 2019년과 20년 전망치 포함
자료: Bloomberg, 하나금융투자

미국 일드갭 하락 예상. PER 추가 상승 가능



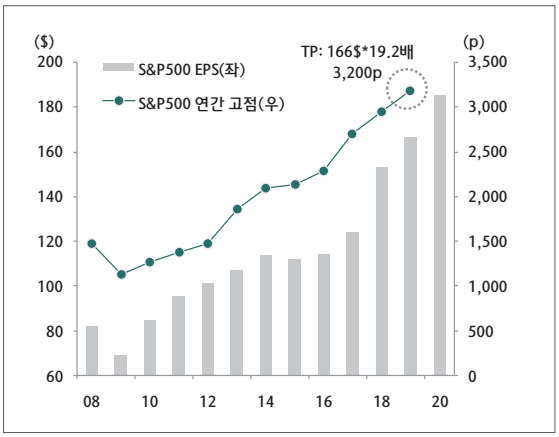
주) 주가기대수익률=12개월 예상PER의 역수
자료: Bloomberg, 하나금융투자

하나금융투자

미국 증시 Target Price: S&P500 3,200p, 나스닥 9,250p

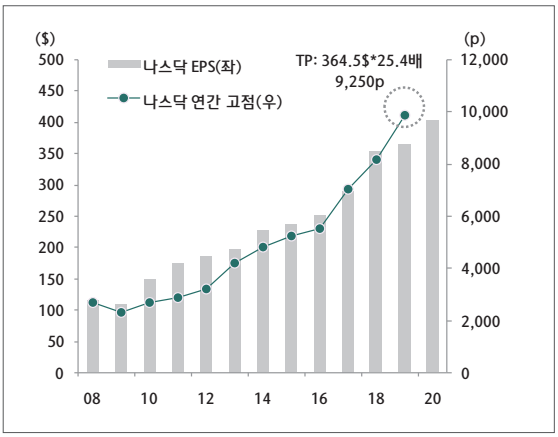
- S&P500과 나스닥의 Yield Gap 저점을 감안 한 PER 상단은 각각 19.2배(현재 17.7배)와 25.4배(현재 23.8배)
- 2019년 EPS 추정치 적용 시 S&P와 나스닥 Target Price 각각 3,200p(upside potential +10%)와 9,250p(+15%)
- 다만 기준금리 인상 가능성이 부각될 경우 밸류에이션 부담이 높아질 수 있다는 점은 위험 요인
- 4차산업 성장주도주들의 비중이 큰 나스닥지수에 보다 관심을 가질 필요가 있음

S&P500 Target Price: 3,200p



자료: Bloomberg, 하나금융투자

나스닥 Target Price: 9,250p



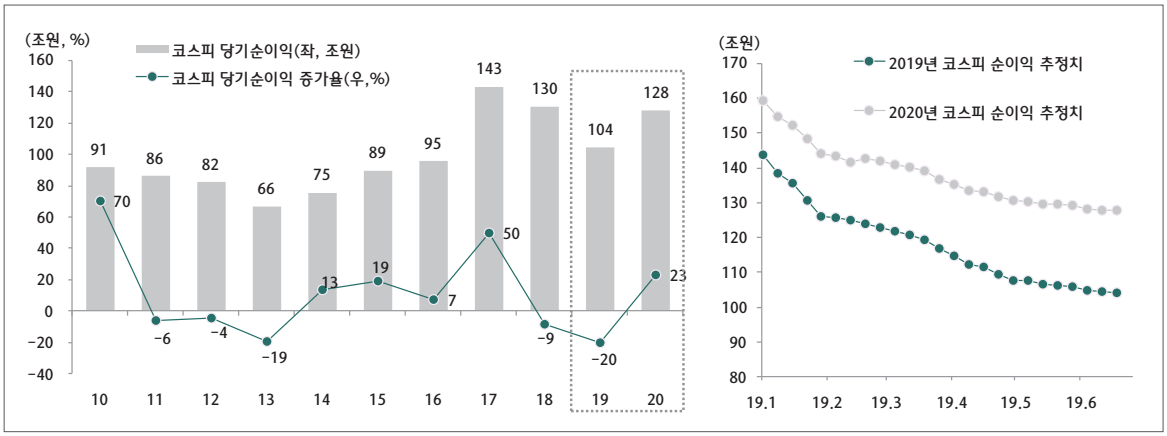
자료: Bloomberg, 하나금융투자

하나금융투자

한국 기업 이익, 감익과 추정치 하향 조정 지속

- 2019년 코스피 순이익 추정치 지속적으로 하향 조정. 연초 추정치 144조원→ 5월말 106조원. 2018년 대비 -20% 감소 예상
- 2020년 코스피 순이익은 2019년 대비 23% 증가를 예상하고 있지만, 추정치 하향 조정으로 인해 신뢰가 약함
- 하반기 코스피 예상밴드: 2,000~2,350p
- 정부의 제조업 르네상스 및 4차산업 육성 정책을 감안 시 코스닥 IT 기업들에 주목할 필요가 있음

2019년 코스피는 이익 감소와 추정치 하향 조정을 걱정하고 있음



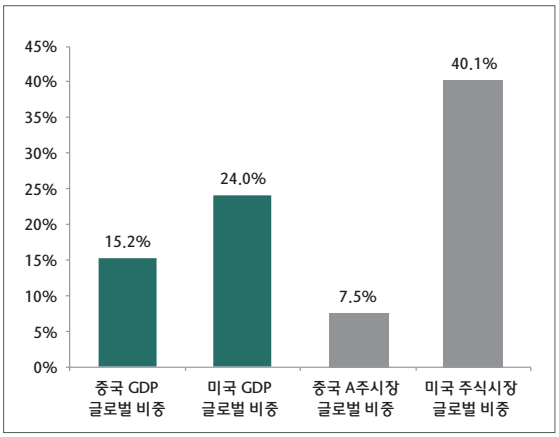
자료: Quantiwise, 하나금융투자

하나금융투자

중국증시 : 훌륭한 내수 기반 증시 → 하반기 내수경기 바닥권 반등이 증시 지지

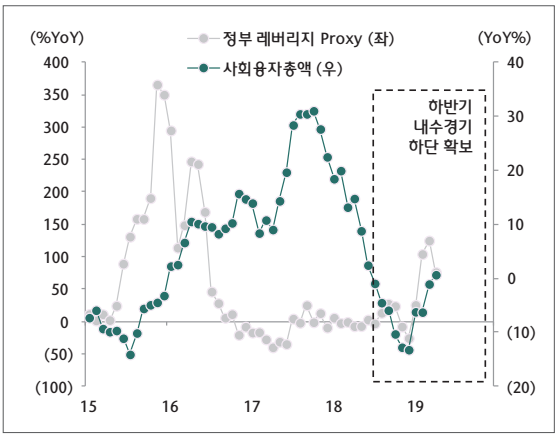
- 중국 GDP의 글로벌 비중은 15.2%로 미국(24%)에 이어 2위, 그러나 A주 시장 비중은 7.5%로 미국(40.1%)과 현격한 차이
- 그러나, 중국증시는 압도적인 인구와 내수시장 잠재력을 바탕으로 신흥국 내에서는 이미 훌륭한 내수업종 기반의 시장
- A주 범 내수업종의 이익 비중은 82%, 시총 비중은 69% → '수출형'이 아닌 '자급자족형' 시장, 글로벌 영향력 확대 잠재력 상존
- 하반기 ①유동성과 재정정책 효과, ②상반기 3坪 회복(가공무역/주택/경기소비재)을 감안할 때 경기 하방은 이미 확보

중국증시, 미국처럼 혁신적이고 '위대'하지는 않지만...



주 : 2018년 상반기 기준
자료: CEIC, Bloomberg, 하나금융투자

상반기 유동성/재정효과 누적 → 하반기 경기 하단 확보



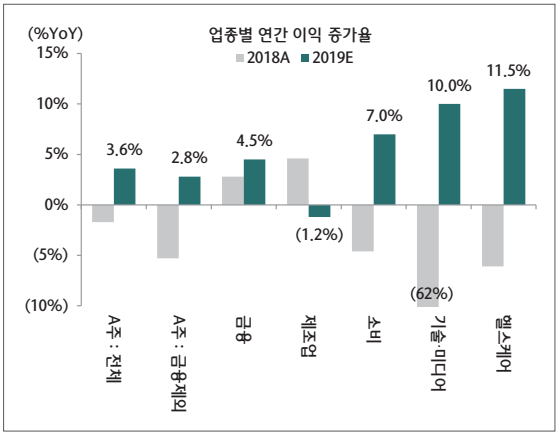
자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

하나금융투자

중국증시 : 하반기 실적/외인 기반 2차 랠리 → 상해 예상밴드 2,780~3,380 pt

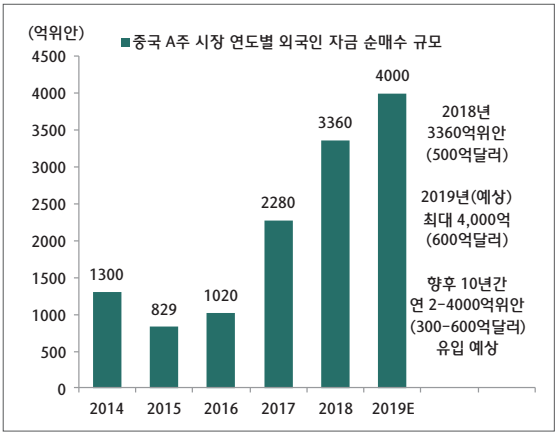
- 상해종합지수 하반기 예상밴드 2,780~3,380 pt : 하반기 금융/내수업종 이익 사이클 반등, 무역전쟁 파국 국면 모면
- 2019년 A주 기업이익 연간 3.6% 성장 (2018년 -2%): A주 제조업은 감소세 전환, 반면 금융과 소비는 각각 연간 4.5%, 7%증가
- A주 상장기업 ROE는 2018년 대비 소폭 하락 전망. 다만, 금융/소비/헬스케어는 10-11%대 높은 수준 유지
- 외국인과 대형기관 신규자금 꾸준히 유입, 하반기 글로벌 지수 편입(MSCI 8-11월/FTSE/채권지수)이 수급과 밸류에이션 지지

2019년 A주 이익 4% 증가하며 2018년 감익 구간 탈피



자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

하반기 8월, 11월 MSCI 추가 편입 → 최대 600억$ 유입 예상



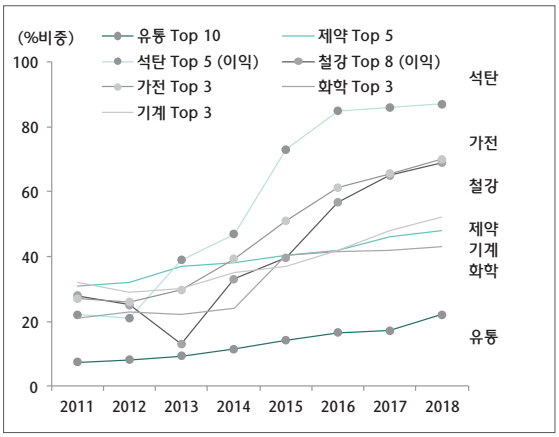
자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

