

Multi Asset Strategy

2013. 7. 15

목차

- I. 자산배분전략..... 1
- II. 주요 이슈..... 19
 - 1. 위험회피계수, 출구전략과 자산배분전략
 - 2. 중국 자금경색의 후 폭풍은 실물부진
 - 3. 브라질, 지금은 아니지만
 - 4. 유가 강세 시대도 저물어 간다

노근환 3276-6226
knhoh@truefriend.com

전민규 3276-6229
min.jun@truefriend.com

김기명 3276-6206
kmkim@truefriend.com

윤향진 3276-6280
hjyun@truefriend.com

박중제 3276-6560
jj.park@truefriend.com

안 혁 3276-6272
ray.ahn@truefriend.com

김철중 3276-6247
cjkim@truefriend.com

이다솔 3276-6246
ds.lee@truefriend.com

이수정 3276-6252
sujeong.lee@truefriend.com

위험자산 투자, 좀 더 기다려야 할 때

위험자산 투자에는 당분간 보수적 태도 유지

글로벌 증권시장 부진은 당분간 지속될 것으로 보인다. 선진국 시장은 출구전략의 충격으로부터 점차 벗어나고 있다. 그렇지만 이머징 마켓은 금리, 주가, 환율 모두 아직은 불안정한 모습이다. 하반기, 시장의 최대 관심사는 미국의 출구전략 스케줄과 함께, 중국의 금융시스템 안정 여부와 하드랜딩 가능성이 될 것으로 보이며 이머징 마켓에는 부정적인 뉴스 플로우가 이어질 가능성이 높다. 위험자산(이머징 주식, 이머징 채권, 하이일드본드) 투자에는 당분간 보수적 태도를 유지하는 것이 좋다.

원자재 가격 하락, 이머징 통화 약세 전망

중국의 경제성장률이 목표치인 7.5%를 하회할 가능성이 높아 원자재 가격은 하반기에도 전반적으로 약세를 보일 전망이다. 특히 원유 가격은 수요 및 공급의 인프라, 지정학적 이슈 등을 고려할 때 하락세로 전환되는 변곡점이 나타날 것으로 보인다. 환율은 미국의 경제지표가 호조를 보일 때마다 양적 완화 축소가 시장의 불안감을 자극할 것으로 보이며, 이머징 국가들의 통화 약세가 예상된다.

중장기적으로는 위험회피계수의 균형 회복 예상

중장기적으로 눈 여겨 보아야 할 것은 위험회피계수 추이다. 양적 완화 정책이 시행되기 전보다 3배 이상이나 높아진 위험회피계수가 시사하는 것은 채권가격은 지나치게 높고 주가는 상대적으로 싸다는 것이다. 가격 균형이 빠르게 회복되지는 않더라도 우리는 출구 전략이 시행되는 과정에서 중국에는 균형으로 돌아갈 가능성이 크다고 판단하며 투자자들은 이 점을 염두에 두고 자산배분전략을 수립할 것을 권한다.

자산배분전략 View

View	3M	1Y
주식	Neutral	Positive
선진국	Positive	Positive
신흥국	Negative	Negative
미국	Positive	Positive
한국	Neutral	Positive
채권	Negative	Negative
선진국 국채	Neutral	Neutral
이머징 국채	Negative	Negative
글로벌 IG	Neutral	Neutral
글로벌 HY	Negative	Negative
한국 국채	Neutral	Neutral
한국 회사채	Negative	Neutral
원자재	Negative	Negative
에너지	Negative	Neutral
귀금속	Negative	Negative
금속	Negative	Neutral
Cash	Positive	Neutral

발간에 부처

민간의 금융자산이 축적되고, 사상 유례 없는 저금리 상황이 지속되면서 적절한 자산배분에 대한 관심이 점증하고 있다. 2000년대 초반에는 적립식 펀드, 중반 이후에는 이머징 마켓 주식에 국한되었던 국내 일반투자자들의 재테크 대상은 2010년대 들어와서는 해외 채권으로 확대되었고, 이머징 경제가 불안을 보이는 최근에는 선진국 주식시장에 관심을 보이는 투자자도 늘어나고 있다. 투자 대상으로 금과 국제 원자재 시장을 고려하는 투자자도 증가하는 추세다.

국민연금도 일찍부터 해외주식과 채권, 대체투자 등으로 투자 다변화를 시작했고 또 다른 장기저축기관인 보험사들도 이제는 국내 주식과 채권 이외에 글로벌 증권시장이나 대체투자자산에 대한 관심을 높이며 투자대상자산으로 적극 고려하고 있다.

한국투자증권에서는 이 같은 투자자들의 니즈에 부응하기 위하여 다양한 자산에 대한 전망과 자산배분전략을 다루는 “Multi Asset Strategy”를 분기 단위로 발간하기로 하였다. ‘Multi Asset Strategy’에서는 글로벌주식, 글로벌채권, 원자재, 환율에 대한 전망과 투자전략을 제시하고, 개별 자산 또는 자산배분전략 전반에 걸친 이슈들을 다룰 예정이다. 창간호인 이번 보고서에서는 자산배분전략 수립의 기초라고 할 수 있는 ‘위험회피계수, 출구전략과 자산배분전략’ 이외에 최근 관심이 집중되고 있는 ‘중국 그림자금융과 매크로’, ‘브라질 경제와 채권’, ‘원유 시장’ 등 4가지 이슈를 다루고 있다. 이제 시작인 만큼 아직은 부족한 점이 많지만 투자자들의 관심과 성원을 부탁 드린다.

자산배분전략

자산별 Performance.....	3
자산배분전략.....	4
해외주식.....	6
채권.....	8
원자재.....	10
통화.....	12
글로벌 헤지펀드.....	14
Fund flow.....	16

분야별 담당자

자산배분전략 : 노근환(3276-6226) khnoh@truefriend.com
해외주식 : 김철중(3276-6247) cjkim@truefriend.com
채권 : 김기명(3276-6206) kmkim@truefriend.com
원자재 : 박중제(3276-6560) jj.park@truefriend.com
통화 : 전민규(3276-6229) min.jun@truefriend.com
헤지펀드 : 안혁(3276-6272) ray.ahn@truefriend.com
Fund flow : 이다슬(3276-6246) ds.lee@truefriend.com

This page is left blank intentionally

자산별 Performance

〈표 1〉 Asset returns (USD base)

(단위: %)

	Benchmark	1M	3M	6M	1Y	2Y	3Y
주식							
전체	MSCI ACWI	-0.9	0.9	4.5	17.1	5.0	29.0
선진국	MSCI World	-0.1	2.5	7.4	20.0	9.3	34.5
신흥국	MSCI Emerging Markets	-6.9	-10.2	-14.9	-2.5	-21.6	-4.1
미국	S&P 500	0.5	5.3	13.1	22.2	23.0	53.3
한국	KOSPI	-6.9	-5.2	-14.7	-0.3	-22.4	11.4
채권							
전체	JPM Global Aggregate Bond Index	-3.0	-4.0	-4.7	-2.9	0.2	8.9
선진국 국채	Bloomberg Global Developed Sovereign Bond Index	-3.5	-4.2	-6.1	-6.2	-3.1	5.5
이머징 국채	Bloomberg EM Sovereign Bond Index	-4.3	-7.9	-7.8	-1.0	9.8	21.2
글로벌 IG	Bloomberg Global IG Corporate Bond Index	-3.2	-4.2	-4.1	1.2	4.1	14.8
글로벌 HY	Bloomberg Global HY Corporate Bond Index	-2.4	-2.0	-0.6	10.3	14.4	33.3
한국 국채	KIS Government Bonds Total	-3.9	-3.0	-7.9	3.0	2.0	23.0
한국 회사채	KIS Corporate Bonds Total	-2.7	-1.2	-6.3	3.8	1.8	22.0
원자재							
전체	CRB Commodity Index	-1.4	-2.5	-3.5	-3.1	-17.5	8.8
에너지	Generic 1st Crude Oil, WTI (NYM)	7.8	9.9	11.2	20.4	7.6	36.1
귀금속	Generic 1st Gold (CMX)	-9.9	-21.5	-24.7	-21.6	-19.2	3.0
금속	Generic 1st Copper (LME)	-6.6	-11.5	-16.4	-11.0	-30.2	-0.2
통화							
EUR	EURUSD Spot Exchange Rate	-3.3	-2.3	-2.2	3.8	-10.4	1.1
AUD	AUDUSD Spot Exchange Rate	-3.4	-12.5	-12.7	-10.1	-14.7	4.6
JPY	JPYUSD Spot Exchange Rate	-3.6	-2.1	-13.1	-21.4	-20.3	-12.4
KRW	KRWUSD Spot Exchange Rate	-2.1	-0.3	-7.1	0.1	-7.4	4.8

주: 7월 9일 기준

〈표 2〉 Asset returns (KRW base)

(단위: %)

	Benchmark	1M	3M	6M	1Y	2Y	3Y
주식							
전체	MSCI ACWI	1.3	1.4	12.5	17.0	13.5	23.0
선진국	MSCI World	2.1	3.0	15.7	19.9	18.2	28.2
신흥국	MSCI Emerging Markets	-4.9	-9.7	-8.4	-2.5	-15.2	-8.6
미국	S&P 500	2.8	5.9	21.8	22.1	33.0	46.1
한국	KOSPI	-4.9	-4.7	-8.1	-0.3	-16.1	6.2
채권							
전체	JPM Global Aggregate Bond Index	-0.3	-3.5	2.7	-2.9	8.3	3.8
선진국 국채	Bloomberg Global Developed Sovereign Bond Index	-1.4	-3.8	1.1	-6.3	4.8	0.5
이머징 국채	Bloomberg EM Sovereign Bond Index	-2.1	-7.5	-0.7	-1.1	18.8	15.5
글로벌 IG	Bloomberg Global IG Corporate Bond Index	-1.0	-3.7	3.3	1.2	12.6	9.4
글로벌 HY	Bloomberg Global HY Corporate Bond Index	-0.2	-1.5	7.0	10.2	23.8	27.0
한국 국채	KIS Government Bonds Total	-1.7	-2.5	-0.8	2.9	10.4	17.2
한국 회사채	KIS Corporate Bonds Total	-0.6	-0.7	0.9	3.8	10.1	16.3
원자재							
전체	CRB Commodity Index	0.8	-2.1	3.9	-3.2	-10.7	3.7
에너지	Generic 1st Crude Oil, WTI (NYM)	10.2	10.5	19.8	20.3	16.4	29.7
귀금속	Generic 1st Gold (CMX)	-7.9	-21.1	-19.0	-21.6	-12.6	-1.8
금속	Generic 1st Copper (LME)	-4.5	-11.1	-10.0	-11.0	-24.6	-4.9
통화							
USD	USDKRW Spot Exchange Rate	2.1	0.4	7.6	-0.1	8.0	-4.6
EUR	EURKRW Spot Exchange Rate	-1.2	-2.0	5.3	3.8	-3.2	-3.5
AUD	AUDKRW Spot Exchange Rate	-1.3	-12.2	-6.0	-10.1	-7.8	-0.2
JPY	JPYKRW Spot Exchange Rate	-1.5	-1.8	-6.5	-21.4	-13.8	-16.4

주: 7월 9일 기준

자산배분전략

위험자산 투자에는 당분간 보수적 태도 유지

2분기 글로벌 증권시장의 분위기는 어두웠다. 5월 22일 FRB 버냉키 의장의 출구전략에 대한 언급, 일본 국채시장 불안에 대한 BOJ 구로다 총재의 모호한 태도 등으로 이중 연타를 맞은 글로벌 증권시장은 패닉에 빠졌고 채권 금리는 급등하고 주가는 급락하고 이머징 국가들의 환율은 급상승했다.

주식, 채권 할 것 없이 급속하게 빠져 나가던 펀드 플로우가 최근에는 다소 안정을 찾고 있으나 글로벌 증권시장 부진은 당분간 지속될 것으로 보인다. 1분기에 성과가 좋았던 선진국 시장은 6월이 지나며 출구전략의 충격으로부터 점차 벗어나고 있다. 그렇지만 이머징 마켓은 금리, 주가, 환율 모두 아직은 불안정한 모습이다. 3분기와 하반기, 시장의 최대 관심사는 미국의 출구전략 스케줄과 함께, 중국의 금융시스템 안정 여부와 하드랜딩 가능성이 될 것으로 보이며 이머징 마켓에는 부정적인 뉴스플로우가 이어질 가능성이 높다. 위험자산(이머징 주식, 이머징 채권, 하이일드본드)에는 당분간 보수적 태도를 유지하는 것이 좋다.

하반기, 원자재 가격 하락세, 이머징 통화 약세 예상

중국의 경제성장률이 목표치인 7.5%를 하회할 가능성이 높아 원자재 가격은 하반기에도 전반적으로 약세를 보일 전망이다. 특히 원유 가격은 수요 및 공급의 인프라, 지정학적 이슈 등을 고려할 때 하락세로 전환되는 변곡점이 나타날 것으로 보인다. 환율은 미국의 경제지표가 호조를 보일 때마다 양적 완화 축소가 시장의 불안감을 자극할 것으로 보이며, 이머징 국가들의 통화 약세가 예상된다.

중장기적으로는 비정상적으로 높아진 위험회피계수의 균형 회복 예상: 채권 하락, 주가 상승 시사

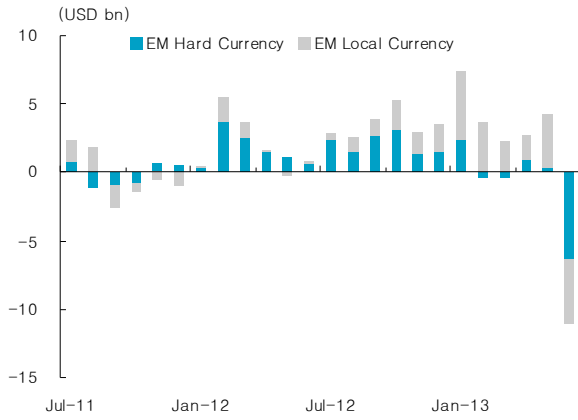
중장기적으로 가장 눈 여겨 보아야 할 것은 양적 완화 이후 비정상적으로 높아진 위험회피계수가 언제쯤, 어느 속도로 균형으로 돌아갈 것인가 하는 점이다. 양적 완화 정책이 시행되기 전보다 3배 이상이나 높아진 위험회피계수가 시사하는 것은 자산가격 균형의 관점에서 채권 가격은 지나치게 높고 주가는 상대적으로 싸다는 것이다. 가격 균형이 아주 빠르게 회복되지는 않더라도 우리는 출구 전략이 시행되는 과정에서 중국에는 균형으로 돌아갈 가능성이 크다고 판단하며 투자자들은 이 점을 염두에 두고 자산배분전략을 수립할 것을 권한다.

〈표 3〉 자산배분전략 View

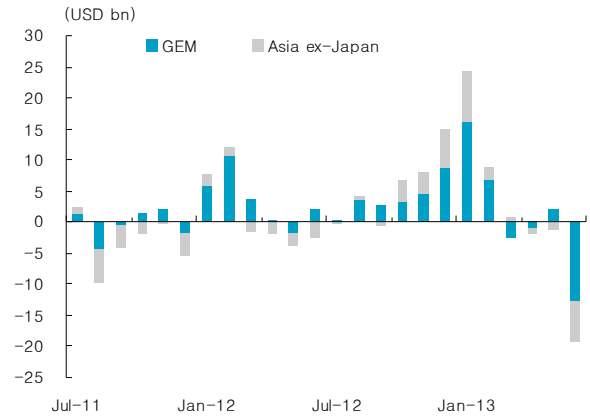
	View		Comment
	3M	1Y	
주식	Neutral	Positive	미 연준 출구전략 우려로 이머징, 선진국 증시 모두 약세, 달러 표시 금융자산 선호
선진국	Positive	Positive	미국 금융주, 자동차업종은 내수 회복 기대로 강세 지속, 일본 증시도 아베노믹스 지속에 반등
신흥국	Negative	Negative	중국 유동성 경색으로 금융주 실적안정성 우려 부각, 이머징통화 약세로 글로벌 유동성 이탈
미국	Positive	Positive	미국, 일본 기업은 실적 추정치 상향 지속, 2분기 어닝시즌 양호할 전망
한국	Neutral	Positive	여타 이머징 증시보다 선제적으로 실적추정치, 밸류에이션 하향조정됨
채권	Negative	Negative	미국 통화정책 전환으로 금리 장기추세 상승 예상
선진국 국채	Neutral	Neutral	ECB, 영란은행 등은 미 연준 통화정책과 디커플링된 통화정책 지속 예상
이머징 국채	Negative	Negative	경기하강 및 경상적자 확대로 글로벌 자금흐름이 이머징에서 선진국으로 이동하면서 투자수익률 저하 우려
글로벌 IG	Neutral	Neutral	이머징에서 선진국으로 자금이동으로 이머징채권 대비 투자수익률 상대적으로 양호할 전망
글로벌 HY	Negative	Negative	신흥국 국채와 마찬가지로 과도했던 자금유입기조가 유출로 전환되고 이 과정에서 크레딧 리스크 노출 위험
한국 국채	Neutral	Neutral	외화유동성 측면의 위험수준이 낮고 경제성장을 둔화 기조 고려시 금리 상승추세 지속 가능성 낮은 편
한국 회사채	Negative	Neutral	채권 시장 변동성 확대양상이 당분간 지속 가능성 있어 이로 인한 스프레드 확대 기조도 당분간 지속 예상
원자재	Negative	Negative	중국 등 이머징 투자 수요 감소, 달러 강세 지속, commodity 가격 약세 이어질 것
에너지	Negative	Neutral	파이프라인 확장으로 북미 원유 공급 증가 효과가 나타나 유가 하락할 전망
귀금속	Negative	Negative	미국 달러 강세 및 실질 이자율 상승으로 귀금속 투자 매력 떨어져
금속	Negative	Neutral	하반기 중국 성장률 전망치 추가 하락할 것으로 전망. 구리 수요에 부정적 요인
Cash	Positive	Neutral	

[그림 1] Fund exodus

이머징 채권형 fund



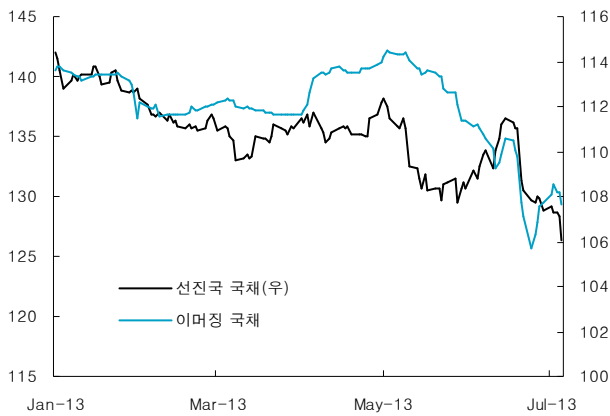
이머징 주식형 fund



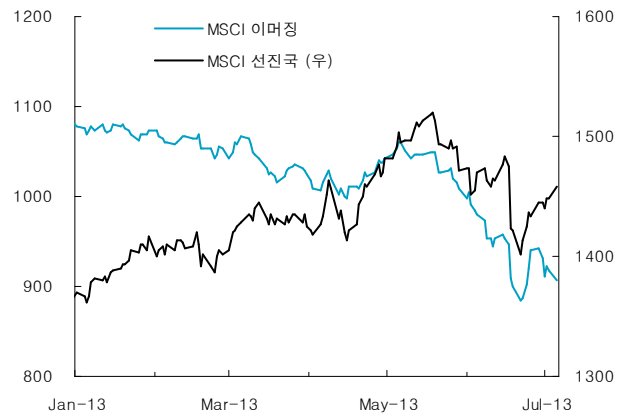
자료: EPFR, 한국투자증권

[그림 2] Coupling in fixed income vs. decoupling in equities

채권 총수익지수

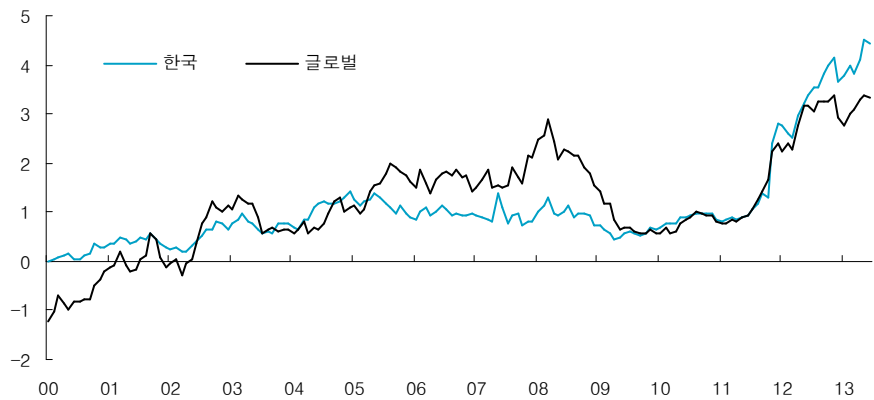


MSCI Index



자료: Bloomberg, Thomson, 한국투자증권

[그림 3] 비정상적으로 높아진 위험회피계수 -> 중장기적으로는 균형 회복 예상



자료: Thomson, 한국투자증권

해외주식

1) 동향

자동차판매호조에 힘입어
미국 증시 상승 지속

미 연준 출구전략으로 2분기 선진국 증시 강세, 이머징 증시 약세의 차별화가 두드러졌다. MSCI 미국지수는 브라질 등 이머징지수가 13.9% 급락하는 국면에 고용, 부동산 지표 개선에 힘입어 오히려 1.3% 상승했다. 2분기 지수상승률 상위섹터는 의료, 경기민감소비재(자동차), 금융이었다. 경기민감소비재는 자동차 판매 호조에 힘입어 실적추정치가 10개 섹터 중 가장 큰 폭으로 상향조정되었다.

아베노믹스 불확실성 해소로
일본 증시도 반등

MSCI 일본지수는 아베노믹스 실패 우려로 5월 급락하기도 했으나 재차 나타난 엔화 약세에 힘입어 2분기 3.6% 상승했다. 2분기 지수상승률 상위섹터는 통신, 유틸리티, 경기민감소비재(자동차)이었다. 경기민감소비재는 미국 자동차 시장 호황, 일본 자동차 시장점유율 확대에 힘입어 실적추정치가 10개 섹터 중 가장 큰 폭으로 상향조정되었다.

이머징 증시는
이머징 통화, 원자재 약세로
투자심리 극히 악화됨

이머징 증시는 이머징 통화 약세, 원자재 약세로 투자심리가 극히 악화되었다. 인도네시아 등 ASEAN증시와 브라질, 러시아 증시는 2분기 10% 넘게 하락했다. 중국증시도 유동성 경색, 과잉투자로 인해 에너지, 소재, 금융 섹터 약세가 이어지고 있다.

2) 이슈 및 전망

미 연준의 출구전략은
예상보다 엄격할 전망

미 연준은 시장기대보다 엄격하게 QE3를 9월부터 축소할 전망이다. 버냉키 연준의장은 14년 1월 임기종료를 앞두고 출구전략을 시사하고 있고 FOMC 위원의 정책성향도 플로서, 피셔 연준총재를 중심으로 매파적으로 바뀌고 있기 때문이다.

