KB Core View

트럼프 트레이드 2.0

KB증권

자산배분 Strategist 김상훈
hoon.kim9@kbfg.com
연구원 이상범
sb.lee@kbfg.com

글로벌 자산배분전략

2024년 7월 26일

더 많은 리포트 보기

글로벌 자산배분: 당분간은 여론조사에 따라 'trump trade'와 되돌림

1월 Core View '트럼프 시즌 2 대비'에서 기본적으로는 미국 중심의 Disinflation으로 주식, 채권 가격 상승을 전망하지만, 미 대선이 가까워질수록 변동성 확대를 제시했다. 예상보다 빨리 트럼프 당선 가능성 상승과 피격, 바이든 사퇴 등 미 대선이 혼돈 양상을 보이고 있다. 'trump trade'의 기본은 (미국 기준) 주가, 금리, 달러 상승이다. 그러나 1기때에도 예상외 당선~관세, 감세 / 무역분쟁~무역협상 / 팬데믹 시기별로 달랐다. 또한 당시와 현재는 1) 경기, 물가 2) 통화정책, 3) 서프라이즈 여부로 달라질 수 있다. 당분간은 여론조사에 따른 변동성에 대비하자.

경제: 낮아진 물가 리스크, 높아지는 '최대 고용'의 하방 리스크

미국 경제는 금리 인하의 당위성을 확인하는 마지막 구간을 통과했다. 인플레이션이 다시 심화할 우려보다 고용이 둔화할 리스크가 커지면서, 연준은 9월 금리인하를 개시해 긴축 정도를 낮출 전망이다. 한편 경기와 달리 정치적 환경은 급변하고 있다. 다양한 시나리오가 혼재하는 가운데, 아직은 공화당 우위의 환경이 지속되고 있다. 트럼프의 재당선은 단기적으로는 기대 물가를 높이는 요인으로 작용할 수 있고, 시간이 지나면서 성장에는 부정적인 영향이 확대될 전망이다.

주식: 미국 대선 전까지 높아질 변동성에 대비해야 하는 8월

트럼프-공화당 승리 가능성이 높지만, 한동안은 민주당의 기세가 반등할 전망이다. 8월 하순 엔비디아 실적 발표 전까지 성장주에게는 좋은 환경이기도 하다. 그러나 미국 대선이 있는 해 9~10월에 변동성이 높아지는 계절성이 있는 가운데 현재는 다양한 시나리오가 가능하다. 경기민감주 비중 확대 등으로 대비해야 한다. 중국 주식은 기대했던 3중전회에서 대규모 경기부양책은 발표되지 않았다. 트럼프 당선시 대중국 압박이 예상되어 중국은 이의 대응으로 전략적인 저가 수출 지속이 예상되며 저물가, 저금리, 저환율에 따라 지수보다는 고배당주 상대 선호현상이 지속될 전망이다. 한국 주식은 실적장세 2국면으로 1국면을 주도했던 'IT'의 랠리가 점차 약화되고, 개별주 순환매가 나타나는 특징이 있다. 특히 수급적으로 소외되었던 '저P/E주'에서 주도주가 나오는데 금융/소비재가 이에 해당되는 업종이라는 의견을 유지한다.

채권: 빨리 내려온 금리. 한국 국채(4→3)와 크레딧(5→4) 장기 선호도 하향

연준의 9월 인하는 기정사실화되고 있지만, 미 금리는 선반영하면서 하락했다. 현 수준보다 금리가 더 낮아지기 위해서는 연속 인하 기대감이 형성되어야 하지만 현재 미국의 펀더멘털을 고려하면 이는 쉽지 않다. 한은도 아직 높은 물가 불확실성, 가계대출 증가와 수도권 부동산 상승, 외환 시장을 고려하면 빠른 인하를 단행하기 어렵다. 연내 2번 인하를 반영한 금리는 기대만큼 인하가 되지않으면 반등할 전망이어서 3개월 후의 장기 선호도를 하향한다. 미국은 견조한 경기, 한국은 점차 완화되고 있는 부동산 PF로 인해 크레딧의 디폴트 리스크는 경감되고 있다. 다만, 미 대선이 가까워지면서 일부 산업에 대한 우려가 나타날 수 있어 장기 선호도를 하향한다.

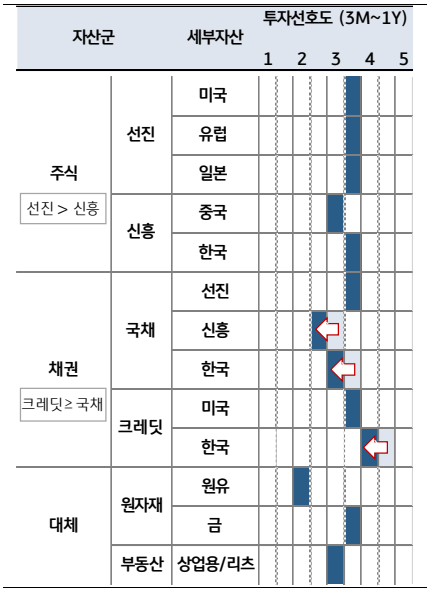
대체투자: 유가와 금에 상반된 트럼프 영향. 오피스를 중심으로 조정 지속, 리츠는 선별적 개선

중국 경기에 대한 우려 속 트럼프 당선 가능성은 유가 등 원자재에는 가격 하락 요인이다. 반면 금은 인하 기대속 트럼프 불확실성에 따른 안전자산 선호가 예상된다. 미국 상업용 부동산 시장은 오피스를 중심으로 자산가치 조정이 지속 중이다. 5월에 단기 선호도를 상향한 리츠는 수익률 개선이 유지되고 있으나 실물 시장 조정으로 여전히 선별적 투자가 필요해 보인다.

2024년 7월 자산군별 수익률

자료: Bloomberg, KB증권
주: 7월 24일 종가 기준, 자산군별 지수는 마지막 페이지 참고

자산군별 선호도: 주식=채권>대체



자료: KB증권
주: 단순 수익률이 아닌 변동성을 감안한 선호도

2024년 7월 KB Core View: 주식=채권>대체

자산군		세부 자산	투자선호도 단기 (3M)		투자선호도 장기 (1Y)		투자 포인트	3개월 상대가치 선호	3개월 상대가치 비선호
주식 선진>신흥	선진	미국	3		4		민주당 전당대회가 열리는 8월 하순까지 민주당의 기세가 반등하면서 성장주의 상승세 지지할 전망. 예년처럼 9~10월에 대선 불확실성이 높아질 것. 성장주 비중확대 강도를 낮추고, 경기민감주와 헬스케어주 비중 확대해서 트럼프-공화당 승리 가능성에 대비	성장주	-
		유럽	3		4		럭셔리주가 중국 소비 부진에 이어 미국 고소득층의 소비심리 위축 영향을 받아 부진할 전망. 미국 대선 불확실성도 유로존 주식에 하방 압력 될 수 있는 가운데 트럼프-공화당 승리 가능성에 대비해서 방위주 비중을 확대해서 대비	-	-
		일본	3		4		미국 대선 불확실성으로 일본 주식의 변동성 확대 전망. 대선 결과가 미국의 엔 환율에 대한 기조를 좌우할 것. 특히 엔 약세에 부정적인 트럼프의 재선 가능성이 높아지면 엔 강세가 일본 주식 하방 압력을 키울 수 있음	-	-
	신흥	중국	3		3		**[본토]** 트럼프가 주장하는 정책이 인플레이션을 유발한다는 점에서, 협상카드로 활용 가능한 중국의 저가 수출 전략 중기적으로 지속될 가능성. 저가 수출 및 신국9조 (중국판 밸류업) 영향으로 고배당주 (에너지, 유틸리티, 은행 등) 연말까지 양호한 흐름 예상	고배당	
		홍콩	3		3		**[홍콩]** 대외 불안요인으로 트럼프 지지율 제고 (미중갈등 격화)에 따른 증시 변동성 확대 예상. 대내적으로는 3중전회 실망감 (소비, 부동산 부양책 부재) 및 홍콩 증시 이익 전망 하락세 지속으로 연말까지 상대적으로 낮은 투자 선호 이어질 전망	-	
		한국	3		4		'실적장세 2국면'은 '1국면'에서 독주했던 'IT (반도체)'의 랠리가 점차 약화되고, 개별주 순환매가 나타나는 특징이 있음. 특히 전반부에는 (AI붐 등으로 인해) 수급적으로 소외되었던 '저P/E주'에서 주도주가 나옴. 금융/소비재가 이에 해당되는 업종	금융/소비재	
채권 크레딧 ≥ 국채	국채	선진	3		4		미국 연내 2회 (9, 12월) 인하 전망으로 10년물 금리 적정 레벨은 4.2%로 판단. 9월 FOMC 전까지는 금리 하방 요인 유세 예상하나, 이후 트럼프-공화당 승리 가능성 높아지면 다시 4.2% 수준에서 등락할 전망		
		신흥	3		2	▼	장기 선호도 하향. 단기적으로 연준의 인하 기대는 긍정적. 다만 중국 경기 부진과 트럼프 당선 가능성은 신흥국 채권에 부정적으로 작용 (소버린 스프레드 확대 혹은 통화가치 하락)할 위험. 브라질은 통화정책 독립성 불안 등 개별 국가 이슈가 리스크 요인		
		한국	3		3	▼	장기 선호도 하향. 한은 인하 기대감으로 금리는 연저점을 기록했지만 여전한 물가 불확실성, 가계부채 증가 및 수도권 부동산 가격 상승 그리고 환율 시장의 부담으로 한은 금리인하는 4분기 예상. 선반영했던 시장 금리는 추가 하락 제한되며 반등 전망		단기물
	크레딧	미국	4		3		5월 미국 투기등급 회사채의 부도율은 4.7%로 하락 전환. 양호한 경제와 주가 상승 등이 부도 리스크 낮춘 요인. 밸류에이션 부담은 크지만 단기 비우량물에 대한 선호는 여전		
		한국	4		4	▼	장기 선호도 하향. 크레딧 이벤트 발발 가능성은 낮고 고금리 캐리 수요는 여전. 다만 트럼프 당선 시 특정 산업 타깃 규제 강화, 관세 부과, IRA 철폐 등 불확실성 증가할 전망. 타인자본으로 CAPEX 확장에 집중한 업종에 대한 신용평가사 모니터링 유인 높아질 것	AA- 이상 A1 CP	A+ 이하 A2 이하
대체	원자재	원유	2		2		국제유가는 중국 경제지표 부진 및 트럼프 우세 반영하며 70달러대로 하락, 4분기부터는 OPEC+의 감산 완화되면서 유가 추가 하향 안정 전망		
		금	3		4		금 가격은 9월 금리 인하 기대와 트럼프 리스크로 추가 상승하며 7월 최고가 (2,460달러대) 경신. 중장기적으로 연준의 금리 인하 전후로 추세적 상승 전망 유지		
	부동산	상업용 / 리츠	3		3		미국 상업용 부동산 부실 및 처분 중인 자산 규모가 오피스를 중심으로 증가하고 있음. 오피스에 대한 우려가 여전한 가운데 Core 및 Value Added 전략 투자 증가 예상. 리츠는 실물 자산이 양호한 섹터 중심의 차별적인 수익률 개선 전망 유지		

자료: KB증권

주: 투자선호도는 기대수익률뿐만 아니라 변동성(위험)을 고려해 1 (비선호) ~ 5 (선호)로 표시. ▲▼는 전월 대비 변화. 자산배분 담당자의 의견으로 개별 자산 담당자 의견과 상대적 측면에서 다를 수 있음

Contents

2024년 7월 KB Core View: 주식=채권>대체 2

자산배분전략: 트럼프 트레이드 2.0 4

경제: 낮아진 물가 리스크, 높아지는 '최대 고용'의 하방 리스크 11

미국주식: 대비하기도 쉽지 않은 대선 관련 변동성 12

선진주식: 미국 대선 불확실성이 높일 선진시장 변동성 13

중국주식: '3중전회+트럼프' 조합이 미칠 영향은? 14

한국주식: 완연해지는 '실적장세 2국면' 15

하반기 핵심 지표 'P/E'와 '제조업 건설투자' 16

국채: 지금 사야할 이유는 많지 않다 17

크레딧: 질서정연한 디폴트 사이클 18

원자재: 하반기 금리 인하, 미 대선, 라니냐의 원자재 영향 19

상업용 부동산/리츠: 오피스 중심 여전히 증가 중인 부실자산 규모, 리츠 성과가 개선되었으나 여전히 선별적 투자 의견 유지 20

환율: 금리인하 기대 vs 트럼프 리스크 21

ETF 투자 아이디어: 미국 법인세율 인하의 영향은? 22

Chart Book 24

ETF Flow 26

자산배분 Strategist 김상훈
hoon.kim9@kbfg.com
상업용부동산 Analyst 김미숙
kms0301@kbfg.com
ETF Analyst 박유안
youan_park@kbfg.com
연구원 이상범
sb.lee@kbfg.com

주식 Strategist 이은택
et.lee@kbfg.com
Quant Analyst 김민규
mingyu.kim@kbfg.com
주식시황/파생 Analyst 하인환
inhwan.ha@kbfg.com
해외주식/크로스에셋 Strategist 김일혁, CFA, FRM, CAIA
holistic@kbfg.com
미국주식 시황 Analyst 안소은
se.ahn@kbfg.com
아시아주식 Strategist 박수현
shpark@kbfg.com

FX/원자재 Analyst 오재영
jaeyoung.oh@kbfg.com
Economist 권희진
heejin.gweon@kbfg.com
채권 Analyst 임재균, CFA
jk.lim@kbfg.com
해외채권 Analyst 박준우, CFA
junoo.park@kbfg.com
크레딧 Analyst 정형주
hj.jeong@kbfg.com

자산배분전략: 트럼프 트레이드 2.0

자산배분 Strategist 김상훈 hoon.kim9@kbfg.com

연초 자료에서 트럼프발 변동성 대비 제시

KB증권은 올해 첫 자산배분전략 Core View를 '트럼프 시즌 2 대비'(1/26)로 발간하며 기본적으로는 미국 중심의 Disinflation으로 주식, 채권 가격 상승을 전망하지만, 미 대선이 가까워질수록 변동성 확대 대비를 제시했다.

예상보다 빨리 트럼프의 지지율이 상승하며 'trump trade' 부각되다 바이든 사퇴 등 혼돈의 미 대선

당초 예상보다 빨리 트럼프의 지지율이 상승하며 시장은 이를 일시 반영하다 다시 매크로 환경과 통화정책, 중동 분쟁 등이 market driver로 작용했다. 이후 6월 28일 1차 대선 토론에서 트럼프의 승리라는 인식으로 'trump trade'가 활발해지다 트럼프 피격, 전격적인 바이든의 후보 사퇴와 카멀라 해리스 부통령의 후보 부각 등 미국 대선 상황은 급변하고 있다.

시장에 영향을 미치는 트럼프의 정책은 크게 1) 관세 2) 감세 3) 반이민으로 요약할 수 있다. 이는 성장과 물가에 상, 하방요인으로 작용하겠지만, 전반적으로 경기 부양은 단기적이며 인플레이션을 자극할 수 있다는 우려가 지배적이다. 트럼프 1기때도 '미국 경제에 크게 도움이 되지 않는다'는 평가가 우세했다.