하나금융투자

중국증시 : 기관과 외국인 선호 소비/금융 대형주 상대적 강세 예상

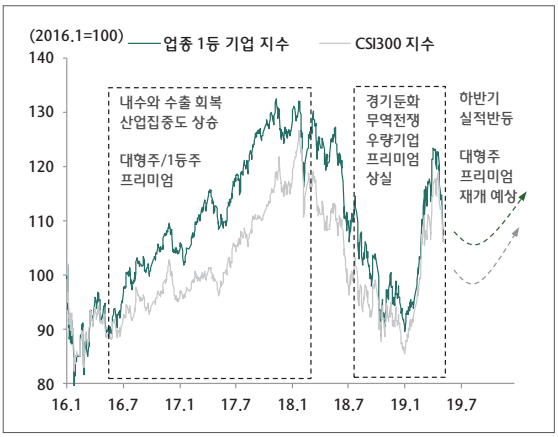
- 중국증시는 내수/금융업종의 안정적인 실적성장 기반 2차 랠리 재개를 예상 : 물가/이익/내수경기 사이클 2016년과 유사
- 2016-2017년 '희귀한' 실적장세 재개(Slow-Bull), 내수서비스 업종 대형주 프리미엄 → 2019-2020년 'Slow-Bull' 재현 예상
- 하반기 외국인과 기관 수급 꾸준히 유입 : 외국인(MSCI/FTSE)과 기관(양로기금/보험) 수급은 소비/금융 블루칩 꾸준히 매수할 것
- 중장기 대형주와 1등주 매집 추천 : ①완만한 수요확장, ②산업집중도↑,강자독식, ③방어적인 전략 고려

2016-2017년의 기억 : 대형주 구조적인 프리미엄 상승



자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

2019년 하반기-2020년 실적우위 1등주 강세 구도 유효



자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

하나금융투자

EM, 1) 미중 무역분쟁 반사이익, 2) 내수 성장이 기대되는 국가관심

- 인도는 모디 총리가 재선에 성공한 가운데, '모디노믹스'의 일환으로 글로벌 기업들의 해외 공장 이전을 유치할 수 있다고 판단
- 베트남은 2019년 6.5% 고성장이 예상되는 가운데, 저렴한 인건비를 앞세워 외국기업의 자본 유입이 지속될 것으로 전망
- 인도네시아는 성장률 5%의 고성장 국가지만, 미중 무역분쟁 및 수도 이전 이슈 등 대내외 변수가 추세적 상승을 제한 할 가능성이 높음. 브라질은 9월 의회 개장 이후 연내 연금 개혁안 통과 여부가 최대 관건이 될 것으로 판단

하반기 EM 선호도) 1st pick: 인도>베트남>중국, 2nd pick: 인니>브라질

선호도	국가	경제	정책	이익	밸류에이션	통화
1st Pick	인도 (19/25점)	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★☆☆	★★★★☆
	베트남 (19/25점)	★★★★☆	★★★☆☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆
	중국 (17/25점)	★★★☆☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★☆☆	★★★☆☆
2nd Pick	인도네시아 (16/25점)	★★★☆☆	★★★☆☆	★★★☆☆	★★★★☆	★★★☆☆
	브라질 (15/25점)	★★★☆☆	★★★☆☆	★★★☆☆	★★★★☆	★★☆☆☆

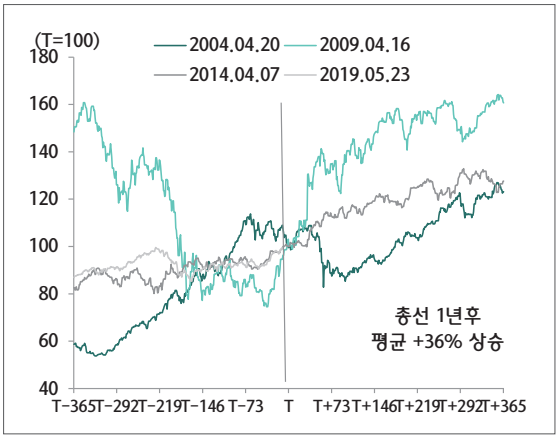
자료: 하나금융투자

하나금융투자

인도 SENSEX, Target 36,500~46,000 pt (Upside +11%)

- 개도국 정책을 부양할 수 있는 '정책 스토리'는 통상적으로 주가 상승으로 연결. 특히 과거 정부와 달리 '선심성 복지 정책' 보다는 '시장 개방'에 중점을 두는 모디 총리 정책은 중장기적으로 증시 부양을 할 수 있는 호재. 모디 총리는 2024년까지 인도 내각 집권
- 6월 26일 기준, Index: 39,430pt & 12M Fwd Valuation: (19.2x)

총선 1년 후 인도증시 평균 36% 상승



자료: Bloomberg, 하나금융투자

모디 총리 1기 집권 당시 펼친 시장 친화적 정책, 증시 상승으로 연결



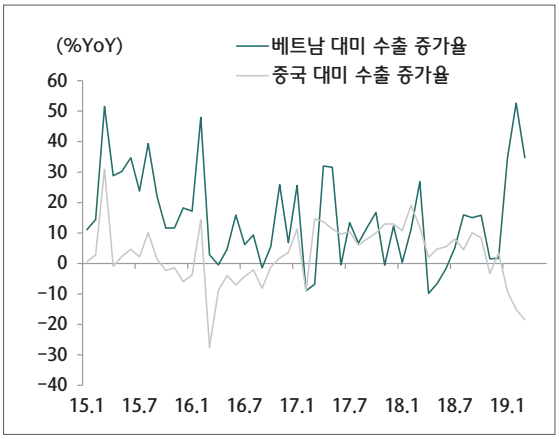
자료: Bloomberg, 하나금융투자

하나금융투자

베트남 VN, Target 930~1100 pt (Upside +14%)

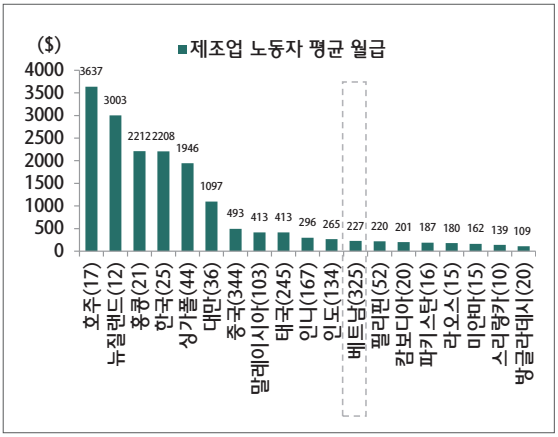
- 무역분쟁 재점화 이후 소비재(섬유, 핸드폰, 가전) 품목 중심으로 베트남의 대미 수출 증가(연초 이후 약 +30% 상승). 반면 중국 대미 수출 증가율은 둔화 중. 이는 중국과 수출 경합도가 높은 베트남이 무역분쟁 속 반사이익을 얻을 수 있다는 점을 시사
- 또한 미중 무역분쟁의 'Gray Zone'을 찾기 위해 해외 기업들의 공장이전이 진행된다면 베트남이 가장 유망. 여타 신흥 아시아 국가 대비 1) 저렴한 인건비 2) 안정적인 내수 시장을 확보하고 있기 때문
- 6월 26일 기준, Index: 960pt & 12M Fwd Valuation: (15.8x)

베트남, 연초 이후 대미 수출 증가폭이 가장 높은 신흥국가



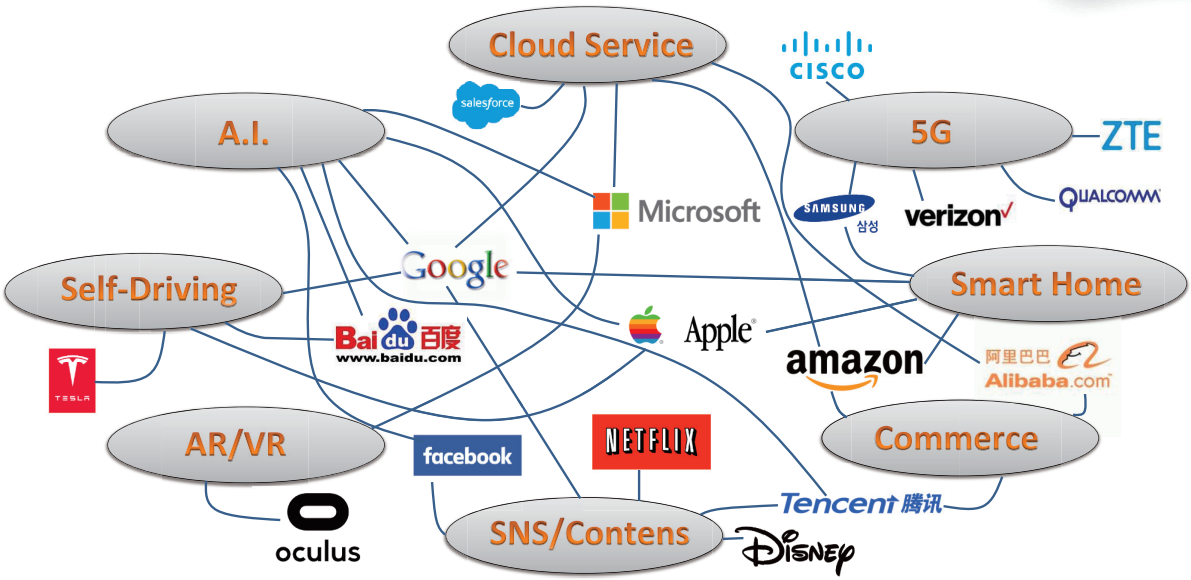
자료: 미 상무부, 하나금융투자

트럼프가 베트남을 언급한 이유, 저렴한 인건비



주: ()는 답변한 기업들 수
자료: JETRO(2018.10 월급 기준) , 하나금융투자

글로벌 기업, 4차 산업을 주도한다



자료: 각 사, 하나금융투자

발표 3

SK증권 최석원 센터장

계속되는 채권의 시대

2019.7

SK증권 리서치센터장 최석원

SK 증권

금리를 움직이는 힘

- 미래의 성장, 물가 전망에 영향을 미칠 수 있는 요인들
  - 현재의 성장률과 물가
  - 경제의 장기 추세에 영향을 미치는 각종 요인
  - 가까운 미래의 경제에 영향을 미치는 정책: 주로 통화/재정정책
  - 단기적인 국내외 이슈: 예) 미중 갈등, 미국/이란 갈등