선진국 중앙은행간
다른 정책방향으로 인해
달러 강세 가능성 높음

미 연준은 QE3를 축소하는 흐름이지만 일본은행, ECB는 7월 참의원선거, 9월 독일 총선 전후로 완화적인 통화정책에 여전히 의존할 전망이다. 7월 참의원선거를 통해 임기를 2016년까지 사실상 보장받은 아베 신조 총리는 일본은행의 양적완화를 강력하게 지지하고 있다. 9월 독일 총선을 앞두고 금융시장 불확실성을 잠재우기 위해서 ECB 드라기 총재는 기준금리 인하 가능성을 시사하고 있다. 미 연준과 다른 일본, 유로존의 완화적인 통화정책은 달러 강세 가능성을 높이고 있다.

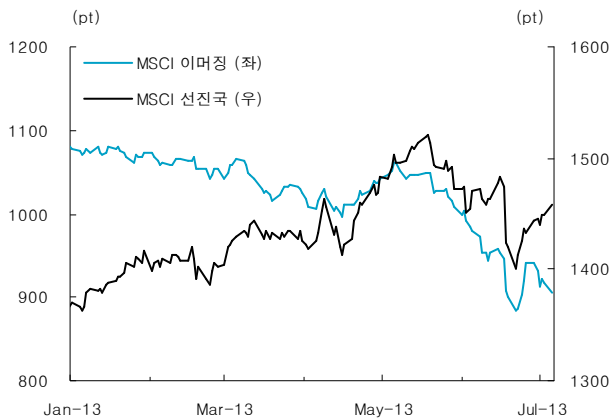
3) 투자 전략

선진국과 이머징 증시 차별화
3분기에도 이어질 전망

선진국 증시 강세, 이머징 증시 약세 차별화는 3분기에도 이어질 가능성이 높다. 실적측면에서는 선진국 중심으로 실적추정치가 상향되면서 선진국 증시 밸류에이션 부담이 점차 낮아지고 있다. 수급측면에서도 선진국 증시보다 이머징 증시 수급은 미 연준의 엄격한 출구전략에 따른 약화 가능성이 높다. 이머징 증시는 달러 강세, 미국 국채 금리 상승에 보다 민감하다.

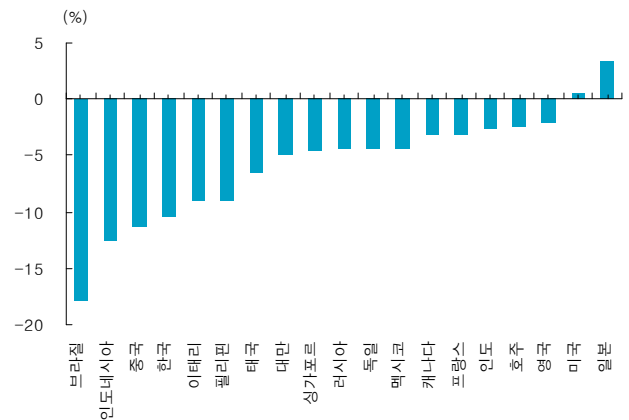
한국 증시는 이머징 증시와 선진국 증시 사이에 놓여있는 "애매한 증시"이다. 한국 증시는 수급 측면에서는 여전히 이머징펀드 자금유출에 따라 수급이 악화되고 있지만 업종 구성 측면에서는 소재, 에너지, 은행 등에 편중된 이머징 증시와는 다르다. 따라서 한국 증시는 단기적으로 이머징 수급 악화에 시달리고 있지만 중장기적으로 선진국 소비수요 의존도가 높은 기업(자동차)을 중심으로 반등할 것이라고 보고 있다.

[그림 4] MSCI 선진국, 이머징 지수 추이



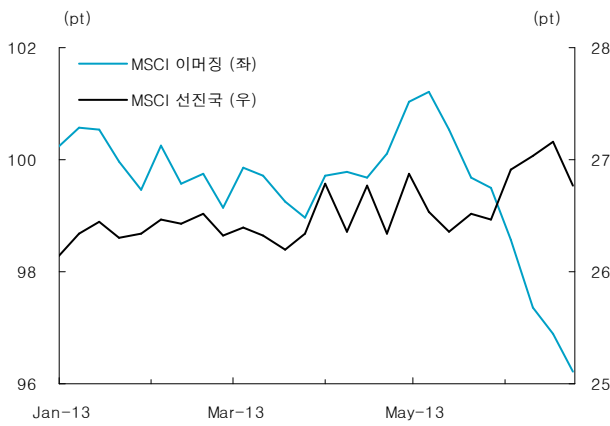
자료: 한국투자증권

[그림 5] MSCI 국가별 지수 등락률 비교(13/06/01~13/07/08)



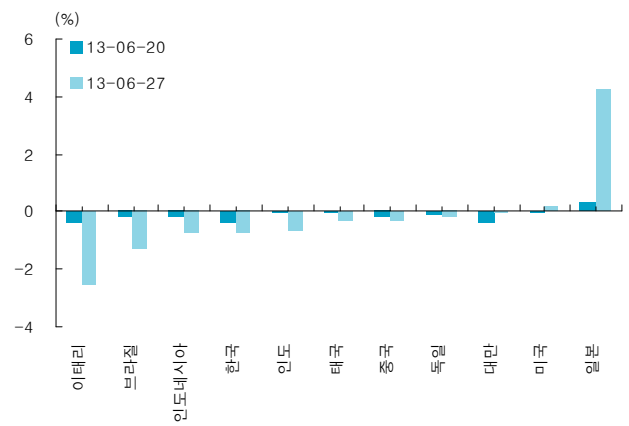
자료: 한국투자증권

[그림 6] MSCI 선진국, 이머징 12개월 예상 EPS 추이



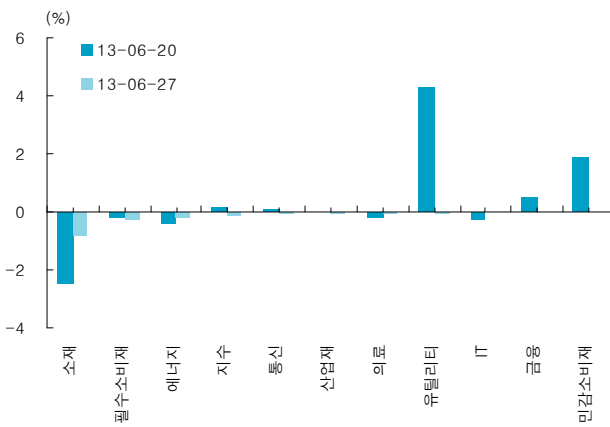
자료: 한국투자증권

[그림 7] MSCI 국가별 12개월 예상 EPS 변화를 비교



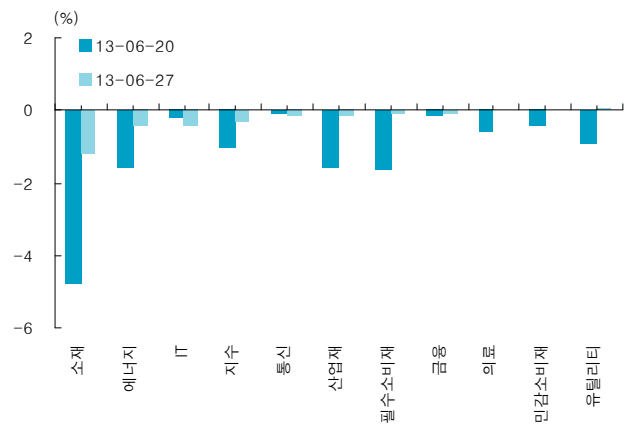
자료: 한국투자증권

[그림 8] MSCI 선진국 섹터별 12개월 예상 EPS 변화를 비교



자료: 한국투자증권

[그림 9] MSCI 이머징 섹터별 12개월 예상 EPS 변화를 비교



자료: 한국투자증권

채권

1) 동향

글로벌 채권시장 급락세 속
이머징 채권 수익률 하락 더
큰 양상

미국의 출구전략 이행 가능성이 대두되면서 글로벌 채권시장은 급락세를 보였다. 선진국과 이머징국가의 채권 투자수익률을 살펴보면, 이머징 국가의 수익률 하락폭이 선진국보다 더 큰 양상을 나타냈다. 이는 과열양상을 보였던 이머징 국가 경기가 둔화기조를 보이고 경상수지 적자폭이 확대되는 상황에서 미국 출구전략 언급으로 이머징 통화 급락세를 야기하면서 글로벌 자금이 이머징에서 빠르게 이탈되었기 때문이다.

2) 이슈 및 전망

출구전략 시기 전망에 따라
채권시장 극심한 변동성
보이는 양상

미국의 통화정책 전환은 언급만으로 미국 국채를 포함한 글로벌 채권시장의 급락세를 가져왔는데, 이러한 시장의 과민반응에 대한 대응으로 Fed 관계자들은 양적완화의 조기 축소를 부인하는 발언을 하면서 미국의 출구전략 이행 시기가 지연될 것이라는 전망이 대두되기도 하였다. 그 결과 채권시장의 급락세는 진정되고 일정수준 되돌림 국면을 보였다. 그러나 7월초 미국의 6월 비농업 고용지표 호조로 양적완화 축소 시기가 앞당겨질 수 있다는 전망이 나오면서 채권금리는 재차 급등세를 나타내는 등 채권시장은 변동성이 매우 커진 양상이다.

한편 이머징 국가들의 경우 미국 출구전략과는 무관하게 경제성장률 하락 및 경상적자 확대 등 국가 고유의 경기하강 리스크가 나타나고 있고 이러한 현상은 3분기 중 지속될 가능성이 있어, 미국의 출구전략 이행시기가 지연되는 경우에도 여전히 글로벌 자금이탈에 따른 채권 투자수익률 저하 우려가 존재한다.

반면에 선진국 채권은 미국 출구전략 이행 시기와 관련한 다양한 전망이 대두되면서 금리 변동성은 크게 나타날 수 있겠지만, ECB와 영란은행은 미 연준 통화정책과의 디커플링 의지를 보이고 있고, 향후 글로벌 자금흐름이 이머징에서 선진국으로 이동하면서, 금리 상승폭은 이머징 채권에 비하여 상대적으로 작게 나타날 것으로 예상된다.

3) 투자 전략

이머징 줄이고 선진국 채권
비중 늘리는 전략 적절

출구전략 이행과 관련한 변동성을 고려할 때 기대수익률에 대한 눈높이는 낮출 필요가 있고, 전체적인 자산배분에 있어 채권비중을 줄일 필요가 있다. 채권내 비중은 이머징 국가 비중을 줄이고 상대적으로 총수익지수의 하락폭이 작을 것으로 예상되는 선진국 채권 비중을 늘리는 것이 적절해 보인다.

단 이머징 국가들의 경우에도 자원 수출형 국가와 제조업 수출형 국가의 환율 상승에 따른 무역수지 및 경상수지 개선에 있어 차별화 현상이 향후 나타날 수 있기 때문에, 비중을 급격히 축소시키는 것은 바람직하지 않다.

선진국 하이일드 채권은 출구전략의 속도가 조절될 수는 있지만 기초가 변하지는 않을 것으로 선진국 채권과 마찬가지로 과도했던 자금유입기조가 유출로 전환되고 이 과정에서 크레딧 리스크에 노출될 위험이 있어 비중 축소가 바람직해 보인다.

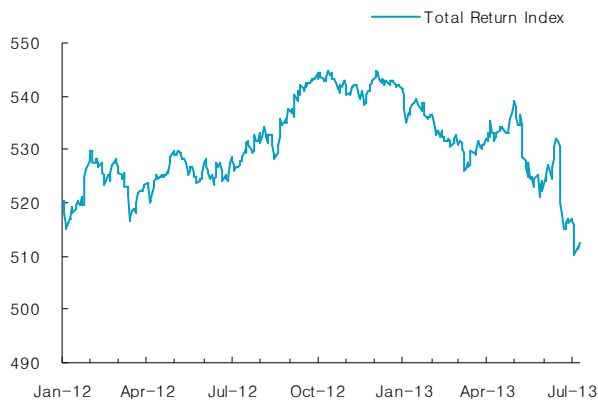
한국 국채 비중 확대도
유의미한 전략

한편 경상수지 흑자기조를 유지하는 등 외화유동성 측면의 위험수준이 작고 글로벌 자금의 유출 현상이 나타나지 않고 있으며 상대적으로 총수익지수의 절대적 하락수준이 작은 한국 국채의 비중 확대도 유의미한 전략으로 보인다. 단 한국 크레딧채권은 6월말부터 채권 시장의 변동성 확대에 의한 스프레드 확대기조가 시작되었는데, 시장 변동성 확대양상이 당분간 지속될 가능성이 있어 상대적 비중 축소가 적절해 보인다.

선진국 및 한국 국채 비중
확대

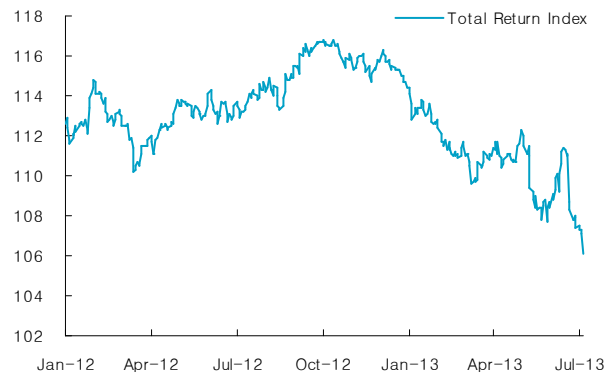
종합하면 채권 내에서는 선진국 국채와 한국 국채의 비중 확대, 선진국 하이일드채권과 이머징채권, 한국 크레딧채권의 비중 축소가 적절해 보인다.

[그림 10] 글로벌 채권 총수익지수 추이



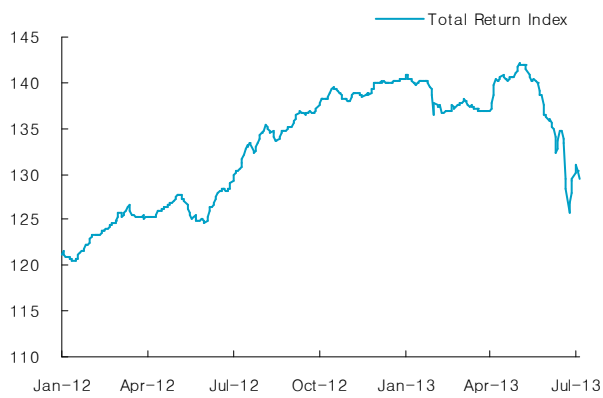
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 11] 선진국 국채 총수익지수 추이



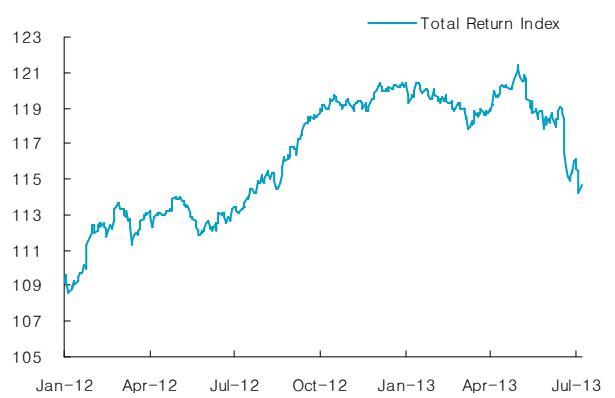
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 12] 이머징 국채 총수익지수 추이



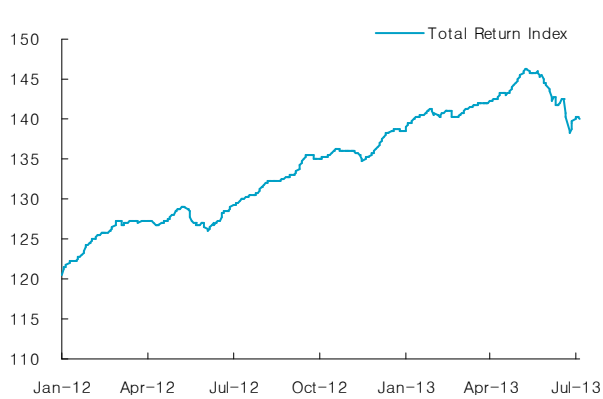
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 13] 글로벌 투자등급 회사채 총수익지수 추이



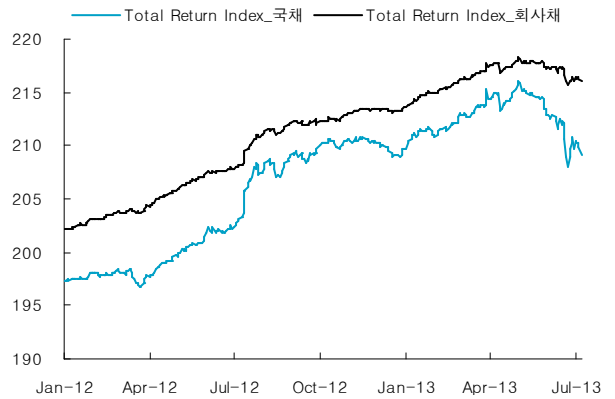
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 14] 글로벌 하이일드 회사채 총수익지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 15] 한국 국채 및 회사채 총수익지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

원자재

1) 동향 - 원유/금/구리

2013년 들어 주요 원자재 가격은 약세를 보였다. 7월 2일까지 연간 수익률 기준으로 보면 금(-26%), 구리(-13%), 두바이유(-7%), 브렌트유(-6%) 순으로 약세를 보였다. 흥미로운 점은 원유 가운데 WTI만 8% 상승했다는 점이다.

미달러 강세로 금가격 폭락

금 가격은 미국 달러 강세 영향으로 폭락세를 나타냈다. 최근 미국 경제가 인플레이션이 안정된 가운데 디플레이션에서 탈출하는 모습을 보이고, 덩달아 금리도 올라가고 있어 금 가격은 하락을 피하기 어려웠다.

2013년 구리의 수요는 매우 부진했다. 2013년 상반기에 구리 공급은 평균 5% 증가한 반면 수요는 오히려 2% 감소했다. 이에 따라 거래소 구리 재고는 사상 최고 수준인 90만 톤에 달했다. 중국 경제 둔화의 직격탄을 받은 모양새다.

WTI 강세 vs. 브렌트, 두바이 약세

2013년 이후 글로벌 원유 시장은 공급우위로 전환되었다. 북미 지역을 중심으로 원유 공급이 급증한 반면 소비는 둔화되었기 때문이다. 이에 따라 전반적인 유가는 약세를 보였다. 다만 유독 WTI만 강세를 나타낸 이유는 미국 Cushing 지역의 원유 파이프라인 변화에 따라 브렌트-WTI간 스프레드 축소에 베팅하는 투기적 거래가 활발히 이루어졌기 때문이다(자세한 내용은 이슈 분석 참조).

2) 이슈 및 전망 - 북미지역 파이프라인 확장으로 원유 가격 하락 전망

하반기 유가 하락 예상 1) 파이프라인 인프라 확장 2) 지정학적 위험 완화

2013년 상반기 주요 commodity 가운데 유독 WTI 가격만 강세를 보였다. 하반기에는 WTI를 포함한 원유 가격 하락을 예상한다. 근거는 크게 두 가지다.

첫째, Cushing 지역에서 걸프만을 연결하는 원유 파이프라인 확장 공사가 마무리된다. 이는 원유 수급 측면에서 매우 중요한 함의를 갖는다. 즉 북미에서 늘어난 원유 생산량이 지금까지는 특정 지역에만 과잉 재고 형태로 쌓여 있었는데 앞으로는 본격적으로 소비 지역으로 공급되기 때문이다. 따라서 생산량 증가 효과가 더욱 확산되어 가격 안정에 기여할 가능성이 높다.

둘째, 이집트 정세 불안에도 불구하고 중동의 지정학적 리스크가 감소할 가능성이 높다. 미국의 중동 외교 측면에서 이집트의 중요성을 고려하면 미국이 이집트 정세 불안 확산을 방지할 가능성은 낮다. 특히 이란의 대통령이 중도 개혁적 성향의 하산 로하니로 바뀐 점은 중동 정세 관점에서 매우 중요한 변화이다.

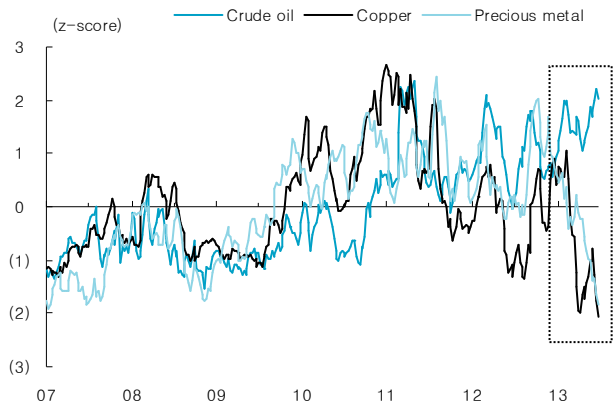
3) 투자 전략

Commodity 가격 하락 지속

2013년 하반기에도 commodity 가격은 전반적으로 약세를 보일 전망이다. 중국의 경제 성장률이 목표치인 7.5%를 하회할 가능성이 매우 높다. Commodity 가격이 많이 하락했지만 아직까지 중국의 성장률 하락 시나리오를 충분히 반영하지는 않았다. 특히 원유 가격은 수요 및 공급, 인프라, 지정학적 이슈 등을 고려할 때 하락세로 전환되는 변곡점이 나타날 것으로 보인다.

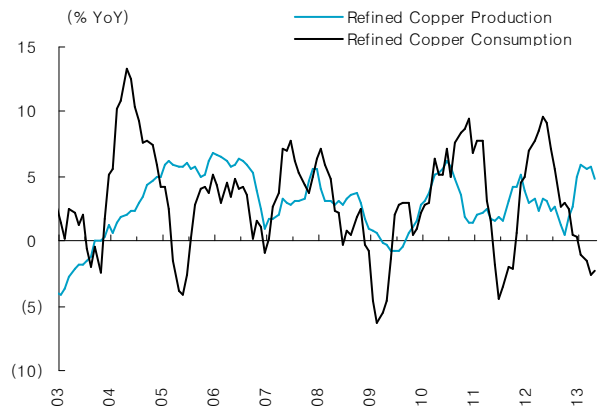
2013년 연말 기준 주요 가격 예상치는 WTI 95(USD/bbl), 금 1,200(USD/t oz), 구리 6,500(USD/MT)이다.