트럼프 트레이드는 (미국 기준) 주가, 금리, 달러 상승. 다만 1기때도 당선~초기, 무역분쟁~협상, 팬데믹 등 시기에 따라 다름

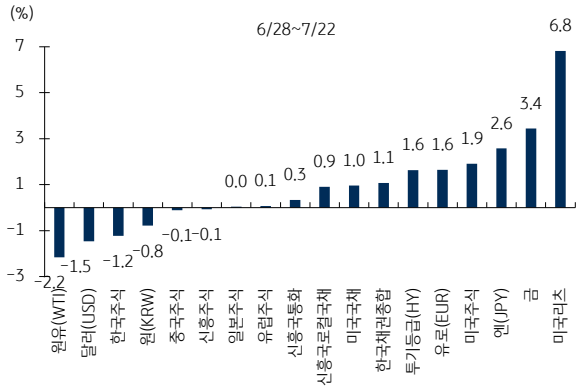
트럼프 트레이드는 미국 기준으로는 주가, 금리, 달러 상승이다. 실제 트럼프 1기때 자산별 수익률을 살펴보면 (2016년 11월 8일 당선시부터 2019년말 기준, 좀 더 세분화하면 당선~트럼프 행정부 초기, 무역 분쟁~무역 협상, 팬데믹 시기 등으로 나눌 수 있겠다. 팬데믹 시기는 트럼프 정책보다는 팬데믹의 영향이 커서 제외했다) 미국 주식의 성과가 가장 뛰어났다. 업종으로는 (미국이 우위를 보이는) 경기민감주와 규제 완화로 금융 등이 강세를, 에너지는 친환경 에너지 중심 약세를 보였다.

금리는 당선 후 큰 폭의 상승을 보였다. 감세 재원 마련을 위한 재정적자발 국채 공급 부담과 결국 경기 부양은 금리 상승 요인이라는 인식이었다. 통화정책도 금리인상 사이클 시작 단계였다. 이후 옐런에서 파월 의장 교체 후 무역분쟁에 따른 경기 우려에도 인상이 지속되자 금리는 더 상승하고 주가도 하락했다. 파월 해임 논의 등의 소동 후 보험성 금리인하로 전환하며 결국 시장금리는 하락했다. 달러도 당선 후 상승했으나 '약달러 선호' 발언 등으로 밴드내 등락을 보였다.

트럼프 1기때 신흥국 통화와 주식시장 상대적 약세

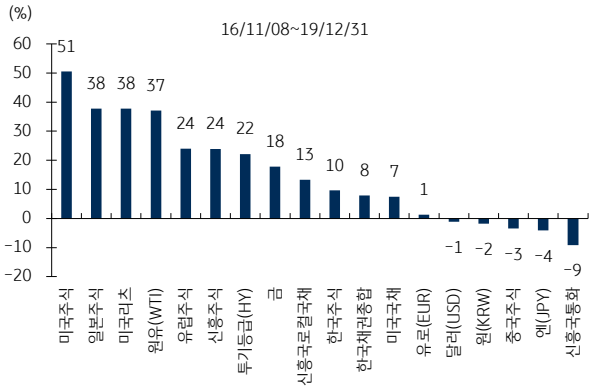
반면 신흥국 통화는 약세를, 특히 무역분쟁의 당사자인 위안화와 Proxy 인식이 있는 원화는 약세를 보였다. 중국 주식시장은 부진했으며 한국도 동조되는 구간이 많았다.

그림 1. 1차 토론 트럼프 우세~바이든 사퇴 전 자산별 수익률



자료: Bloomberg, KB증권

그림 2. 트럼프 당선~팬데믹 전 자산별 수익률



자료: Bloomberg, KB증권

트럼프 1기때와 현재는 1) 경기, 물가 사이클 2) 통화정책 3) 서프라이즈 여부가 다름. 상하원 구성도 살펴야

물론 트럼프 1기때와 환경도 달라졌다. 1) 당시 미국 경기는 회복기인 반면 현재는 둔화가 예상되며 물가는 절대 레벨이 높아졌다. 2) 당시 통화정책은 인상기조에서 보험성 인하로 전환되었다. 현재는 인하 기대가 형성되어 있다. 3) 무엇보다도 당시 트럼프 당선은 서프라이즈인 반면 현재 시장은 이를 일부 선반영하고 있다는 것이다. 또한 당시는 중간선거에서 상(공화), 하원(민주)이 분리되고 하원에서 탄핵도 추진되었지만, 현재는 공화당의 우세가 예상된다.

다만 카멀라 해리스로 후보 교체라는 변수로 다양한 시나리오가 부각되고 있어 당분간 시장은 여론조사 결과와 민주당의 하원 방어 여부를 살피며 이에 따라 자산별 가격 변화가 있을 것으로 예상된다. 만약 민주당이 우세해지면 트럼프 트레이드는 되돌려지며 기존의 '완만한 경기 둔화와 물가 하향 속에 점진적인 금리 인하' 경로로 시장은 방향타를 잡을 것이다.

주식 자산군 내에서는 '선진>신흥' 유지. 경기보다 미 대선 불확실성이 더 변동성, 조정 요인

주식 자산군 내에서는 '선진>신흥'을 유지한다. 일부 미국의 경기 둔화를 넘어선 침체 우려는 예상을 상회한 2분기 GDP가 상쇄하며 주식시장의 큰 부담이 되지는 않을 전망이다. 미 대선은 전당대회, 컨벤션 효과 등으로 한동안은 민주당의 기세가 반등하면 성장주에게 나쁘지 않을 수 있다. 그러나 다양한 시나리오가 가능해 경기민감주 비중 확대 등으로 트럼프-공화당 승리에 대비해야 한다. 중국 주식은 미 대선에 영향을 크게 받을 수 밖에 없다. 트럼프 대비책으로 저가 수출 지속이 예상되어 지수보다는 고배당주 상대 선호 대응을 유지한다. 한국은 여름에 IT(반도체)의 상승이 약화되고, 금융/소비재 중심 순환매 의견을 유지한다

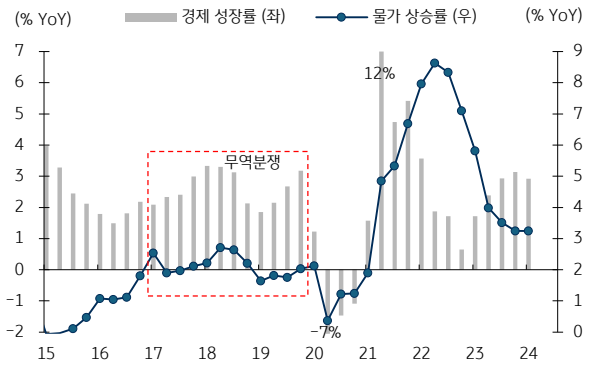
채권 자산군 내에서는 '크레딧 ≥ 국채' 유지. 신흥국, 한국 국채 및 크레딧 장기 선호도 하향. 미 대선 상황에 따라 변동

채권 자산군 내에서는 '크레딧 ≥ 국채'를 유지하며 선호도 변경이 많다. 트럼프 당선 가능성은 금리의 상방 요인이나 1기때와는 앞서 언급한 경기, 통화정책 사이클 및 서프라이즈 여부 등이 달라 당시처럼 금리 급등보다는 인하로 인한 하락을 상쇄, 일시 상승시키는 요인으로 판단된다. 다만 신흥국 채권에는 환율을 통해 부담일 수 있어 장기 선호도를 하향 (3→2)한다. 한국 시장 금리는 이미 연내 2회 인하를 기정사실화한 수준으로 하락했다. 2분기 GDP 전기비가 마이너스를 기록해 8월 소수의견 가능성은 있으나 1분기 부양에 의한 기저효과로 한은은 연간 성장률 전망 상향은 유지했다. 물가, 금융안정, 특히 미 대선불확실성발 원화 약세 등을 감안해 연내 2회~내년초 연속 인하가 현실화 되지 않을 수 있어 3개월 이후의 투자 선호도를 하향한다 (3→2). 한국 크레딧도 빠른 PF 정리 등은 긍정적이나 미 대선 불확실성을 반영해 장기 선호도를 하향 (5→4)한다. 물론 미 대선 상황에 따라 선호도는 변경될 수 있다.

대체 자산군 중에서는 금>원유 유지. 트럼프 우세시 격차 확대. 리스 수익률 개선 중이나 여전히 섹터별 차별화

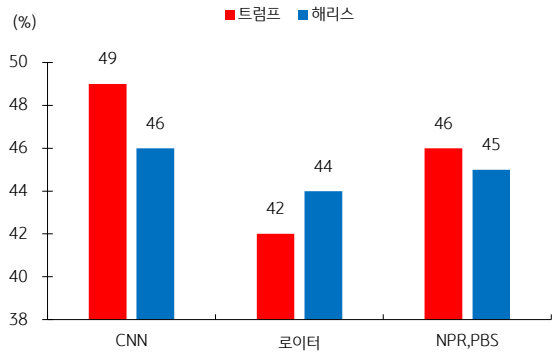
대체 자산군 내에서 '금>원유'를 유지하며 트럼프 당선 가능성은 격차를 확대시킬 수 있다. 5월에 단기 선호도를 중립으로 상향한 리츠는 단순 적용 시 트럼프 1기때 수익률이 양호했고 현재 개선 중이다. 여전히 기초자산별 차별화 투자의견을 유지한다.

그림 3. 트럼프 1기 초반 경기는 개선. 물가 레벨은 현재가 더 높음



자료: CEIC, KB증권

그림 4. 현재까지 트럼프-해리스 여론조사. 오차범위 수준 접전



자료: 언론 종합, KB증권

주요 자산 ETF 성과 (Return, KRW 기준)

최근 1개월 주요 자산들 (ETF)의 성과를 살펴보면, 부동산 ETF (VNQ)가 7.4%로 가장 많이 상승했고, 금 ETF (GLD)가 3.3% 상승하며 그 뒤를 이었다. 선진 주식 (VEA)까지 원화 환산 수익률 기준 상위 1~3위를 기록했다. 자산배분 BM (주식: 채권 60/40 포트폴리오)은 +0.9%로 7위를 기록했다.

그림 5. 주요 ETF Return Quilt (KRW 기준)

2019	2020	2021	2022	2023	1Y	6M	3M	1M	2W	YTD	최근 1주
부동산 VNQ 36.1%	한국주식 EWY 30.8%	원유 DBO 80.2%	원자재종합 GSG 31.1%	미국주식 SPY 28.4%	미국주식 SPY 34.0%	금 GLD 22.2%	부동산 VNQ 14.1%	부동산 VNQ 7.4%	부동산 VNQ 6.8%	미국주식 SPY 24.7%	부동산 VNQ 2.1%
미국주식 SPY 35.4%	금 GLD 16.2%	부동산 VNQ 59.5%	원유 DBO 18.3%	글로벌주식 ACWI 23.9%	금 GLD 32.3%	미국주식 SPY 18.6%	미국주식 SPY 11.6%	금 GLD 3.3%	하이일드 HYG 1.2%	금 GLD 24.0%	달러 UUP 1.0%
글로벌주식 ACWI 30.8%	중국주식 MCHI 16.0%	원자재종합 GSG 53.6%	달러 UUP 15.4%	한국주식 EWY 22.9%	글로벌주식 ACWI 28.4%	중국주식 MCHI 18.0%	글로벌주식 ACWI 9.8%	선진주식 VEA 2.2%	글로벌채권 BNDW 1.0%	글로벌주식 ACWI 21.0%	하이일드 HYG 0.5%
원유 DBO 29.8%	미국주식 SPY 10.0%	미국주식 SPY 43.4%	금 GLD 6.9%	선진주식 VEA 18.8%	자산배분BM 60:40 22.7%	글로벌주식 ACWI 16.6%	신흥주식 VWO 8.2%	하이일드 HYG 1.8%	미국국채 GOVT 0.9%	원유 DBO 19.0%	글로벌채권 BNDW 0.5%
중국주식 MCHI 28.5%	글로벌주식 ACWI 8.0%	글로벌주식 ACWI 31.1%	평균 AVG -4.9%	자산배분BM 60:40 17.5%	달러 UUP 21.2%	신흥주식 VWO 15.4%	중국주식 MCHI 7.4%	한국채권 273130 1.1%	금 GLD 0.8%	신흥주식 VWO 15.9%	미국국채 GOVT 0.3%
선진주식 VEA 26.9%	신흥주식 VWO 5.5%	선진주식 VEA 22.0%	하이일드 HYG -5.5%	금 GLD 13.2%	하이일드 HYG 20.2%	한국주식 EWY 14.0%	자산배분BM 60:40 7.1%	글로벌주식 ACWI 1.0%	투자등급 LQD 0.7%	자산배분BM 60:40 15.6%	한국채권 273130 0.2%
신흥주식 VWO 24.2%	자산배분BM 60:40 4.6%	자산배분BM 60:40 21.7%	한국채권 273130 -6.2%	부동산 VNQ 13.2%	선진주식 VEA 20.2%	선진주식 VEA 13.1%	한국주식 EWY 6.7%	자산배분BM 60:40 0.9%	한국채권 273130 0.6%	원자재종합 GSG 15.6%	금 GLD -0.1%
자산배분BM 60:40 23.2%	투자등급 LQD 3.9%	평균 AVG 21.3%	미국국채 GOVT -6.5%	하이일드 HYG 12.8%	신흥주식 VWO 19.7%	원유 DBO 12.9%	선진주식 VEA 6.5%	글로벌채권 BNDW 0.9%	달러 UUP 0.3%	선진주식 VEA 15.0%	투자등급 LQD -0.2%
금 GLD 21.7%	선진주식 VEA 2.1%	달러 UUP 16.1%	글로벌채권 BNDW -7.2%	평균 AVG 10.2%	부동산 VNQ 18.0%	자산배분BM 60:40 12.1%	평균 AVG 4.9%	미국주식 SPY 0.8%	선진주식 VEA 0.1%	평균 AVG 13.4%	자산배분BM 60:40 -0.9%
평균 AVG 21.0%	한국채권 273130 1.6%	하이일드 HYG 14.2%	선진주식 VEA -10.7%	투자등급 LQD 10.1%	평균 AVG 17.9%	평균 AVG 11.6%	투자등급 LQD 4.7%	평균 AVG 0.7%	자산배분BM 60:40 0.1%	중국주식 MCHI 13.3%	평균 AVG -1.1%
투자등급 LQD 20.9%	평균 AVG 0.9%	신흥주식 VWO 10.8%	자산배분BM 60:40 -11.2%	신흥주식 VWO 9.5%	원유 DBO 17.6%	부동산 VNQ 10.0%	하이일드 HYG 4.5%	투자등급 LQD 0.7%	평균 AVG -0.3%	달러 UUP 12.5%	미국주식 SPY -1.4%
원자재종합 GSG 18.9%	미국국채 GOVT 0.4%	투자등급 LQD 8.4%	투자등급 LQD -12.0%	한국채권 273130 8.1%	원자재종합 GSG 14.6%	원자재종합 GSG 9.5%	미국국채 GOVT 3.6%	미국국채 GOVT 0.7%	미국주식 SPY -0.6%	하이일드 HYG 11.2%	선진주식 VEA -1.8%
하이일드 HYG 18.0%	글로벌채권 BNDW -0.6%	미국국채 GOVT 8.1%	신흥주식 VWO -13.6%	글로벌채권 BNDW 7.9%	투자등급 LQD 14.4%	하이일드 HYG 7.9%	한국채권 273130 3.1%	달러 UUP 0.1%	글로벌주식 ACWI -0.6%	부동산 VNQ 8.5%	글로벌주식 ACWI -1.8%
한국주식 EWY 13.1%	하이일드 HYG -2.4%	글로벌채권 BNDW 7.6%	미국주식 SPY -13.7%	미국국채 GOVT 5.0%	글로벌채권 BNDW 14.2%	달러 UUP 7.8%	글로벌채권 BNDW 3.0%	신흥주식 VWO -0.2%	중국주식 MCHI -1.1%	글로벌채권 BNDW 7.7%	원자재종합 GSG -2.4%
글로벌채권 BNDW 11.7%	부동산 VNQ -9.5%	금 GLD 3.0%	글로벌주식 ACWI -13.8%	달러 UUP 3.9%	미국국채 GOVT 11.7%	글로벌채권 BNDW 5.5%	금 GLD 0.6%	한국주식 EWY -0.2%	신흥주식 VWO -1.2%	투자등급 LQD 7.5%	원유 DBO -2.4%
미국국채 GOVT 10.0%	달러 UUP -12.8%	한국주식 EWY -1.1%	중국주식 MCHI -18.0%	원유 DBO -0.4%	한국주식 EWY 9.3%	투자등급 LQD 5.3%	달러 UUP 0.0%	원유 DBO -1.6%	원자재종합 GSG -4.3%	한국주식 EWY 7.4%	신흥주식 VWO -3.1%
달러 UUP 6.8%	원유 DBO -26.0%	한국채권 273130 -1.6%	부동산 VNQ -21.1%	원자재종합 GSG -1.2%	한국채권 273130 6.9%	미국국채 GOVT 5.2%	원유 DBO -0.9%	중국주식 MCHI -3.1%	원유 DBO -4.3%	미국국채 GOVT 7.2%	중국주식 MCHI -4.0%
한국채권 273130 3.6%	원자재종합 GSG -29.0%	중국주식 MCHI -14.3%	한국주식 EWY -22.1%	중국주식 MCHI -13.0%	중국주식 MCHI 4.0%	한국채권 273130 3.5%	원자재종합 GSG -4.0%	원자재종합 GSG -3.2%	한국주식 EWY -5.0%	한국채권 273130 3.3%	한국주식 EWY -4.5%