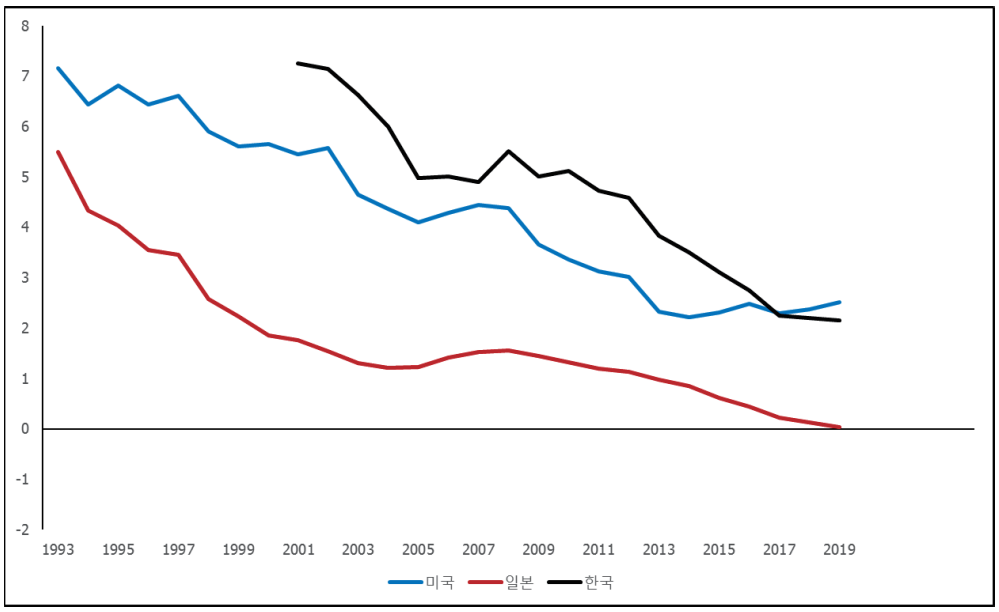
** 기축통화국의 통화 정책과 환율, 글로벌 자금 흐름

- 위험과 위험에 대한 대응
  - 위험: 상환 가능성
  - 위험에 대한 대응: 자금 조달 수요

2

장기적으로 이어지고 있는 채권의 시대

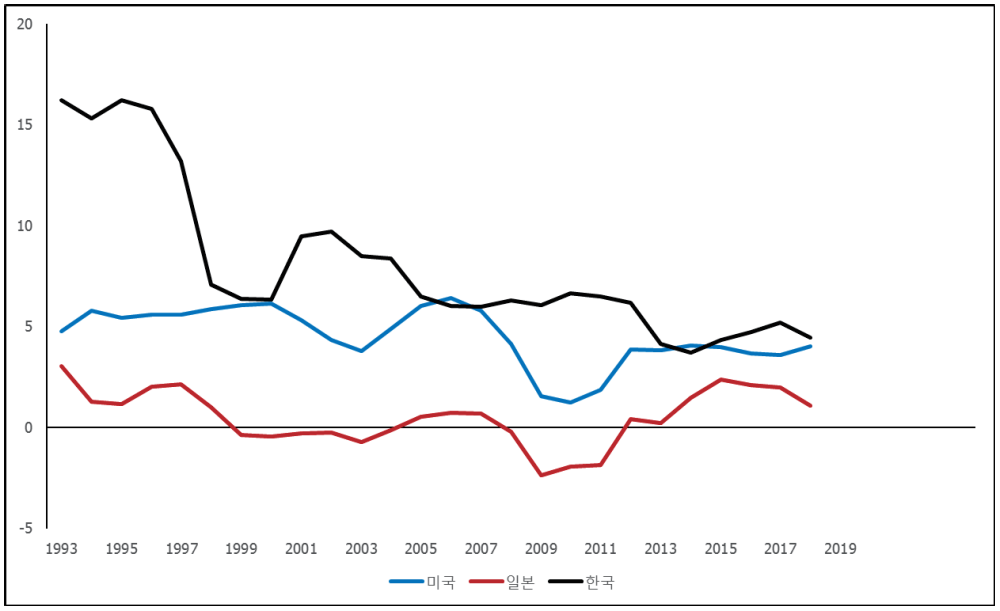
- 한국과 미국의 10년만기 국채금리(3년 평균)



3

장기적인 금리 하락은 장기적인 성장/물가 하락을 반영

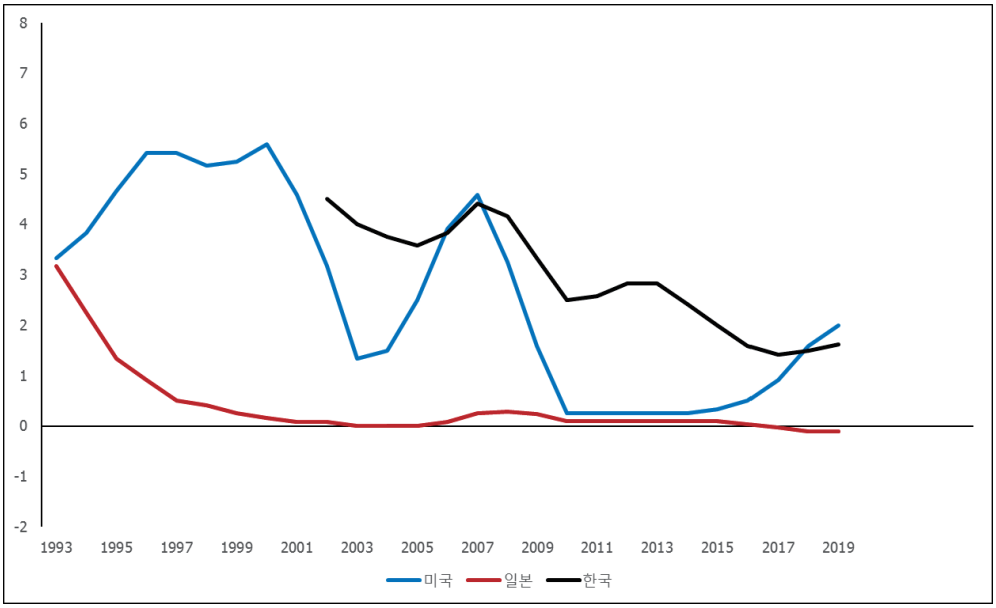
- 각국의 명목성장률 추이(3년 평균)



4

왜 미국보다 우리 금리가 낮아졌을까? 구조적 문제와 정책 제약

- 각국의 정책금리 추이(3년 평균)



5

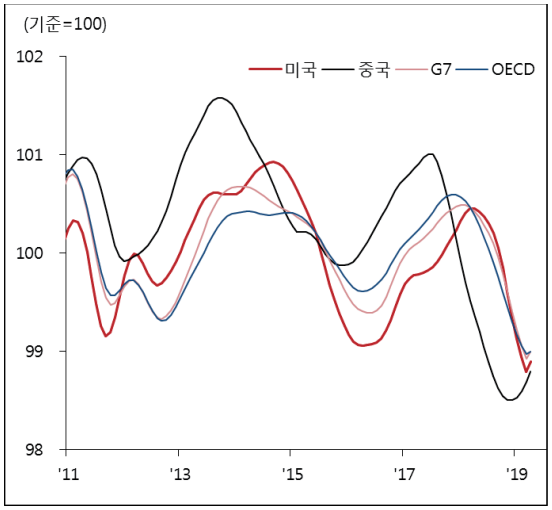
하반기 금리

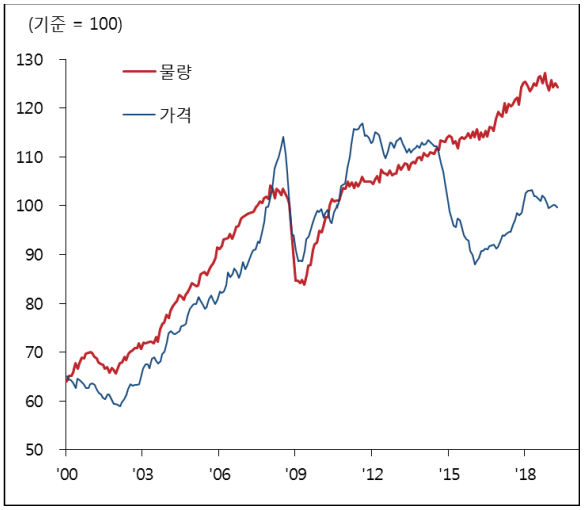
- 세계 경제는 둔화 중: 한국 성장률 **2%** 내외 전망
- 미국의 고립주의와 미중 패권 경쟁은 글로벌 경제에 다양한 영향 불가피
- 관세 인상과 지정학적 위험에도 불구하고, 물가 상승 압력은 작음
- 지금은 미국의 팽창적 통화 정책과, 암묵적인 글로벌 공조 시기
- 단, 동시다발적 팽창 정책이 시행된다 해도, 한국 성장이 빠르게 회복될 것인지, 장기 성장률 하락 추세가 끝날 것인지 여부는 불투명
- 금리 인하 마무리 여부는 올해 중 확인 불가능 → 금리 상승 추세 반전 어려움

6

글로벌 경기 사이클

- 경기 수축 진행 중 – 이제 선행지수가 바닥 수준
- 글로벌 교역량/가격 정체/하락

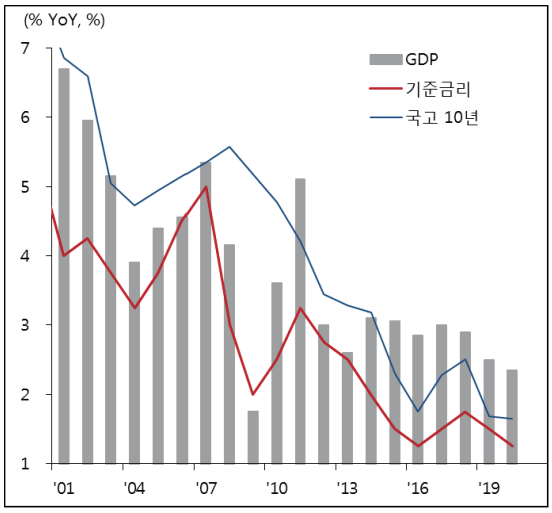


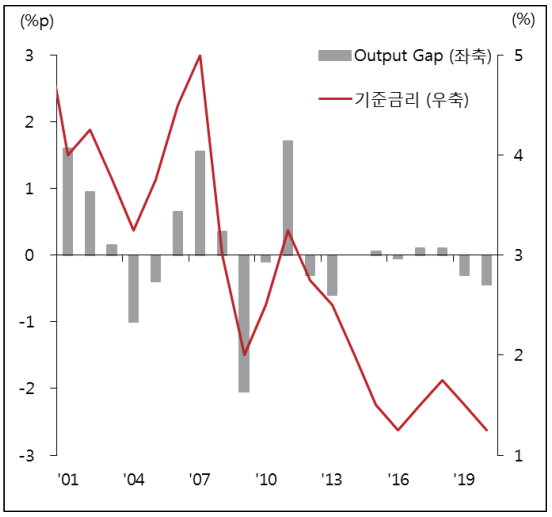


7

한국 경제, 아웃풋 갭의 확대

- 장기적인 성장성의 문제: 노동력, 생산성, 산업구조
- 재차 확대되는 아웃풋 갭





8

미중 갈등, 길고 먼 여정

- 미국의 입장
  → 브레튼우즈 체체에서 비개입주의로
  내부적 문제점: 기초 제조업 경쟁력 약화, 빈부격차 확대
  외부적 리스크: 중국의 부상과 패권 유지비용의 증대
  미국의 자신감: 셰일 오일/가스, 첨단기술, 안정적 인구구조

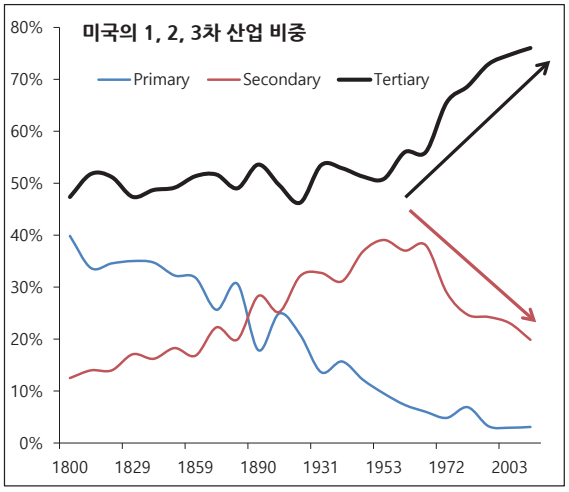
- 중국의 입장
  → 상대적 고성장 유지, 신기술 경쟁 우위 확보, 체제 안정
  내부적 문제점: 성장 동력 약화, 기업부채 문제, 정치적 불안정 가능성

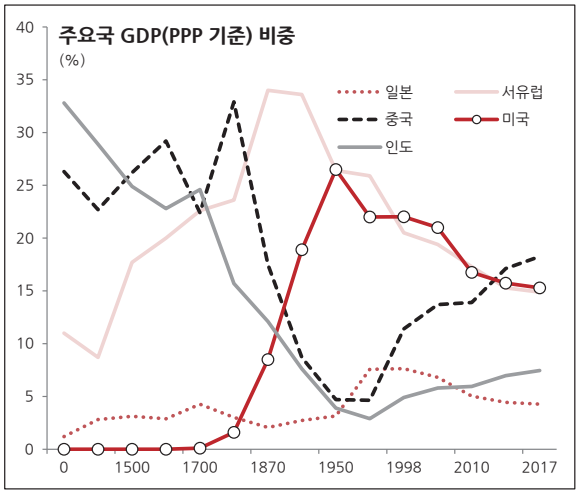
- 무역 역조가 문제인가? **No**, 기술 경쟁, 시장개방(달러화 체제 편입)