[그림 16] 투기적 포지션



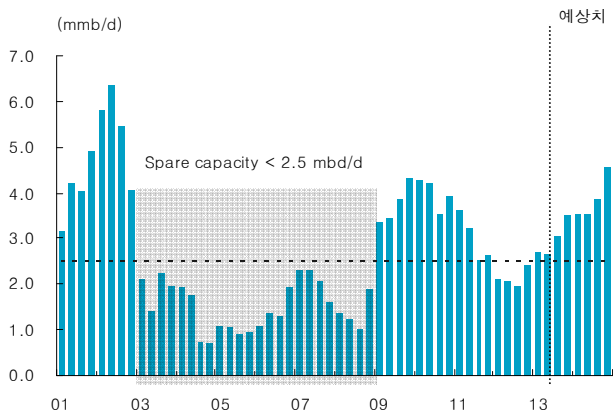
주: CFTC 투기적 포지션 규모를 정규화 시킴
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 17] 세계 구리 생산 및 소비 증가율



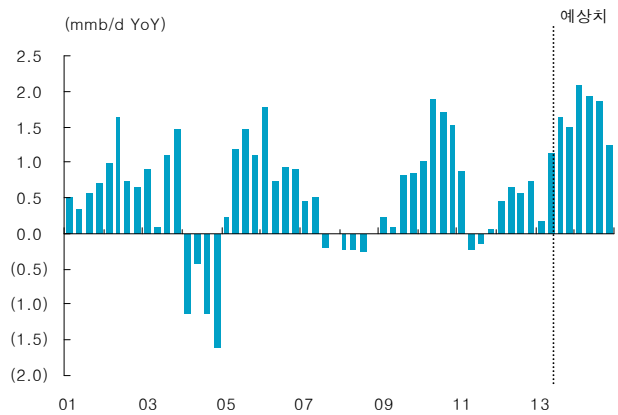
주: 4개월 이동평균
자료: 한국투자증권

[그림 18] OPEC 잉여 생산능력



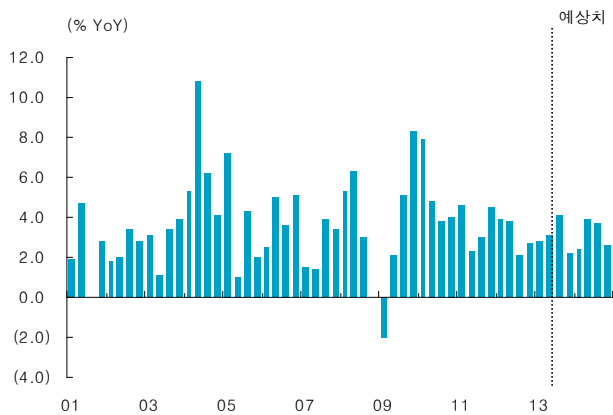
자료: EIA, 한국투자증권

[그림 19] Non-OPEC liquid fuels 생산량



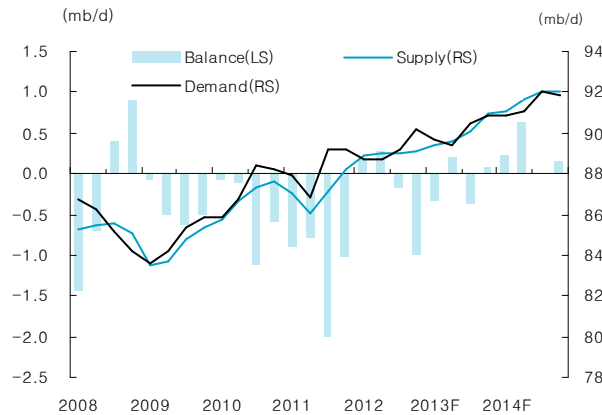
자료: EIA, 한국투자증권

[그림 20] Non-OECD liquid fuels 소비



자료: EIA, 한국투자증권

[그림 21] World liquid fuels balance



자료: EIA, 한국투자증권

통화

1) 동향

미국 출구전략 가능성 확대로
이머징 통화 약세를 보였으나
7월초 현재 대부분 회복

미국의 중앙은행 총재인 버냉키 의장이 지난 6월 19일, 현재 매월 850억 달러씩 사들이고 있는 채권 매입 속도를 연말부터는 줄일 수 있고, 내년 중반쯤에는 완전히 멈출 수 있다는 식의 힌트를 준 직후 엔화를 제외한 주요 통화는 달러 대비 큰 폭의 약세를 보였다. 이머징 통화의 경우 출구 전략, 즉 미국이 채권 매입 속도를 줄일 경우 외국인 투자 자금이 빠져나갈 것이라는 우려가 작용함으로써 큰 폭의 약세를 보였다. 이머징 국가는 아니지만 원자재 생산국으로 분류되는 호주 달러화도 약세를 보였는데, 이것은 달러 유동성이 줄어들 경우 원자재 가격이 약세를 보일 것이라는 전망 때문이었다.

반면 엔화는 이머징 국가들의 금융 불안이 재연될 경우 안전자산으로의 매력이 부각될 수밖에 없다는 기대감이 작용해 강세를 보이기도 했다. 지나친 금융 시장 변동성이 불안감을 가져옴에 따라 버냉키 의장은 금리 인상이 임박하지 않았다는 식으로 시장 달래기에 나섰다, 시장은 공포로부터 벗어났다. 오히려 이머징 통화를 포함한 대부분의 통화가 달러 대비 강세로 돌아서고 있다.

2) 이슈 및 전망

양적완화 축소에 대비한
펀더멘탈 개선 부족,
이머징 통화 약세 압력 지속
전망

향후 주요 환율을 결정짓는 가장 중요한 요인은 미국의 양적 완화 축소 가능성이다. 미국 입장에서 경기 상승이 지속되는 가운데 정책 금리를 현재와 같은 0-0.25% 범위에서 낮게 유지할 경우 또 다시 부동산 가격이 발생하는 등의 문제점을 가져올 수 있다. 따라서 미국의 양적 완화 축소는 시간 문제로 보아야 한다. 그러나 양적 완화 축소에 대한 이머징 국가들의 대비는 아직 미흡해 보인다. 따라서 미국 경제 지표가 호조를 보일 때마다 양적 완화 축소가 시장의 불안감을 자극할 것으로 보이며, 이머징 국가 통화들의 약세가 예상된다. 또한 미국 다음 연방공개시장위원회(FOMC) 회의가 예정되어 있는 8월 1일에 양적 완화 축소가 다시 한번 언급된다면 또 다시 이머징 통화 약세, 엔화 강세 흐름이 반복될 가능성이 있다.

단기적으로 엔화 약세 유도
쉽지 않은 환경

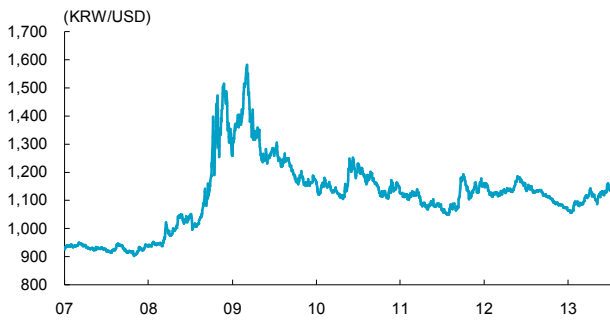
다만, 출구 전략 가능성에 대해 6월 말 시장이 보여준 큰 혼란을 감안하면 연준은 출구 전략이 임박하지 않았으며, 금리를 인상하는 시점도 아직 많이 남았다는 신호를 시장에 계속 보여줄 것이다. 이는 글로벌 전체적으로 달러 약세 요인이 되기 때문에 이머징 통화를 포함해 엔화에도 강세 요인이 될 것이다. 미국의 출구 전략이 이머징 시장의 안정을 헤치기 않는 범위에서 진행될 경우 엔화는 약세 흐름을 탈 수 있을 것이다. 그러나 그 외에 출구 전략의 지연과 이머징 불안을 동반하는 출구 전략 임박 등은 모두 엔화 강세를 유발할 것으로 예상된다. 단기적으로는 출구 전략 지연이 엔화 강세를 유발함으로써 엔/달러 환율이 100엔을 뚫고 큰 폭으로 상승하지는 못할 것으로 예상된다.

〈표 4〉 주요국 환율 전망

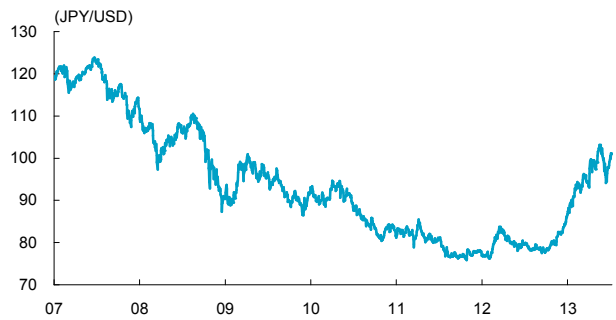
(기말)	2013F				2014F				2012A	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
KRW/USD	1111	1105	1110	1112	1120	1124	1110	1104	1071	1112	1104
KRW/100JPY	1179	1083	1047	1011	1000	986	957	920	1248	1011	920
KRW/EUR	1424	1437	1465	1479	1512	1540	1543	1568	1416	1479	1568
JPY/USD	94	102	106	110	112	114	116	120	86	110	120
USD/EUR	1.28	1.30	1.32	1.33	1.35	1.37	1.39	1.42	1.32	1.33	1.42
BRL/USD	2.02	2.23	2.14	2.10	2.12	2.14	-	-	2.05	2.10	2.15
IDR/USD	9720	9925	9989	9979	9948	9905	-	-	9638	9979	9715
USD/AUD	1.04	0.91	0.93	0.91	0.90	0.89	-	-	1.04	0.91	0.94
INR/USD	54.49	59.54	57.70	57.45	57.00	57.75	-	-	54.79	57.45	55.0
ZAR/USD	9.24	9.88	10.10	10.20	10.00	9.91	-	-	8.46	10.20	9.50

주: 원화, 엔화, 유로화를 제외한 통화는 블룸버그 컨센서스 기준임
자료: 한국은행, Bloomberg, 한국투자증권

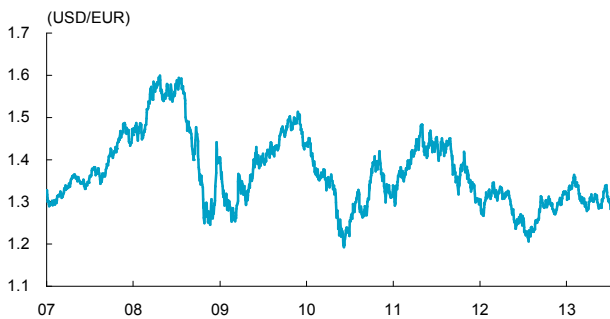
[그림 22] 한국 원화



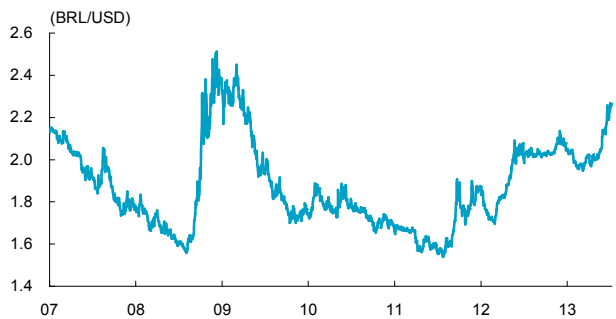
[그림 23] 일본 엔화



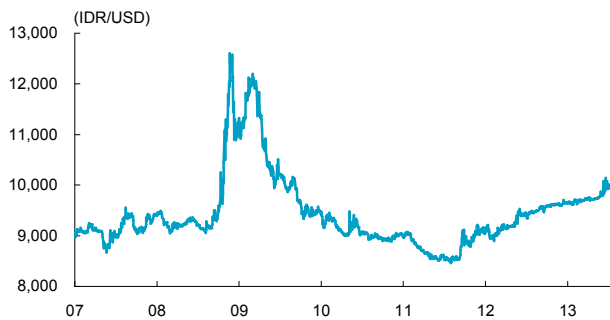
[그림 24] 유로화



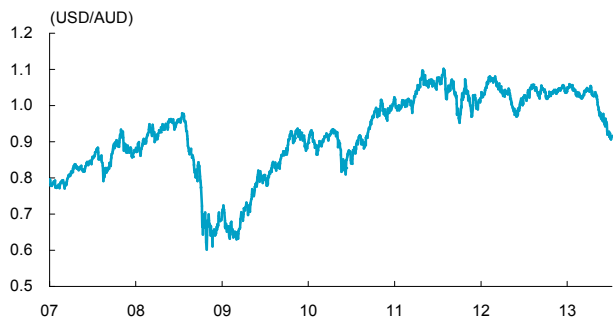
[그림 25] 브라질 헤알화



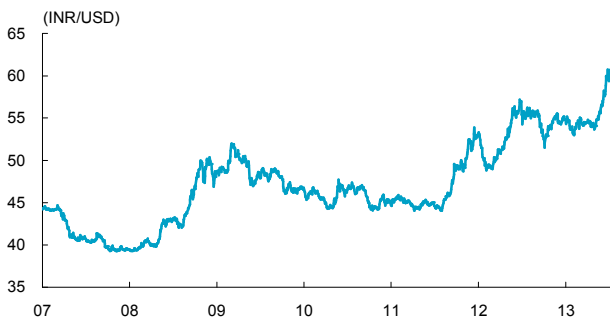
[그림 26] 인도네시아 루피아화



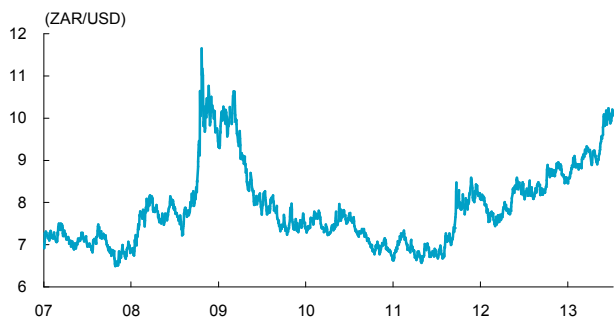
[그림 27] 호주 달러화



[그림 28] 인도 루피화



[그림 29] 남아공 랜드화



자료: 한국은행, Bloomberg

글로벌 헤지펀드

6월 글로벌 헤지펀드는
글로벌 증시 및 채권시장 대비
아웃퍼폼. 특히, 시장중립형
헤지펀드 선방

미국의 출구전략 우려와 브라질 등 이머징 국가에서 발생한 소요 사태로 투자심리가 위축되면서 6월 글로벌 헤지펀드의 주요 운용전략들의 수익률은 저조했지만, 투자심리 위축에 더 많은 영향을 받은 글로벌 증시와 채권시장에 비해 우수한 성과를 보였다. 헤지펀드 인덱스인 GGHFI¹의 수익률은 주식 벤치마크인 S&P500과 FTSE100을 각각 0.40%p, 4.01%p 초과 달성했고, 채권 지수인 BABI²를 0.40%p 초과 달성했다.

세부 전략 별로 살펴보면, 시장중립형(market neutral) 헤지펀드가 지난 달 뿐만 아니라 올해 들어서 지속적으로 우수한 수익률을 보이고 있다. 특히 이벤트형(event-driven) 전략, 그 중에서도 distressed securities 전략의 수익률이 성과가 매우 우수한데, 글로벌 성장성이 낮아지고 불안정한 매크로 환경 속에서 재무적 위험을 겪고 있는 기업들에게서 유의미한 투자 기회가 많이 발생함을 간접적으로 확인할 수 있다.

규모가 큰 글로벌 헤지펀드를 살펴보면 대표적인 시장중립형 헤지펀드인 ORBIS Optimal Fund도 지난 한 달 동안 1.32% 수익을 얻어 1년 넘게 안정적인 수익률 달성을 이어나갔다. 반면, 주요 경제 변수들을 이용한 매크로(macro)전략을 구사하는 CCP Quantitative Fund는 한 달 동안 -21.4%의 수익률을 기록해 불안정한 글로벌 경제 현황을 대변했다.

〈표 5〉 헤지펀드 전략 별 수익률

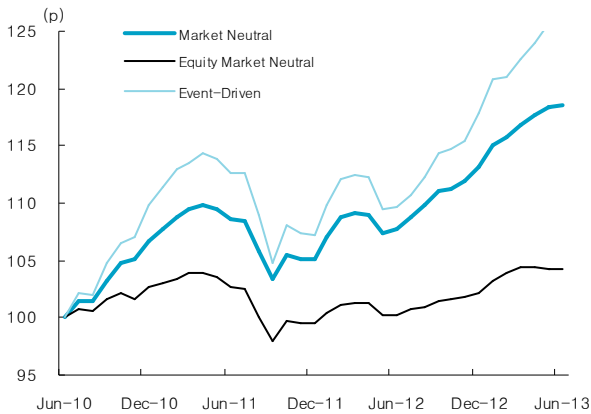
	수익률 (%)					3년 평균 성과(%)		5년 평균 성과(%)	
	1M	2M	3M	6M	1Y	수익률	변동성	수익률	변동성
Greenwich Global Hedge Fund Index	-1.15	0.43	0.00	3.58	7.80	5.01	5.33	3.19	7.00
Market Neutral Index	0.10	0.67	1.44	4.84	10.04	5.70	3.70	4.40	5.30
Equity Market Neutral	0.03	-0.40	-0.33	2.05	3.90	1.33	2.77	0.10	3.00
Event-Driven	0.58	1.77	3.49	7.39	15.76	8.26	5.56	6.66	7.23
Distressed Securities	3.10	2.50	6.90	10.62	22.50	9.70	5.70	6.20	8.10
Merger Arbitrage	1.10	0.60	2.20	2.36	5.60	5.80	3.00	5.00	3.50
Diversified Event-Driven	1.20	0.60	3.30	6.23	14.00	6.80	6.80	6.50	8.40
Arbitrage	-0.30	0.13	0.71	3.70	8.30	6.38	2.44	5.46	5.70
Convertible Arbitrage	1.80	1.20	4.60	7.64	12.90	8.60	3.90	5.10	13.00
Other Arbitrage	-2.00	0.80	0.30	0.64	4.40	2.20	3.80	2.50	4.60
Fixed Income Arbitrage	0.40	1.20	2.40	3.92	11.90	8.40	2.00	7.20	5.50
Long-Short Equity Index	-1.57	1.39	0.24	5.76	11.67	5.66	8.60	2.75	9.99
Growth	-1.57	-0.16	0.20	5.69	12.89	6.40	10.70	2.40	12.70
Opportunistic	-1.57	0.00	0.65	3.96	7.48	1.20	7.50	0.50	8.20
Short-Biased	-1.80	-3.90	-7.90	-11.11	-21.90	-13.70	12.00	-7.00	13.00
Value	1.50	0.70	3.70	8.98	17.20	6.90	8.40	3.80	10.20
Directional Trading Index	-0.67	-2.10	-0.99	0.28	-0.30	2.30	5.30	2.60	5.30
Futures	-1.06	-2.08	-2.05	-1.17	-3.48	1.11	6.72	1.59	6.99
Macro	-0.17	-0.24	0.80	3.43	6.47	4.04	3.16	3.18	4.10
Specialty Strategies Index	-2.37	-2.34	-1.46	1.05	6.25	6.40	3.30	3.90	8.50
Long-Short Credit	-2.65	0.36	-1.31	0.57	7.88	7.98	3.42	7.88	5.25
Multi-Strategy	-2.09	0.09	-1.20	1.47	5.50	3.92	4.08	2.79	5.65
Comparative Benchmarks									
Barclays Aggregate Bond Index	-1.55	-1.78	-2.33	-2.45	-0.67	3.53	2.85	5.20	3.73
S&P 500	-1.34	2.34	2.91	12.63	20.60	18.45	13.57	7.01	18.42
FTSE 100	-5.16	2.38	-2.62	5.39	12.07	8.29	12.65	2.10	16.39

자료: Greenwich, Bloomberg

¹ GGHFI: Greenwich Global Hedge Fund Index

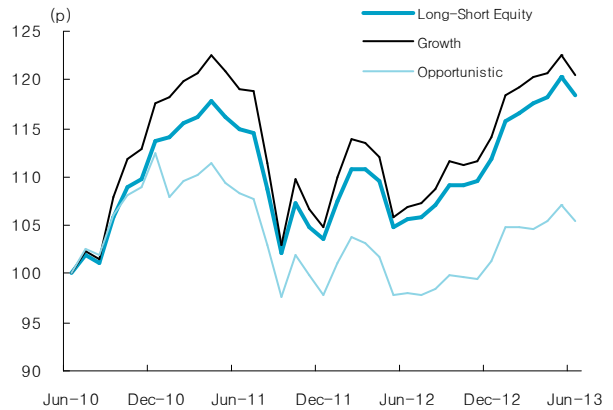
² BABI: Barclays Aggregate Bond Index

[그림 30] Market Neutral



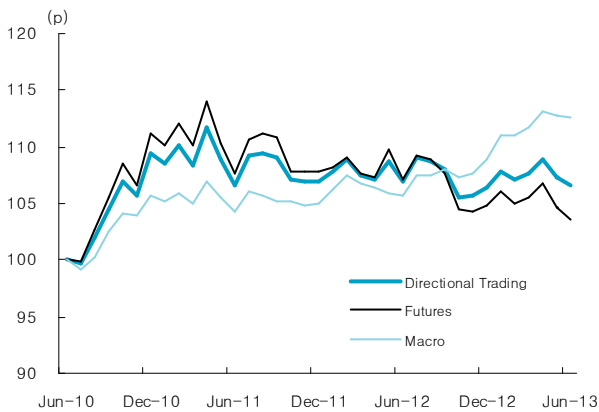
자료: Greenwich, Bloomberg

[그림 31] Long/Short Equity



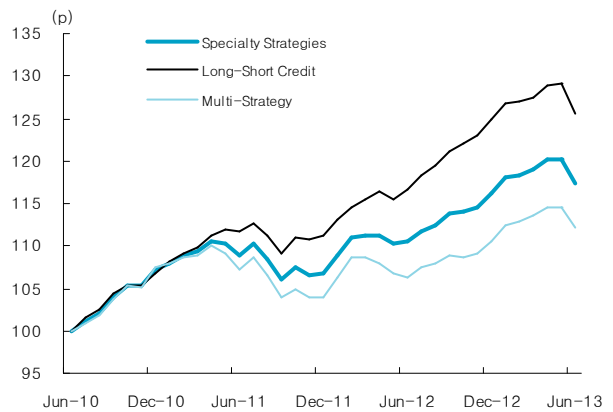
자료: Greenwich, Bloomberg

[그림 32] Directional Trading



자료: Greenwich, Bloomberg

[그림 33] Specialty Strategies



자료: Greenwich, Bloomberg

<표 6> 글로벌 Top 헤지펀드

헤지펀드 명	스타일	자산규모 (백만달러)	수익률 (%)				
			1M	2M	3M	6M	1Y
WINTON FUTURES FUND LTD-B\$	Macro	9,692	-4.13	-0.86	-0.86	5.92	5.11
LANDSOWNE DEVELOPED MKTS-\$	Long/Short Equity	7,540	6.30	9.36	9.36	21.44	29.28
ALIGNMENT GL-STRAT BND-A USD	Fixed Income	7,481	-1.42	-2.92	-2.21	-2.58	-0.63
ORBIS OPTIMAL (US\$) FUND	Equity Market Neutral	3,884	1.32	2.66	3.75	8.19	10.66
EGERTON EUROPEAN DOL FUND-A	Long/Short Equity	3,323	1.16	5.31	5.67	14.98	19.19
CCP QUANTITATIVE FUND	Macro	2,600	-21.42	-17.68	-17.68	-17.74	-12.94
ODEY EUROPEAN INC - EURO	Macro	2,126	-9.09	-0.03	-1.11	16.51	31.57
GAM COMP ABS RET GBP-SP NV	Multi-Style	2,123	-2.69	-0.31	0.88	6.80	11.92
BORONIA DIVERSIFIED FUND LTD	CTA/Managed Futures	1,852	2.42	6.14	6.14	5.99	4.42
KONDOR FUND SPC - SP CLASS A	Macro	1,683	2.05	1.31	1.31	3.20	2.38
MAN AHL DIVERSIFIED PLC	CTA/Managed Futures	1,439	-4.72	-10.86	-5.82	-1.28	-2.57
THE RUSSIAN PROSPERITY FD-A	Emerging Market Equity	1,356	-8.87	-8.13	-11.32	-13.23	-3.09
CATELLA-HEDGEFOND	Multi-Style	1,302	-0.35	0.22	0.28	2.26	-1.43
PIL STABLE GROWTH FUND-B GBP	Macro	1,232	-3.06	-1.43	-1.67	4.69	12.98
OEI MAC INC-USD	Long/Short Equity	1,104	-4.56	5.15	3.51	20.88	17.32
ARMAJARO COMMODITIES FUND-A\$	CTA/Managed Futures	1,020	1.72	1.32	0.77	3.78	-3.22
DANSKE INV-HEDGE FI STRAT-A	Fixed Income Arbitrage	952	-0.95	1.20	3.71	9.22	4.88
ORBIS OPTIMAL (EU€)	Equity Market Neutral	934	1.38	2.68	3.69	8.11	4.95
TRANSTREND FUND-OMNI US-\$	CTA/Managed Futures	891	-6.69	-2.92	-2.92	-0.51	39.61
KROM RIVER COMMODITY-A USD	Macro	840	-1.41	-2.20	-2.31	-4.61	15.61

자료: Bloomberg

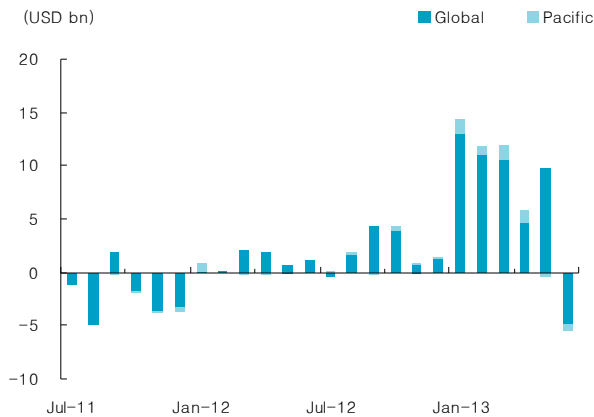
Fund flow

**양적완화 조기 종료 우려에
글로벌 자금 이탈
특히 이머징 국가 타격**

‘무제한’이라는 꼬리표를 달고 시작된 3차 양적완화도 이제 그 끝이 보인다는 우려가 최근 한 달간 시장을 휩쓸었다. 투자자들은 혼돈의 시기를 보냈고, 그 여진은 아직도 남아있는 듯 하다. 글로벌 유동성에 대한 불확실성이 커지자 주식과 채권을 불문하고 글로벌 자금은 무섭게 이탈하기 시작했고, 특히 금리 상승에 직격탄을 맞은 채권 투자자금도 빠르게 회수됐다. 양적완화 축소 우려에 따른 영향은 선진국과 이머징 모두 예외가 아니었지만, 특히 이머징 국가의 타격이 컸다.