자료: FactSet, KB증권

주: KRW 총 수익률, 24.7.19 기준

주요 자산 ETF 성과 (Return to Risk, KRW 기준)

Return Quilt에서 차원을 하나 더해 위험까지 고려해보자. 위험 대비 수익률 (Return to Risk) 기준으로 부동산 (VNQ), 한국채권 (273130), 하이일드 (HYG)의 효율이 최근 1개월 좋았다. 금 (GLD), 선진주식 (VEA)의 변동성이 높아 (절대 수익 기준 순위 대비) 순위가 낮아졌으며, 한국채권 (273130) 및 하이일드 (HYG)는 균형 잡힌 수익으로 순위가 상승했다. 자산배분 BM (주식: 채권 60/40 포트폴리오)은 6위를 기록했다.

그림 6. 주요 ETF Return to Risk Quilt (KRW 기준)

2019	2020	2021	2022	2023	1Y	6M	3M	1M	2W	YTD	최근 1주
투자등급 LQD 3.32	한국주식 EWY 1.12	부동산 VNQ 4.56	달러 UUP 1.39	한국채권 273130 2.08	미국주식 SPY 3.14	금 GLD 1.57	미국주식 SPY 1.13	부동산 VNQ 0.47	부동산 VNQ 0.50	미국주식 SPY 1.86	부동산 VNQ 0.16
자산배분BM 60:40 3.12	금 GLD 0.96	미국주식 SPY 3.73	원자재종합 GSG 1.18	미국주식 SPY 2.04	자산배분BM 60:40 2.86	미국주식 SPY 1.47	한국채권 273130 1.10	한국채권 273130 0.40	한국채권 273130 0.23	글로벌주식 ACWI 1.60	달러 UUP 0.13
하이일드 HYG 3.06	한국채권 273130 0.78	원자재종합 GSG 3.26	원유 DBO 0.56	글로벌주식 ACWI 1.82	금 GLD 2.77	글로벌주식 ACWI 1.34	글로벌주식 ACWI 1.02	하이일드 HYG 0.22	하이일드 HYG 0.16	금 GLD 1.48	한국채권 273130 0.08
부동산 VNQ 2.95	중국주식 MCHI 0.68	원유 DBO 3.23	금 GLD 0.50	자산배분BM 60:40 1.64	글로벌주식 ACWI 2.72	신흥주식 VWO 1.20	부동산 VNQ 0.91	금 GLD 0.19	글로벌채권 BNDW 0.14	자산배분BM 60:40 1.36	하이일드 HYG 0.08
미국주식 SPY 2.91	미국주식 SPY 0.42	글로벌주식 ACWI 2.81	평균 AVG -0.28	선진주식 VEA 1.37	하이일드 HYG 2.59	자산배분BM 60:40 1.10	자산배분BM 60:40 0.91	선진주식 VEA 0.19	미국국채 GOVT 0.12	신흥주식 VWO 1.15	글로벌채권 BNDW 0.07
글로벌주식 ACWI 2.79	글로벌주식 ACWI 0.35	하이일드 HYG 2.34	하이일드 HYG -0.46	한국주식 EWY 1.34	달러 UUP 2.30	선진주식 VEA 0.97	신흥주식 VWO 0.76	자산배분BM 60:40 0.11	투자등급 LQD 0.08	달러 UUP 1.09	미국국채 GOVT 0.03
선진주식 VEA 2.64	자산배분BM 60:40 0.33	달러 UUP 2.20	중국주식 MCHI -0.57	하이일드 HYG 1.22	한국채권 273130 1.93	중국주식 MCHI 0.95	하이일드 HYG 0.65	글로벌채권 BNDW 0.11	금 GLD 0.05	선진주식 VEA 1.07	금 GLD -0.01
한국채권 273130 2.34	투자등급 LQD 0.31	자산배분BM 60:40 2.01	선진주식 VEA -0.58	금 GLD 1.03	선진주식 VEA 1.74	한국채권 273130 0.88	선진주식 VEA 0.65	글로벌주식 ACWI 0.10	달러 UUP 0.03	하이일드 HYG 1.00	투자등급 LQD -0.02
글로벌채권 BNDW 2.02	신흥주식 VWO 0.24	선진주식 VEA 1.90	미국주식 SPY -0.66	투자등급 LQD 0.88	글로벌채권 BNDW 1.70	평균 AVG 0.81	투자등급 LQD 0.56	미국국채 GOVT 0.08	선진주식 VEA 0.01	평균 AVG 0.89	평균 AVG -0.10
금 GLD 1.99	선진주식 VEA 0.09	평균 AVG 1.79	미국국채 GOVT -0.67	글로벌채권 BNDW 0.82	신흥주식 VWO 1.66	한국주식 EWY 0.74	미국국채 GOVT 0.46	미국주식 SPY 0.08	자산배분BM 60:40 0.01	한국채권 273130 0.81	자산배분BM 60:40 -0.11
평균 AVG 1.93	미국국채 GOVT 0.05	글로벌채권 BNDW 1.24	글로벌주식 ACWI -0.72	부동산 VNQ 0.73	평균 AVG 1.46	하이일드 HYG 0.73	평균 AVG 0.46	투자등급 LQD 0.08	평균 AVG -0.03	원자재종합 GSG 0.81	미국주식 SPY -0.14
신흥주식 VWO 1.91	평균 AVG 0.05	미국국채 GOVT 1.19	신흥주식 VWO -0.74	평균 AVG 0.73	투자등급 LQD 1.43	달러 UUP 0.66	한국주식 EWY 0.41	평균 AVG 0.06	미국주식 SPY -0.06	중국주식 MCHI 0.68	선진주식 VEA -0.15
중국주식 MCHI 1.67	글로벌채권 BNDW -0.07	투자등급 LQD 1.05	글로벌채권 BNDW -0.77	신흥주식 VWO 0.71	부동산 VNQ 1.32	원자재종합 GSG 0.54	글로벌채권 BNDW 0.40	달러 UUP 0.01	글로벌주식 ACWI -0.06	글로벌채권 BNDW 0.67	원유 DBO -0.16
미국국채 GOVT 1.57	하이일드 HYG -0.19	신흥주식 VWO 0.75	투자등급 LQD -1.01	미국국채 GOVT 0.50	미국국채 GOVT 1.31	글로벌채권 BNDW 0.50	중국주식 MCHI 0.36	한국주식 EWY -0.01	중국주식 MCHI -0.07	원유 DBO 0.63	글로벌주식 ACWI -0.18
원자재종합 GSG 1.20	부동산 VNQ -0.32	금 GLD 0.24	부동산 VNQ -1.02	달러 UUP 0.34	원자재종합 GSG 0.84	부동산 VNQ 0.49	금 GLD 0.05	신흥주식 VWO -0.01	신흥주식 VWO -0.12	미국국채 GOVT 0.63	원자재종합 GSG -0.19
원유 DBO 1.18	원유 DBO -0.77	한국주식 EWY -0.06	한국주식 EWY -1.04	원유 DBO -0.02	원유 DBO 0.68	미국국채 GOVT 0.47	달러 UUP 0.01	원유 DBO -0.10	원유 DBO -0.27	투자등급 LQD 0.56	중국주식 MCHI -0.23
달러 UUP 1.00	원자재종합 GSG -1.19	중국주식 MCHI -0.65	자산배분BM 60:40 -1.38	원자재종합 GSG -0.07	한국주식 EWY 0.64	원유 DBO 0.47	원유 DBO -0.06	중국주식 MCHI -0.18	원자재종합 GSG -0.31	한국주식 EWY 0.42	신흥주식 VWO -0.29
한국주식 EWY 0.90	달러 UUP -1.22	한국채권 273130 -0.95	한국채권 273130 -1.88	중국주식 MCHI -0.58	중국주식 MCHI 0.19	투자등급 LQD 0.42	원자재종합 GSG -0.32	원자재종합 GSG -0.24	한국주식 EWY -0.36	부동산 VNQ 0.41	한국주식 EWY -0.31

자료: FactSet, KB증권

주: KRW 총 수익률, 24.7.19 기준, 위험은 최근 90일 표준편차 활용

주요 자산 ETF 성과 (Return, USD 기준)

최근 1개월 주요 자산들 (ETF)의 성과를 살펴보면, 부동산 (VNQ)이 7.0%로 가장 많이 상승했고, 금 (GLD)이 2.9% 상승하며 그 뒤를 이었다. 선진주식 (VEA)까지 달러 기준 수익률 기준 상위 1~3위를 기록했다. 자산배분 BM (주식: 채권 60/40 포트폴리오)은 +0.5%로 원화 환산 수익률 (+0.9%) 대비 낮은 성과를 보이며 7위를 기록했다.

그림 7. 주요 ETF Return Quilt (USD 기준)

2019	2020	2021	2022	2023	1Y	6M	3M	1M	2W	YTD	최근 1주
부동산 VNQ 31.7%	한국주식 EWY 39.5%	원유 DBO 64.0%	원자재종합 GSG 23.6%	미국주식 SPY 26.7%	미국주식 SPY 22.3%	금 GLD 18.0%	부동산 VNQ 13.8%	부동산 VNQ 7.0%	부동산 VNQ 6.3%	미국주식 SPY 16.9%	부동산 VNQ 1.5%
미국주식 SPY 31.1%	금 GLD 23.9%	부동산 VNQ 45.2%	원유 DBO 11.5%	글로벌주식 ACWI 22.3%	금 GLD 20.7%	미국주식 SPY 14.5%	미국주식 SPY 11.2%	금 GLD 2.9%	하이일드 HYG 0.7%	금 GLD 16.3%	달러 UUP 0.5%
글로벌주식 ACWI 26.6%	중국주식 MCHI 23.7%	원자재종합 GSG 39.8%	달러 UUP 8.8%	한국주식 EWY 21.3%	글로벌주식 ACWI 17.2%	중국주식 MCHI 13.9%	글로벌주식 ACWI 9.5%	선진주식 VEA 1.8%	글로벌채권 BNDW 0.5%	글로벌주식 ACWI 13.4%	하이일드 HYG 0.0%
원유 DBO 25.7%	미국주식 SPY 17.3%	미국주식 SPY 30.5%	금 GLD 0.8%	선진주식 VEA 17.3%	자산배분BM 60:40 12.0%	글로벌주식 ACWI 12.6%	신흥주식 VWO 7.9%	하이일드 HYG 1.3%	미국국채 GOVT 0.4%	원유 DBO 11.6%	글로벌채권 BNDW -0.1%
중국주식 MCHI 24.4%	글로벌주식 ACWI 15.1%	글로벌주식 ACWI 19.3%	평균 AVG -10.4%	자산배분BM 60:40 16.0%	달러 UUP 10.6%	신흥주식 VWO 11.4%	중국주식 MCHI 7.1%	한국채권 273130 0.7%	금 GLD 0.4%	신흥주식 VWO 8.7%	미국국채 GOVT -0.3%
선진주식 VEA 22.8%	신흥주식 VWO 12.5%	선진주식 VEA 11.0%	하이일드 HYG -11.0%	금 GLD 11.8%	하이일드 HYG 9.7%	한국주식 EWY 10.1%	자산배분BM 60:40 6.8%	글로벌주식 ACWI 0.6%	투자등급 LQD 0.2%	자산배분BM 60:40 8.4%	한국채권 273130 -0.3%
신흥주식 VWO 20.2%	자산배분BM 60:40 11.5%	자산배분BM 60:40 10.8%	한국채권 273130 -11.5%	부동산 VNQ 11.7%	선진주식 VEA 9.7%	선진주식 VEA 9.2%	한국주식 EWY 6.4%	자산배분BM 60:40 0.5%	한국채권 273130 0.1%	원자재종합 GSG 8.4%	금 GLD -0.6%
자산배분BM 60:40 19.2%	투자등급 LQD 10.7%	평균 AVG 10.4%	미국국채 GOVT -11.9%	하이일드 HYG 11.3%	신흥주식 VWO 9.2%	원유 DBO 9.0%	선진주식 VEA 6.1%	글로벌채권 BNDW 0.5%	달러 UUP -0.2%	선진주식 VEA 7.8%	투자등급 LQD -0.7%
금 GLD 17.8%	선진주식 VEA 8.9%	달러 UUP 5.6%	글로벌채권 BNDW -12.5%	평균 AVG 8.8%	부동산 VNQ 7.7%	자산배분BM 60:40 8.3%	평균 AVG 4.6%	미국주식 SPY 0.4%	선진주식 VEA -0.3%	평균 AVG 6.3%	자산배분BM 60:40 -1.4%
평균 AVG 17.1%	한국채권 273130 8.3%	하이일드 HYG 4.0%	선진주식 VEA -15.9%	투자등급 LQD 8.7%	평균 AVG 7.6%	평균 AVG 7.7%	투자등급 LQD 4.4%	평균 AVG 0.3%	자산배분BM 60:40 -0.4%	중국주식 MCHI 6.3%	평균 AVG -1.6%
투자등급 LQD 17.0%	평균 AVG 7.6%	신흥주식 VWO 0.8%	자산배분BM 60:40 -16.3%	신흥주식 VWO 8.1%	원유 DBO 7.3%	부동산 VNQ 6.2%	하이일드 HYG 4.2%	투자등급 LQD 0.3%	평균 AVG -0.7%	달러 UUP 5.5%	미국주식 SPY -2.0%
원자재종합 GSG 15.0%	미국국채 GOVT 7.1%	투자등급 LQD -1.3%	투자등급 LQD -17.1%	한국채권 273130 6.7%	원자재종합 GSG 4.6%	원자재종합 GSG 5.7%	미국국채 GOVT 3.3%	미국국채 GOVT 0.3%	미국주식 SPY -1.0%	하이일드 HYG 4.3%	선진주식 VEA -2.3%
하이일드 HYG 14.2%	글로벌채권 BNDW 6.0%	미국국채 GOVT -1.6%	신흥주식 VWO -18.6%	글로벌채권 BNDW 6.5%	투자등급 LQD 4.4%	하이일드 HYG 4.2%	한국채권 273130 2.8%	달러 UUP -0.3%	글로벌주식 ACWI -1.0%	부동산 VNQ 1.7%	글로벌주식 ACWI -2.3%
한국주식 EWY 9.4%	하이일드 HYG 4.0%	글로벌채권 BNDW -2.0%	미국주식 SPY -18.6%	미국국채 GOVT 3.6%	글로벌채권 BNDW 4.2%	달러 UUP 4.0%	글로벌채권 BNDW 2.7%	신흥주식 VWO -0.6%	중국주식 MCHI -1.6%	글로벌채권 BNDW 1.0%	원자재종합 GSG -2.9%
글로벌채권 BNDW 8.1%	부동산 VNQ -3.5%	금 GLD -6.2%	글로벌주식 ACWI -18.8%	달러 UUP 2.5%	미국국채 GOVT 1.9%	글로벌채권 BNDW 1.8%	금 GLD 0.3%	한국주식 EWY -0.6%	신흥주식 VWO -1.6%	투자등급 LQD 0.8%	원유 DBO -3.0%
미국국채 GOVT 6.5%	달러 UUP -7.0%	한국주식 EWY -9.9%	중국주식 MCHI -22.7%	원유 DBO -1.7%	한국주식 EWY -0.3%	투자등급 LQD 1.7%	달러 UUP -0.3%	원유 DBO -2.0%	원자재종합 GSG -4.7%	한국주식 EWY 0.8%	신흥주식 VWO -3.6%
달러 UUP 3.3%	원유 DBO -21.1%	한국채권 273130 -10.4%	부동산 VNQ -25.7%	원자재종합 GSG -2.5%	한국채권 273130 -2.4%	미국국채 GOVT 1.6%	원유 DBO -1.2%	중국주식 MCHI -3.5%	원유 DBO -4.8%	미국국채 GOVT 0.6%	중국주식 MCHI -4.5%
한국채권 273130 0.2%	원자재종합 GSG -24.3%	중국주식 MCHI -22.0%	한국주식 EWY -26.6%	중국주식 MCHI -14.1%	중국주식 MCHI -5.1%	한국채권 273130 0.0%	원자재종합 GSG -4.3%	원자재종합 GSG -3.6%	한국주식 EWY -5.4%	한국채권 273130 -3.1%	한국주식 EWY -5.0%