9

미국의 우려

- 제조업 경쟁력 약화 ----- 군사력과의 관계
- **PPP** 기준으로는 **2015년에 GDP** 비중 역전

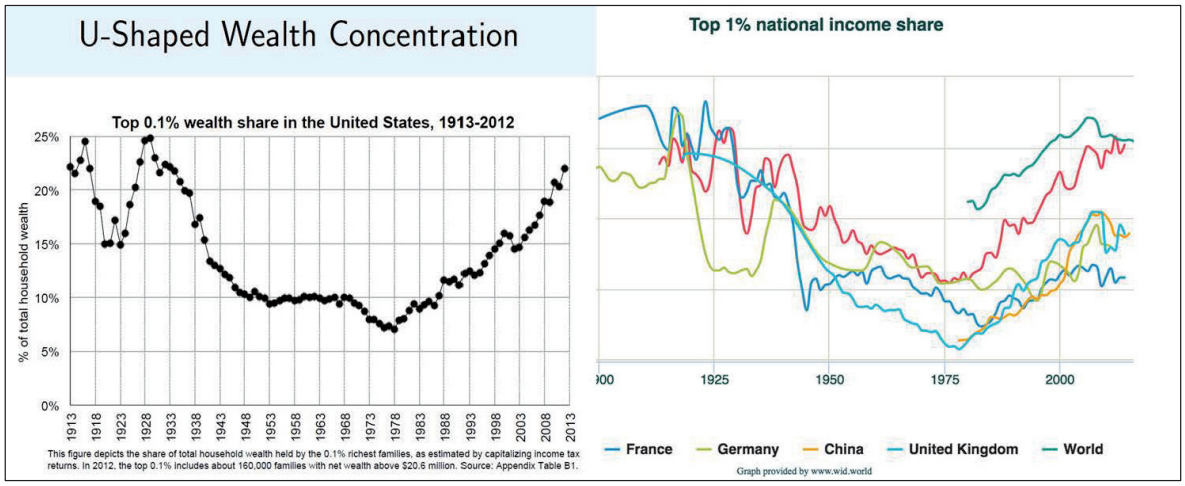




10

미국의 우려

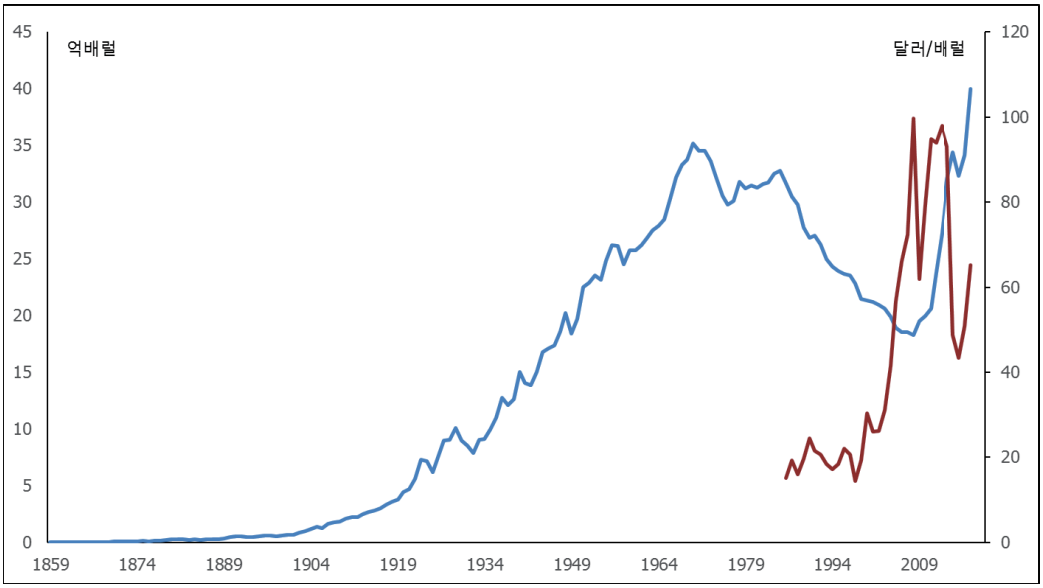
- 대공황 이후 가장 큰 빈부 격차 → 성장 저하
- 새로운 산업 혁명과 대 중국 기술 경쟁



11

미국의 자신감: 에너지 측면

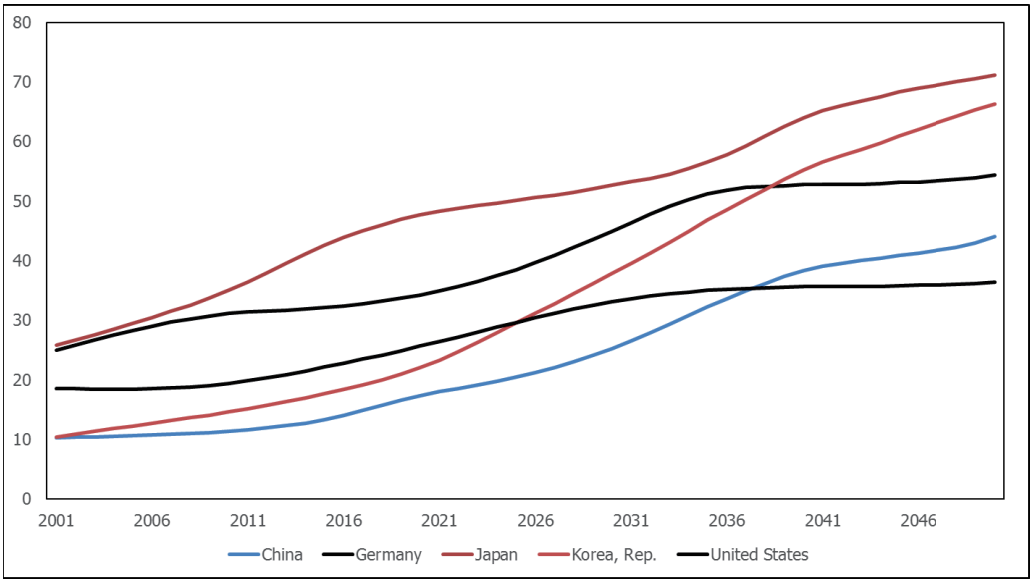
- 셰일 오일의 생산과 개입주의에 대한 회의



12

미국의 자신감: 인구학적 측면

- 노령인구(64세 이상) / 생산가능인구 비율 전망(UN)



13

각국의 주요 목표

- 미국의 목표
  - 기술 패권의 유지
  - 중국의 달러화 기축통화제 편입
  - → 압도적 금융업 경쟁력을 통한 우월적 지위 유지
  - ** 개입주의 유인 약화

- 중국의 목표
  - 군사력/경제력 등을 바탕으로 글로벌 영향력 강화
  - 고성장의 부작용 해결, 위안화 국제화
  - 단, 소련/일본의 전철을 밟지 않아야 함

14

무역 갈등, 전망과 영향

- 미국과 중국의 패권 경쟁은 장기적 과제
  '투키디데스의 함정'
  중국은 과거 레이건 시절 구 소련과 달리 경제/정치적으로 강력

- 단기적으로 대선이 취약 포인트이나, 표면적으로 미국의 힘이 커 보임
  → 단, 장기 레이스는 또 다른 얘기

- 영향 1. 양측의 강경 대응은 양국을 결집 → 경기 침체의 방어, 즉 팽창정책 집중 예상. 물가는 경기 침체 방어를 위한 확장적 정책의 걸림돌이 되지 못함

- 영향 2. 글로벌 밸류 체인(공급 체인)의 변화 과정 수반 → 세밀한 해석 필요

15

한국, 상대적으로 불리한 여건

- 새로운 밸류체인(공급체인)과 한국의 위상

- 민간 소비의 성장 기여도 1%대 초반 / 부동산 경기 부진
  → 인구 구조의 문제

- 무역 갈등의 상대적 피해국: 수출 부진 → 투자 부진

- 소득주도 성장, 아직 원하는 효과가 나타나지 않음
  → 왜 소득주도 성장을 선택했는가? 정부 측 논리 vs. 기업 측 논리

16

물가 상승 압력? 없다

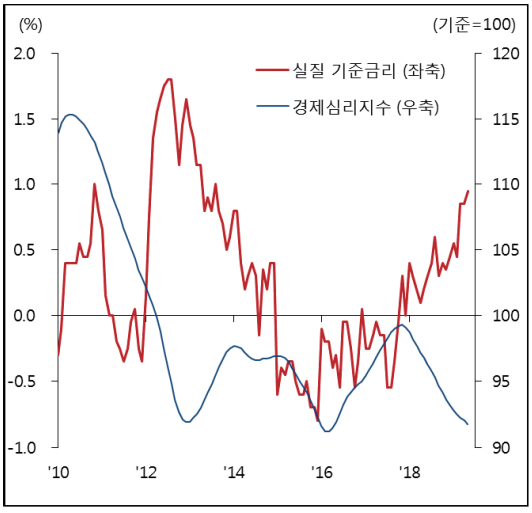
- 유가는 미국의 뜻대로
- 관세 부과는 일반적으로 물가 상승 압력. 중국의 저가 상품 수입 감소도 글로벌 물가를 끌어올릴 가능성
- 하지만, 물가 상승 압력은 크지 않음

왜? 구조적 물가 하락 압력 존재: 글로벌 밸류체인의 변화 과정에서 임금 상승 압력이 높아질 수 있을까? 최근 e-commerce 시장에서 나타나는 물가 하락 압력과 신기술 발전에 따른 고용의 제약은?