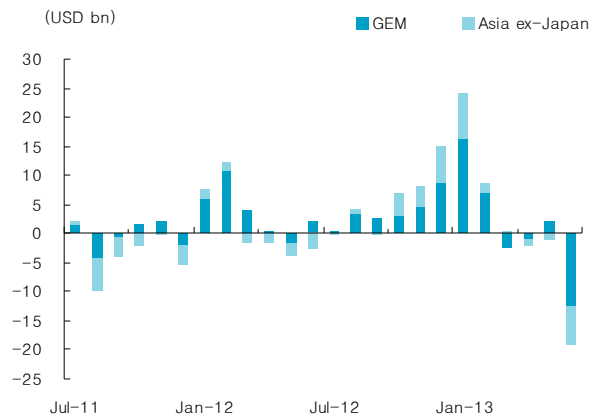
국내 증시의 경우 외국인 자금의 공격적 이탈에도 불구하고 연기금은 빠르게 증가하는 운용 자산과 주식비중 확대 정책을 바탕으로 수급 공백을 메우고 있다. 한편 코스피가 6월 이후 하락국면에 접어들면서 저가 매수 자금이 국내 주식형 펀드로 유입되었으며, 이에 따라 투신 권 수급이 강화되며 주식형 펀드의 주식 비중이 6월 말 현재 93%까지 근접했다.

[그림 34] 선진국 주식형 펀드 플로우 (Global, Pacific)



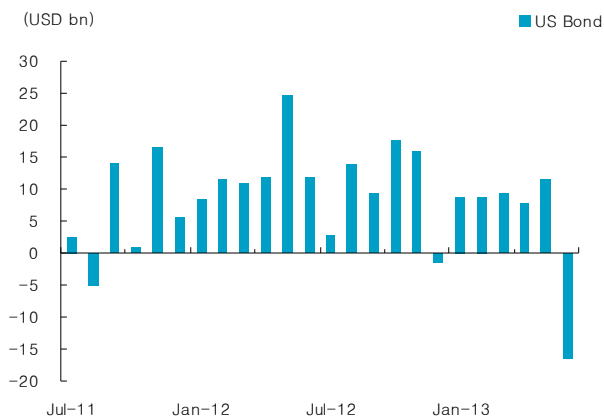
자료: EPFR, 한국투자증권

[그림 35] 이머징 주식형 펀드 플로우 (GEM, Asia xJP)



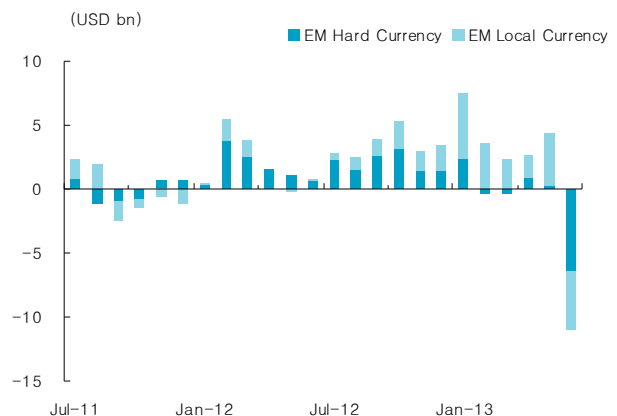
자료: EPFR, 한국투자증권

[그림 36] 미국 채권펀드 플로우



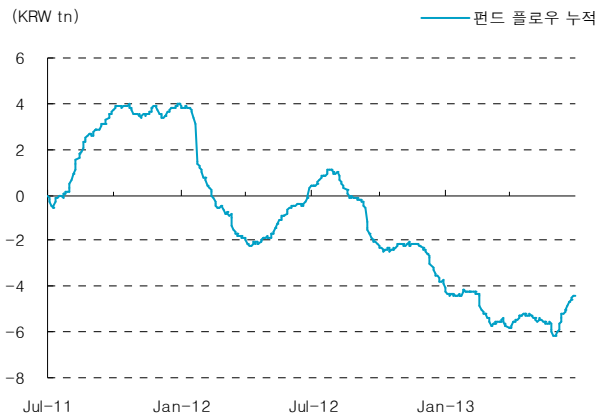
자료: EPFR, 한국투자증권

[그림 37] 이머징 채권펀드 플로우 (Hard currency, Local currency)



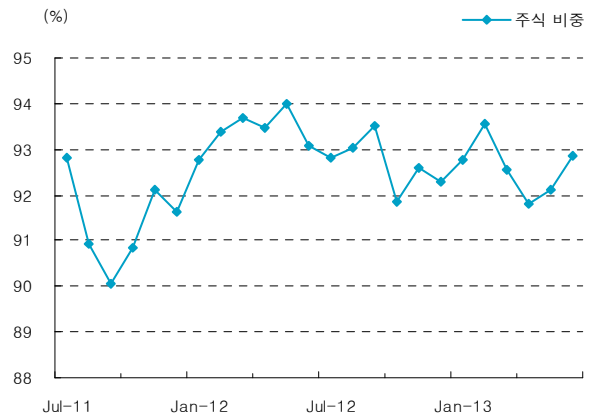
자료: EPFR, 한국투자증권

[그림 38] 국내 주식형 펀드 플로우



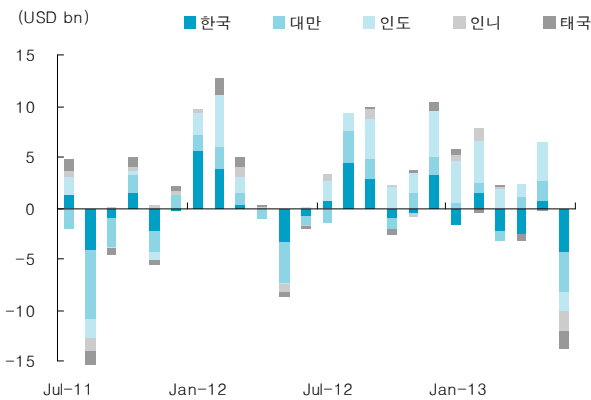
자료: 한국투자증권

[그림 39] 국내 주식형 펀드 주식 비중



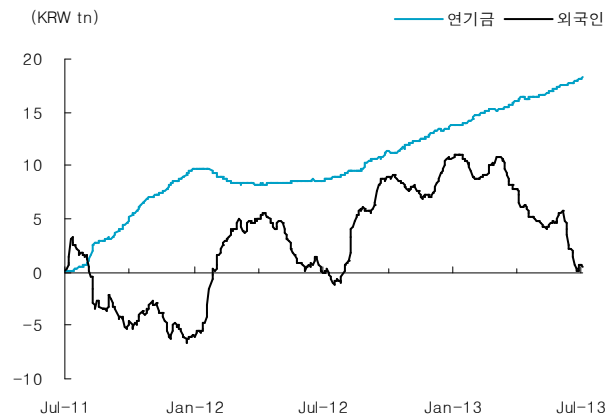
자료: 한국투자증권

[그림 40] 주요 이머징 월별 외국인 순매수 추이



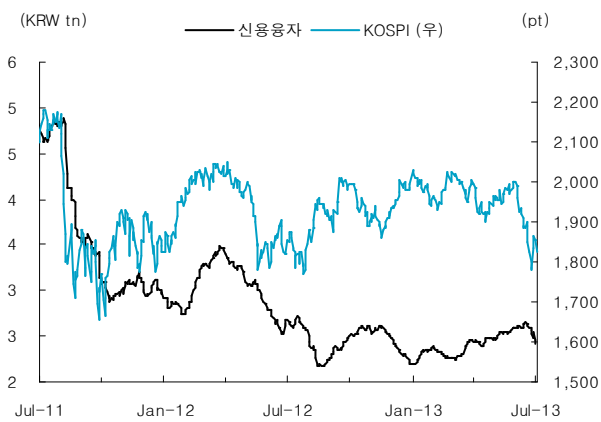
자료: 금융한국투자증권

[그림 41] 코스피 연기금 및 외국인 순매수 누적 추이



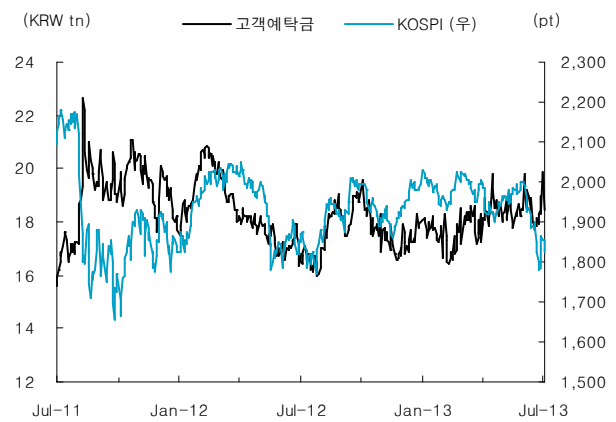
자료: 한국투자증권

[그림 42] 신용잔고와 코스피 추이



자료: 한국투자증권

[그림 43] 고객 예탁금과 코스피 추이



자료: 한국투자증권

This page is left blank intentionally

주요 이슈

I. 위험회피계수, 출구전략과 자산배분전략.....	20
II. 중국 자금경색의 후 폭풍은 실물부진.....	26
III. 브라질, 지금은 아니지만.....	30
IV. 유가 강세 시대도 저물어 간다.....	39

노근환 3276-6226
khnoh@truefriend.com

위험회피계수는
자산배분전략을 수립할 때
가장 먼저 세팅해 두거나
결정해야 하는 지표

자산수익률에 대한 기대가
동일해도 위험에 대한
투자자들의 태도에 따라 최적
자산배분은 크게 달라진다

I. 위험회피계수, 출구전략과 자산배분전략

1. 자산배분전략의 기초: 위험회피계수

1) 위험회피계수와 최적 자산배분

어떤 주식이 싼지 비싼지, 투자 유망한 주식인지를 판단하기에 가장 적당한 지표 하나를 들라고 하면, 아마도 가장 많은 선택을 받을 지표는 'PER'일 것이다. PER은 주식시장에 처음 발을 들여놓은 초보투자자들도 대부분 아는 지표로, 회사의 시가총액을 당기순이익으로 나눈 수치다. PER은 주가의 고/저 판단에 가장 널리 쓰이는 지표일뿐더러, PER의 역수 즉, E/P는 현재의 주가로 주식을 샀을 때 연간 기대할 수 있는 수익률을 직관적으로 나타내는 지표이기도 하다.

자산배분전략에서도 PER만큼이나 중요하고 가장 기초적으로 사용되는 개념이 있다. 바로 '위험회피계수'다. 위험회피계수는 자산배분전략을 수립할 때 가장 먼저 세팅해 두거나 결정해야 하는 지표다. 그런데도 자산배분을 해야 하는 투자자, 더 나아가 자산배분전략을 업으로 하는 장기투자기관의 자산배분 담당자마저도 이 지표에 대한 이해가 아직 깊지 않은 것이 현실이다.

자산배분모형에서 가장 널리 사용되는 마코비츠의 평균분산모형을 검토해보자. 자산의 카테고리별 수익, 채권, 대체투자로 나눌 때, 각 자산의 기대수익률, 변동성, 상관관계는 <표 1-1>과 같다고 가정하자. 자산배분전략의 최종 목표는 투자자의 효용 극대화이고 투자자의 효용은 포트폴리오의 수익률에 비례하고, 변동성(위험, 분산)에 반비례한다.

이때 가장 일반적으로 사용되는 자산배분모형은 <표 1-2>와 같이 표현된다. [그림 1-1]은 <표 1-1>과 <표 1-2>의 가정하에서 투자자들의 위험회피계수에 따라 최적 자산배분이 어떻게 달라지는가를 보여준다. 위험을 두려워하지 않는(위험회피계수가 1인) 투자자의 최적 자산배분은 주식 82%, 채권 0%, 대체투자 18%이지만, 위험에 대한 태도가 중립인(위험회피계수가 3인) 투자자의 최적 자산배분은 주식 37%, 채권 38%, 대체투자 25%다. 그리고 위험을 매우 싫어하는 (위험회피계수가 5인) 투자자의 최적 자산배분은 주식 24%, 채권 57%, 대체투자 19%다. 자산의 기대수익률, 변동성, 상관관계가 동일해도 위험에 대한 투자자들의 태도에 따라 최적자산배분은 이처럼 달라진다.

<표 1-1> 자산 수익률에 관한 가정

<자산별 기대수익률과 위험>

자산	기대수익률	표준편차
주식	8.0%	20.0%
채권	3.5%	3.0%
대체투자	4.5%	10.0%

<수익률 상관관계>

	주식-채권	주식-대체투자	채권-대체투자
	-0.2	0.1	-0.1

자료: 한국투자증권

<표 1-2> 효용 극대화 최적 자산배분모형과 제약 조건

<목표함수: 효용 극대화>

$$\begin{aligned} \text{Max } U &= u_p - (\lambda/2)\sigma_p^2 \\ &= w'\mu - (\lambda/2) w'\Sigma w \end{aligned}$$

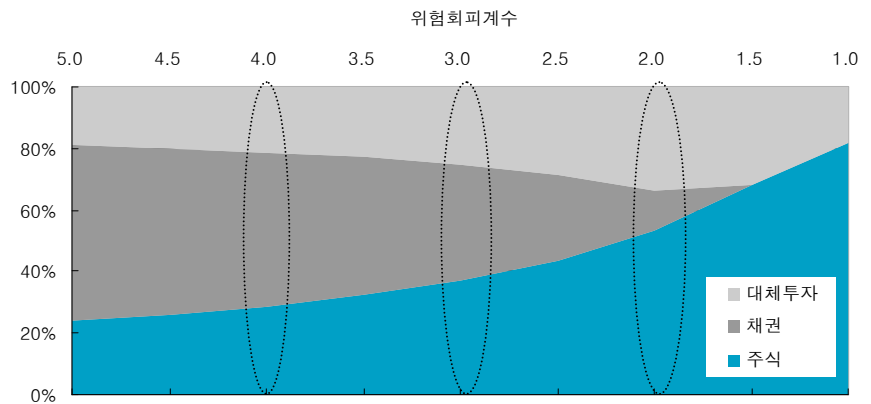
<제약조건>

모든 자산비중 ≥ 0
 최저수익률(95% 신뢰구간): -20%

u_p : 포트폴리오의 기대수익률
 λ : 위험회피계수
 σ_p^2 : 포트폴리오의 분산
 w : 자산편입비율($n \times 1$)
 μ : 자산별 기대수익률($n \times 1$)
 Σ : 분산공분산행렬($n \times n$)

자료: 한국투자증권

[그림 1-1] 위험회피계수와 최적 자산배분



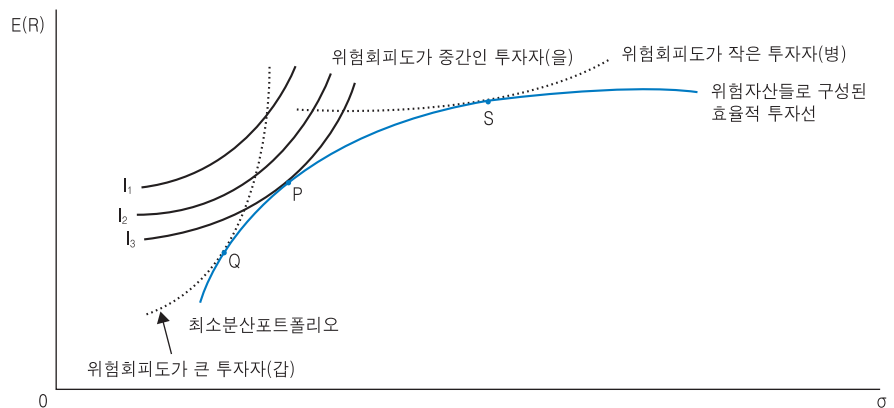
자료: 한국투자증권

투자자들의 최적 자산배분은 위험선호 무차별곡선과 효율적 투자변경이 접하는 점에서 결정된다

2) 위험회피계수란?

X축에 포트폴리오의 변동성, Y축에 포트폴리오의 수익률을 배치했을 때, 효율적 투자변경 (efficient frontier)은 주어진 변동성 하에서 최대 수익률 또는 주어진 수익률 하에서 최소 변동성을 갖는 포트폴리오의 집합을 나타낸다. 이 점들의 집합은 모두 효율적인 포트폴리오로 이 중에서 어느 점이 최적의 포트폴리오가 될 것인지는 투자자의 위험선호에 달려 있다.

[그림 1-2] 투자자의 위험선호와 최적 자산배분



자료: 한국투자증권

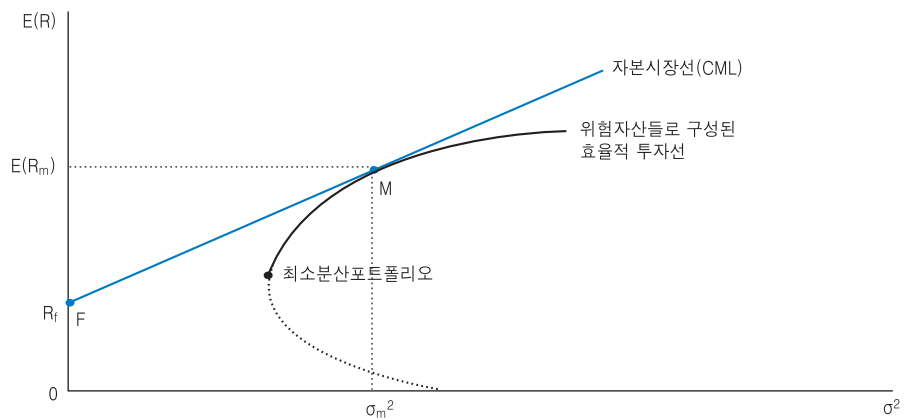
[그림 1-2]는 효율적 투자변경과 투자자의 위험선호 무차별 곡선, 그리고 무차별 곡선과 효율적 투자변경이 접하는 점들을 나타내고 있다. 이 점들은 모두 각각의 투자자들 입장에서 최적 자산배분 포트폴리오를 나타낸다.

위험선호의 정도(위험회피계수)는 투자자들마다 다르지만, 시장 전체의 위험회피계수는 다음과 같이 정의된다

$$\text{위험회피계수}(\lambda) = \text{주식시장 위험프리미엄/변동성(시장분산)} = [E(R_m) - R_f] / \sigma_m^2$$

결국 위험회피계수를 기하학적으로 표시하면 자본시장선의 기울기가 된다

[그림 1-3] 자본시장선과 위험회피계수



자료: 한국투자증권

3) 위험회피계수와 최근 추이의 의미

시장 전체에 대한 이익추정치와 주가(시가총액)가 있을 때 PER의 역수(=E/P)는 주식시장의 기대수익률이라고 할 수 있는데 보통은 추정치가 존재하는 기업들의 집합(유니버스)으로부터 계산해낸다. 흔히 주식시장과 채권시장의 균형가격을 이야기할 때 많이 사용되는 지표가 일드갭이다. 일드갭은 주식시장 기대수익률(E/P)에서 채권의 기대수익률(Rf)을 뺀 값으로 이론적으로 일드갭은 바로 주식시장 위험프리미엄(EMRP)을 의미한다.

[그림 1-4] 일드갭 추이

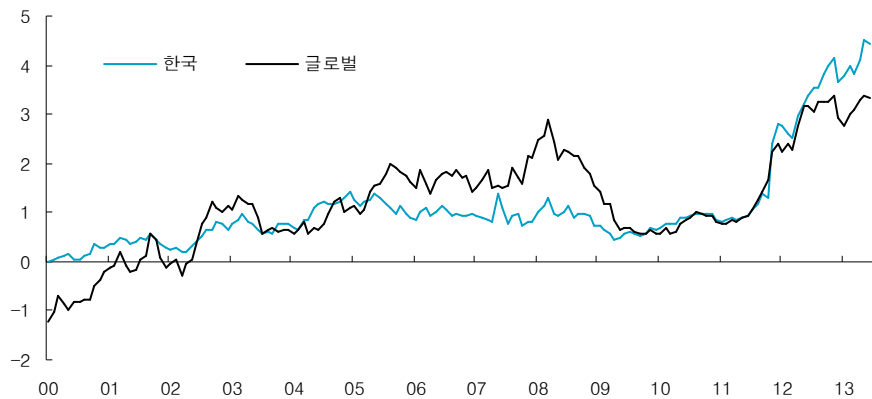


자료: Thomson, 한국투자증권

위험회피계수는 주식과 채권의 수익률 격차 뿐만 아니라 시장의 변동성도 함께 고려한 것으로 일드갭보다 진일보한 개념

위험회피계수는 일드갭보다 한 단계 진일보한 개념이다. 단순히 수익률 격차만을 보지 않고 시장의 변동성을 함께 고려한다. 변동성이 커질수록 투자자가 요구하는 프리미엄도 커지게 마련이다. 이에 따라 일드갭에 비해 위험회피계수의 값은 더 안정적인 모습을 띠게 된다. [그림 1-5]는 MSCI Index와 PER, 그리고 국제 수익률로부터 끌어낸 글로벌 마켓과 한국시장의 위험회피계수 추이다. 그런데 지난 10여 년간 1에서 비교적 안정을 보이던 위험회피계수가 2011년 하반기부터 크게 상승한 것을 관찰할 수 있다.