자료: FactSet, KB증권

주: USD 총 수익률, 24.7.19 기준

주요 자산 ETF 성과 (Return to Risk, USD 기준)

Return Quilt에서 차원을 하나 더해 위험까지 고려해보자. 위험 대비 수익률 (Return to Risk) 기준으로 부동산 (VNQ), 하이일드 (HYG), 금 (GLD)의 효율이 최근 1개월 좋았다. 선진주식 (VEA)의 변동성이 높아 (절대 수익 기준 순위 대비) 순위가 낮아졌으며, 하이일드 (HYG)는 균형 잡힌 수익으로 순위가 상승했다. 자산배분 BM (주식: 채권 60/40 포트폴리오)은 6위를 기록했다.

그림 8. 주요 ETF Return to Risk Quilt (USD 기준)

2019	2020	2021	2022	2023	1Y	6M	3M	1M	2W	YTD	최근 1주
투자등급 LQD 4.40	금 GLD 1.59	부동산 VNQ 3.67	달러 UUP 1.25	미국주식 SPY 2.25	미국주식 SPY 2.28	금 GLD 1.74	미국주식 SPY 1.16	부동산 VNQ 0.48	부동산 VNQ 0.52	미국주식 SPY 1.71	부동산 VNQ 0.13
글로벌채권 BNDW 3.69	미국국채 GOVT 1.54	미국주식 SPY 2.91	원자재종합 GSG 0.92	글로벌주식 ACWI 1.96	금 GLD 2.19	미국주식 SPY 1.53	자산배분BM 60:40 1.11	하이일드 HYG 0.32	하이일드 HYG 0.18	금 GLD 1.38	달러 UUP 0.10
하이일드 HYG 3.35	글로벌채권 BNDW 1.51	원유 DBO 2.58	원유 DBO 0.35	하이일드 HYG 1.69	자산배분BM 60:40 1.95	글로벌주식 ACWI 1.32	글로벌주식 ACWI 1.06	금 GLD 0.20	글로벌채권 BNDW 0.14	글로벌주식 ACWI 1.34	하이일드 HYG 0.00
자산배분BM 60:40 2.84	한국주식 EWY 1.34	원자재종합 GSG 2.47	금 GLD 0.06	자산배분BM 60:40 1.65	하이일드 HYG 1.86	자산배분BM 60:40 1.21	하이일드 HYG 1.02	선진주식 VEA 0.18	미국국채 GOVT 0.10	자산배분BM 60:40 1.20	글로벌채권 BNDW -0.02
부동산 VNQ 2.82	한국채권 273130 1.15	글로벌주식 ACWI 1.89	평균 AVG -0.63	선진주식 VEA 1.42	달러 UUP 1.82	신흥주식 VWO 0.99	부동산 VNQ 0.90	글로벌채권 BNDW 0.11	투자등급 LQD 0.04	달러 UUP 0.90	금 GLD -0.04
미국주식 SPY 2.56	투자등급 LQD 1.00	달러 UUP 1.26	중국주식 MCHI -0.71	글로벌채권 BNDW 1.25	글로벌주식 ACWI 1.73	선진주식 VEA 0.84	신흥주식 VWO 0.77	자산배분BM 60:40 0.09	금 GLD 0.03	신흥주식 VWO 0.74	한국채권 273130 -0.05
글로벌주식 ACWI 2.40	중국주식 MCHI 0.98	하이일드 HYG 1.20	선진주식 VEA -0.90	한국주식 EWY 1.12	글로벌채권 BNDW 0.89	하이일드 HYG 0.74	투자등급 LQD 0.70	한국채권 273130 0.08	한국채권 273130 0.02	하이일드 HYG 0.74	미국국채 GOVT -0.07
선진주식 VEA 2.23	자산배분BM 60:40 0.88	자산배분BM 60:40 1.10	미국주식 SPY -0.96	금 GLD 1.06	선진주식 VEA 0.84	중국주식 MCHI 0.72	선진주식 VEA 0.70	글로벌주식 ACWI 0.07	선진주식 VEA -0.03	선진주식 VEA 0.70	투자등급 LQD -0.13
미국국채 GOVT 1.96	미국주식 SPY 0.74	선진주식 VEA 1.00	글로벌주식 ACWI -1.04	투자등급 LQD 1.05	신흥주식 VWO 0.76	달러 UUP 0.67	미국국채 GOVT 0.67	미국국채 GOVT 0.06	달러 UUP -0.05	평균 AVG 0.50	평균 AVG -0.17
금 GLD 1.87	글로벌주식 ACWI 0.68	평균 AVG 0.95	신흥주식 VWO -1.04	부동산 VNQ 0.70	평균 AVG 0.65	평균 AVG 0.63	글로벌채권 BNDW 0.63	미국주식 SPY 0.05	자산배분BM 60:40 -0.07	원자재종합 GSG 0.49	원유 DBO -0.20
평균 AVG 1.67	신흥주식 VWO 0.53	신흥주식 VWO 0.06	하이일드 HYG -1.15	평균 AVG 0.70	투자등급 LQD 0.61	한국주식 EWY 0.47	평균 AVG 0.47	투자등급 LQD 0.05	평균 AVG -0.08	원유 DBO 0.41	선진주식 VEA -0.23
신흥주식 VWO 1.55	평균 AVG 0.42	투자등급 LQD -0.26	한국주식 EWY -1.22	신흥주식 VWO 0.64	부동산 VNQ 0.56	원자재종합 GSG 0.35	한국주식 EWY 0.37	평균 AVG 0.03	중국주식 MCHI -0.09	중국주식 MCHI 0.33	미국주식 SPY -0.24
중국주식 MCHI 1.38	선진주식 VEA 0.40	미국국채 GOVT -0.45	한국채권 273130 -1.30	한국채권 273130 0.63	미국국채 GOVT 0.36	글로벌채권 BNDW 0.35	한국채권 273130 0.36	한국주식 EWY -0.04	미국주식 SPY -0.13	글로벌채권 BNDW 0.17	자산배분BM 60:40 -0.25
원유 DBO 1.02	하이일드 HYG 0.35	금 GLD -0.53	부동산 VNQ -1.31	미국국채 GOVT 0.63	원유 DBO 0.28	원유 DBO 0.34	중국주식 MCHI 0.34	신흥주식 VWO -0.06	글로벌주식 ACWI -0.13	미국국채 GOVT 0.10	중국주식 MCHI -0.25
원자재종합 GSG 0.97	부동산 VNQ -0.12	한국주식 EWY -0.55	투자등급 LQD -1.80	달러 UUP 0.40	원자재종합 GSG 0.26	부동산 VNQ 0.33	금 GLD 0.03	달러 UUP -0.07	신흥주식 VWO -0.17	투자등급 LQD 0.09	원자재종합 GSG -0.26
달러 UUP 0.81	원유 DBO -0.64	글로벌채권 BNDW -0.82	미국국채 GOVT -1.93	원유 DBO -0.07	한국주식 EWY -0.02	미국국채 GOVT 0.29	달러 UUP -0.06	원유 DBO -0.14	원유 DBO -0.33	부동산 VNQ 0.09	글로벌주식 ACWI -0.29
한국주식 EWY 0.59	원자재종합 GSG -1.02	중국주식 MCHI -0.99	글로벌채권 BNDW -2.26	원자재종합 GSG -0.15	중국주식 MCHI -0.23	투자등급 LQD 0.20	원유 DBO -0.10	중국주식 MCHI -0.20	한국주식 EWY -0.37	한국주식 EWY 0.04	한국주식 EWY -0.33
한국채권 273130 0.05	달러 UUP -1.10	한국채권 273130 -1.91	자산배분BM 60:40 -2.63	중국주식 MCHI -0.61	한국채권 273130 -0.28	한국채권 273130 0.00	원자재종합 GSG -0.41	원자재종합 GSG -0.33	원자재종합 GSG -0.41	한국채권 273130 -0.25	신흥주식 VWO -0.36

자료: FactSet, KB증권

주: USD 총 수익률, 24.7.19 기준, 위험은 최근 90일 표준편차 활용

주요 자산 ETF Correlation

2019년 이후 ETF Correlation 수치는 아래와 같다. 환율 효과를 배제한 자산 (ETF)간의 움직임을 살펴보기 위해 USD 총 수익률 기준으로 각각의 상관계수를 계산했다. 아래 그림의 상관계수는 가장 단순한 역사적 상관계수 (Historical correlation)에 불과하다. 각 투자자의 투자목적/전략에 따라 상관계수 추정 방식을 다르게 가져갈 수 있다. 2019년 이후 글로벌 주식은 달러와의 상관계수가 -0.60으로 가장 낮다. 미국 국채와의 상관계수가 0.04, 금과의 상관계수가 0.32로 그 뒤를 이었다.

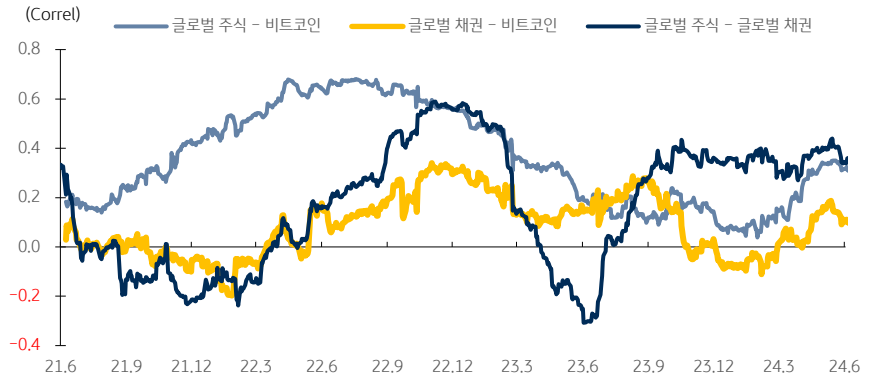
그림 9. 2019년 이후 주요 자산 ETF 역사적 Correlation

	원유	금	달러	한국주식	미국주식	중국주식	선진주식	신흥주식	미국국채	한국채권	투자등급	하이일드	부동산	글로벌 주식	글로벌 채권	원자재 종합
원유	1.00	0.21	-0.24	0.38	0.43	0.32	0.45	0.46	-0.20	0.11	0.17	0.36	0.33	0.46	-0.01	0.91
금	0.21	1.00	-0.52	0.27	0.28	0.24	0.34	0.32	0.36	0.33	0.44	0.31	0.34	0.32	0.44	0.23
달러	-0.24	-0.52	1.00	-0.57	-0.51	-0.38	-0.69	-0.55	-0.29	-0.59	-0.53	-0.56	-0.53	-0.60	-0.44	-0.19
한국주식	0.38	0.27	-0.57	1.00	0.74	0.59	0.83	0.82	0.03	0.66	0.48	0.64	0.61	0.81	0.30	0.34
미국주식	0.43	0.28	-0.51	0.74	1.00	0.45	0.88	0.73	0.03	0.46	0.59	0.81	0.82	0.98	0.36	0.37
중국주식	0.32	0.24	-0.38	0.59	0.45	1.00	0.55	0.86	0.01	0.40	0.28	0.35	0.32	0.55	0.14	0.28
선진주식	0.45	0.34	-0.69	0.83	0.88	0.55	1.00	0.83	0.05	0.56	0.60	0.78	0.77	0.95	0.38	0.38
신흥주식	0.46	0.32	-0.55	0.82	0.73	0.86	0.83	1.00	-0.01	0.51	0.46	0.62	0.59	0.82	0.26	0.42
미국국채	-0.20	0.36	-0.29	0.03	0.03	0.01	0.05	-0.01	1.00	0.36	0.57	0.17	0.18	0.04	0.87	-0.18
한국채권	0.11	0.33	-0.59	0.66	0.46	0.40	0.56	0.51	0.36	1.00	0.49	0.48	0.45	0.53	0.49	0.11
투자등급	0.17	0.44	-0.53	0.48	0.59	0.28	0.60	0.46	0.57	0.49	1.00	0.82	0.70	0.61	0.82	0.13
하이일드	0.36	0.31	-0.56	0.64	0.81	0.35	0.78	0.62	0.17	0.48	0.82	1.00	0.86	0.82	0.52	0.28
부동산	0.33	0.34	-0.53	0.61	0.82	0.32	0.77	0.59	0.18	0.45	0.70	0.86	1.00	0.82	0.47	0.28
글로벌 주식	0.46	0.32	-0.60	0.81	0.98	0.55	0.95	0.82	0.04	0.53	0.61	0.82	0.82	1.00	0.38	0.39
글로벌 채권	-0.01	0.44	-0.44	0.30	0.36	0.14	0.38	0.26	0.87	0.49	0.82	0.52	0.47	0.38	1.00	-0.00
원자재 종합	0.91	0.23	-0.19	0.34	0.37	0.28	0.38	0.42	-0.18	0.11	0.13	0.28	0.28	0.39	-0.00	1.00

자료: FactSet, KB증권 / 주1: USD 총수익률 기준, 2019년 이후 데이터로 계산한 상관계수 값 (2024.7.19 기준, 주간 수익률 적용) / 주2: Asset Quilts 상의 ETF와 동일

글로벌 주식-채권 상관계수는 6월 이후 낮아지고 있음

그림 10. 글로벌 주식, 채권, 비트코인 상관계수



자료: Factset, KB증권

경제: 낮아진 물가 리스크, 높아지는 '최대 고용'의 하방 리스크

Economist 권희진 heejin.gweon@kbfg.com

낮아진 물가 리스크:
미 소비자물가 상승률(전년동기비)
3Q24 2.8%, 4Q24 2.7% 전망

미국 경제는 금리 인하의 당위성을 확인하는 마지막 구간을 통과했다. 물가 리스크는 많이 덜어졌다. 7월 발표된 소비자 물가는 전월보다 0.1% 낮아져, 2020년 5월 이후 처음으로 마이너스 (-) 변화율을 기록했다. 이로서 3개월 연속 디스인플레이션이 확인된 것인데, 이 '3개월'은 연준이 그동안 데이터로 관찰되어야 한다고 제시했던 최소한의 기간이라 의미가 크다. 특히 주거비 부문이 둔화하기 시작했고 시간당 임금상승률은 팬데믹 이전의 추세를 향해 하강 중이다. 최근의 물가 하락 서프라이즈 및 경기 둔화를 반영해, KB증권은 올해 하반기 미국 전년동기비 물가상승률 전망을 기존 2.9%에서 2.7%로 하향 수정하며 연준의 '물가 안정' 목표에 가해지는 위험이 적어졌다고 판단한다.