17

한국, 디스인플레이션 시그널과 금리 인하 가능성

- 상승하는 실질기준금리, 낮아지는 기대인플레이션율, 연준의 금리 인하
- 한국은행은 2회 금리 인하 예상 → 수준과 효과에 대한 의문은 지속

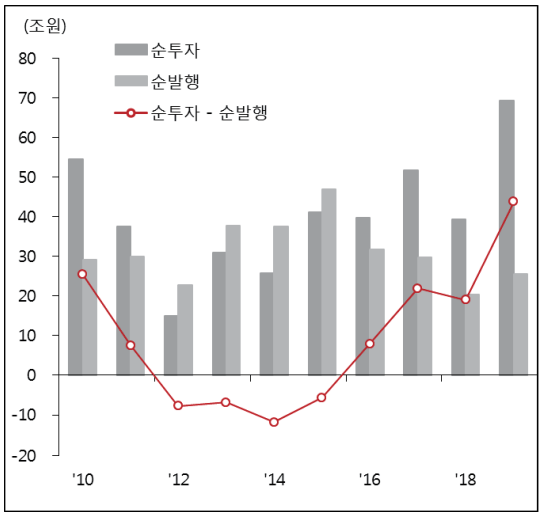


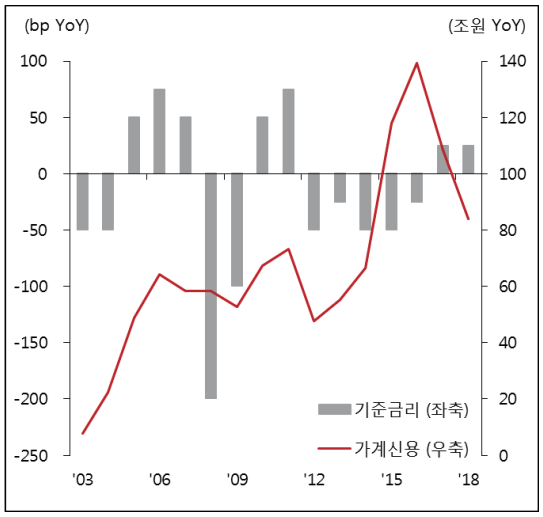


18

자금 조달 수요 정체

- 소극적인 국채 발행, 소극적인 재정정책 지속
- 민간부문 자금 수요의 감소

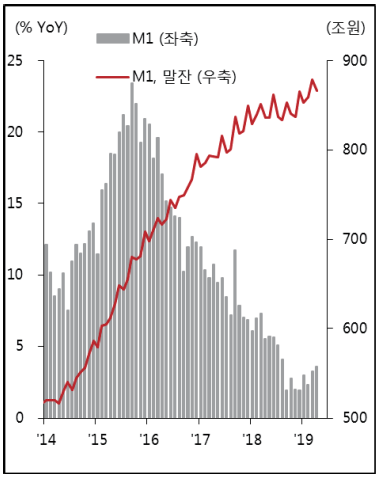


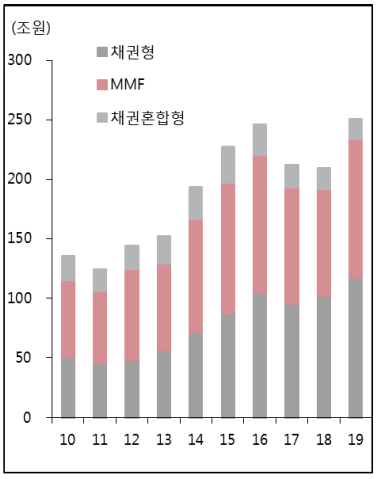


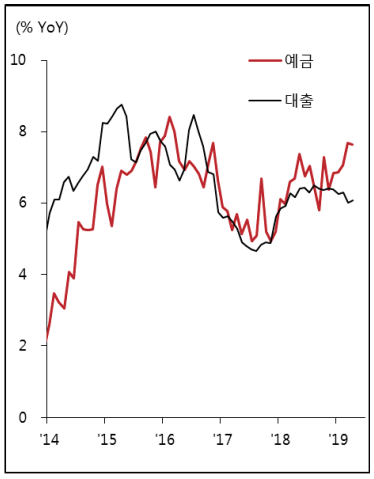
19

꾸준한 국내 채권 수요

- 경기 둔화와 채권형 자금의 증가
- 대출 정체와 예금 증가



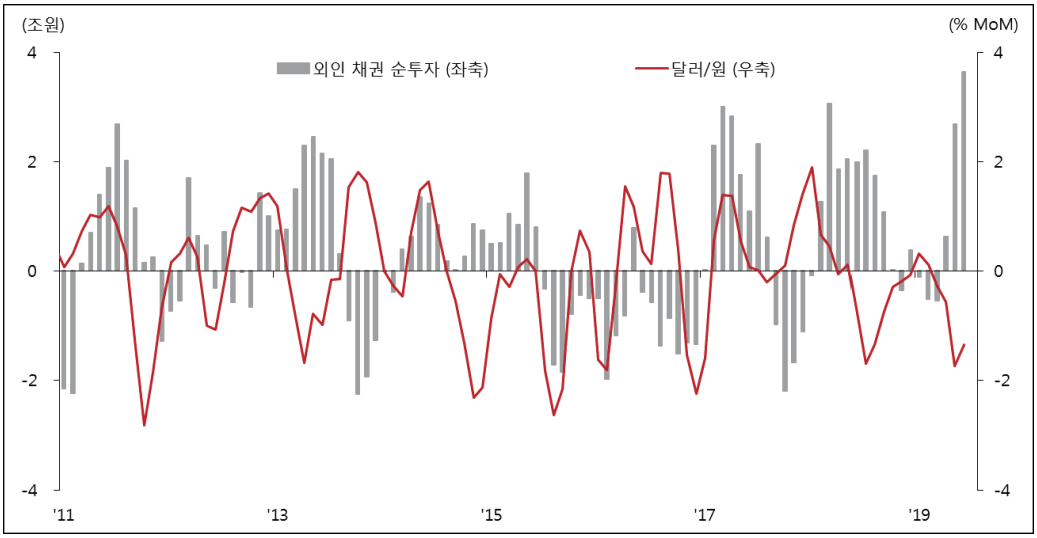




20

외국인의 한국 채권 매수

- 원화 절하 국면에서 늘어나는 외국인 채권 매수
- 헷지 후 수익률 + 한국 금융시스템에 대한 신뢰



21

결국...

- 계속되는 금리 하락 추세
  경기 사이클과 성장/물가
  통화정책
  수급

- 금리 상승 시기는? 이번 정책금리 인하 사이클 마무리가 확인될 무렵
  내년 상반기 중 예상

  단, 이후 금리 상승이 장기 추세를 벗어난 상승일 가능성은 매우 낮음

  → 저금리 의존적 경제와 자산시장, 배경음과 같은 부채위험

22

감사합니다

23

발표 4

NH투자증권 이창목 센터장

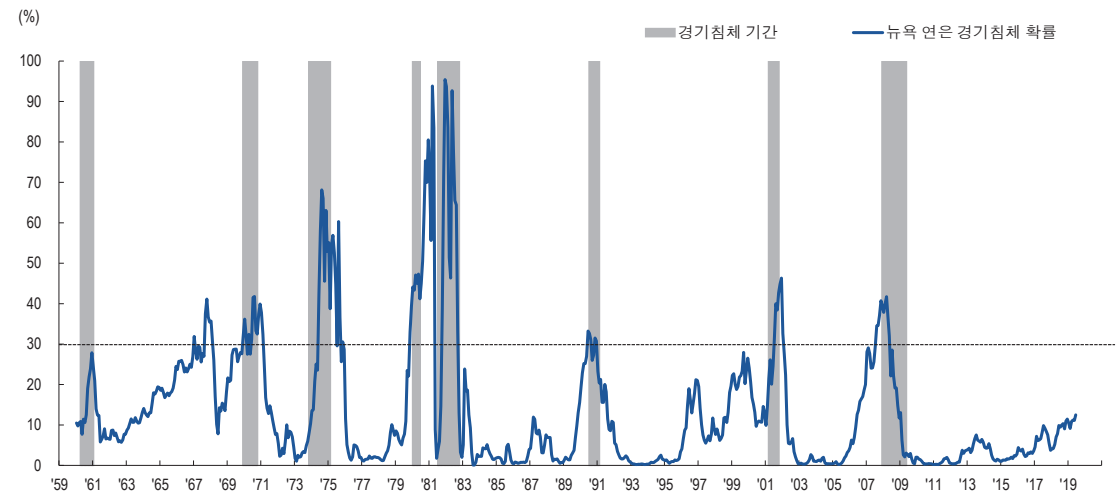
하반기 경제 전망

: 경기침체 우려 vs 연준의 금리 인하

경기 침체에 대한 경고가 있다면?

뉴욕 연준이 3m/10y 스프레드로 계산하는 1년 후 경기 침체 확률은 금융위기 이후 최대인 30%까지 확대. 이에 지난 연말 이후 여전히 미국 채권시장 내 경기 침체 우려가 이어지고 있음

뉴욕 연준이 발표하는 1년 후 경기침체 확률은 30%로 상승

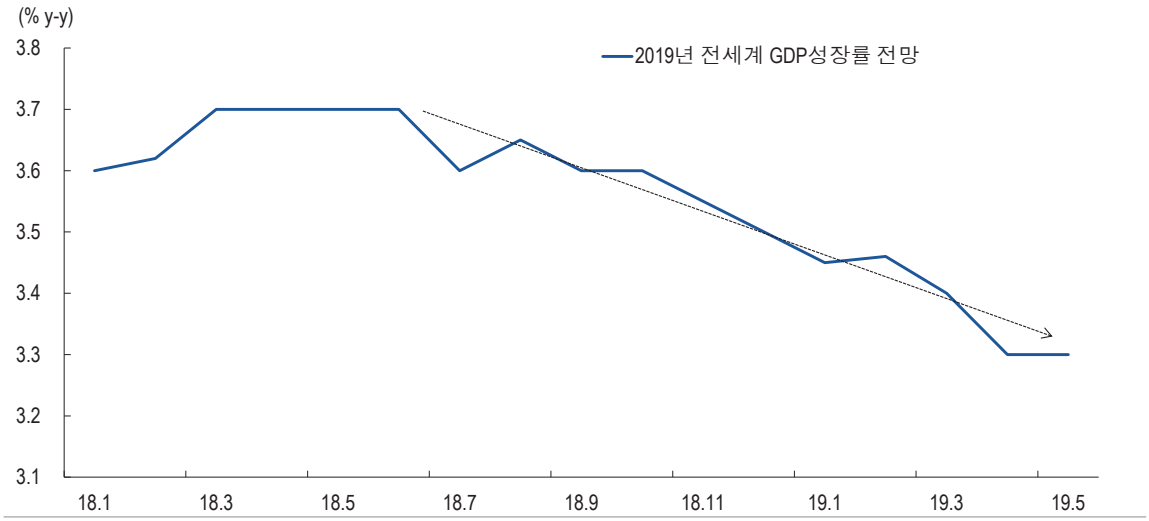


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

글로벌 경제전망, 하향 조정 지속

1년 전에, 글로벌 금융시장 참가자들은 2019년 글로벌 경제성장률을 3.7%로 전망
2018년 연준 금리인상과 미중 무역전쟁 격화로 성장률 전망은 3.3%까지 낮아짐

글로벌 금융시장 참가자들, 올해 성장률 전망을 하향 조정

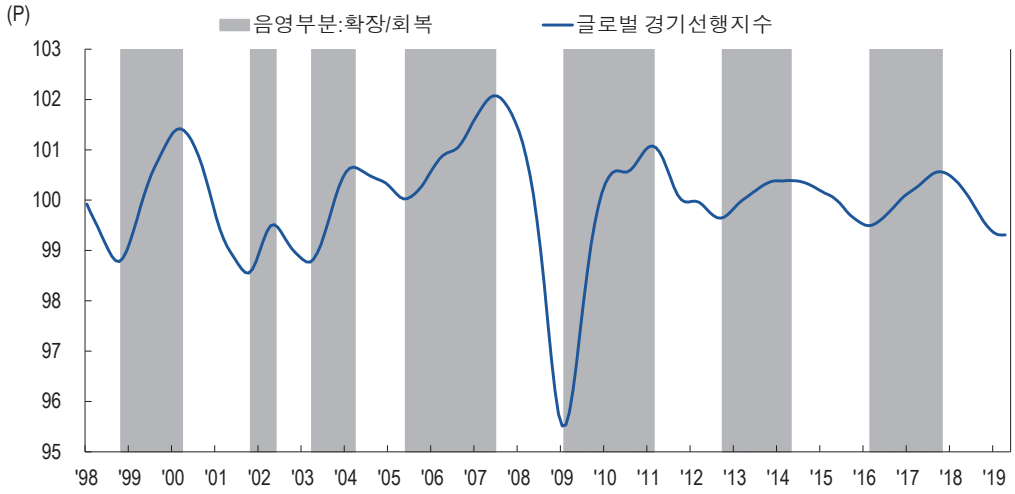


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

경기선행지수가 반등했지만..