[그림 1-5] 위험회피계수 추이



자료: Thomson, 한국투자증권

위험회피계수는 왜 이렇게 높아졌을까? 시기적으로 보면 위험회피계수의 변동은 주가의 변동이 아니라 미국의 양적 완화와 밀접한 관련이 있음을 알 수 있다. 양적 완화가 시작된 이후 미국의 채권금리는 3% 아래로 급락했다. 2000년대 중반 미국 국채 10년물의 금리는 5%대였고 당시 주식시장의 PER은 15배였다. 2010년 이후 글로벌 주식시장 변동성은 2000년대 중반과 비슷해졌으므로 위험회피계수가 동일하다면 채권금리 2%하에서 글로벌 주식시장의 PER은 25배로, 금리 3%에서는 PER이 20배 이상으로 상승해야 한다. 하지만 최근 글로벌 주식시장의 PER은 13배에 불과하다. 짧은 기간 사이에 투자자들의 위험에 대한 태도가 크게 달라진 걸까?

인구 고령화는 비단 한국만의 문제가 아니라 국제적 이슈라는 점에서, 그리고 나이가 들어갈수록 위험에 대한 태도는 보수적이 된다는 점에서 부분적인 설명은 될 것이다. 그렇지만 이 정도로 3배 가까이 급상승한 위험회피계수를 설명할 수는 없다.

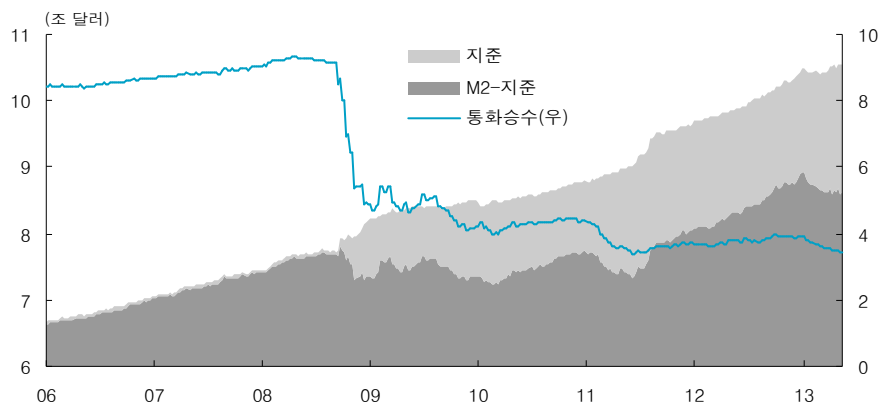
2. 출구전략과 자산배분전략

1) 양적 완화와 위험회피계수

2011년 이후 급상승한
위험회피계수는 양적 완화
이후 발생한 시장의 분할 때문

우리는 위험회피계수가 급상승한 가장 커다란 이유를 시장의 분할에서 찾고 있다. 투자자의 효용을 극대화하는 자유로운 자산선택이란 투자이론에서는 존재하지만 경제 주체들의 현실적인 자산 선택은 사실 그렇게 자유롭지 않다. 양적 완화 과정에서 크게 풀린 돈은 민간 경제로는 흘러가지 않고 대부분 은행 등 금융기관 안에서만 머물렀다. 은행은 자금이 여유가 생기면 주식에 투자하는 경제 주체가 아니다. 초과 기준으로 보유하거나 국채 또는 다른 채권에 투자했다. 그 과정에서 금리는 크게 내렸지만, 민간의 자금사정과 현금흐름에 더 민감한 주식시장의 밸류에이션(멀티플)은 거의 변화가 없었던 것이다.

[그림 1-6] 미국 은행의 기준과 M2, 통화승수 변화



자료: FRB, 한국투자증권

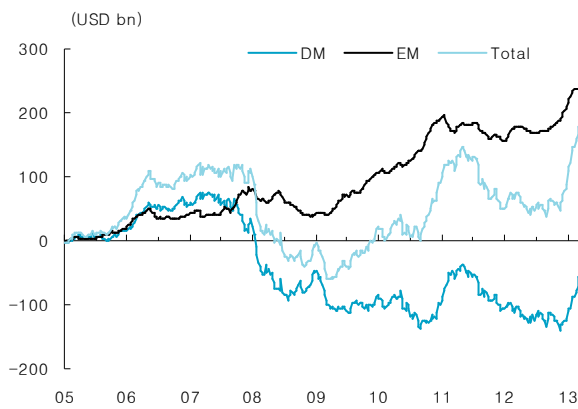
2) 저금리와 그레이트 로테이션

‘그레이트 로테이션’은
5개월 천하로 끝나

지난 몇 년간 금융시장에서 일어난 이 과정을 해석하고 음미하는 것은 앞으로 선진국의 출구 전략이 가져올 금융시장의 변화를 예측할 때 중요하다. 지난해 가을부터 금융시장에서는 ‘그레이트 로테이션’이라는 단어가 유행했다. 채권시장에 머물러 있는 돈들이 계속되는 저금리를 버티지 못하고 결국은 주식시장으로 이동할 것이고 이에 따라 주식시장이 크게 상승할 수 있다는 논리였다.

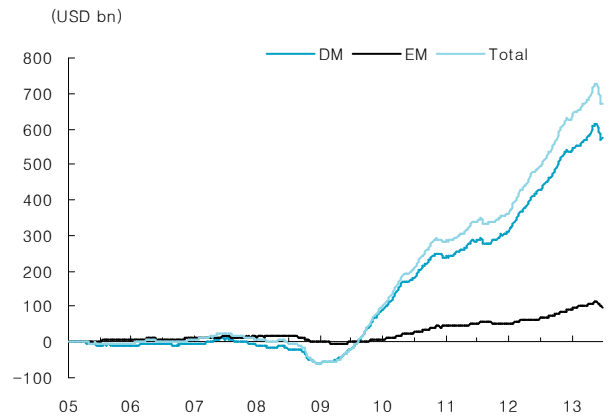
지난 해 연말부터 일어난 펀드플로우의 변화는 ‘그레이트 로테이션’이 본격적으로 진행될 것임을 보여주는 듯 했다. 몇 년째 제자리 걸음이었던 선진국 주식형 펀드로 자금이 급속하게 유입되기 시작한 것이다. 그러나 주식시장으로의 자금유입은 5개월 천하로 끝났다. 5월 22일 버냉키의 입에서 출구전략이 언급되면서 글로벌 채권시장과 주식시장 가릴 것 없이 패닉이 일어났고, 가치변동 위험이 있는 모든 자산(펀드)으로부터 자금의 탈출 러시가 일어나고 있다. 당분간은 미국의 출구전략과 이머징 경제 침체의 암초에 걸려 주식시장과 채권시장 모두 부진한 흐름이 이어질 가능성이 크다.

[그림 1-7] 글로벌 펀드 플로우(주식, 누적)



자료: EPFR, 한국투자증권

[그림 1-8] 글로벌 펀드 플로우(채권, 누적)



자료: EPFR, 한국투자증권

중장기 자산배분전략: 주식이 오르거나 채권이 내리거나

3) 출구전략과 자산배분전략

그러나 출구전략이 점차 본격화되면 우리는 주식시장과 채권시장이 서로 다른 길을 갈 가능성이 크다고 생각한다. 머지 않은 장래에 우리는 위험회피계수가 다시 예전과 비슷한 수준으로 되돌아갈 것이라고 예상하고 있다. 이 예상이 들어맞으려면 애널리스트들의 이익 추정치가 크게 낮아지거나, 채권 금리가 오르거나, 주가가 상승해야 한다. 아니면 이 세가지 상황이 한꺼번에 벌어질 수도 있다.

위험회피계수가 3을 넘고 있는 현 시점에서 분명히 말할 수 있는 것은 채권가격이 지나치게 비싸거나 아니면 주식시장이 지나치게 저평가되어 있다는 것이다. 가격 균형이 아주 빠르게 회복되지는 않더라도 시장은 중국에는 균형으로 돌아갈 것이며 투자자들은 이 점을 염두에 두고 자산배분전략을 수립해야 할 것이다.

윤향진 3276-6280
hgyun@truefriend.com

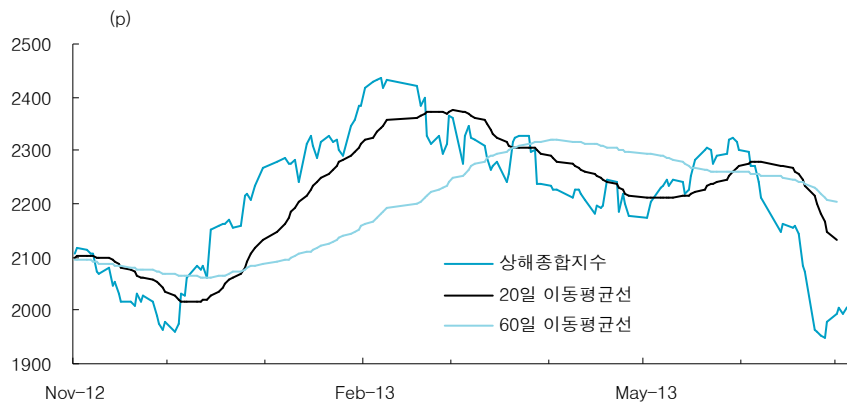
상해종합 1,950p대 진입,
연중 최저치 기록

II. 중국 자금경색의 후 폭풍은 실물부진

1. 상해종합 2,000p 하향돌파, 단기 급락해 연중 최저치 기록

5월 말 2,300p이던 상해종합지수가 6월 들어 약세로 전환하며 24일에는 1,900p대로 급락했다. 단기자금시장 유동성 경색 이슈가 불거지며 6월 18일 단기자금시장 금리가 13.4%의 최고치를 기록했다. 그럼에도 불구하고 중국 인민은행이 통화정책회의를 통해 온건한 통화정책 기조를 유지할 것이라고 언급해 주가는 27일 1,950p까지 하락했고 4년 이래 최저 수준에 근접했다. 시장의 투자심리가 크게 위축된 가운데 중앙회금공사의 ETF 매입, 일부 은행에 대한 중앙은행의 유동성 공급, 단기자금시장 금리의 지속적인 하락 등으로 28일부터는 저가매수세가 유입되며 상해종합지수는 지난 5일 다시 2,000p선을 회복했다.

[그림 2-1] 중국 상해종합지수 추이



자료: 블룸버그, 한국투자증권

2. 수급 불균형, 정책 변화로 자금경색 심화

단기자금시장 경색
올해 초부터 진행

중국의 단기자금시장 경색은 올해 초부터 진행됐다. 위안화 절상에 대한 기대심리, 금리차이에 의한 무위험 수익 등을 노린 달러 핫머니 유입이 급증하며 중국 통화당국은 5월부터 유동성 흡수에 나섰다. 뿐만 아니라 對홍콩 무역을 통한 자본흐름에 대한 단속이 강화되며 해외 유동성 공급이 축소됐다. 중국인민은행 통계에 따르면 5월 외국환평형기금 신규 증가액은 669억위안으로 4월의 3,000억위안 대비 77% 급감했고 1분기 평균인 4,000억위안보다 훨씬 적었다. 또한 5월의 수출 및 수입 증가율도 각각 1.0%, -0.3%로 하락하며 4월의 14.7%와 16.8%를 크게 밑돌았다.

핫머니 유입 통제됐으나
중앙은행의 통화기조
변화 없어

정책변화로 핫머니 유입이 감소했으나 중앙은행은 통화공급을 타이트하게 운영해 자금시장은 긴축 조짐이 나타나기 시작했다. 게다가 6월 초 위안화 대출 급증, 6월 중순 단오절의 자금수요 증가, 은행들이 상반기 지표(지준율, 예대율) 점검을 앞둔 현금확보, 은행 재테크상품(WMP, 한국 실적배당형상품과 유사)의 자금 만기도래 등 여러 원인이 맞물리며 단기자금시장 금리가 13.4%로 치솟아 사상 최고치를 기록했고 증시는 급락했다.

은행재테크상품의 만기 미스매칭, 부동산 가격상승, 계절적 자금수요 증가가 주 원인

은행WMP, 신탁상품은 대체로 단기자금을 조달해 부동산, SOC 등 장기 프로젝트에 투자하며 만기가 도래되면 상품의 신규 설정을 통해 Roll-Over시킨다. 올해 1분기 은행, 신탁사들이 1분기 유동성 급팽창을 틈 타 WMP상품 판매를 늘렸다. 그런데 대부분 WMP상품 만기가 주로 6개월 이내로 설정되어 있어 6~7월에 상품의 만기가 집중돼 환매자금수요가 증가했다. 또한 3월 부동산 규제 발표에도 불구하고 주택 실수요와 투기자금 유입으로 주택가격이 상승하며 통화완화 여건이 충족되지 못했다.

IPO 재개, 미국 양적완화 축소 등도 부정적으로 작용

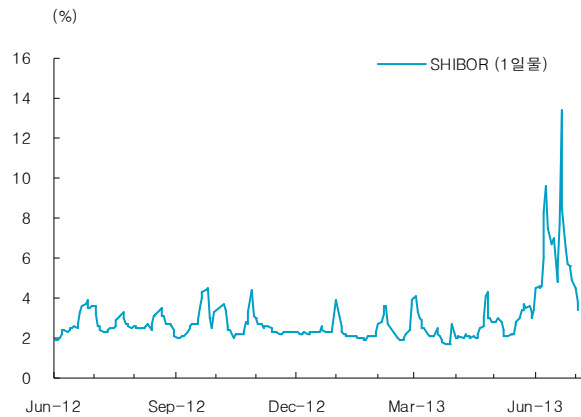
이밖에도 7월 IPO 물량 재개, 미국 FOMC결과로 글로벌유동성 축소에 대한 우려가 부각됐다. 20일 미국 FOMC의 회의 결과 발표에서 버냉키 의장은 경기가 예상대로 좋아진다면 연말 전에 자산매입 규모를 축소하고 내년 중순에 QE를 중단할 것이라고 언급했다. 미국의 양적완화 출구전략이 이머징시장에 영향이 클 것이라는 전망이 제기되면서 투자심리에 부정적인 영향을 미쳤다.

[그림 2-2] 은행 WMP 만기구조 (올해 상반기 기준)

만기구분	수량(개)	비중(%)
1개월 이내	675	3.94
1~3개월	10,455	61.01
3~6개월	3,558	20.78
6~12개월	1,948	11.38
12~24개월	183	1.07
24개월 이상	30	0.18
미발표	280	1.64
합계	17,119	100

자료: Wind, 한국투자증권

[그림 2-3] 중국 SHIBOR 금리 급등, 사상 최고치 경신



자료: Wind, 한국투자증권

3. 중국 대출 빠르게 증가, 그림자금융 이슈 부각

이번 자금경색은 중국정부의 의도적인 스트레스 테스트

단기자금시장 경색에도 불구하고 중앙은행이 통화공급을 확대하지 않은 이유는 바로 그림자금융의 급팽창을 억제하고 금융사의 자산 건전성을 강화하기 위함이다. 중국 인민은행은 비록 증시 급락 후 일부 대형은행에 유동성을 공급했고 필요 시 유동성 공급을 지속할 것이라고 밝혔으나 대대적인 유동성 공급에는 나서지 않았다. 리커창 국무원 총리는 오히려 시중 유동성을 활성화하고 실물 경제에 자금이 흘러 들어갈 수 있도록 유도하겠다고 밝혔다.

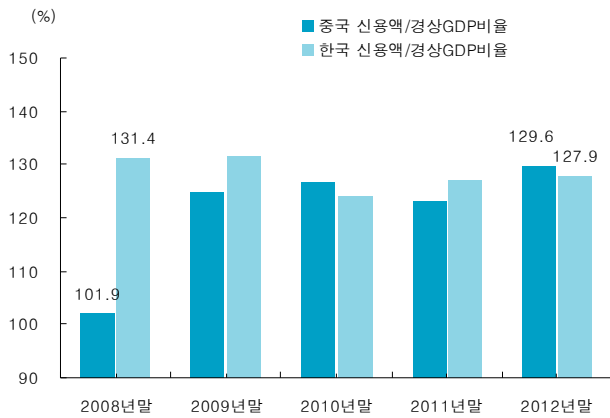
2012년 말 금융대출규모 67조위안

중국 금융대출은 작년 말 67조위안으로 경제규모 기준 대출비중은 높지 않으나 가계, 부동산 중심으로 빠르게 증가하고 있다. 2012년 말 경상 GDP 대비 금융대출 비율은 130%로 한국과 비슷한 수준이나 08년 대비 12년 금융대출 증가율은 110%로 한국의 21%보다 훨씬 높다. 작년 말 가계대출 비중은 전체의 25%로 '08년 말의 18.3%를 초과했다.

GDP 대비 그림자금융규모 08년 133%에서 12년 말 193%로 급증

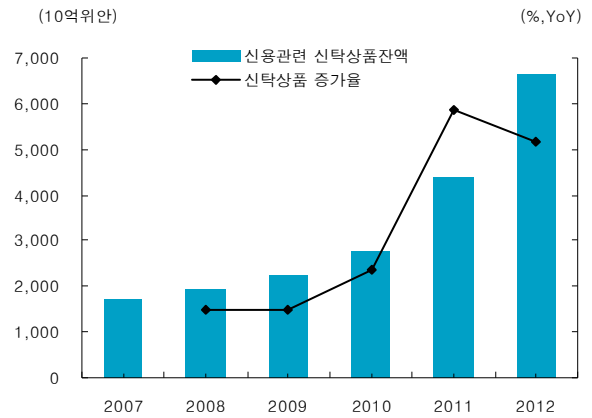
신탁, 회사채, 지방채 및 신용장 규모를 합한 금융권 총신용은 100조위안을 초과해 경상GDP 대비 비율이 08년 133%에서 2012년 말 193%로 급증했다. 이 가운데 은행 재테크상품, 신탁상품 등 그림자금융 상품의 증가 속도가 현저히 빨랐다.

[그림 2-4] 중국 신용액 비중 추이



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 2-5] 중국 신탁(Trust)자산 규모 및 증가율 추이



자료: Citi Research, 한국투자증권

4. 자금경색 3분기에 지속, 잠재적 위험 존재

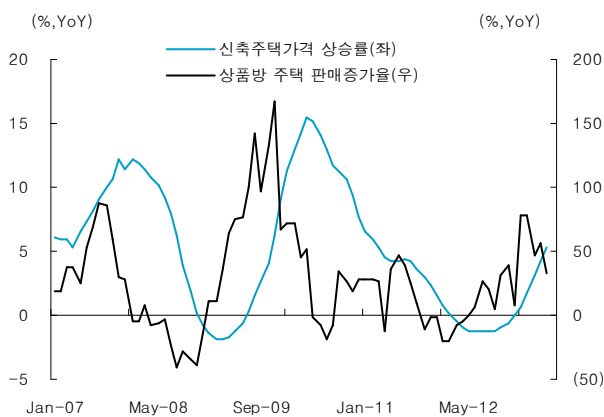
자금경색 7~8월까지 이어질 전망

자금수요 증가와 타이트한 유동성 공급이 지속되며 3분기 중에 자금경색이 지속될 전망이다. 중국 정부는 위험자산 정리 및 금융권 건전성 확보, 부동산 가격 안정이 달성될 때까지 타이트한 통화공급을 고수할 것이다. 따라서 위험상품의 만기청산, 주택가격 상승세 둔화가 나타난 이후에야 자금경색이 완화, 해소될 전망이다. 3~4분기에는 그림자금융 상품 비중이 높은 시중 금융기관, 지방 소형금융사 등의 자금난에 대한 우려가 계속 존재한다.

전반적인 금융리스크 발생 가능성 낮아

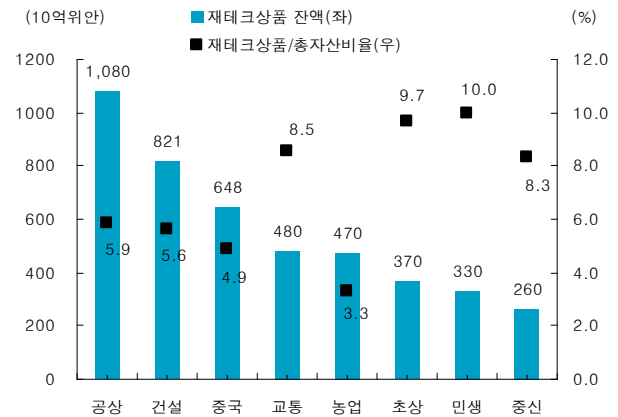
다만 이번 자금경색이 중국 정부의 의도에 의한 것이고 전반적으로 통제 가능한 범위에서 진행되고 있다는 점을 감안할 때 금융시스템 전반의 리스크 발생 가능성은 낮다. 5대 국유은행의 존재와 부동산 연착륙 가능성도 위기 발생 가능성을 낮춰 준다.

[그림 2-6] 중국 주택가격 상승률 및 판매 증가율 추이



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 2-7] 상장은행별 WMP 규모와 자기자본 비중



주: WMP잔액은 은행 발표 기준. 공상, 중국, 교통, 민생은행의 WMP잔액은 2013년 1분기 기준. 자기자본비중=(WMP잔액-대손충당금)/자기자본
 자료: 중국은행감독관리위원회 연차보고서, Citi Research, 한국투자증권

5. 자금경색이 성장둔화 초래, 한국 경제에 악영향

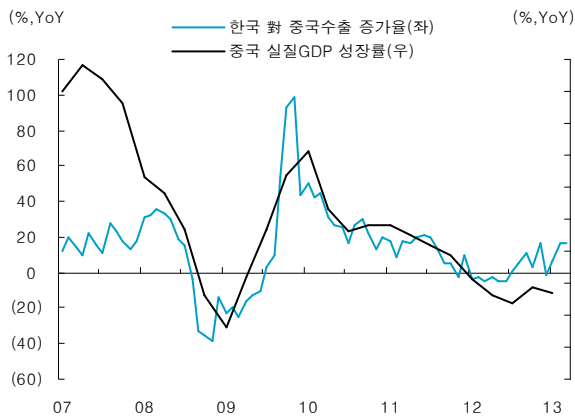
자금경색과 미국 출구전략 영향으로 중국 성장세 둔화 전망

자금경색이 미국 출구전략과 겹치며 중국 성장세가 둔화될 전망이다. 미국 출구전략으로 중국의 對신흥국(비중 55%) 수출둔화 및 對유럽(비중 15%) 수출 부진이 지속될 것으로 예상된다. 그림자금융의 주된 자금 수요처는 부동산개발상, 지방정부(융자플랫폼)이기 때문에 부동산 및 SOC 투자가 둔화될 전망이다. 향후 1~3분기 동안 중국의 GDP 성장률이 7.5%를 하회할 가능성이 있으며 올해 연간 GDP 성장률이 정부 목표 7.5%를 달성할지 여부는 다소 불투명하다.