고용 둔화 리스크는 확대:
신규 고용 어려워지고 해고 점차 증가

반면 '최대 고용' 목표에 대한 하방 리스크는 확대되고 있다. 미국의 노동시장은 이제 과열을 완전히 해소해 균형상태를 달성했다. 미국 내 수요가 둔화하며 구인이 감소했기 때문이다. 실업률은 이미 4.1%로 높아졌는데, 최근 신규 실업수당 청구의 오름세는 해고가 조금씩 늘어남에 따라 실업률이 추가 상승할 가능성을 시사한다. 인플레이션이 다시 심화할 우려보다 고용이 둔화할 리스크가 커지면서, 연준은 이중책무 (Dual Mandate) 달성을 위해 7월 말 FOMC에서 인하를 예고하고 9월 인하를 개시해 긴축 정도를 낮출 것으로 예상한다.

9월 금리 인하로 긴축 정도를 낮출 전망

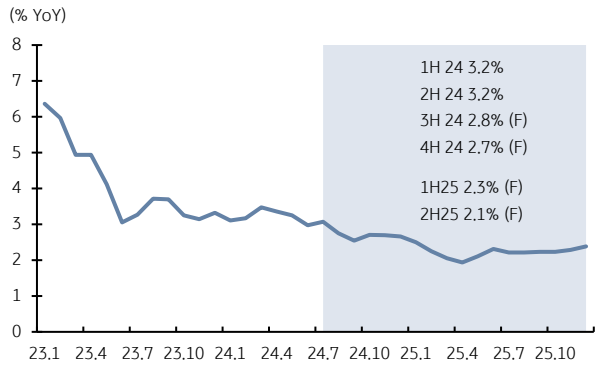
정치적 환경 급변. 11월 선거 결과에 따른 다양한 시나리오의 가능성이 모두 혼재

한편 점진적인 둔화 추세의 경기와 달리, 정치적 환경은 급변하고 있다. 정부의 정책은 한번 방향이 잡히면 장기간 유지되는데, 11월 선거 결과에 따른 다양한 시나리오의 가능성이 모두 혼재하는 상황이라 글로벌 금융시장이 이에 따라 출렁이는 중이다. 최근 민주당에서는 후보 교체로 분위기 반전을 시도하고 있다. 296명의 민주당 상하원 의원 및 주지사 중 25명을 제외하고는 모두 카멀라 해리스 부통령에 대한 지지를 표명한 가운데 (현지시간 7/23 6:30pm 기준), 8월 1일 후보 선출 화상투표 (roll call)를 실시할 예정이다.

트럼프 재당선시, 단기는 경기 기대 높아질 수 있으나 물가 상승 압력이 더 부각되고, 중장기적으로는 성장에 부정적 영향 예상

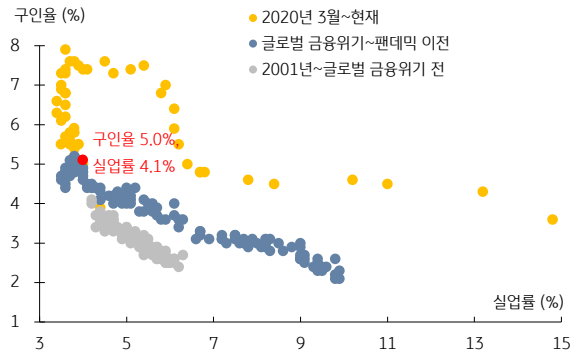
다만 아직은 여론조사 결과 트럼프 전 대통령 우위의 환경이 지속되고 있다. 트럼프가 재당선된다면 단기적으로는 경기에 대한 기대를 다소 높일 수 있지만, 이보다는 물가 상승 리스크가 더 부각될 가능성이 높고 시간이 지나면서 성장에는 점차 부정적인 영향이 커질 것으로 예상된다 (7/19, "트럼프-공화당이 추구하는 정책과 경제영향"). 정부 적자는 크게 증가할 가능성이 높다. 보편적 기본 관세를 정말 시행한다고 하더라도, 감세에 따른 세수 감소분을 다 메우지 못할 것이기 때문이다. 따라서 성장 제고 효과는 둔화하는 반면, 재정적자가 누증하며 미국의 GDP 대비 정부부채 비율은 추가 확대될 전망이다.

그림 11. 미국 소비자 물가: 1Q25 2% 초반 수준으로 둔화 전망



자료: CEIC, BLS, KB증권 / 주: 음영은 KB증권 전망치

그림 12. 미국 베버리지 곡선: 낮아진 구인율, 신경 쓰이는 실업률



자료: CEIC, BLS, KB증권

미국주식: 대비하기도 쉽지 않은 대선 관련 변동성

크로스에셋/해외주식 김일혁, CFA, FRM, CAIA holistic@kbfg.com
미국주식 시황 안소은 se.ahn@kbfg.com

일단 8월 하순까지 회복될 민주당의 기세. 성장주의 강세 흐름이 이어질 전망

미 대선 불확실성이 쉽사리 사라지지 않을 전망이다. 바이든 대통령이 1차 TV토론에서 부진한 이후에 민주당의 기세가 꺾였다. 트럼프 공화당 대선 후보의 암살 미수 사건이 발생하면서 트럼프-공화당이 대권과 의회 권력을 모두 가져가는 석권 (sweep) 시나리오가 부상했다. 그러나 바이든 대통령이 결국 불출마를 결정하고 카멀라 해리스 부통령으로 빠르게 당이 결집했다. 아직은 트럼프-공화당의 석권 시나리오가 현실이 될 확률이 높다. 하지만 8월에 민주당의 기세는 더 회복될 전망이다. 8월 7일까지 민주당 전국위원회가 화상으로 대의원들을 대상으로 대선 후보를 선출하기로 하면서, 이 즈음에 민주당 부통령 후보가 지명될 전망이다. 민주당이 우세했지만 2016년 대선부터 경합주가 된 블루 월 (blue wall, 펜실베이니아주, 미시건주, 위스콘신주)에서 바람을 일으킬 조쉬 샤피로 펜실베이니아 주지사 같은 인사가 지명된다면, 경합주의 판도가 흔들릴 수 있다. 블루 월 3개주에서 민주당이 승리하면, 대선 승리를 위해 필요한 선거인단 270명을 딱 채울 수 있다. 민주당이 선거를 포기할 수 없는 이유다. 8월 19~22일 민주당 전당대회에서 대통령-부통령 후보가 최종 발표되면 컨벤션 효과도 누릴 수 있다. 엔비디아의 실적이 나오는 8월 28일 즈음까지 민주당의 바람이 이어진다면, 성장주의 강세 흐름이 이어질 가능성이 높다.

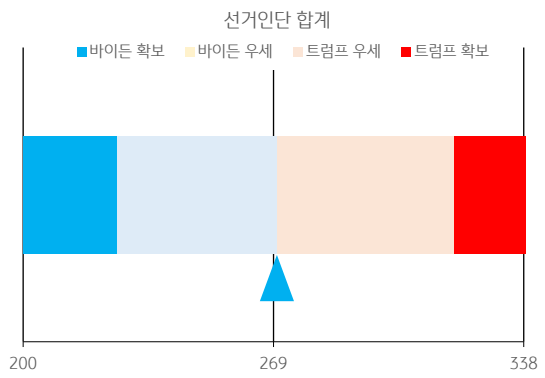
대선 구도가 다시 선명해지기 전까지 계속될 대선 불확실성

시나리오별 전략 차이가 크기 때문에, 대선 불확실성은 한동안 계속될 것이다. 대선 시나리오는 크게 2가지로 나눌 수 있다. 1) 특정 정당이 대권과 의회 권력을 모두 가져가는 석권 (sweep) 시나리오와 2) 대권과 의회권력을 양당이 나눠 갖거나 상하원을 양당이 나눠 갖는 분점 (divided) 시나리오다. 1) 석권 시나리오에서는 승리한 정당이 의회에서 법안을 처리하고 대통령의 승인도 문제없이 받을 수 있다. 규제완화/강화 기대가 높아지고, 감세/증세 등의 정책 기대가 강해지면서 재정적자 심화 우려가 커질 전망이다. 반면, 2) 분점 시나리오에서는 대통령 권한으로 시행할 수 있는 이민, 관세, 대외압박 방식, 친환경 정책 등에서 차이가 생길 것이다. 지금은 '트럼프 승리, 민주당 상원, 공화당 하원'을 제외하면 모든 시나리오가 가능하다.

성장주 비중확대 강도를 낮추고 경기민감주 비중확대. 당분간 버텨야 할 변동성 장세

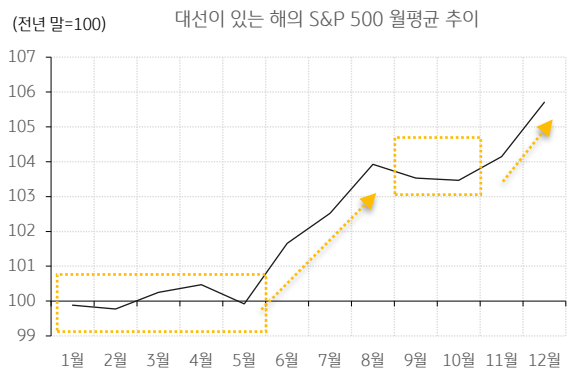
선거 불확실성이 높을 때는 특정 스타일이나 전략에 집중하는 게 쉽지 않다. 대선 정국에서는 한 쪽으로 급속히 쏠릴 가능성도 상존할 것이다. 장기 성장 기대가 살아 있는 성장주의 비중확대 의견을 유지하는 가운데, 비중확대 강도는 낮추고 트럼프-공화당 승리 가능성에 대비해 경기민감주와 헬스케어의 비중을 늘릴 필요가 있다. 한동안은 변동성을 견뎌야 한다.

그림 13. 블루 월 3개주에서 승리하면 대선 승리가 가능한 민주당



자료: KB증권

그림 14. 올해는 조금 일찍 높아질 9~10월 대선 불확실성



자료: LSEG, KB증권

선진주식: 미국 대선 불확실성이 높일 선진시장 변동성

크로스에셋/해외주식 김일혁, CFA, FRM, CAIA holistic@kbfg.com
미국주식 시황 안소은 se.ahn@kbfg.com

[일본 주식] 미국 대선 불확실성으로 일본 주식의 변동성 확대 전망. 대선 결과가 미국의 엔 환율에 대한 기조를 좌우할 것. 특히 엔 약세에 부정적인 트럼프의 재선 가능성이 높아지면 엔 강세가 일본 주식 하방 압력을 키울 수 있음

미국 대선 불확실성이 일본 주식의 변동성을 높일 전망이다. 7월 트럼프 전 대통령 피습 사건과 바이든 대통령의 대선 출마 포기 등을 거치면서 일본 주식은 이미 흔들리고 있다. 트럼프 전 대통령의 재선 가능성이 높아지자, 달러/엔 환율이 하락하기 시작했다. 엔 강세 전환은 바이든 정부의 수출 규제 강화 경고 (동맹국 기업이 중국에 반도체 기술을 제공할 경우 해외 직접생산물 규정과 같은 엄격한 조치를 사용한다는 내용으로, 도쿄일렉트론을 직접적인 타겟으로 언급)와 함께 일본 주식의 하락을 야기했다.

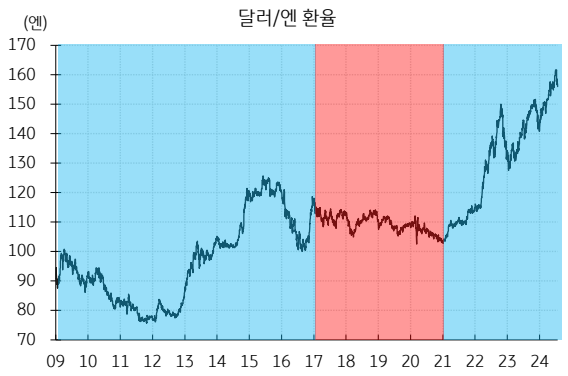
대선 결과에 따라 미국의 엔 환율에 대한 정책 기조가 크게 달라질 것이다. 달러/엔 방향성이 일본 주식에 미치는 영향력이 크기 때문에 미국 대선 불확실성에 일본 주식이 쉽게 흔들릴 수밖에 없다. 특히 트럼프 전 대통령은 엔 약세에 부정적이다. 2017~2020년 트럼프 집권 당시 달러/엔 환율은 직전 민주당 정부 때와 달리 완만하게 하락한 바 있다. 중국을 견제하기 위해 엔 약세를 용인해서 일본을 지원하던 민주당 정부가 교체되면, 엔 약세에 배팅했던 수요가 빠져나가면서 엔 약세 동력이 약해질 것이다. 국채 매입 축소와 금리인상 등 BOJ의 추가 통화긴축이 예상되는 상황에서, 엔 강세는 일본 주식의 하방 압력을 키울 수 있다.

[유로존 주식] 중국 소비 부진이 미국 고소득층 소비심리 우려로 이어지면서 럭셔리주에 부담될 전망. 미국 대선 불확실성도 유로존 주식에는 부정적. 방위주 비중을 늘려서 변동성을 낮춰야 함

중국 소비 부진이 유로존 주식 대표 업종인 럭셔리주에 하방 압력을 가하고 있다. 소비 부진은 중국에 그치지 않을 가능성이 높다. 작년에도 중국 소비 부진 우려는 미국 고소득층의 소비 부진 우려로 이어지면서 유럽 럭셔리주에 타격을 가했다. 필라델피아 연은의 서베이에 따르면, 미국에서 연소득 15만 달러 이상의 고소득층에서 '지출할 돈이 부족해서 재량 지출과 필수 지출을 줄이고 있다'는 응답 비율이 큰 폭으로 올랐다. 아직은 고소득층 소비 우려가 부각되지는 않고 있지만 조짐이 나타나고 있고, 고용시장이 흔들리면서 고소득층의 럭셔리 제품 소비는 위축될 수 있다.