최근 업데이트된 4월 글로벌 경기선행지수(OECD 발표)는 18개월 만에 반등
그러나 5월부터 미중 무역전쟁 불확실성이 커지면서 경기선행지수 반등에 대한 확신은 아직 약함

글로벌 경기선행지수가 18개월 만에 반등했지만 확신은 약함

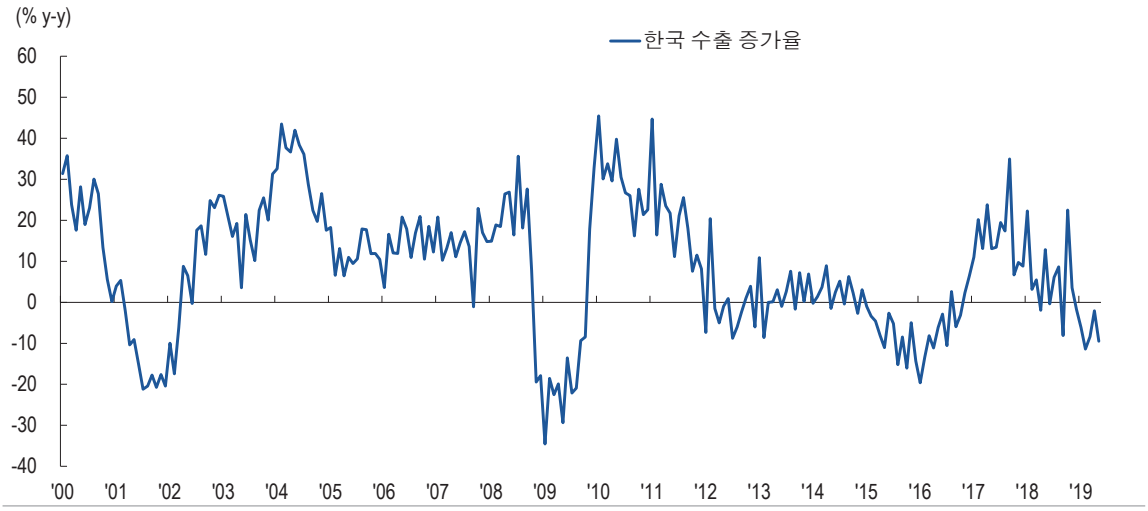


자료: OECD, NH투자증권 리서치본부

실물경기 반등 신호는 미약 ① 한국 수출

한국 수출은 글로벌 제조업 경기를 반영
연초에 반등이 포착됐으나 5월 들어 재차 하락 폭 확대

글로벌 경기를 반영하는 한국 수출 증가율, 여전히 마이너스

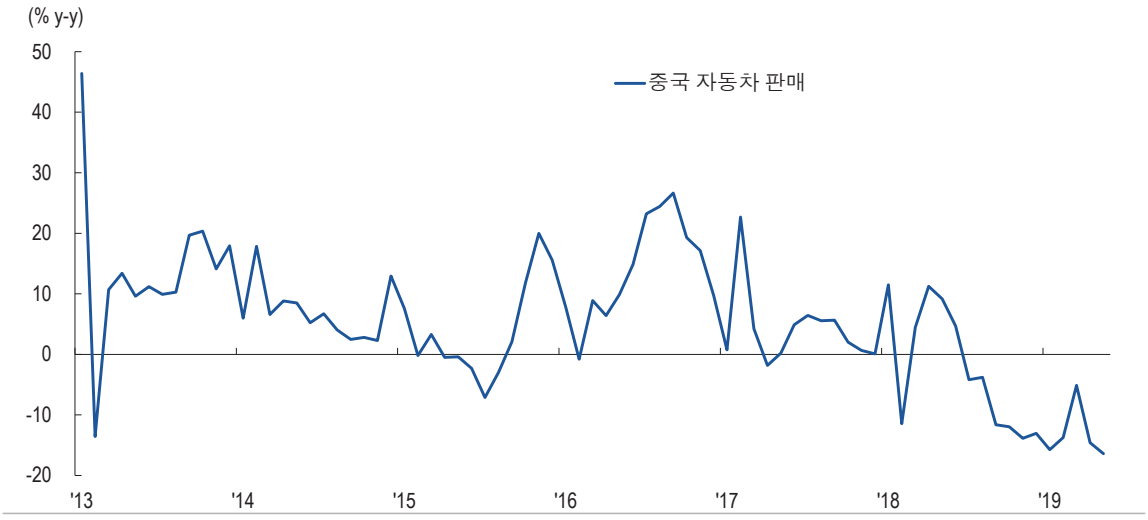


자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

실물경기 반등 신호는 미약 ② 중국 자동차판매

2018년 중국 자동차 판매는 20년 만에 감소
2019년 들어서도 회복이 확인되지 않고 있음

중국 자동차 판매, 역성장 지속

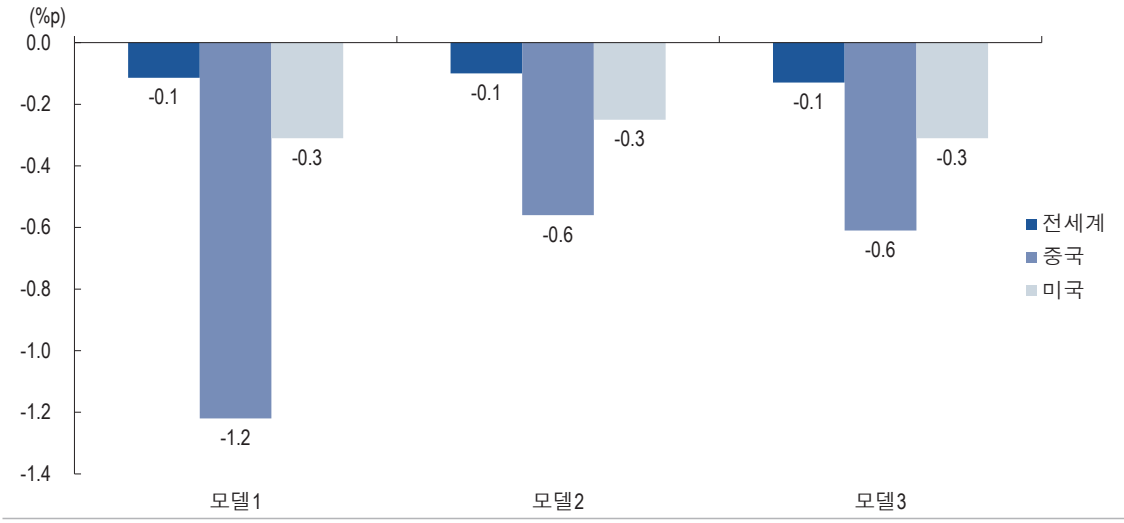


자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

예측이 어려운 미중 무역전쟁이 악재로 남아 있음

국제통화기금(IMF)은 세 가지 모델로 미중 무역전쟁에 따른 성장률 하락을 추정
미국이 중국의 모든 제품에 관세를 올리면 중국은 최소 0.6%p, 최대 1.2%p 성장률 하락

미국의 중국의 모든 제품에 대해 관세율을 25%로 올릴 경우 성장률 하락

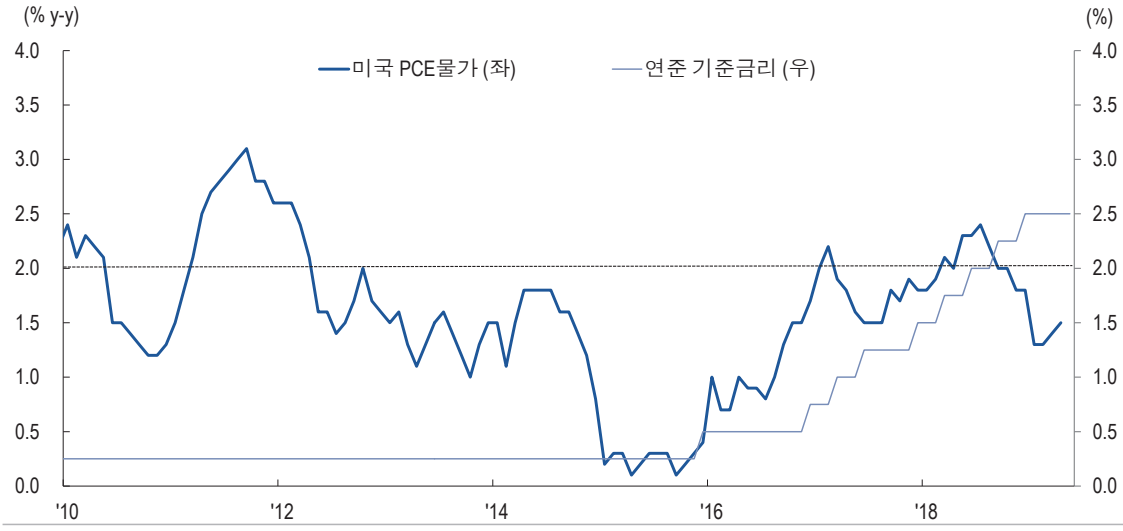


자료: IMF, NH투자증권 리서치본부

다행인 점은 통화정책 전환

6월 FOMC에서 연준은 올해 물가 전망을 기존의 1.8%에서 1.5%로 내림
물가 전망을 내린다는 것은 기준금리를 인하하겠다는 의미(=2018년 4번 인상이 과도했다는 의미)

미국 물가상승률, 목표(2%)에 미달

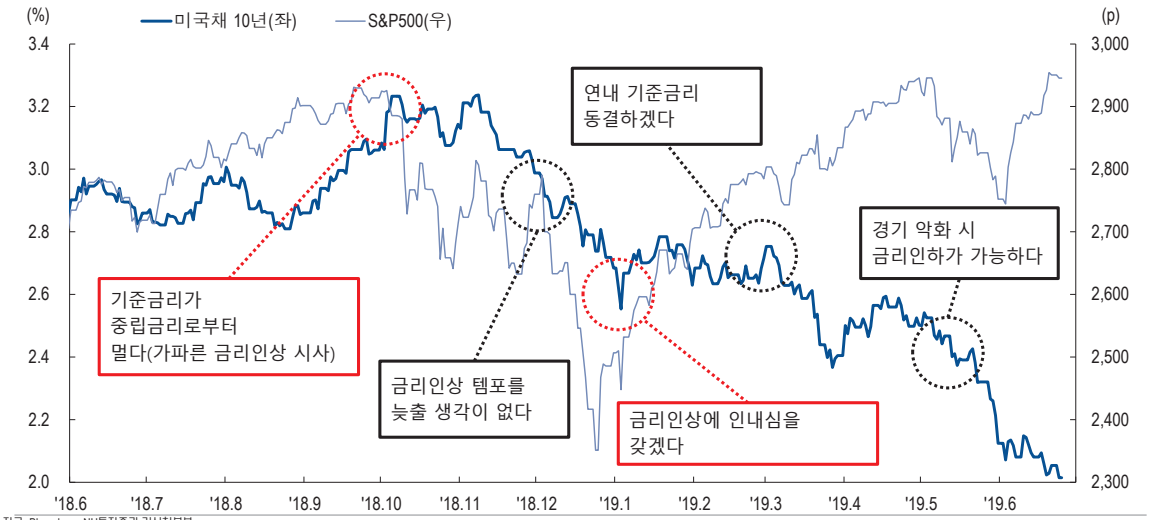


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

트럼프보다 더 무서운 연준. 자산 시장의 방향을 좌우하는 연준의 입!