중국 경기 둔화로 한국의 對중국 수출 감소 예상

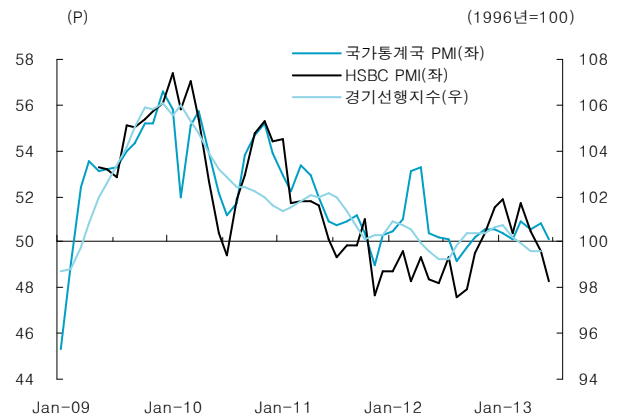
중국의 성장세 둔화와 내수부진은 수출과 현지법인 실적부진을 통해 한국경기 둔화로 이어질 위험이 있다. 산업연구원의 연구 결과에 따르면 중국의 GDP 1%p 하락시 한국의 對중국 수출은 단기적으로 -1.4%, 장기적으로 -2.9% 변동될 것으로 추정했다.

[그림 2-8] 중국 GDP성장률과 한국의 對중국수출 증가율 추이



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 2-9] 경기선행지수 및 관방 PMI



자료: CEIC, 한국투자증권

김기명 3276-6206
kkmkim@truefriend.com

III. 브라질, 지금은 아니지만

글로벌 경제에서 성장동력으로 주목받았던 Brics의 일원인 브라질은 최근 경제성장률은 둔화되고 있고 경상수지 적자폭은 확대국면에 있다. 흑자구조를 유지하고 있던 무역수지마저 올해 들어서는 적자전환 되었다. 브라질 정부는 국제수지 악화에 대응하여 외국인 투자의 걸림돌이었던 토빈세를 폐지하는 등 규제 완화책을 내놓고 있지만 그 효과는 나타나고 있지 않은 상황이다. 환율은 이머징 국가들 중 남아프리카공화국과 함께 가장 높은 평가절하를 보이고 있을 만큼 가치가 하락하고 있다.

특히 미국 출구전략 시행에 따른 이머징 국가에서의 자금유출 우려로 인해 브라질의 외환위 기설도 간혹 흘러나오고 있는 실정이다. 외환위기, 실제로 일어날 가능성이 있는가? 아니면 우려가 우려를 낳아 브라질 경제에 대해 필요이상의 비판이 앞서는 건 아닌가? 이 시점에서 브라질의 경제동향을 살펴보고, 외환위기 발생 가능성과 관련한 우리의 시각 및 향후 투자전략을 정리해 본다.

1. 최근 브라질 경제상황

보호무역주의 성향 강한 편

브라질은 높은 이자율과 경직적 노동시장, 복잡한 세금체계 및 높은 세율 등 사업환경이 열위하고, 그 결과 제조업 성장이 부진하고 국제경쟁력이 취약한 편이다. 따라서 국내 제조업 육성을 위하여 강한 보호무역주의 성향을 보이고 있는데, 그 영향으로 국내 업체간의 경쟁은 낮은 수준이다. 그 결과 일단 사업기반을 확보한 기업은 높은 초과이익 향유가 가능하며 저투자 성향을 보이고 있다.

제조업 효율성 저하로 성장성 낮은 편, 특히 최근 성장률 둔화 심화

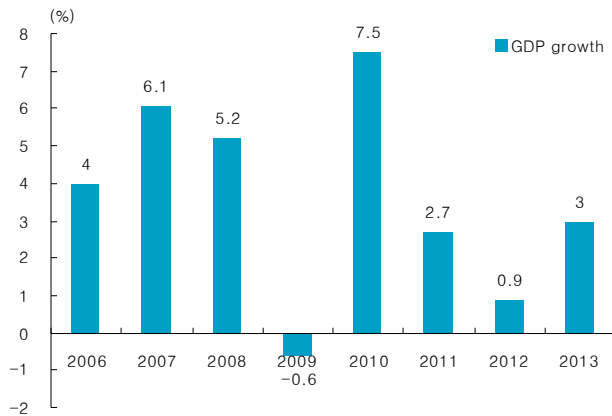
이와 같은 보호무역주의 성향은 오히려 제조업의 효율성 개선을 더디게 해 저성장의 원인으로 작용하여, 경제성장률이 여타 이머징국가들에 비하여 상대적으로 낮은 편이다. 특히 경기 부진에 따른 국제 원자재 가격 하락추세로 최근 경제성장률은 과거에 비해서도 부진한 편으로, 주요 농산물의 작황 풍년 및 내년 월드컵을 앞두고 건설경기가 활발했음에도 불구하고 2013년 1분기 경제성장률이 0.6% (전분기 대비)에 그치는 모습을 보여줬다.

둔화된 경기에 대응하고자 국영은행들이 여신을 크게 늘리면서 5월 기준 여신이 전년동기대비 28% 증가하였다. 이는 민간은행들의 여신증가율인 6%보다 5배 가까이 빠른 수준이다. 하지만, 전체 은행업 기준으로 5월 증가율은 전년동기대비 16.1% 증가하면서 2010년 1월 이후 가장 저조한 증가율을 기록하였다. 이는 시장기능을 통한 신용공급 속도가 위축되면서 국영은행을 통한 공적기능으로 이를 보완하는 움직임으로 해석되는데, 성장률이 회복되지 않으면 금융섹터의 여신부실화가 진행될 개연성을 내포한 것으로 판단된다.

물가상승률, 타겟 레이트 상단 상회

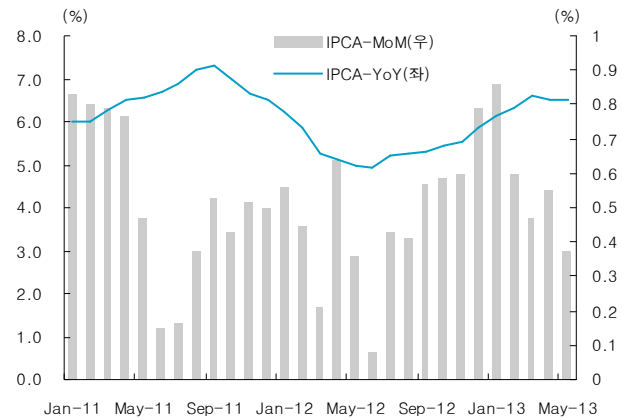
경기는 부진하나 물가상승률은 높은 편이다. 브라질은 인플레이션 Target Rate가 4.5%로 높은 편이고, 특히 상하단 밴드가 2%로 넓게 잡혀 있어 인플레이션 타겟 레이트 상단이 6.5%에 달해 지나치게 높다. 브라질 중앙은행은 작년초 2012년 물가상승률 목표가 4.54%라고 발표한 바 있으나, 브라질 국립통계원(IBGE)의 공식 발표에 의하면 2012년 물가상승률은 당초 예상보다 훨씬 높은 5.84%인 것으로 나타났다. 한편 2013년 들어서는 물가 목표 상단인 6.5%를 넘나들고 있으며, 6월 물가상승률은 버스요금 인상 등에 기인하여 6.67%로 5월 6.5%보다 상승하였다.

[그림 3-1] 경제성장률 추이



주: 2013년 경제성장률은 브라질 중앙은행 전망치임
자료: Worldbank, 한국투자증권

[그림 3-2] 물가상승률 전년/전월대비 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

2. 금리 추이 - 물가상승에 대응한 기준금리 인상

물가, 타겟 레이트 상단 초과 기준금리 인상

브라질 중앙은행은 기준금리를 2011년 8월 12.5%까지 올렸다가 그 뒤 경기 부양을 위해 모두 10차례에 걸쳐 인하해 7.25%까지 끌어내렸었다. 하지만 경기 부양 효과는 작고 물가만 올라 인플레이션 타겟 레이트 상단을 초과하는 상황이 발생하자, 4월부터 7월까지 네 차례에 걸쳐 기준금리를 8.5%로 인상했다. 중앙은행 총재는 향후 인플레이션이 낮아지지 않으면 과거의 두 자리수 기준금리까지도 인상할 준비가 되어 있다면서 물가안정 의지를 내비쳤다.

추세적 기준금리 인상을 통해 연말 9%대 예상

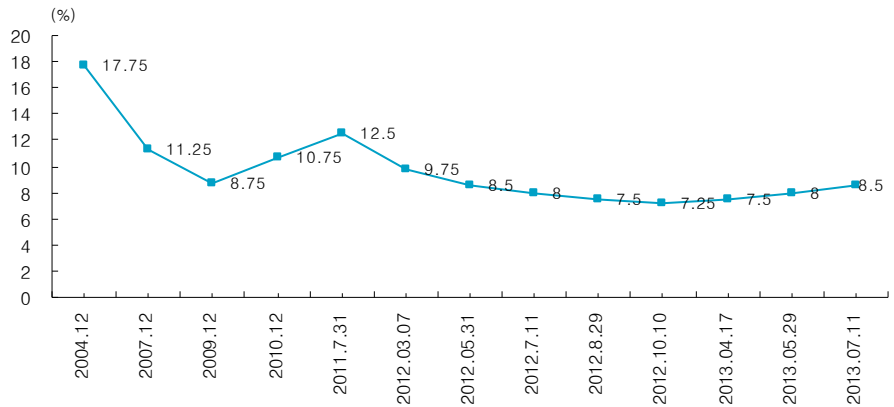
중앙은행은 해알화 약세로 인플레이션 압력이 높아지자 2013년 인플레이션 전망치를 기존 5.7%에서 6.0%로 상향 조정하면서 향후 추가적인 기준금리 인상이 있을 것이라는 전망이 대두되고 있다. 시장은 기준금리가 연내에 9%까지 인상될 것이라는 전망이 우세하다. 버스요금 7% 인상에서 촉발된 전국적 시위로 인해 정치적으로도 물가상승 억제 필요성이 고조되고 있는 점을 고려할 때 시장 전망의 설득력이 있다. 브라질은 인플레이션 타겟팅 제도 도입 이후 기준금리 인상 및 인하가 단발성으로 끝나지 않고 추세적인 기조를 보여 왔는데, 이번에도 마찬가지로 4월 인상을 시발로 추세적인 인상기조를 보일 것으로 예상된다.

글로벌 유동성 축소 우려로 국채금리 상승추세

6월 5일 IOF세(토빈세) 폐지가 결정되기 전 10년 만기 브라질 국채 수익률은 10.48%수준에서 움직였다. 폐지발표 이후 10.26%까지 떨어졌다가 6일에는 다시 10.37%로 반등했다. IOF세 폐지분만큼 금리하락이 예상되었으나 하락분을 모두 반납하고 오히려 상승하는 모습을 보였다. 최근 미 달러 강세와 미 연준의 양적완화 축소 우려로 글로벌 유동성 축소가 예상되면서 브라질로의 외국인 투자자금 유입이 위축될 수 있다는 우려감이 작용했기 때문이다.

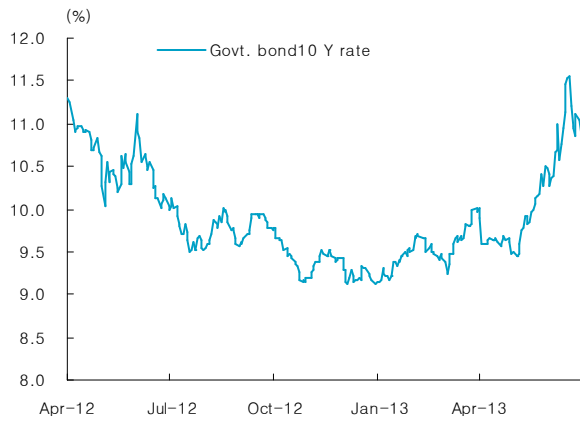
또한 최근 급등했던 국채금리의 되돌림 현상이 나타나나고는 했으나, 기준금리 인상 기조가 이어질 것으로 예상되기 때문에 국채금리 또한 상승추세를 보일 것으로 판단된다.

[그림 3-3] 기준금리 추이



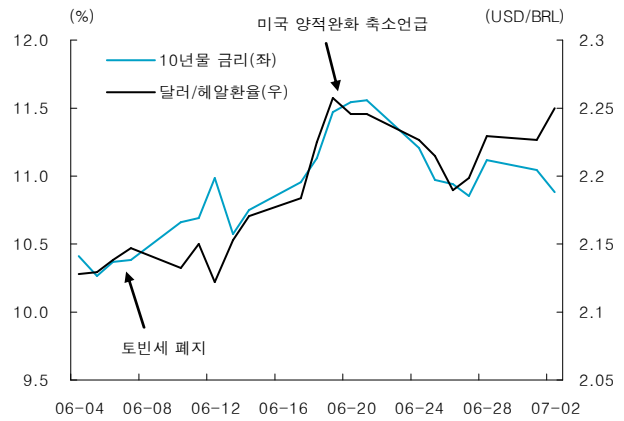
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3-4] 브라질 국채 10년물 금리 추이



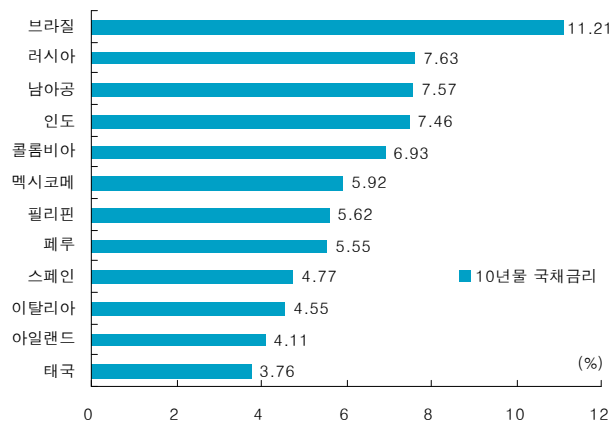
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3-5] Event 발생 이후 환율 및 금리 추이



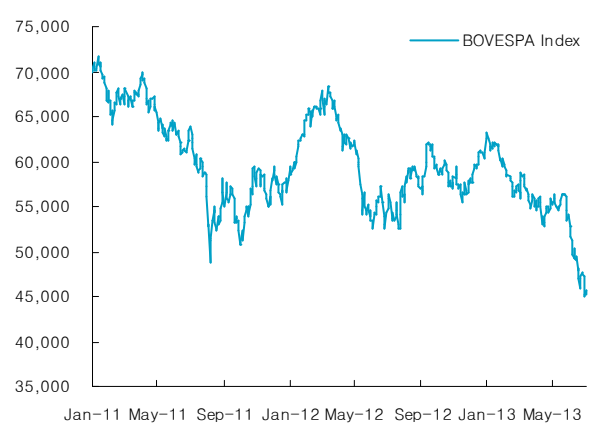
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3-6] BBB급 국가 중 브라질 국채금리 가장 높은 수준(06/28기준)



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3-7] BOVESPA 지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

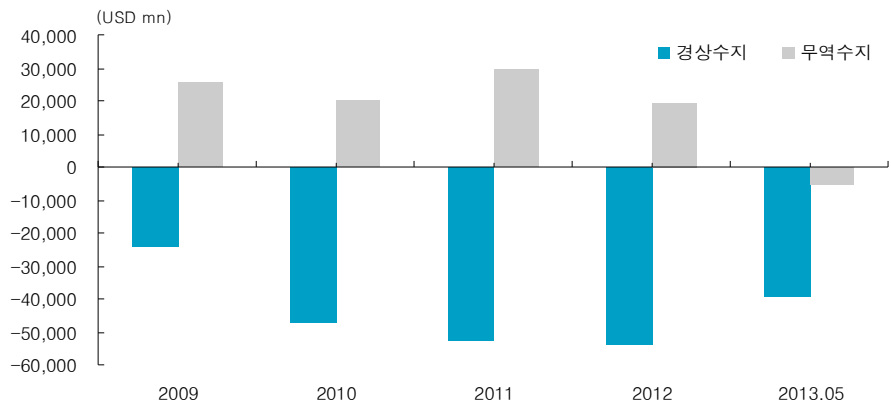
**석유 생산 감소 및 원자재
가격 하락으로 경상수지 적자
확대**

3. 국제수지와 환율 - 경상수지 적자확대로 환율 상승세

중국 등 세계경기 둔화 영향으로 브라질의 최대수출품목인 철광석, 대두, 펄프 등 원자재의 글로벌 수요 위축 및 가격 하락기조로 수출이 감소하였고 특히 기존 유정 폐쇄로 석유생산이 일시적으로 감소하면서 원유부문 적자 증가로 인해 2013년에는 무역수지에서도 적자가 발생하기 시작하였다. 즉 1~5월 누적 무역수지가 약 53억 9,200만달러 적자를 기록하였다. 그 결과 5월까지 누적 경상수지 적자는 GDP 대비 4.2% 수준으로 10년내 최고 수준을 기록하였다.

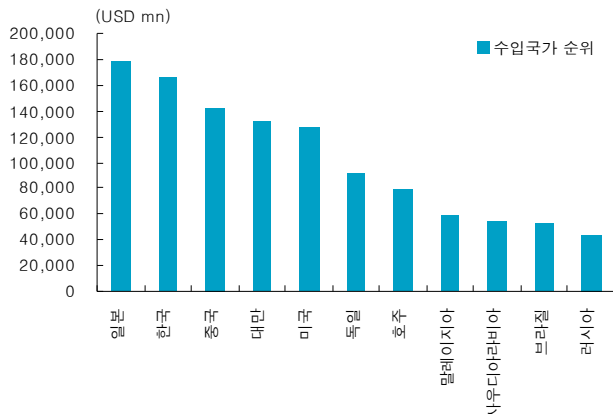
브라질 중앙은행은 2013년 연간 경상적자 예상치를 기존의 670억달러에서 750억달러로 수정하였고, FDI로 이를 충당하지 못할 것으로 전망하였다. 최근 이머징국가들에서의 자금 이탈 및 환율상승 현상에서 브라질도 자유로울 수 없어, 브라질 헤알화가 당분간 약세기조에서 탈피하기 어려울 것으로 판단된다.

[그림 3-8] 무역수지 및 경상수지 적자 추이



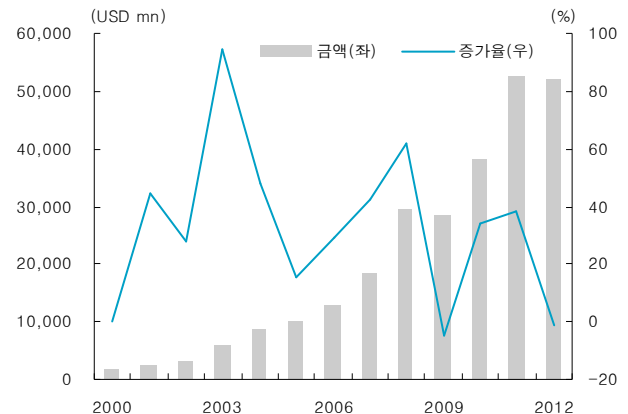
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3-9] 중국수입국가 금액별 순위



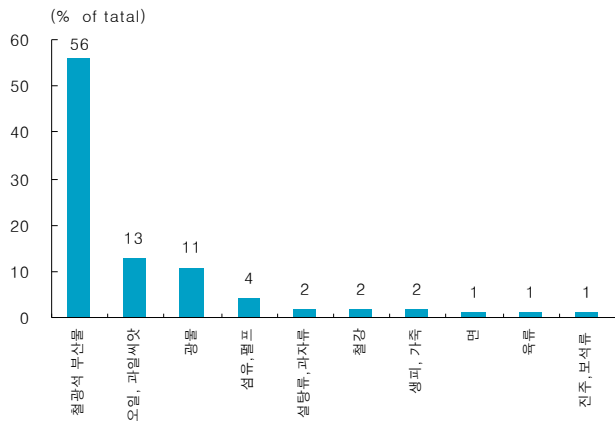
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 3-10] 중국의 브라질에 대한 수입금액 변화추이



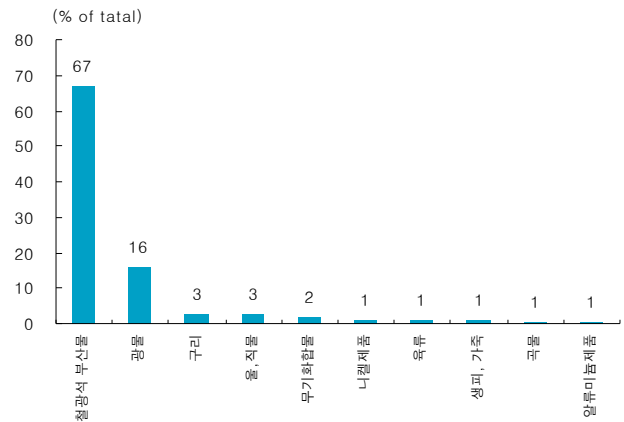
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 3-11] 중국의 브라질 수입품목별 비중



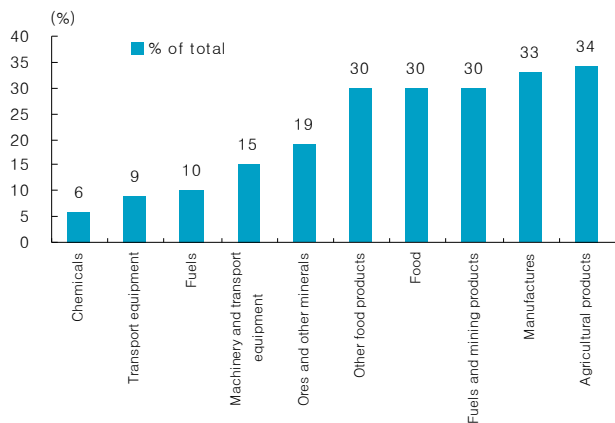
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 3-12] 중국의 호주 수입품목별 비중



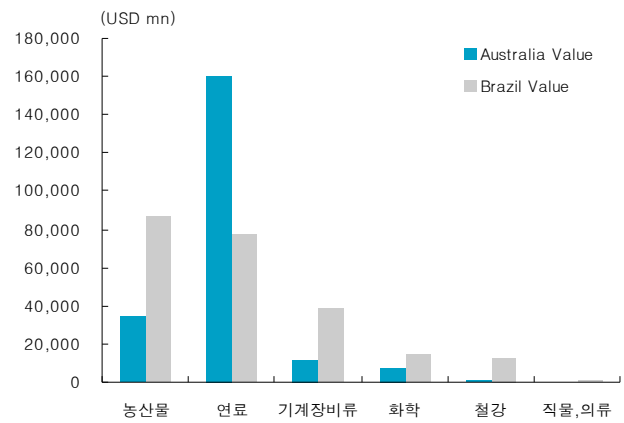
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 3-13] 브라질의 전체 수출품목 중 주요상품 비중



자료: WTO, 한국투자증권

[그림 3-14] 브라질, 호주의 주요 품목(대분류)별 수출금액



자료: WTO, 한국투자증권

중국경제에 영향받는 부분 존재

한편 중국 수입에서 브라질의 비중은 10위권이며, 중국의 대브라질 수입품목은 철광석 등 원자재 대부분을 차지하고 있다. 따라서 브라질 국제수지는 중국경제의 성장과 이에 따른 중국의 원자재 수입증가 및 교역조건에 영향 받는 부분이 일정수준 존재한다.