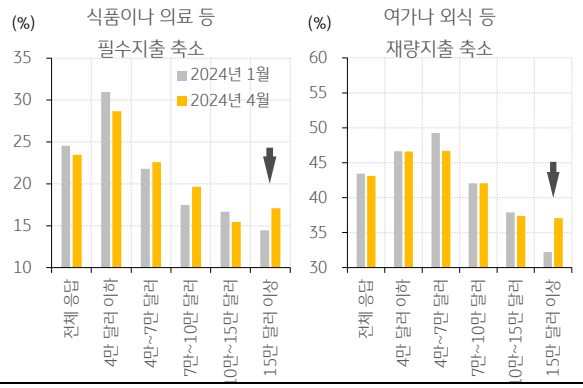
미국 대선 불확실성은 유럽 증시에도 부정적이다. 방위비 부담을 높이라고 유럽의 NATO 회원국을 압박하는 트럼프가 당선되면, 방위비 지출이 늘면서 유로존의 재정 부담은 커질 것이다. 이미 코로나19, 러시아-우크라이나 전쟁, 에너지 보조금 등으로 재정이 약해진 유로존 경기 우려가 높아질 수 있다. 대선 불확실성은 그 자체로 유로존 주식에 부담이다. 대신, 유로존 주식 안에서 방위주의 비중을 높여서 트럼프-공화당 승리 가능성에 대비할 필요가 있다.

그림 15. 미국 민주당과 공화당 정부 시기, 차별화된 달러/엔 환율



자료: Factset, KB증권

그림 16. 미국 고소득층 소비심리 위축 영향 받는 유로존 럭셔리주



자료: 필라델피아 연은, KB증권

중국주식: '3중전회+트럼프' 조합이 미칠 영향은?

아시아주식 Strategist 박수현 shpark@kbfg.com

3중전회, 부동산, 소비부양 언급 부재. 첨단기술 확보에 집중

지난 18일 3중전회 결과가 공개되었다. 시장 예상처럼 크게 기대할만한 내용들은 확인되지 않았다. 이번 3중전회에서는 19개 항목, 카테고리 기준으로는 5가지 경제, 첨단기술, 사회보장 정책/복지, 금융시장 개혁, 부동산으로 내용이 전개되었다. 중국 정부의 정치 회의에서는 각 항목별로 언급된 순서를 확인하는 것이 중요한데, 이번 3중전회에서 가장 우선시되었던 항목들은 첨단기술 개발 및 과학, 테크 등 인재 확보였다. 기대했던 부동산, 소비시장 등에 대한 대규모 부양정책은 언급되지 않았다. 문제가 되고 있는 부동산은 점진적으로 착공, 거래면적, 부동산 디벨로퍼의 자금조달 등 여건이 개선 중으로, 정부가 추가로 정책을 강화할 필요성이 낮다고 판단한 것으로 보인다.

트럼프는 관세 인상, 감세, 전쟁 종료 주장 → 인플레이션 유발 요인

트럼프 전 대통령의 당선 가능성이 높아지면서, 3중전회에서 공개된 중국 중장기 정책적 스탠스가 향후 주식시장에 어떤 영향을 미칠 것인지에 대한 논의가 진행 중이다. 트럼프 전 대통령은 관세 인상, 법인세 인하, 전쟁 종료 (러시아 – 우크라이나, 이스라엘 – 하마스)를 주장하고 있는데, 인플레이션을 자극하는 것들이다. 관세 인상은 미국의 수입 물가 상승을 유발하고, 법인세 인하는 기업 투자 확대로 연결, 전쟁이 종료되면 주요 도시 재건에 따른 인프라 투자가 전개될 것이기 때문이다.

미국 대중압박 – 관세, 금융, 기술 vs. 중국 대응정책 – 저가, 동맹국, 보조금

트럼프는 대중국 압박 정책으로 강력한 관세, 금융 (투자 제재 블랙리스트 공개 등), 기술규제를 도입할 것으로 예상된다. 이에 대응하기 위해 중국은 저가 수출, 동맹국 (중동, 러시아) 결속, 보조금을 강화할 전망이며, 트럼프의 대중 압박이 강화될수록 협상카드로 제시할 수 있는 공급과잉, 저가수출 전략은 더욱 단계를 높여갈 가능성이 있다. 앞서 정리한 것처럼 트럼프의 정책 기조는 인플레이션을 자극하는 방안으로, 중국의 저가물량 공급이 한편으로는 이에 따른 부정적 영향을 상쇄할 수 있어 관세 인상이 일부 품목에만 적용되거나, 반대의 경우 중국이 원하는 것을 얻어낼 수 있는 카드로도 활용이 될 가능성이 있다.

중국의 공급과잉, 저가전략 지속되면서 고배당 (에너지, 유틸리티, 은행 등) 선호현상 강화될 것

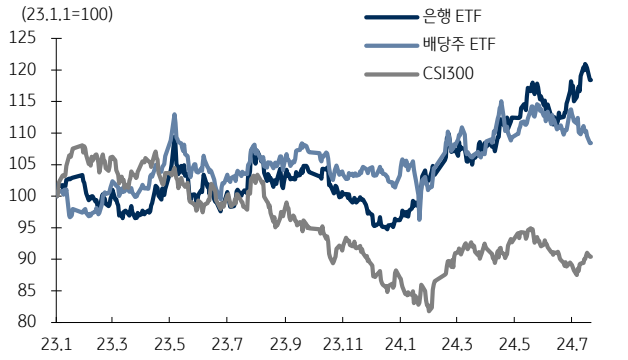
이러한 상황들을 종합해보면 중국의 저가수출 전략은 당분간 지속될 가능성이 높다. 트럼프가 인플레이션을 자극하는 정책들을 펼칠수록 중국은 저가 공급 전략의 활용도를 제고하기 위해 가격을 추가로 낮추는 방안도 검토할 수 있다. 즉 중국의 공급물가 = 생산자물가를 포함한 전반적인 물가 수준은 일정 기간 낮은 레벨을 지속할 가능성이 있으며, 트럼프 총격 사건 이후 더욱 강화되고 있는 중국 고배당주 선호 현상도 이러한 시나리오를 반영하고 있다는 판단이다. 중국판 밸류업인 신국9조 영향과 더불어 연말까지 고배당주 ETF와 배당성향이 높은 섹터 (에너지, 유틸리티, 은행 등)를 상대 선호하는 이유이다.

표 1. 역대 3중전회 개최 내역 및 2024년 내용 비교

	20기	18기
시기	2024년 7월	2013년 11월
주석	시진핑	시진핑
키워드	첨단기술 확보	개혁개방
주요 내용	-전반적인 경제 성장 중요성 -첨단기술 개발 및 과학 테크 등 인재 확보 -고품질 발전 강조 -대외개방	-정부 역할 개선 / 법치국가 건설 -도시/농촌 건설용지 시장 통일 -농민 재산권 부여 -외국인투자 규제 완화 -자유무역구 건설 가속화 -교육 개혁, 취업 및 창업 개선

자료: Wind, KB증권

그림 17. CSI300 vs. 고배당/은행 ETF 수익률 추이



자료: Wind, KB증권

한국주식: 완연해지는 '실적장세 2국면'

주식 Strategist 이은택 et.lee@kbfg.com

실적장세 2국면: 시장보다는 업종이 핵심이다

KB증권의 하반기 증시전망 자료의 제목은 "실적장세 2국면: 시장보다는 업종이 핵심이다"였다. 그리고 시간이 지날수록 이런 2국면의 특징들은 더욱 명확해지고 있다.

작년은 '실적장세 1국면' 투자 관련주 (반도체/기계) 탑픽

작년은 '실적장세 1국면'이었고, "투자관련 경기민감주"를 탑픽으로 삼았다. 업종으로 본다면 '반도체와 기계 (전력기계, 우주방산)'가 이에 속한다. 특히 반도체 업종은 한국증시 시총의 약 30%에 달하는 절대적인 위치에 있다. 따라서 반도체가 독주할 때, 대부분 업종은 언더퍼폼 한다. 이는 실적과는 관련이 없다. 수급적으로 'AI 붐'이 모든 것을 빨아들이기 때문이다.

올해는 '실적장세 2국면' 소비 관련주 (금융/소비재) 탑픽 그리고 개별주 장세가 이 시기의 특징

하지만 올해는 '실적장세 2국면'이 진행되고 있으며, 분위기는 많이 달라지고 있다. 반도체의 독주가 일단락되면서, 아웃퍼폼 업종이 다변화되는 '개별주 랠리'가 펼쳐진다. 그리고 이 시기를 주도하는 '개별주'는 '저P/E주'이다. 반도체는 경기민감주이다. 따라서 반도체 주가가 질주할 때, 이미 업황이 개선되는 종목들이 나타난다. 하지만 'AI 붐'을 업은 반도체 랠리에 압도되어 수급적으로 소외된다.

업황이 아니라 수급 이동이 중요

이를 다른 말로 하면, 'historical P/E'가 낮은 주식이다. 과거 주도주였던 '조선/기계, 차화정, 화장품/헬스케어, 2차전지/메타버스' 등도 이익 반등 시점에 랠리가 시작된 것이 아니라, 반도체에 눌려 undervalue 되었다가 반도체 독주가 한풀 꺾이면서 수급이 이동하며 주도주가 되었다. 지금도 마찬가지인데 2분기에 강세였던 화장품, 음식료 업종이 2분기 들어 갑자기 이익이 좋아진 것이 아니다. 이익은 이미 작년부터 좋아지기 시작했지만, 수급적으로 소외되었다가 2분기 들어 반도체가 주춤해지자 수급이 이동하며 주도주가 되었던 것이다.

따라서 저P/E주 (금융/소비재) 주목

따라서 KB증권은 '저P/E주'에 주목하고 있다. 그렇다면 '저P/E주'란 무엇일까? 한국증시의 저P/E주의 대부분은 "소비 관련주"인 금융과 소비재에 몰려 있다. 이런 이유로 연초부터 올해 탑픽 업종으로 '소비 관련주 (금융과 소비재)'를 추천하고 있는 것이다. 실제로 올해 금융주와 화장품의 주가 퍼포먼스는 요란하게 AI 붐을 이끌었던 반도체를 능가하고 있다.

반도체는 급락보단 마켓퍼폼 정도를 전망

그렇다고 올해 반도체의 급락을 전망하는 것은 아니다. 다만 작년과 같은 독주는 어렵다고 판단하며, 시장 수익률과 유사한 수익률 (마켓퍼폼)을 기록할 것으로 보고 있다. 이미 자주 제시했던 반도체의 선행지표도 올해 여름을 정점으로 반도체 상대주가의 강세가 한풀 꺾일 것임을 암시하고 있다. 게다가 연말로 가면서 장단기 금리 스티프닝, 부동산 경기 반등, 금융 규제완화, 밸류업 프로그램 등 호재가 더 많아질 것이다.

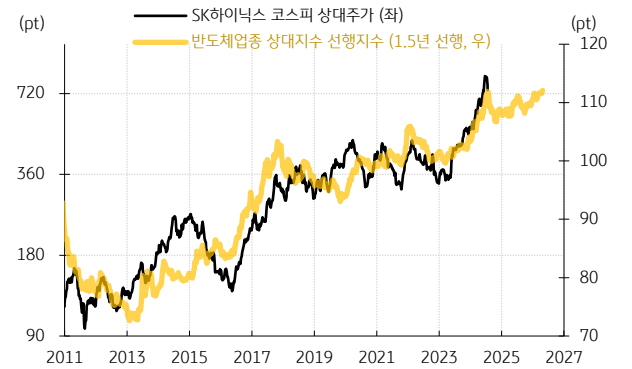
현재 시장은 하락보다는 조정 판단

시장은 조정이 좀 더 이어질 수 있지만, 하락장을 전망하고 있진 않다. 하락장은 연준의 추세적 긴축이 나올 때 발생할 것인데, 지금은 금리 인하가 시작될 마당이다.

그림 18. 올해 들어 금융주 > 반도체주

자료: Quantiwise, KB증권

그림 19. 반도체 선행지수와 SK하이닉스의 코스피 상대주가



자료: Quantiwise, Refinitiv, KB증권

하반기 핵심 지표 'P/E'와 '제조업 건설투자'

Quant Analyst 김민규 mingyu.kim@kbfg.com
주식시황 Analyst 하인환 inhwan.ha@kbfg.com

최근 수익률 상위 종목들 저 P/E&고 P/B

최근 상승률 상위 종목은 '이미 실적이 좋아진 상태에서 밸류에이션만 움직였다'는 공통점이 있다. P/E는 역사상 고점까지 한참 남아있는데 (분모인 이익이 높아졌기 때문에), P/B는 고점을 향해가는 종목이 많다. 이런 종목을 따라가도 좋을지 알아내기 위해, 업종을 대상으로 '실적은 이미 올라온 저P/E 상태에서 밸류에이션이 움직인 것을 따라갔을 때 성공 확률'을 분석해보았다.

밸류에이션이 움직인 업종 중 실적이 이미 좋아진 상태라면 오랜 기간 살아남을 확률이 높아

구체적으로는 특정 업종의 P/B가 52주 고점을 돌파한 시점 이후 KOSPI대비 상대수익률이 고점 돌파 시기 P/E수준에 따라 어떻게 달라지는지 보았다. 분석 결과 P/E수준이 낮은 업종이 KOSPI보다 높은 수익률을 유지할 확률은 장기로 갈수록 높아졌다. P/B가 고점을 돌파한 업종 중 P/E가 가장 낮은 그룹이 1개월 후에도 KOSPI보다 상승할 확률은 55%였으나 6개월 후는 71%로 상승했다. 주가가 움직였을 때 실적이 받쳐주는 업종/종목일수록 오랜 기간 상승을 지속할 확률이 높은 것이다. 최근 주가가 상승한 업종 중 저 P/E를 꼽아보면 소비재와 금융, 운송 등으로 하반기 주목해본다.

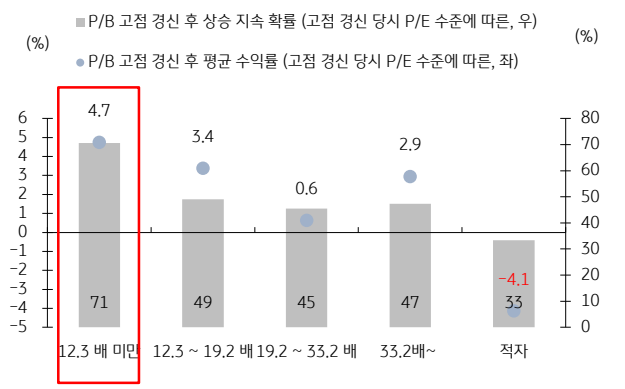
'미국 제조업 건설투자' 주목

KB증권은 이번 사이클이 (공급망 재편의) 투자 사이클이라 판단한다. 이에 따라 가장 중요한 데이터를 하나 꼽는다면, '미국 제조업 건설투자'가 되겠다. 이유는 다음과 같다.

1) 지금은 미국으로의 제조업 리쇼어링 시대다. 따라서 ① 미국, ② 제조업, ③ 건설투자는 시대적인 흐름을 반영하는 대표적인 지표다.
2) 미국 제조업 건설투자 중 어떤 분야가 증가했을까: 미국 제조업 건설투자의 세부항목이 모두 증가한 것은 아니다. <그림 20>에서 보면, IT분야는 2021년보다 10배 이상 급증했지만, 그 외의 분야는 거의 증가하지 않았다. 따라서 IT분야 제조업 건설투자가 급증하고 있는 것을 월간 단위로 확인할 수 있는 데이터가 되겠다.
3) IT 분야 제조업 건설투자이기 때문에, AI Capex의 지속 여부까지도 확인 가능한 셈이다.