2018년 하반기 이후 글로벌 위험자산/안전자산 성과의 변곡점은 연준이 결정.
특히, 올해 주요국 증시는 연준의 금리인하 등 글로벌 중앙은행의 완화적 스탠스를 기대하며 반등

연준의 스탠스가 2018년 하반기 이후 증시의 주요 변곡점을 형성

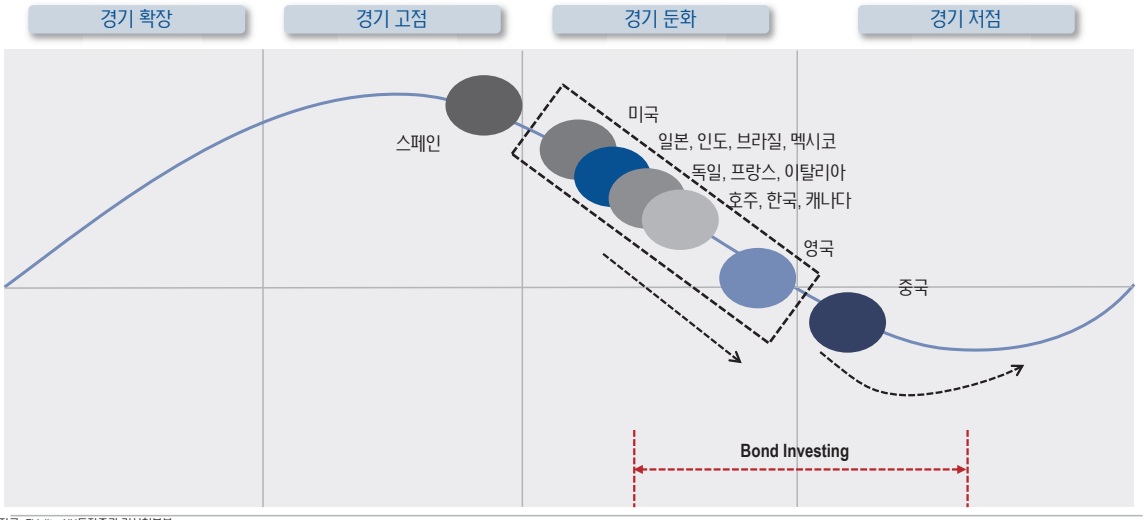


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

연준은 Late cycle을 뒤로 미루기 위해 미니 버블을 유도

Late cycle 마무리 국면에서 연준의 역할은 물가 관리가 아니라,
Late cycle의 마무리를 최대한 뒤로 미루기 위해 의도적 저금리를 유도하는 것. 정책적 버블을 전망

경기침체를 미루기 위해 미니 버블을 유도: 하반기 금리인하 및 자산축소 종료로 유동성 공급 전망

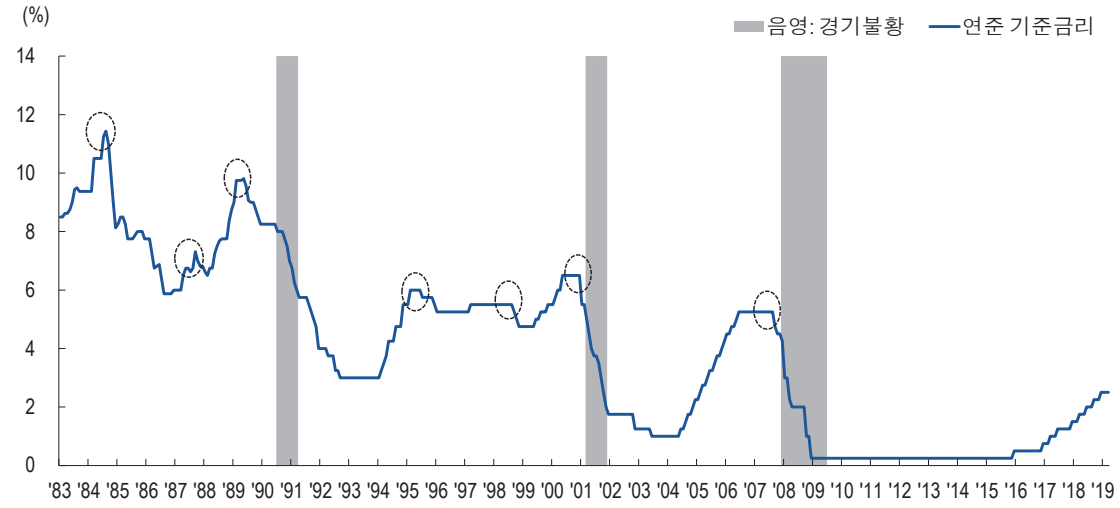


자료: Fidelity, NH투자증권 리서치본부

금리를 내리는 것은 경기침체를 의미?

용어 정의에 주의: 경기침체는 2개 분기 연속으로 GDP 성장률이 마이너스를 기록
2001년과 2007년에는 연준이 금리를 내린 시점이 경기침체와 일치, 1995년과 1998년에는 그렇지 않음

연준이 금리를 내린 시점이 꼭 경기침체와 일치하지는 않음



자료: Fed, NH투자증권 리서치본부

장단기 스프레드의 메시지: 둔화는 맞지만 침체는 아니다

경기 침체 확률 가늠하는 미국채 3m/10y 스프레드는 −20bp까지 확대, 다만 2y/10y 스프레드는 20bp 수준
3개월물 금리의 수급적 상승으로 판단, 이는 부채한도 협상을 앞두고 부채의 절대규모를 줄이기 위한 단기 방안

2/10 스프레드 역전이 3m/10y 역전에 선행하는 것이 일반적

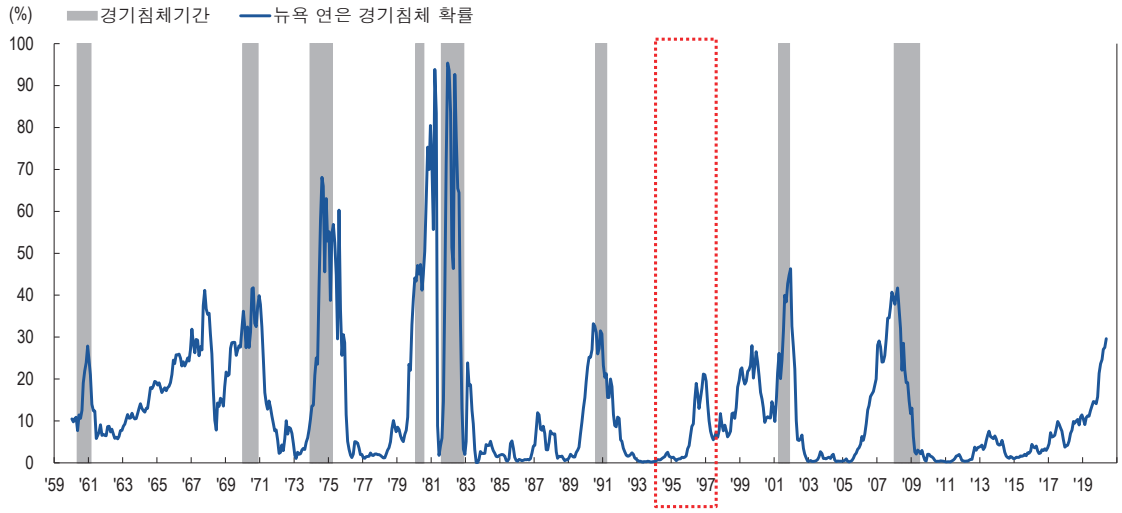


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

1995년 사례: 보험용 금리인하를 통해 경기 침체를 피한 경험

연준은 '94년~'95년 2월 총 300bp의 금리인상을 진행. 당시 1) '94년 데킬라 위기와 남미 경제위기론, 2) '96년 대선을 앞두고 예산안 합의 실패하며 '95년 말 셧다운 발생, 3) 안정적 물가. 이는 최근 상황과 유사

1995년 중반 보험용 금리인하를 통해 미국채 금리 하락 및 미 증시 반등이 확인

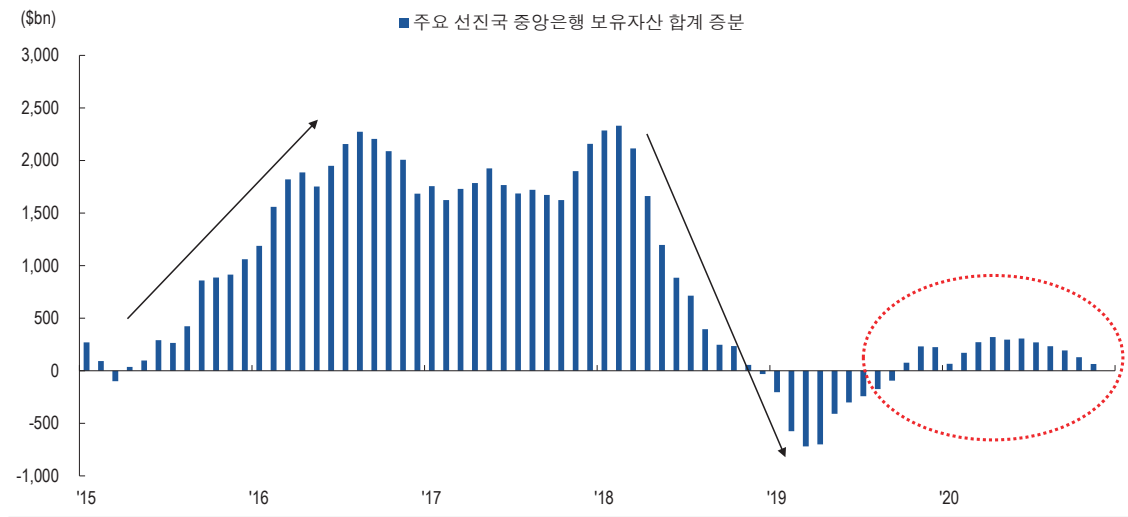


자료: NY FED, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

4분기부터는 글로벌 기축통화 유동성도 다시 공급

연준의 새로운 자산축소 시나리오를 반영할 경우 올해 연말부터 주요 4대 선진국 중앙은행의 보유자산은 다시 증가(y-y) 반전. 연말부터는 기축 통화의 유동성이 다시 확대되는 구간으로 진입

4대 중앙은행 총자산 증가분: 2018년 긴축 강도가 가장 컸음. 올해 4분기부터 다시 증가 반전

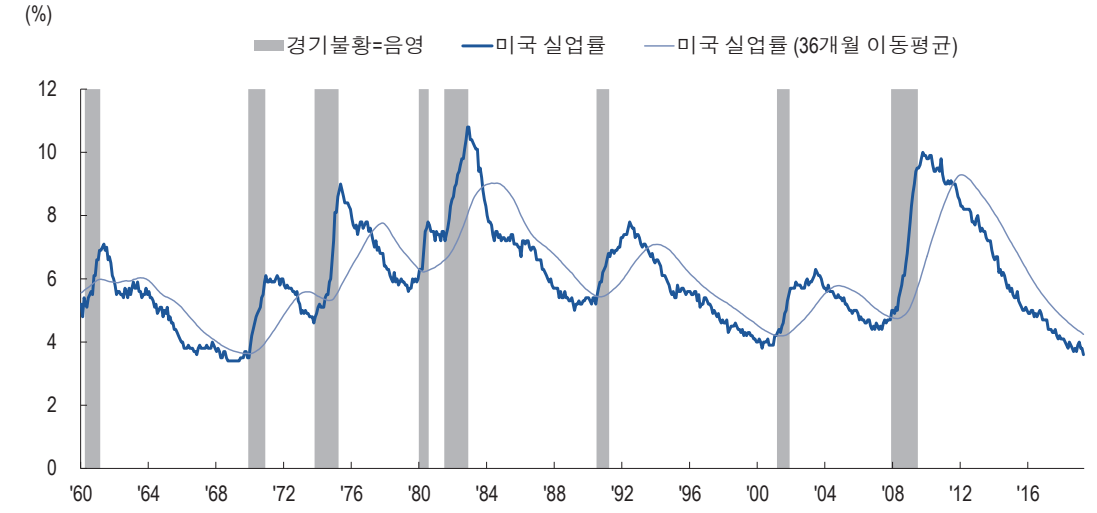


주: 주요 선진국은 Fed, ECB, BoE, BoJ를 의미
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