중국 그림자금융 위축될 가능성 높아 자원수출국에 부정적이나, 브라질에 대한 영향은 제한적

최근 중국의 그림자금융에 대한 규제는 중국의 투자지출을 축소시켜 1차적으로 중국으로의 자원수출국에 직격탄으로 작용할 것으로 예상된다. 단 브라질은 기본적으로 내수중심의 경제 구조(GDP대비 수출비중 10%대 초반)이고, 부동산 개발과 관련된 철광석 등의 수출비중보다는 콩 등 1차 농산물 수출비중이 더욱 크다. 중국의 부동산 개발 등과 관련한 투자지출 축소는 브라질보다는 철광석 등의 수출비중이 절대적인 호주에 상당히 큰 충격을 줄 것으로 판단된다.

따라서 브라질은 중국발 충격에서는 어느 정도 자유로울 수 있어 향후 이머징 금융시장의 불안요인이 진정국면에 진입할 경우, 브라질 경제도 안정을 찾아갈 수 있는 산업구조인 것으로 판단된다.

**미국 출구전략 영향과
경상적자 확대 영향으로
환율 급상승**

헤알화 환율은 2011년까지만 해도 무역수지 흑자기조, 외국인 직접투자 확대, 주식시장 외국 인투자자금 유입 확대 등에 따라 강세현상이 지속되었다. 브라질 중앙은행은 이 같은 환율하락에 따라 브라질 제조업 경쟁력 약화가 문제가 되자 환율방어를 위해 외환시장에 적극 개입하고 있다. 이에 따라 2011년 8월 1.55헤알/달러 대까지 하락했던 환율은 이후 유럽 금융 위기 등 국제정세의 변화에 따라 등락을 보이다 2012년 중반부터 2.10헤알/달러 수준을 유지하고 있었다. 그러나 미국 출구전략 계획 발표에 따른 글로벌 유동성 축소 우려로 최근 이머징국가들의 환율이 약세를 보인 가운데 브라질 경제가 예상보다 낮은 성장률을 보이고 경상적자폭이 확대됨에 따라 환율이 급상승(overshooting)하였다(2013.7.5 기준 2.25헤알/달러).

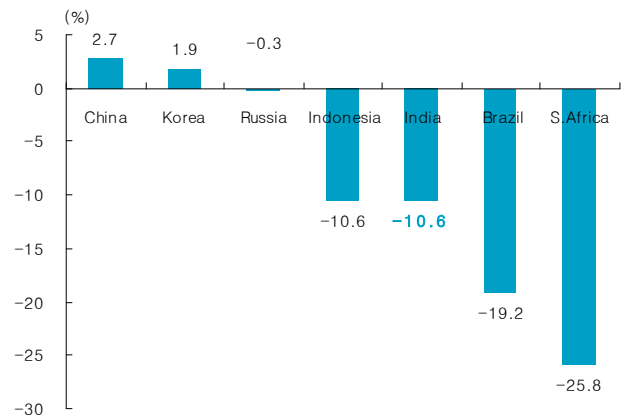
6월 5일 IOF세(토빈세) 폐지와 정부의 시장개입으로 강세전환이 기대되었던 헤알화 가치는 오히려 하락하였다. 해외투자자들은 브라질 경제의 불확실성에 대해 아직도 우려하고 있는 것으로 해석되며, 과거 IOF세율의 빈번한 변경으로 환율 조정을 해 온 브라질 정부의 이력도 투자자들의 완전한 믿음을 얻지 못하는 원인으로 보인다.

[그림 3-15] 환율변동 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3-16] 2012년 기준 Brics의 화폐 가치 평가절상/절하율



자료: Bloomberg, 한국투자증권

4. 외화유동성 관리의 안전판: 외환보유고

경상수지 악화로 외환보유고 감소추세 전환

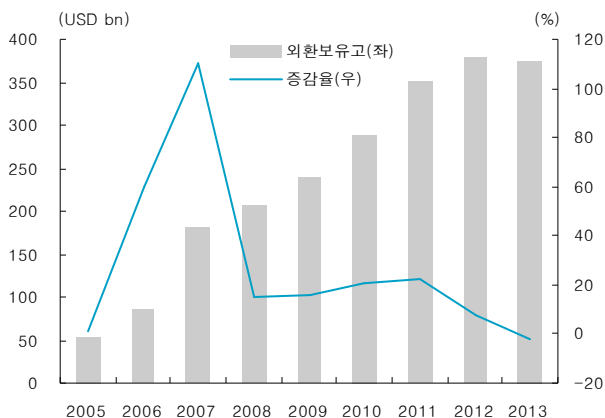
앞서 언급한 바와 같이 경상수지 악화로 외국으로부터의 직접투자유입에 대한 의존도가 더 높아질 수 밖에 없는데 미국의 양적완화 축소 우려로 이마저도 악화될 여지가 커졌다. 따라서 외환보유고 감소 속도가 빨라지면서 브라질에 대한 불안이 커지는 악순환이 발생할 수 있는데, 최근에 경상적자 확대로 외환보유고가 감소추세로 전환되어 우려스러운 모습을 보여주고 있다.

그러나 기본적인 외환보유고 충분하여 외화유동성에 문제 발생할 가능성 작은 편

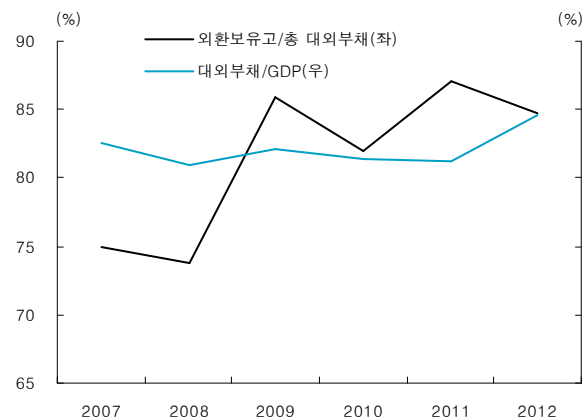
단 브라질은 2000년대 외국인 포트폴리오 투자를 통해 유입된 외화를 불태화하는 과정에서 외환보유고가 크게 증가하였다. 따라서 최근 외환보유고가 감소하는 모습을 보이고는 있으나, 기본적으로 외환보유고 규모가 대외부채의 80%대 수준을 기록하고 있다. 이는 한국(79.1%) 보다 양호한 수준으로 단기적인 대외 충격에 대한 대응능력을 보유한 것으로 판단된다. 특히 대외부채에서 단기외채가 차지하는 비중이 7% 수준에 그쳐 외환위기가 발생할 가능성은 희박하다. GDP대비 대외부채규모는 20% 수준으로 여타 이머징국가보다 낮고, 직접투자계정을 제외할 경우 순부채는 GDP의 10% 수준에 불과하여 경제체질 관점에서 환율 급변으로 인한 일시적인 충격을 완화할 수 있는 능력도 보였다. 최근 우려되고 있는 이머징국가 가운데서는 상대적으로 외화유동성 관리능력이 양호한 국가로 볼 수 있는 것이다.

2013년에 경상수지 적자 확대로 FDI가 이를 충당하지 못할 것으로 브라질 중앙은행도 전망하고 있지만, Petrobras가 진행하고 있는 브라질 연안의 프리솔트 유전 시추가 본격화될 경우 경상수지는 큰 폭으로 개선될 수 있다. 또한 현대차가 현지공장을 이미 준공하였고 최근 GS에너지도 Petrobras와 조인트 벤처를 설립하여 원유정제설비 건설 협약을 체결한 바와 같이 내수시장이 큰 자원부국으로 FDI를 유치할 수 있는 매력은 충분히 보유한 국가로 평가된다. 보호무역주의 성향을 탈피하여 자유무역주의로의 전환이 이루어질 경우 FDI 유치 증가뿐 아니라 경제의 체질강화와 성장성 제고로 연결될 수 있다는 점에서 중기적 관점에서 볼 때 우려의 시각으로만 볼 필요는 없는 국가로 판단된다.

[그림 3-17] 외환보유고 추이



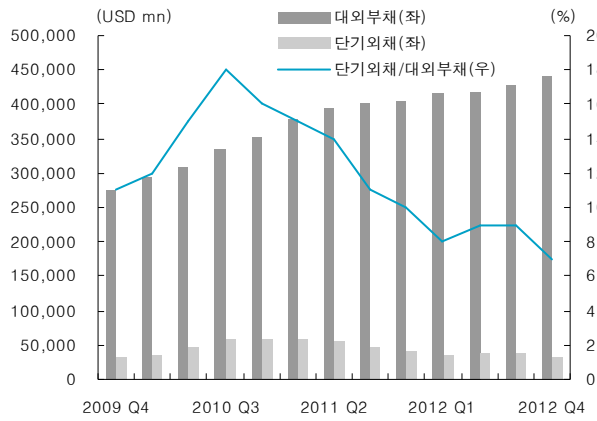
[그림 3-18] 외환보유고 주춤한 반면, 대외부채 지속적으로 증가



주: 2013년 수치는 2013.06.14일 기준 값임.
자료: 국제무역센터, 한국투자증권

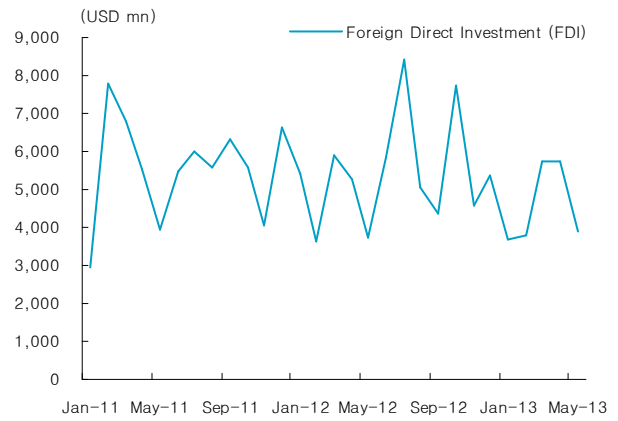
자료: Bloomberg, 한국신용평가, 한국투자증권

[그림 3-19] 대외부채 및 단기외채 규모 추이



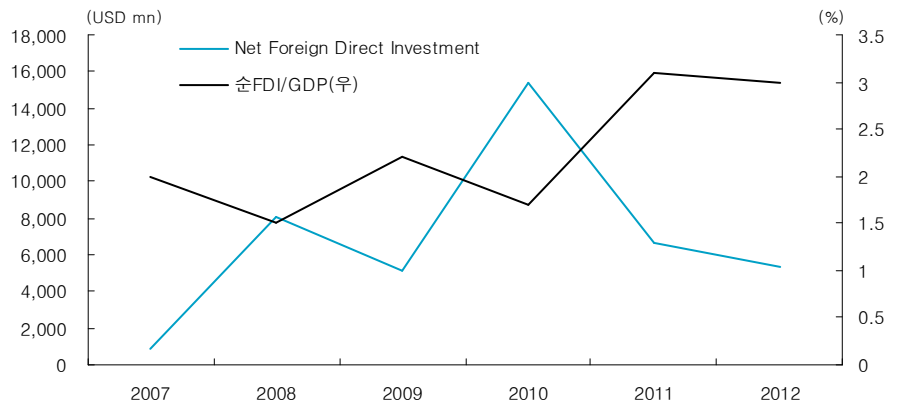
자료: World bank, 한국투자증권

[그림 3-20] 외국인 직접투자 금액 추이



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 3-21] 외국인 직접투자 비중 추이



자료: CEIC, NICE신용평가, 한국투자증권

5. 투자전략

**산적인 문제 많아 현 시점에서
투자는 부적절**

브라질은 경제성장률 둔화와 경상수지 적자 확대, 재정수지 악화, 금융섹터의 여신부실화 가능성 내재 등 산적인 문제가 많은 국가이다. 특히 최근 미국의 양적완화 축소 계획 발표로 환율이 급등하고 높은 인플레이션 진정을 위한 기준금리 인상으로 국채금리는 상승추세를 보이고 있어 현 시점에서 브라질 국채에 대한 투자는 바람직해 보이지 않는다.

**외환위기 발생 가능성 희박
브라질 국채 투자유인 존재**

그러나 브라질은 충분한 외환보유고를 확보하고 있어 단기적인 대외충격에 대한 대응능력을 갖추고 있고, 실제 외환위기가 발생할 가능성은 희박한 국가로 판단된다. 중기적으로는 내수 시장이 큰 자원부국으로 FDI를 유치할 수 있는 매력을 충분히 보유하고 있어 자유무역주의로의 전환만 이루어진다면 Core Balance(경상수지+Net FDI) 흑자전환은 물론 경제의 체질강화와 성장성 제고로 연결될 수 있어 브라질 국채 투자 유인이 존재한다.

**4분기, 브라질 국채
매입 시점으로 판단**

따라서 미국 출구전략 우려에 따른 이머징 금융시장의 충격이 진정되고 프리솔트 유전 시추가 가시화될 것으로 예상되는 시점(4분기 예상)에, 브라질 헤알화의 평가절하와 국채금리 상승이 적정수준까지 진행되어 현재보다 싼 가격에 매입하는 것은 투자수익을 올릴 수 있는 방법으로 판단된다.

박중제 3276-6560
jj.park@truefriend.com
이수정 3276-6252
sujeong.lee@truefriend.com

IV. 유가 강세 시대도 저물어 간다

1. 북미 원유 파이프라인의 변화

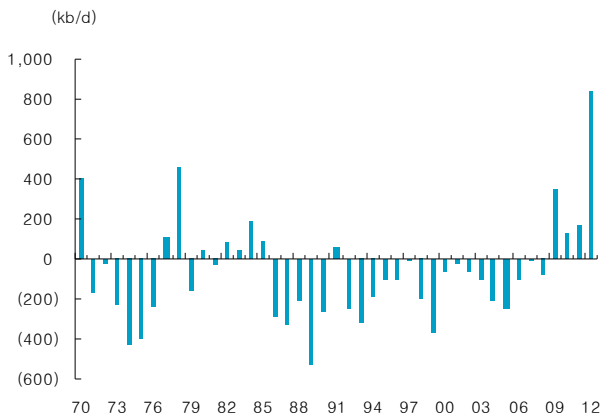
1) Tight oil

1956년 마리온 킹 허버트는 미국 석유 생산이 70년대 초 정점을 찍은 뒤 꾸준히 감소할 것으로 예상했다. 그는 석유 생산이 종(鍾) 모양의 ‘허버트 곡선’을 따른다고 주장했다. 실제로 미국 석유 생산은 70년을 정점으로 감소하며 Peak Theory(석유생산정점론)에 힘을 실는 듯 했으나 08년을 바닥으로 다시 증가하고 있다. Tight oil 생산이 본격적으로 시작됐기 때문이다.

최근 "셰일(Shale) 혁명"의 화두는 셰일가스에서 Tight oil로 이동하고 있다. Tight oil은 일반적인 셰일암에서 셰일가스 추출 방식과 거의 동일한 수평시추기술과 수압파쇄기법을 이용해 추출하는 원유를 지칭한다. 12년 미국 원유 생산량은 650만 b/d로 08년 500만 b/d 대비 약 30% 증가했다. 전통적 원유 생산 감소에도 불구하고 Tight oil 생산이 271% 폭증한 결과다. 미국 자원 개발 회사들이 채산성이 맞지 않는 가스 대신 수익성이 높은 원유 시장으로 대거 뛰어들면서 생산량 증가 속도가 빨라지고 있다. IEA는 2017년 미국이 세계 최대 산유국이 될 것이라고 전망한다.

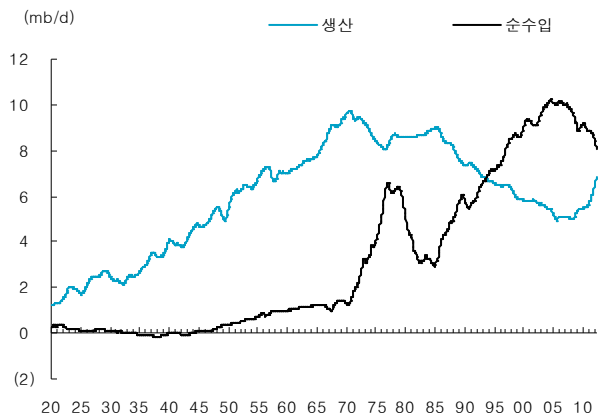
미국 Tight oil 생산 급증

[그림 4-1] 미국 연간 원유 생산량 변동: 2009년 이후 생산 급증



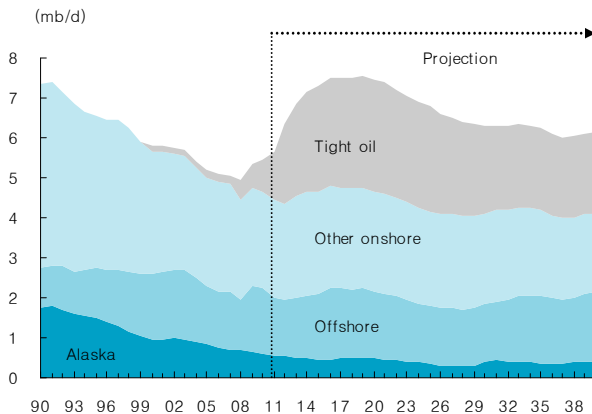
자료: EIA, 한국투자증권

[그림 4-2] 미국 원유 생산 및 순수입: 생산 곡선 종(鍾)모양 탈피



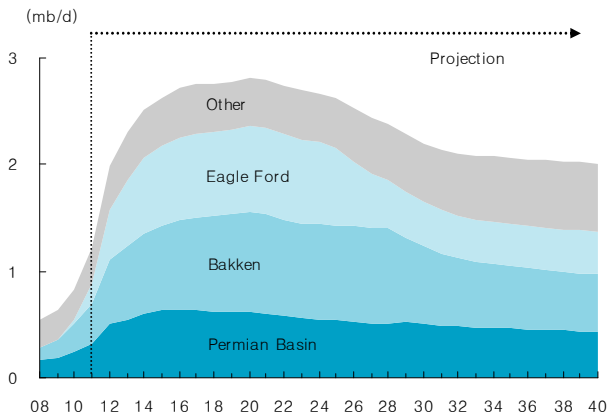
주: 12개월 이동평균
자료: EIA, 한국투자증권

[그림 4-3] 미국 원유 생산량 전망(1990-2040)



자료: EIA Annual Energy Outlook 2013, 한국투자증권

[그림 4-4] 미국 지역별 tight oil 생산량 전망(2008-2040)



자료: EIA Annual Energy Outlook 2013, 한국투자증권

Cushing 지역 병목현상으로
WTI와 다른 유종 간
가격 괴리 확대

2) 미국 파이프라인 인프라

일반적으로 공급의 증가는 가격의 하락으로 이어진다. 그러나 최근 북미 지역의 비약적인 원유 생산 증가 효과는 파이프라인 인프라 문제로 인해 매우 제한적으로 나타났다. WTI 가격이 결정되는 미국 Cushing 지역에서 원유 흐름의 병목현상이 발생하면서 WTI와 다른 유종 사이에 가격 괴리가 확대된 것이다.

문제는 11년 2월 Keystone 파이프라인이 추가로 완공되면서 시작됐다. Keystone 파이프라인은 캐나다로부터 Cushing 지역에 원유를 공급하는 송유관이다. 이 파이프라인이 가동되며 Cushing 지역으로 유입되는 원유량은 기존 360만 b/d에서 420만 b/d로 확대됐다. 그러나 인근 정제설비 등 수요에는 큰 변화가 없어 잉여 원유가 그대로 Cushing 지역에 쌓이기 시작했다. 그 결과 WTI 유가는 국제 수급상황과 관계없이 상대적으로 낮아졌다. 3대 유종(油種) 중 가장 고품위 원유인 WTI가 브렌트, 두바이보다 값이 낮은 가격역전현상이 발생했고 스프레드가 확대됐다.

[그림 4-5] 브렌트-WTI 스프레드



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4-6] 미국 Cushing 지역 원유 송유관 흐름



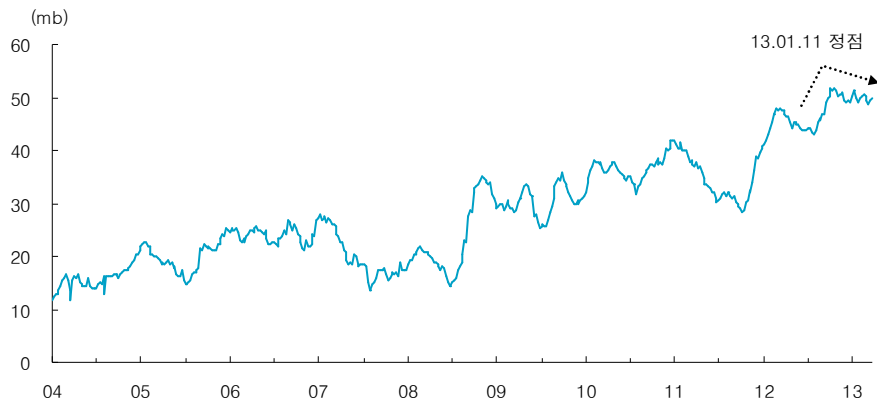
자료: Petronet, 한국투자증권

13년 1월을 기점으로
Cushing 과잉 재고 완화

문제를 개선하기 위한 노력은 12년 6월 시작됐다. 걸프만에서 Cushing으로 원유를 수송하던 Seaway 파이프라인이 수송 방향을 Cushing에서 걸프만으로 거꾸로 전환한 것이다. 이는 Cushing 지역의 과잉 재고를 해소하는데 다소 도움을 주었다. 그러나 Seaway 파이프라인의 수송능력이 15만 b/d로 11년 증설된 Keystone 파이프라인에 비해 부족해 병목현상을 완전히 해결하지는 못했다.

13년 1월 Seaway 파이프라인의 펌프능력이 확대돼 수송능력이 40만 b/d로 늘어나면서 과잉 재고가 본격적으로 완화되기 시작했다. WTI 선물의 실물 인도 지점인 Cushing의 원유 재고 감소가 예상되자 WTI 유가가 강세를 나타냈고, 이는 브렌트-WTI 스프레드 축소에 주된 도움이 됐다. 2월 Seaway 송유관 가동 차질로 스프레드가 한때 재확대 되었으나 이후 꾸준히 개선되는 모습이 관찰된다.

[그림 4-7] 미국 Cushing 지역 원유 재고: 점진적인 하향세 전환



자료: EIA, 한국투자증권

[그림 4-8] Keystone 파이프라인 루트



자료: Wikipedia, 한국투자증권

[그림 4-9] Seaway 파이프라인 루트



자료: Google Image, 한국투자증권

**파이프라인 인프라 개선으로
미국 원유 생산 증가로 인한
유가 안정 효과 가시화될 전망**

미국의 Tight oil 생산은 계속 증가할 것으로 보인다. EIA는 생산량이 12년 200만 b/d에서 13년 230만 b/d, 14년 251만 b/d로 늘어날 것으로 전망하고 있다. 그러나 이와 함께 송유관의 수송 규모도 확대돼 14년에는 Cushing에서의 원유 유출 규모가 유입 규모를 상회할 것으로 예상된다.