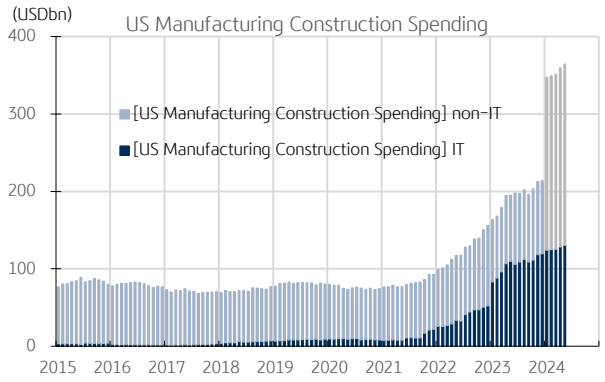
따라서 미국 제조업 건설투자 데이터의 증가세가 지속된다면, 전력설비 등 미국으로의 수출 기업도 강세 흐름을 지속할 가능성이 높다. 정점은 4분기부터 고려할 필요가 있겠다.

그림 20. P/B 고점 경신 업종의 P/E에 따른 6개월 후 상승 확률



자료: Quantiwise, KB증권

그림 21. 미국 제조업 건설투자: IT분야 중심으로 16배 이상 급증



자료: Census Bureau, KB증권

국채: 지금 사야할 이유는 많지 않다

채권 Analyst 임재균, CFA jk.lim@kbfg.com
해외채권 Analyst 박준우, CFA junoo.park@kbfg.com

미국, 통화정책과 대선이 엇갈리며 10년물 금리 4.2% 전후 등락 전망

미국 국채 선호도를 유지한다 (단기 3, 장기 4). 통화정책 사이클과 대선 이벤트는 금리에 상반된 영향으로 작용하고 있다. 인하 기대는 금리 하락, 트럼프-공화당의 승리 가능성은 금리 상승 요인으로 작용하고 있다. 대선 이벤트는 2016년과 비교하면 금리 상승 폭은 적을 전망이다. 금리의 큰 방향성은 매크로와 통화정책 사이클에 집중해야 한다. 지금은 성장률과 인플레이션이 서서히 둔화되는 국면으로 기준금리 인하 기대가 커지며 장단기 스프레드가 확대되고 있다. 연준에서 영향력이 큰 월러 이사도 기준금리 인하 시기가 가까워지고 있다고 평가했다. 10년물 금리의 적정 레벨은 4.2% 수준으로 판단한다. 9월 FOMC 이전에는 인하 기대가 심화되며 4%에 접근할 수 있다. 다만 침체 리스크도 낮아 금리 추가 하락도 제한되다, 트럼프-공화당 승리 가능성이 커지면 반등해 연말에는 다시 4.2% 수준을 전망한다.

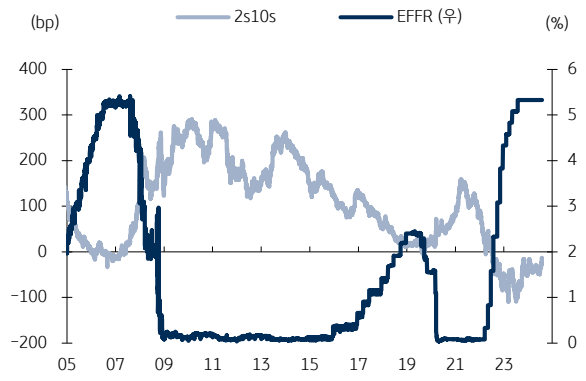
신흥국, 중국 경기 부진과 트럼프 리스크로 장기 선호도 하향

신흥국 국채에 대한 장기 선호도를 하향한다 (3→2). 중국은 2분기 성장률 부진 (+4.7% YoY) 이후 주요 정책금리를 인하했다 (ex. 역레포 7일 금리 10bp 인하). 중국 로컬 채권 금리의 하락 요인이나, 중국 경제에 대한 의존도가 높은 신흥국 전반에는 부정적이다 (소버린 스프레드 확대). 관세 인상 등의 정책을 내놓고 있는 트럼프의 당선 가능성이 높아지는 점도 신흥국에게는 부정적이다. 2016년 대선 직후 미국 주가와 달러는 상승했으나, 신흥국 통화는 큰 약세를 시현한 바 있다. 단기적으로는 연준의 인하 기대가 이러한 악영향을 상쇄할 것으로 예상한다. 한편 브라질 채권은 중앙은행의 독립성 불안이 통화가치 약세 압력으로 작용하고 있으며, 기준금리 인하 사이클도 중단된 만큼 리스크 관리가 필요하다는 전망을 유지한다.

한국, 이미 내려올 만큼 내려온 금리

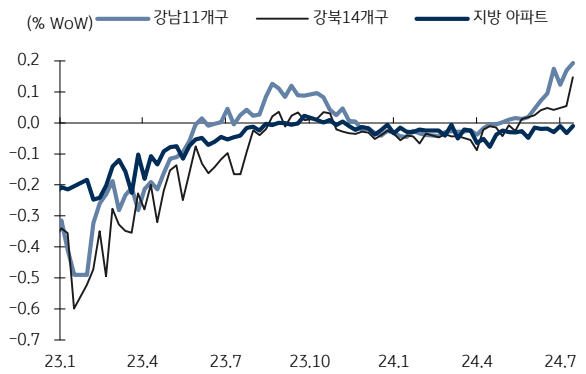
한국 국채의 장기 투자 선호도를 중립 (4→3)으로 변경한다 (단기 3 유지). 한은의 금리인하 기대감으로 국고채 금리는 3%에 근접하며 연저점을 기록했다. 현 수준의 금리가 정당화되기 위해서는 연내 2차례를 포함해 내년 초에도 연속적인 추가 인하가 단행되어야 하지만, 한은이 빠르게 금리를 인하할 이유는 많지 않다. 6월 물가가 둔화됐지만 농산물 가격 하락의 영향이 크다. 하지만 올해 여름 긴 장마로 인해 농산물 가격은 상승할 가능성이 높으며, 올해는 9월인 추석도 농산물 가격을 자극하는 요인이다. 더욱이 가계부채가 빠르게 증가하며 서울을 중심으로 부동산 가격이 상승하고 있고, 주택가격전망 CSI는 2021년 11월 이후 최고치를 기록하고 있어 7월 금통위에서 금융안정을 중시한 한은의 부담이 되고 있다. 또한 연준은 9월 인하가 기정사실화되고 있지만, 미 대선 등으로 원화는 여전히 1,300원 후반에서 등락하고 있어 기대보다 인하 시점이 늦어지고 속도도 더디면 금리는 추가 하락 제한, 반등이 예상된다.

그림 22. 미국 연방기금금리와 국채 10-2년 스프레드



자료: Refinitiv, KB증권

그림 23. 서울을 중심으로 나타나고 있는 부동산 가격 상승



자료: KB부동산, KB증권

크레딧: 질서정연한 디폴트 사이클

해외채권 Analyst 박준우, CFA junoo.park@kbfg.com
Credit Analyst 정형주 hj.jeong@kbfg.com

미국 크레딧, 스프레드 축소 여력 제한적이나 단기 고금리 수요는 여전

미국 크레딧에 대한 투자 선호도(단기 4, 장기 3)를 유지한다. S&P에 따르면, 5월 미국 투기등급 회사채의 부도율은 4.7%다. 2022년부터 1%대에서 올해 4월 4.9%까지 상승한 부도율이 방향성이 하락 전환했다. 예상보다 견조한 미국 경제의 성장과 기업의 주가 상승 등이 부도율을 낮추는 요인으로 작용했다. 크레딧 스프레드는 장기 평균 대비 약 1 표준편차 낮은 상태이므로 추가적인 축소 여력은 절대적으로 제한적인 것이 사실이다. 또한 경기도 둔화 시그널이 나타나면서 스프레드가 소폭 확대될 가능성도 여전하다. 그러나 침체 리스크가 낮게 유지되고, 특히 금리가 높은 낮은 등급의 단기물 크레딧 채권에 대한 수요는 지속되고 있다. 팬데믹 이후 만기가 짧아진 점도 낮은 스프레드를 정당화하는 요인 중 하나다. 단기물의 경우 기준금리 인하로 국채 금리 하락도 수혜가 예상되는 만큼 소폭의 스프레드 확대에도 캐리 수익률 덕분에 양호한 수익이 예상된다.

PF ABCP, ABSTB 발행규모 축소, 당국 지침에 따른 PF 디레버리징 가속화 진행

한국 크레딧 장기 투자선호도를 하향한다 (5→4, 단기 4). 24년 상반기 CP/단기사채 발행은 597조원으로 전년동기 대비 38.5조원 줄었다. PF ABCP 발행이 14조원으로 전년동기 대비 2조원 감소했고, PF ABSTB 발행도 64조원으로 전년동기 대비 15조원 줄었다. 단기자금 시장에서 PF 관련 조달 감소는 크레딧 시장에 긍정적이다. 당국의 사업장 평가 결과 제출 마감일이 7월 초였던 만큼 CP/ABCP 발행 감소가 PF 사업성 평가에 따른 디레버리징으로 보기엔 이르다. 금융당국은 8월 9일까지 '유의', '부실우려' 분류 사업장에 대한 재구조화 계획을 제출할 것을 전달했다. 당해 지침에는 유찰 사업장의 재공매 기간 축소, 재입찰 공매가 하향 설정 등 부실 사업장 경/공매 속도를 높이는 조치가 포함됐다. 이로 인해 단기자금 시장을 중심으로 예상보다 빠른 PF 디레버리징이 이어질 전망이다.

하반기 신용 우려가 높은 일부 섹터에 대한 부정적 등급 평정 이어질 전망. 미 대선 불확실성 더해질 수 있어 장기 선호도 하향

대내외 금융/경제 환경이 유사한 가운데 상반기 신평사 등급평정을 고려하면 하반기에도 신용 우려가 높은 석유화학, 건설, 제2금융권 중심의 부정적 평가가 이어질 전망이다. 이외에도 유통, 게임 등이 등급/전망 하향 모니터링 섹터다. 한편, 미 대선 관련 불확실성이 높아진 가운데 트럼프 대통령 당선까지 이어지면 특정 산업에 대한 규제 강화 또는 관세 부과, IRA 철폐 등으로 비용 부담이 증가해 특정 섹터의 수익성 악화가 가속될 수 있다. 신평사 등급은 정책 여파가 발생한 이후 조정될 가능성이 높은데, 타인자본으로 기반시설 (CAPEX) 확장에 집중한 기업의 수익성 및 차입 부담에 대한 신용평가사 모니터링 유인이 높아질 전망이어서 장기 투자 선호도를 하향한다.

그림 24. 미국 투기등급 회사채 부도율, 방향성 전환 조짐

자료: S&P, KB증권

그림 25. 부동산 PF 부실 사업장 정리 절차 가속화

항목	세부사항
사업성 평가 결과 반영 조치 및 일정	'유의' 등급 사업장은 재구조화, 자율매각 계획 제출
	'부실우려' 등급 사업장은 상각 또는 경·공매 통한 매각계획 제출
	재구조화·정리 이행 완료 예정일은 계획제출일 (24.8.9 마감)로부터 6개월 이내로 설정
	2024년 하반기 이후로 상각처리 지연 시 구체적 사유 기재 필요
경공매 가속화 지침	PF 대출 원리금 3개월 이상 연체한 경우 즉시 경·공매 착수 (기존: 6개월 이상 연체시 경·공매 대상)
	공매 진행기간 1개월 이내, 유찰시 1개월 이내 재공매 (기존: 유찰시 3개월 이내 재공매)
	공매가격 재입찰시 직전 유찰가격 제시 불가
	최초 1회 최종공매가 장부가액 설정 유찰 후 재공매 시 직전 회 최종공매가보다 10% 정도 낮게 설정

자료: 언론 보도 종합, KB증권

원자재: 하반기 금리 인하, 미 대선, 라니냐의 원자재 영향

FX/원자재 Analyst 오재영 jaeyoung.oh@kbfg.com

중국 지표 부진과 트럼프 우려로 국제유가 및 산업금속 하락, 금 가격은 상승

월간 원자재 시장은, 귀금속 가격은 상승 (+4.1%)했으나, 에너지 (-2.6%), 농산물 (-4.8%), 산업용 금속 (-6.3%) 등이 하락하면서 전반적으로 부진한 (원자재 지수 -2.1%) 성과를 기록했다. 15일 발표된 중국의 2분기 GDP와 월간 생산·소비 등 활동 동향이 부진한 모습을 보이면서 중국 경기 우려가 원자재 부진으로 작용한 모습이다 (7/23). 국제유가는 큰 이슈는 없는 가운데 트럼프 리스크를 반영하며 70달러대 후반으로 재차 하락했다. 이스라엘과 하마스 간 전쟁은 이스라엘이 레바논에 이어 예멘 후티를 타격하면서 리스크가 확대되면서, 유가의 하락폭은 산업용 금속보다는 제한되는 모습이다. 한편, 금 가격은 최근 연준의 금리 인하 기대감 속에 트럼프 당선 가능성으로 인한 안전자산 선호로 2,460달러 신고가를 경신하며 강세를 보이고 있다.

연준의 금리 인하는 경기 개선 기대감을 높이겠으나, 실물 경기에 더 영향을 받을 것

하반기에는 주요 이슈가 연준의 금리 인하, 미국 대선, 라니냐 등이 될 것으로 예상한다. 먼저 연준의 금리 인하는 경기 개선 기대감을 높이겠지만, 원자재 시장은 당분간 기대보다는 실물경기에 더 영향을 받을 것으로 보여 인하에 들어간다고 하더라도 경기 개선이 가시화되지 않는다면 큰 상승세는 어려울 것으로 전망한다. 과거 연준의 금리인하 시기에도 늘 경기 둔화/충격과 함께 원자재는 비교적 큰 폭 하락하고 이후 상승으로 전환했다.

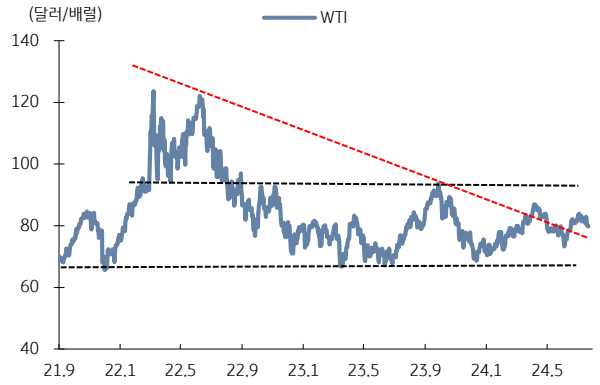
미 대선, 트럼프 당선 시 원유에는 하락, 금 가격에는 상승 영향

미국 대선은 트럼프 당선 가능성이 높아지면서 원자재 시장에서 원유, 산업금속에는 부정적으로, 안전자산인 금 가격에는 추가 상승 요인이 될 것으로 예상한다. 에너지 관련해서 트럼프의 전통에너지 공급 확대, 저비용 에너지 확보, 전통 화석연료에 대한 규제 폐지 등 공약은 국제유가 하향 안정 요인으로 예상한다. 또한, 트럼프의 정책 불확실성과 이민 정책, 교역 상대국에 대한 관세 부과 등 공약은 안전자산 선호로 이어져 금 가격에는 추가 상승 요인으로 예상한다. 한편, 장기적으로는 대중국 관세 전쟁 심화 시에는 글로벌 경기에도 영향을 주어 금을 제외한 원자재 전반에 하방 압력으로 작용할 가능성이 있다.