실업률 추이를 보면, 미국 경제 침체는 2021년 이후로 추측

고용지표가 나빠진 시점은 경기침체와 일치
실업률이 장기 추세선을 뚫고 올라가면 경제는 역성장. 지금 추정하면 2021년 이후로 예상

실업률이 본격적으로 올라가기 시작하면 경기침체를 준비

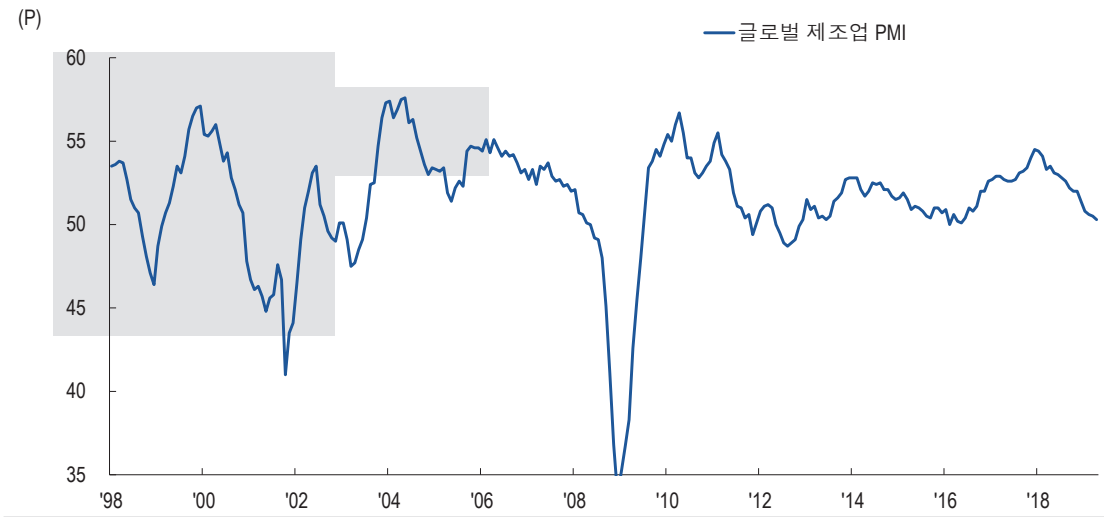


자료: Fed, NH투자증권 리서치본부

하반기 글로벌 경제는 밋밋한 흐름을 예상

상승 요인: 주요국 중앙은행의 완화적 기조
하방 요인: 미중 무역분쟁
두 가지 요인을 합하면 하반기 글로벌 경제는 밋밋한 흐름을 예상

글로벌 제조업 PMI(제조업 구매담당자들에게 경기가 좋은 지를 설문 조사한 지표)



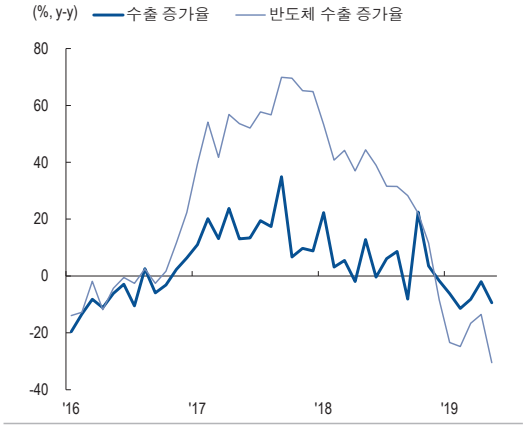
자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

국내 경제 ① 글로벌 교역량 감소에 더해 반도체 업황 둔화로 수출 부진 심화

2018년 이후 반도체 수출 증가율이 급감하며 국내 수출 증가율 둔화를 주도하고 있음

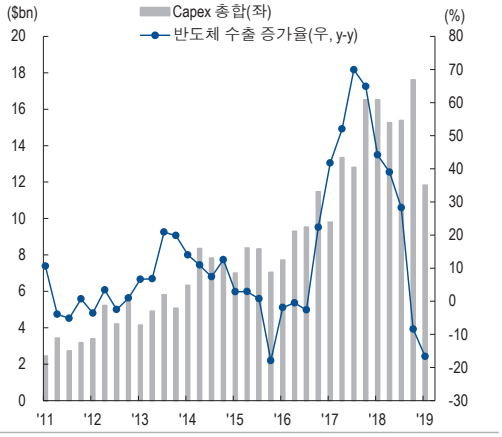
실제로 FAANG 기업들의 Capex 투자를 현금 흐름표로 추적해보면 올해 1분기 급감이 확인. 이에 더해 최근 화웨이 제재로 D램 가격 하락 폭 확대. 반도체 수출 반등은 4분기에 가서야 가능할 전망

반도체 위주로 수출증가율 급락



자료: 관세청, NH투자증권 리서치본부

FAANG의 Capex 투자와 반도체 수출증가율

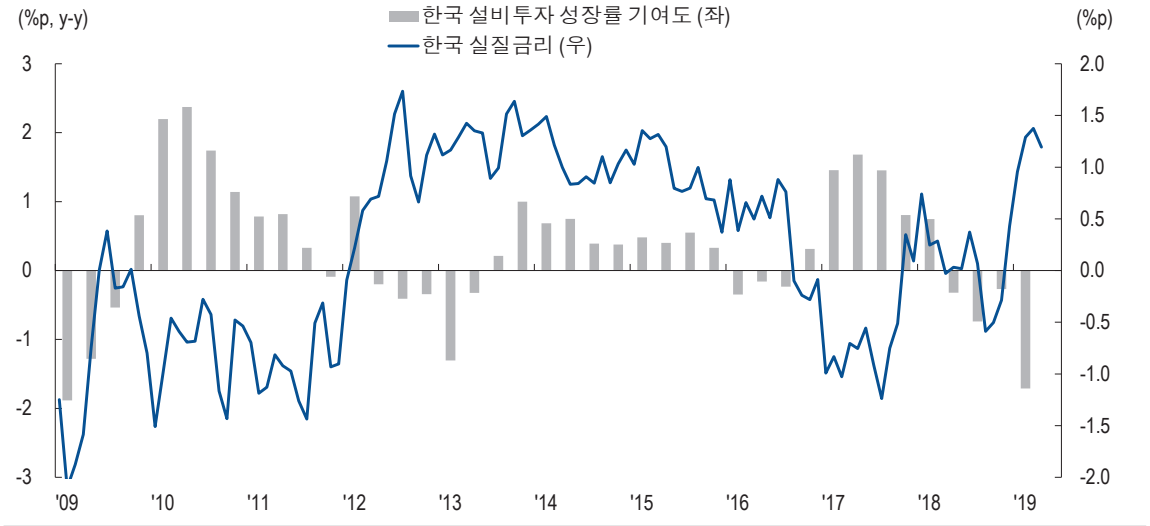


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

국내 경제 ② 다소 높은 실질금리가 부담

실질금리(=한국은행 기준금리-우리나라 소비자물가 상승률)는 설비투자와 역의 관계
향후 한국은행이 두 차례 금리를 낮출 것으로 예상

실질금리(=기준금리-물가상승률), 설비투자와 역의 관계

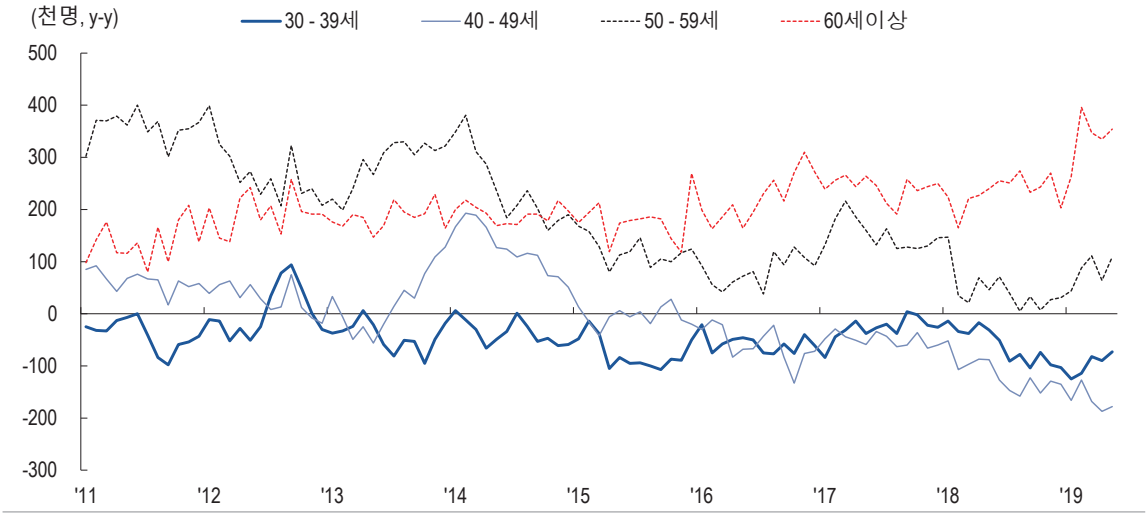


자료: 한국은행, NH투자증권 리서치본부

국내 경제 ③ 고용 부진

2018년 4/4분기~2019년 1/4분기 디플레이션 양상

50대와 60대 연령층에서만 고용이 늘어남

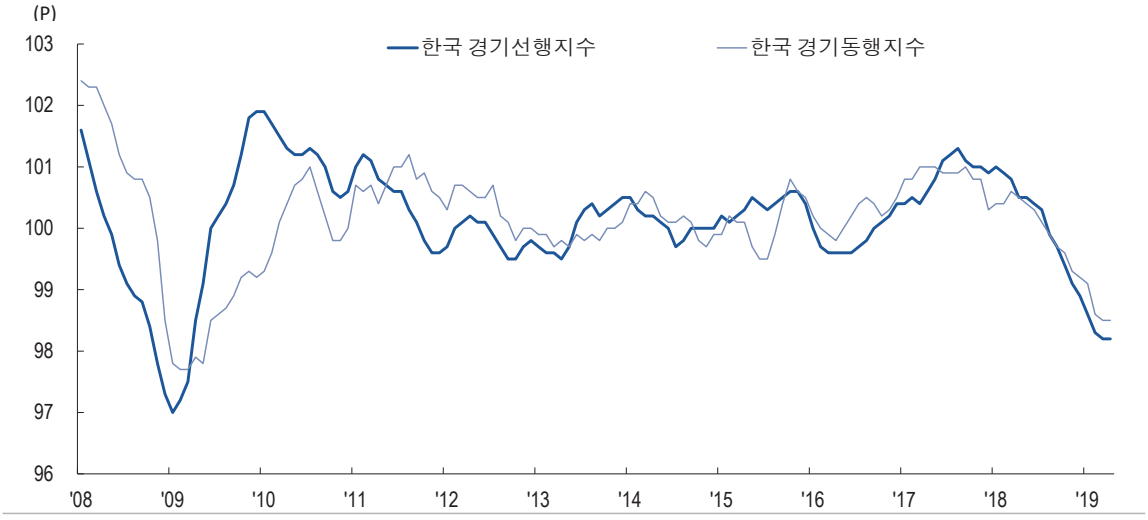


자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

국내 경제, 올해는 바닥을 보기 어려울 전망

국내 경제는 메모리반도체 수출 부진, 다소 높은 실질금리 등의 여파로 경기 저점이 지연

우리나라 경기선행지수, 하락세 지속



자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

증권사 리서치센터장, 자산운용사 대표와
함께하는 제1회 증시 콘서트

『2019 하반기 증시 대전망』

2부 토론

MEMO

MEMO

MEMO

MEMO