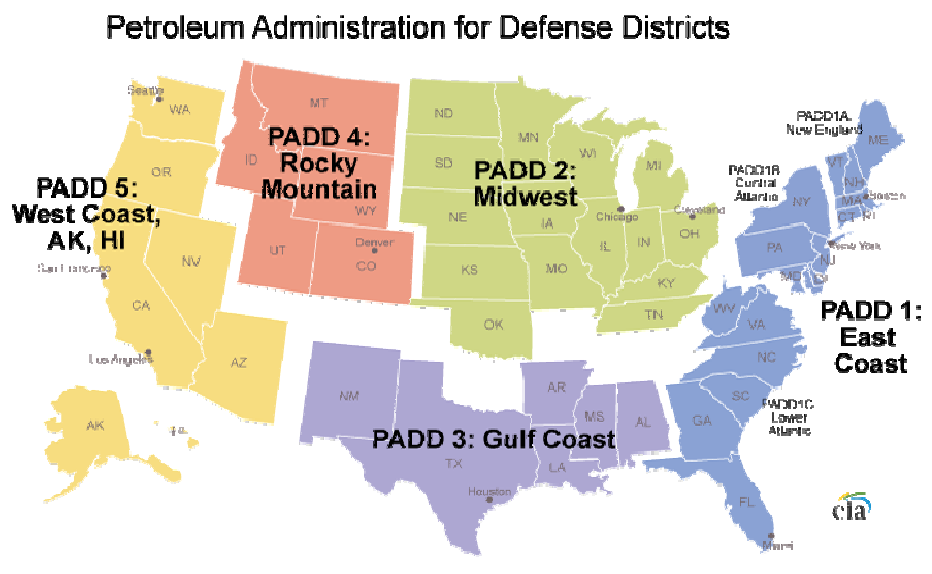
Seaway 송유관의 경우 올해 2월 Freeport(Seaway 파이프라인의 출구)의 Jones Creek 터미널과 연결된 Sweeny 정유공장의 유지보수로 인해 실제 송유 물량이 17.5만 b/d에 그치는 차질을 빚었다. 그러나 이르면 올해 3~4분기 기존 Jones Creek 터미널(260만 배럴)이 휴스턴에 위치한 Echo 터미널(600만 배럴)까지 확장 연결되면서 터미널 병목이 완화될 전망이다. 또한 14년에는 Seaway twin 파이프라인이 추가 가동돼 수송능력이 40만 b/d에서 85만 b/d로 확대된다.

한편 TransCanada사의 Keystone XL 송유관은 환경 문제로 인해 오바마 대통령의 승인이 지연되고 있다. 그러나 Cushing에서 텍사스 Nederland로 연결되는 남부 구간(Phase 3)은 초기 70만 b/d 규모로 올해 가동을 개시할 예정이다.

일련의 파이프라인 인프라가 개선되며 Cushing의 병목현상이 크게 완화될 것으로 보인다. 즉 그동안 북미 원유 공급 증가의 파급 효과를 제한시켰던 국지적인 수급 문제가 해소된다. 이에 따라 생산 증가로 인한 가격 안정 효과가 가시적으로 나타날 가능성이 높아졌다.

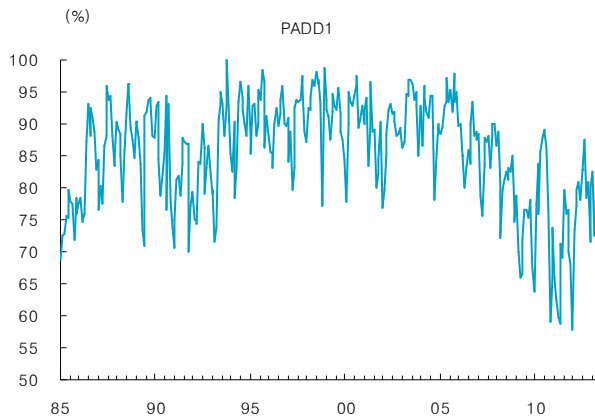
Tight oil 생산은 미국 중동부(PADD2), 중서부(PADD4), 남부지역(PADD3)에서 활발하다. 동부해안지역(PADD1)과 서부 해안지역(PADD5)은 원유 파이프라인 부족 등 인프라 문제로 다른 지역에 비해 정제설비 가동률이 상대적으로 낮은 편이다. 그러나 이들의 12년 가동률은 1년 전 대비 각각 67.9%에서 80.3%, 82.1%에서 83.5%로 향상됐다. Tight oil로 인한 수혜가 다른 지역으로 점진적으로 확산되고 있는 것으로 판단된다.

[그림 4-10] 미국 원유 재고 관리 5권역(PADD1~PADD5)

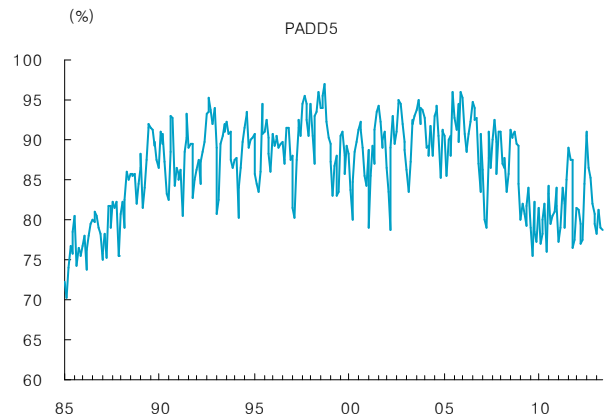


자료: EIA, 한국투자증권

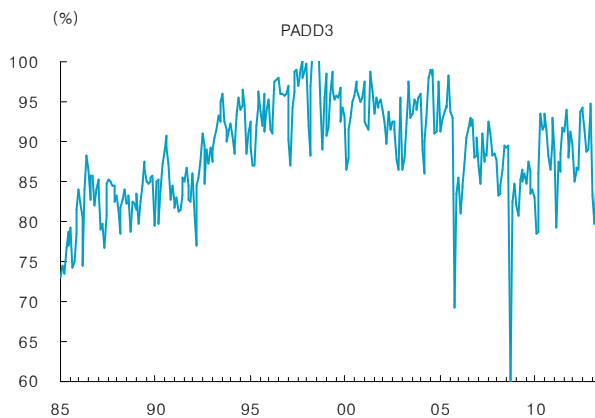
[그림 4-11] PADD1 정제설비 가동률



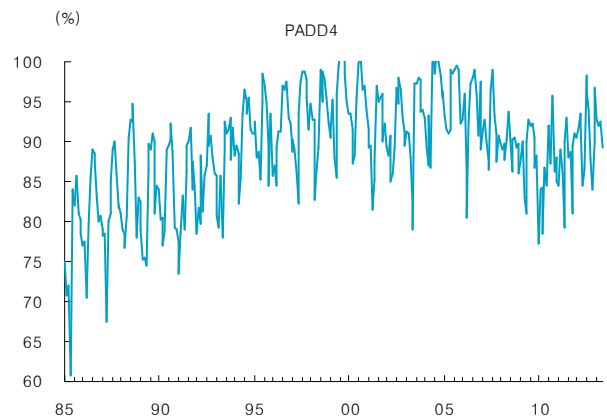
[그림 4-12] PADD5 정제설비 가동률



[그림 4-13] PADD3 정제설비 가동률



[그림 4-14] PADD4 정제설비 가동률



자료: EIA, 한국투자증권

자료: EIA, 한국투자증권

2. 급변하는 중동정세, 어떻게 볼 것인가?

1) 이집트 소요 사태의 원인과 전망

‘아랍의 봄’은 일장춘몽이었을까?

이집트 무르시 대통령 실각은 중동 민주화의 위기

이집트에서 무바라크의 30년 독재가 무너진 것은 중동 민주화의 상징적인 사건이었다. 중동의 다른 국가들에서는 기존의 레짐이 한 순간에 무너진 후 종파간, 부족간 분쟁에 휩싸이는 경우가 많았다. 그러나 이집트에서는 무바라크가 물러난 후 민주적인 선거에 의해 새로운 대통령으로 모하메드 무르시가 취임했다.

그러나 불과 1년 만에 이집트 국민과 군부는 무르시 대통령을 강제 퇴진시켰다. 선거에 의해 정당하게 선출된 대통령이 특별한 이유 없이 국민과 군부에 의해 자리에서 강제로 물러나게 된 것은 민주주의 사회에서는 상상하기 어려운 일이다. 비록 이집트 국민의 열망을 반영된 것이지만 민주적 절차와 형식이 모조리 무시되었다는 점에서 정당성을 얻기는 어렵다. 중동의 민주화를 기대하던 입장에서 매우 안타까운 일이라고 볼 수 있겠다. 그렇다면 이집트의 민주화가 꽃을 피우기도 전에 다시 혼란 속으로 빠지게 된 이유는 과연 무엇일까?

이집트 사태 원인

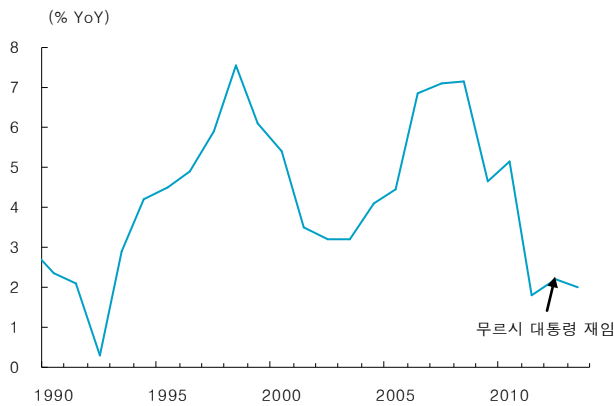
1) 경제적 측면

첫째, 이집트의 심각한 경제난 때문이다.

따지고 보면 중동에서 민주화의 바람이 불기 시작한 것도 국민들의 삶이 그만큼 고달프고 힘들기 때문이다. 따라서 새로운 정권과 지도자는 무엇보다 국민들의 경제적 욕구를 해결해줘야 하는데 이집트의 무르시 정권은 경제적으로 매우 무능했다.

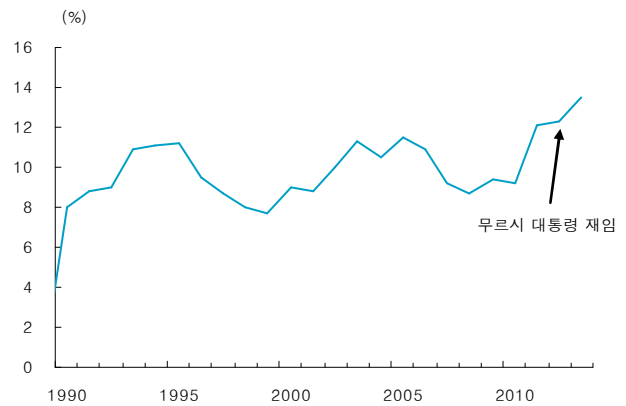
무르시 정권은 이집트에서 수십 년간 야당 역할을 하던 무슬림형제단을 기반으로 하고 있다. 따라서 2012년 집권 이후 이집트 무슬림 세력의 권한을 강화하기 위해 관련 법률을 정비하느라 경제적인 측면에서 뚜렷한 정책을 펼치지 못했다. 이로 인해 이집트 경제는 2000년대 이후 최악의 상황을 맞이하고 있는데, 특히 실업률은 1990년 이후 최대치인 13%를 상회하고 있다.

[그림 4-15] 이집트 GDP 성장률



자료: IMF, 한국투자증권

[그림 4-16] 이집트 실업률



자료: IMF, 한국투자증권

이집트 사태 원인

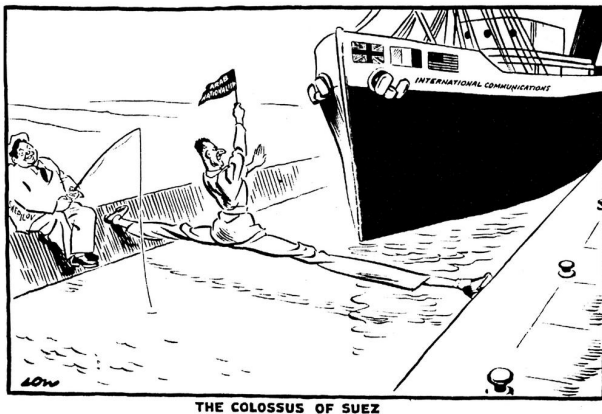
2) 정치, 사회적 측면

둘째, 이집트의 고질적인 병폐 즉, 세속주의와 이슬람 근본주의 세력간의 갈등이 지속되고 있기 때문이다.

이집트는 매우 복잡한 정체성을 가지고 있다. 영토가 중동과 아프리카에 걸쳐있어 지역적 정체성이 혼재되어 있다. 특히 4대 문명의 발상지라는 이집트 고유의 민족적 정체성이 높은 반면 아랍어를 사용하고 인구 90% 이상이 무슬림이라는 중동 및 이슬람 정체성도 가지고 있다.

역사적으로 이집트가 친서방과 친아랍 정책을 오고 갔던 배경에는 이 같은 복잡한 민족성 정체성이 자리잡고 있다. 범중동 정체성을 앞세운 나세르 대통령은 범아랍주의를 주창하고 수에즈 운하를 국유화 시키는 등 반서방 정책을 펼쳤다. 반면 나세르의 뒤를 이은 사다트 대통령은 자신을 아랍인으로서 보다는 이집트인으로 규정하고 심지어 1978년 카터 미국 대통령의 중재 하에 이스라엘과 평화조약을 체결했다.

[그림 4-17] 범아랍주의를 주창한 나세르 대통령



[그림 4-18] 이스라엘과 평화조약을 체결한 사다트 대통령



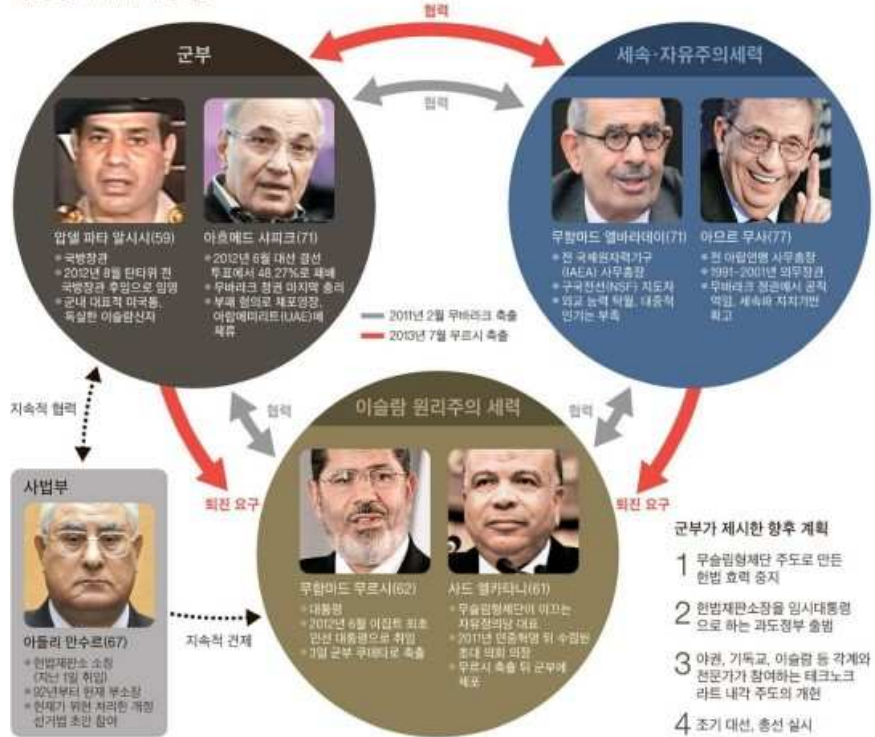
자료: Google images, 한국투자증권

자료: Google images, 한국투자증권

이 같은 복잡한 민족적 정체성이 누적된 결과 현재 이집트 내에서는 사다트, 무바라크 이후 이어져온 세속주의적 세력과 오랜 기간 동안 탄압 받아온 이슬람 근본주의자들이 심각한 갈등을 보이고 있다. 앞서 언급했지만 무르시 정권은 경제적 안정에 주력하기보다 이슬람 세력의 정치력 확대를 근본적으로 보장하기 위해 헌법 개정애 나섰다. 일반적인 아랍 국가와는 달리 매우 복잡한 정체성과 역사를 가지고 있는 이집트에서 이러한 움직임에 대해 세속주의 세력의 저항이 뒤따를 수 밖에 없었던 것으로 보인다.

[그림 4-19] 이집트 정국의 대결 구도

이집트 정국 주목해야 할 인물



자료: 중앙일보, 한국투자증권

그렇다면 향후 이집트의 정세 불안은 어떻게 전개될까? 물론 이집트 정국이 쉽게 안정을 찾기는 어려워 보인다. 무엇보다 절차적 민주주의가 파괴된 상황에서 목적이 수단을 정당화하여 충돌이 과격화 될 수 있다. 그런데 여기서 우리가 생각해봐야 할 점은 이집트에 대해 미국이 어떤 식으로 판단을 내릴 것인가이다. 왜냐하면 미국에게 이집트는 중동에서 가장 중요한 국가이기 때문이다.

오바마의 신고립주의와 중동의 혼란

오바마의 외교 정책은 중동의 정세 변화에 커다란 영향을 미쳤다. 오바마 시대의 외교정책은 이른바 ‘신고립주의’로 불린다. 건국 초기의 고립주의와 유사하게 대외 문제에 대해 미국의 개입을 최소화 한다는 것이다.

오바마의 조용하고 합리적인 대외정책은 일부 국제사회로부터 지지를 받기도 했지만 다른 한편에서는 비판적인 의견도 상당수 존재한다. 중동 지역에서 세력 균형을 유지하는데 중요한 역할을 하는 미국이 일방적으로 개입을 줄여버리면, 그 지역은 힘의 공백으로 인해 혼란이 가중될 수 있기 때문이다. 이라크, 시리아 등은 미국의 소극적 개입으로 인해 종파간 분쟁이 확산되고 있는 좋은 사례이다. 이에 따라 오바마 2기 취임을 맞이해 오히려 미국이 국제사회에서 역할을 강화해주시기를 기대하는 국제사회 여론이 강하다.

[그림 4-20] 아시아 미군 배치 현황



자료: 조선일보, 한국투자증권

이집트는 중동 내 미국의 전략적 파트너

특히 이집트는 미국의 입장에서 매우 중요하다. 1978년 이스라엘과 평화협정을 맺은 이후 이집트는 중동에서 이스라엘의 안보를 지키고, 미국이 중동 국가들을 설득하는 창구 역할을 해왔기 때문이다.

2차 세계대전 이후 미국의 대 중동정책은 냉전시대/탈냉전시대/9.11 테러 이후 시대로 나뉘 볼 수 있다. 냉전시대 미국 중동정책의 목표는 1) 중동 석유 통제, 2) 이스라엘 방어, 3) 소련의 남하저지였다. 지정학적으로 소련의 남하를 막는데 있어 가장 중요한 이란과 중동에서 유일하게 이스라엘과 우호적인 관계를 맺고 있던 이집트가 가장 중요한 동맹이었다.

[그림 4-21] 미국 중동정책의 역사

	냉전시대	탈냉전시대	9.11 이후
정책목표	<ul style="list-style-type: none"> - 중동 석유 통제 - 이스라엘 방어 - 소련의 남하저지 	<ul style="list-style-type: none"> - 중동 석유 통제 - 이스라엘 방어 - 중동국 패권 저지 	<ul style="list-style-type: none"> - 중동 석유 통제 - 이스라엘 방어 - 중동민주화추진
주요동맹국	이란/이집트	사우디/이집트	

자료: 중앙일보, 한국투자증권

이집트 사태 전망:
미국과의 특수 관계를
고려, 장기화 가능성 낮아

지금까지 미국은 중동의 정세 변화에 대해 적극적으로 개입하지 않았다. 리비아 및 시리아 좋은 예이다. 그러나 이집트는 다를 것으로 보인다. 미국은 중동에서 가장 중요한 이집트에서 정치적 혼란이 장기화 되는 것을 원치 않을 것이다. 따라서 이번 이집트 사태는 미국이 이른바 ‘신고립주의’에서 다소 벗어난 모습을 보여줄 가능성이 높다. 시리아처럼 이집트에서 정세 불안이 내전으로 확대되거나 장기화될 가능성은 낮은 것으로 판단한다.

2) 이란핵 문제의 분기점이 될 2013년 하반기

미국과 이란의
관계개선 가능성이 높은
네 가지 이유

올해 초 발간한 브루킹스 연구소의 “Big bets, Black swans” 보고서에서는 1979년 이란 혁명이 발생한 이후 이란과의 건설적인 관계를 재정립하기에 가장 좋은 시점이라고 평가하고 있다. 네 가지 이유 때문이다.

첫째, 강력한 경제제재 정책으로 이란은 혁명 이후 가장 심각한 경제적 어려움을 겪고 있다. 유례가 없는 경제적 어려움으로 인해 이란 내부에서도 핵개발 추가 전략의 실효성에 대한 논란이 이어지고 있다.

둘째, 이란 제재에 대해 유례를 찾기 힘든 국제적 공조가 이루어지고 있다. 약 10여 년간 이란 봉쇄에 대해 애매한 태도를 취하던 유럽도 강경한 입장으로 선화했고 심지어 러시아와 중국도 이란 봉쇄에 찬성하고 있다. 부시 정권 때만 하더라도 미국과 이란 사이의 교착 상태 원인이 미국 쪽에 있다고 보았으나 오바마 정권 이후에는 오히려 이란의 책임이 더 크다고 인식하고 있다.

셋째, 미국 내부적 정치 상황도 협상에 우호적이다. 오바마 2기 내각의 외교 및 국방 라인도 군사적 조치에 반대하고 비교적 이스라엘로부터 중립적인 성향의 인물들로 구성되었다. 국무장관 존 케리와 국방장관 척 헤이글은 모두 군사적 방법론에 매우 부정적인 온건파로서 특히 척 헤이글은 평소에 이스라엘에 대한 중립적인 발언과 소신을 보여왔다는 점에서 주목 받고 있다. 오바마 2기 대외정책 라인의 성향은 향후 오바마 대외정책의 방향을 단적으로 보여주는 것이라고 볼 수 있겠다.

[그림 4-22] 존 케리 국무장관, 반전 운동 참여



자료: 한국투자증권

[그림 4-23] 척 헤이글 국방장관 반대 포스터



자료: 한국투자증권

넷째, 이스라엘과 서방권에 초강경 정책을 펼치던 아마디네자드 대통령이 올해 퇴임을 앞두고 있기 때문이다. 올해 이란 대선에서는 중도 개혁 성향의 하산 로하니가 새 대통령으로 선출되었다. 물론 보수와 최고 종교 지도자 하메네이가 견재하므로 이란의 대외 반미 노선이 갑자기 바뀔 가능성은 없다. 단 차기 대통령과 성향이 비슷한 하타미 전 대통령이 재임하던 2000년대 초반에 이란이 비교적 개방적 정책을 펼치고 서방과의 관계 개선에 나섰다라는 점에서 차기 이란의 대외 정책 역시 비슷하게 전개될 가능성도 충분히 존재한다.

역대 민주당 출신 미 대통령은 재임중 중동 평화협정 이끌어, 오바마는?

1970년대 이후 민주당 출신의 미국 대통령은 카터, 클린턴, 오바마 총 세 명이다. 전임 카터와 클린턴 대통령은 재임시에 중동 평화 협정을 이끌어낸 공통점을 가지고 있다. 카터는 이집트와 이스라엘의 평화를 중재했고, 클린턴은 팔레스타인과 이스라엘의 협정을 이끌어냈다. 오바마 2기에 중동에서는 어떤 변화가 나타날까? 분명 오바마 1기의 소극적 고립주의 정책보다는 보다 적극적인 대책이 나타날 가능성이 높다.

[그림 4-24] 1970년대 이후 민주당 출신 미국 대통령은 언제나 재임 중에 중동 평화 협정을 이끌어 냈다



자료: Google images, 한국투자증권

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.