라니냐는 농산물과 천연가스 가격에 변동성 요인

한편, 올해 겨울철에는 라니냐 가능성에도 주목할 필요가 있다. 라니냐는 통상적으로 농산물과 천연가스 등 날씨에 영향을 크게 받는 원자재에는 주요 변수이나, 시기마다 실제 가격 움직임은 상이하다. 1980년 이후 10차례 라니냐 중 농산물 가격은 7차례 상승, 3차례는 하락했다. 라니냐는 주로 브라질, 아르헨티나의 가뭄을 초래해 콩, 옥수수 생육에 영향을 주나, 국제가격은 그 시기 주요 생산국들의 생육과 재고 수준에 따라 결정된다. 한편, 겨울철 미국, 캐나다, 중국 등 지역에는 한파를 가져오면서 천연가스 수요를 확대시켜 가격 변동성을 만들 가능성이 있다.

그림 26. 국제유가 (WTI) 추이



자료: Bloomberg, KB증권

그림 27. 트럼프 1기(2017~2020) 년도별 원자재 가격 변동률

지수 변동률 (%)	원자재 지수	에너지 지수	귀금속 지수	농산물 지수	산업용 금속
2016.11~2016.12	5.1	6.1	-8.6	-4.7	11.5
2017.01~2017.12	8.5	10.3	8.7	-13.8	19.7
2018.01~2018.12	-6.8	-9.7	-1.7	-6.6	-12.1
2019.01~2019.12	8.0	11.7	18.1	-7.4	-1.9
2020.01~2020.12	-7.3	-21.2	27.2	9.1	20.6

자료: Bloomberg, KB증권

상업용 부동산/리츠: 오피스 중심 여전히 증가 중인 부실자산 규모, 리츠 성과가 개선되었으나 여전히 선별적 투자 의견 유지

상업용 부동산 Analyst 김미숙 kms0301@kbfg.com

미국 상업용 부동산 시장에 오피스를 중심으로 부실 및 처분 중인 자산 증가 중

상업용 부동산 데이터 제공 회사 RCA에 따르면, 미국 상업용 부동산 주요 자산의 부실 및 처분 중인 자산 규모가 증가하고 있다. 전체적으로 부실 자산이 증가하고 있으나, 자산 유형 및 특성에 따라 차등적인 추이를 보이고 있다. 주로 오피스, 리테일을 중심으로 부실 및 처분 중인 물량이 빠르게 증가하고 있고, 물류센터는 큰 변동없이 기존과 유사한 수치가 유지되고 있다. 주거 자산의 경우, 처분 중인 물량이 증가하고 있긴 하지만, 2021년 이후 주거 자산에 대한 투자가 빠르게 증가했던 부분을 감안하면 부실/처분 중 물량 증가 부분은 크게 우려하지 않아도 될 것으로 보인다. 호텔의 경우, 2020년 코로나 충격으로 부실/처분 중 자산 규모가 증가했으나 엔데믹 이후 관광 시장이 코로나 이전으로 회복되며 증가 속도는 완화되고 있다.

고금리 환경에서 부실 자산 대상 Value Added 전략 투자 본격 진행 전망

금리 인하가 예상보다 지연되고 있는 상황에서 고금리로 인한 매수 부담, 조달 비용의 증가, 그동안 자산가치가 하락한 점 등 투자에 제한적인 환경이 지속되는 가운데, Core 전략보다는 Value Added 전략 투자가 부실 발생 자산들을 대상으로 본격적으로 진행될 전망이다.

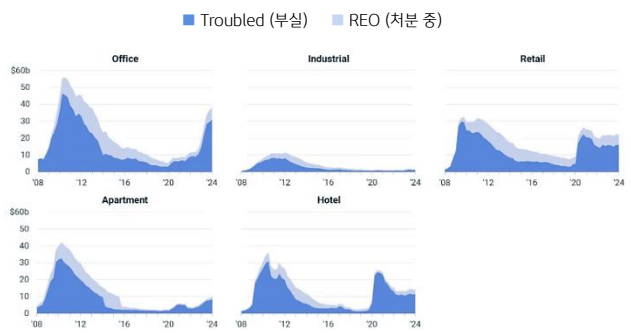
7월 23일 (YTD) 기준, 실물자산 기반, 플러스 수치로 전환된 리츠 수익률 성과

2024년 7월 23일 YTD 기준, 미국 All Equity 리츠 수익률은 4.4%로 6월 말 YTD -2.2% 대비 좋은 성과를 기록했다. 동기간 S&P 500 수익률은 17.4%로, 6월 말 기준 15.3%에 비해 성과가 좋았다. 지난달에 이어 특수형 (30.0%), 헬스케어 (16.9%) 섹터에서 가장 좋은 성과를 보이고 있다. 실물 자산들에 기반한 주요 리츠 섹터 중 주거 (10.6%)와 리테일 (7.7%), 데이터센터 (6.5%), 오피스 (6.0%), 셀프스토리지 (3.8%) 등의 수익률이 플러스 수치를 보이며, 산업 (-2.1%), 숙박/리조트 (-4.9%)를 제외하고는 대부분의 실물자산 기반 섹터가 플러스 수익률을 보이고 있다.

금리 안정화 이후의 기대감을 선반영하는 리츠 시장, 아직은 오피스를 중심으로 조정 중인 실물시장 감안시, 선별적 투자 필요 의견 유지

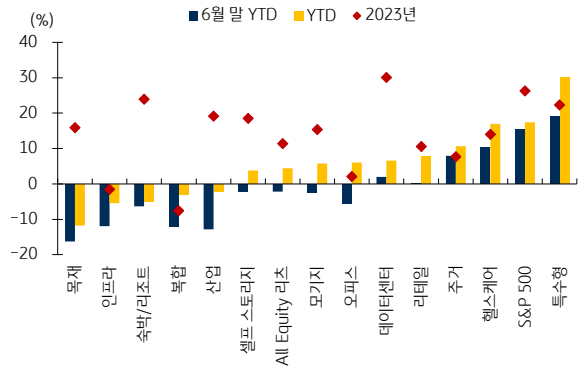
리츠 시장은 전반적으로 금리 안정화 이후의 기대감을 선반영하고 있는 것으로 보인다. 고령화 인구 증가 추세를 감안한 헬스케어 섹터, 인구의 자연증가 및 이민 수요를 반영한 주거, 엔데믹 시대 시장 회복을 기대하는 리테일, AI 시장 확대를 대비한 데이터센터, 코로나19 이후로 지속적으로 수요가 증가 중인 셀프스토리지 등 자산별 차등적 성과가 예상된다. 다만, 오피스를 중심으로 아직 조정 중인 실물 시장에 확실한 회복 신호가 보이기까지는 선별적인 투자가 필요하다는 의견을 유지한다.

그림 28. 미국 상업용 부동산 유형별 부실/처분 중 자산 규모 추이



자료: RCA, KB증권 / 주: REO (Real Estate Owned by a lender)는 대출 기관이 압류를 통해 회수한 부동산 또는 자산을 의미하며, 대출 기관 소유로 됨. RCA 데이터는 압류된 채무 불이행 모기지 채무자를 판매자로, 회수 중인 채권자를 구매자로 보며 소유권 이전으로 간주함

그림 29. 미국 All Equity 리츠 섹터별 총 수익률 비교



자료: Bloomberg, Nareits, KB증권 / 주: YTD - 2024년 7월 23일 종가 기준

환율: 금리인하 기대 vs 트럼프 리스크

FX/원자재 Analyst 오재영 jaeyoung.oh@kbfg.com

달러, 연준의 9월 금리인하 기대 반영하며 월간 -1.5% 하락

트럼프 당선 가능성 확대에도 금리 인하 기대가 이를 상쇄 중

월간으로 달러 지수는 -1.5% 하락하며 주요국 통화 대비 약세를 보이고 있다. 시장에서 9월 연준의 기준금리 인하 확률을 거의 100%로 반영하기 시작하면서 달러와 금리 하락 압력으로 작용하고 있기 때문이다. 미 대선에서 트럼프 당선 가능성이 부각되면서 달러 강세 우려가 높아지고 있으나, 현재는 9월 연준의 금리 인하 기대가 이를 상쇄하면서 달러 강세로 이어지고 있지는 않은 모습이다. 달러 하락과 함께 일본 엔화도 월간 2.2% 강세를 보였으나, 국내 원화와 위안화는 각각 0.4%, 0.1% 강세에 그쳐 달러 대비 약세를 보였다.

트럼프의 공약들은 강달러를 가르키는 요인들이 많으나, 금리 인하 사이클 진입이 상쇄할 전망

하반기에는 연준의 기준금리 인하, 그리고 미 대선이 가장 중요한 이벤트다. 미 대선에서 트럼프의 당선가능성이 높아지면서 금융시장에서는 이에 따른 영향을 빠르게 반영하기 시작했다. 트럼프의 공약 중 감세로 인한 재정적자 확대, 관세 인상으로 인한 인플레이션 확대와 경기 우려, 보호무역주의 강화 등은 강달러를 가르키고 있다. 다만, KB증권은 그럼에도 올해 하반기부터 연준의 금리인하 사이클 진입이 이러한 강달러 요인을 상쇄할 것으로 예상하고 있다.

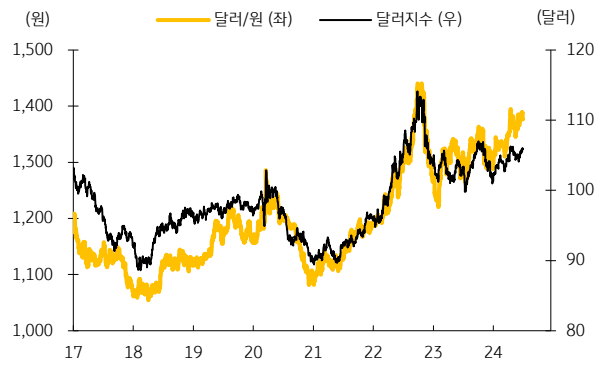
2016년 11월~2020년 트럼프 1기에도 일방적 강달러보다는 박스권 내 움직임

2016년 11월 트럼프 당선부터 2020년 임기까지를 살펴보면 달러는 결국 강달러라기 보다는 박스권 내 움직임을 보였다. 당선 직전에는 경기 기대감으로 금리상승과 함께 달러가 큰 폭으로 상승했으나, 2017년 트럼프 취임 직후부터 트럼프의 '약달러를 원한다'는 발언과 주요국들에 대한 외환 관련 제재 (환율 보고서 언급) 가능성 언급 등이 약달러로 이어졌다. 이후, 2018~2019년 미중 무역갈등이 본격화되면서 경기 하강과 함께 달러가 다시 강해지기 시작했으며, 특히 중국을 포함한 국내 원화 등 아시아 통화의 약세가 이어졌다. 2016년에는 금리 인상기였다면 2024년에는 금리 인하기라는 점에서 트럼프 당선의 달러 강세로 이어지는 경로는 좀 더 약화될 것으로 예상한다.

달러/원은 최근 달러 하락에도 불구하고 트럼프 우려발 위안화와 함께 상대적 약세

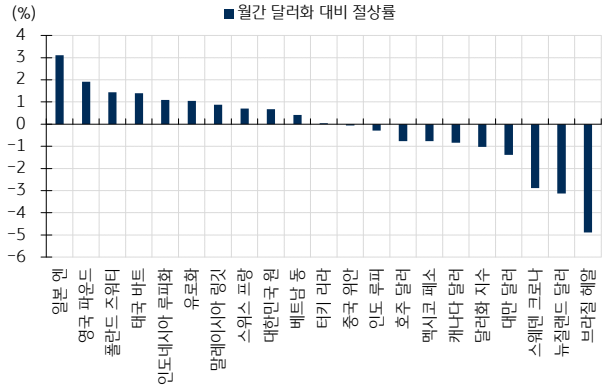
달러/원은 최근 달러 약세에도 불구하고, 1,380~1,390원대에 높은 레벨에서 횡보 중이다. 올해 들어 이어진 원화 약세에는 일본 엔화와의 동조화 현상이 컸으나, 현재는 트럼프 당선가능성으로 중국과의 제 2차 관세 전쟁에 대한 우려로 위안화와 함께 원화가 상대적으로 약세 압력이 이어지고 있는 것으로 보인다. 2018~2019년 미중 무역분쟁 이후, 국내 1위 교역국은 미국으로 변경되어 그 정도는 감소할 수 있으나, 여전히 국내 경기의 중국 노출도가 높은 만큼 트럼프 당선시 미중 무역분쟁으로 인한 아시아 통화의 상대적 약세가 우려된다.

그림 30. 달러 및 달러/원 추이



자료: Bloomberg, KB증권

그림 31. 월간 달러 대비 절상/절하율. 엔화 강세



자료: Bloomberg, KB증권

ETF 투자 아이디어: 미국 법인세율 인하의 영향은?

ETF Analyst 박유안 youan_park@kbfg.com

2017년에 이어 다시 들고 온 트럼프 공약 '법인세율 인하'

트럼프 전 대통령의 승리 가능성이 높아져 이제 금융시장의 관심은 트럼프의 대선 공약에 쏠리고 있다. 트럼프 캠프의 공약은 제조업 리쇼어링 (법인세 인하, 대중국 규제, 관세 인상), 국방 원조 축소, 금융 규제 완화 등으로 요약된다. 이 중 '법인세율 인하' 공약에 주목한다.

2017 법인세법 개정 사례 리뷰: S&P 500 이익 9.2% 증가

앞서 2017 년 트럼프 행정부는 법인세 최고 세율을 기존 35%에서 21%로 낮춘 바 있다 (Tax Cuts and Jobs Act of 2017). 이는 31년 만의 최대 감세였다. 그 결과 당시 법인세 인하에 따른 실효세율 감소로 S&P 500 이익은 9.2% 증가한 것으로 추정된다. S&P 500 이익의 9.2% 증가가 이익에 온전히 반영되었다고 가정했을 때, 2017년 말 순이익 기준 S&P 500의 P/E는 20.5배에서 18.8배로 1.7배 하락한 것으로 추정된다. 실제로 2018년 1월 1일 이후 1월 30일까지 S&P 500의 12개월 선행 EPS 컨센서스 추정치는 법인세율 인하를 반영해 급격히 상승하는 흐름이 관찰되었다.

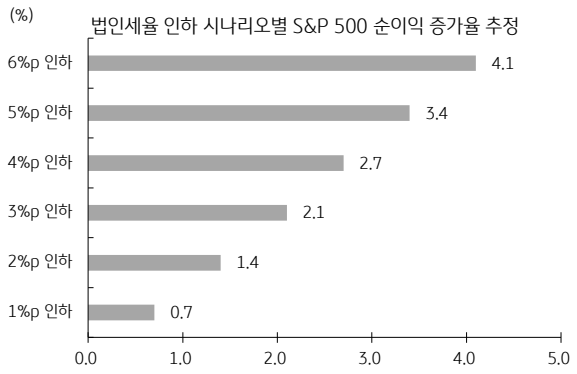
2017 법인세법 개정에 따른 리쇼어링 효과는 단언하기 어려워

트럼프 행정부가 엄청난 금액의 세수 감소를 감수하면서도 법인세를 인하했던 이유는, 기업을 자국으로 끌어들여 투자 및 고용 확대를 유도하기 위함이었다. 그러나 2017년을 돌이켜보면 '리쇼어링 효과가 있었다' 라고 단언하기는 어렵다. 당시 S&P 500 기업들은 세금 인하로 유보된 자금을 투자보다 자사주 매입에 사용한 것으로 추정되기 때문이다. 법인세율 인하 이후 2년간 자사주 매입 금액은 67.2% 증가했지만, Capex는 동 기간 16.7% 증가하는데 그쳤다.

트럼프 재선 시 예상되는 법인세율 인하: 1%p 인하시 S&P 500 이익 0.7% 증가 전망, 경기민감 업종 수혜 예상

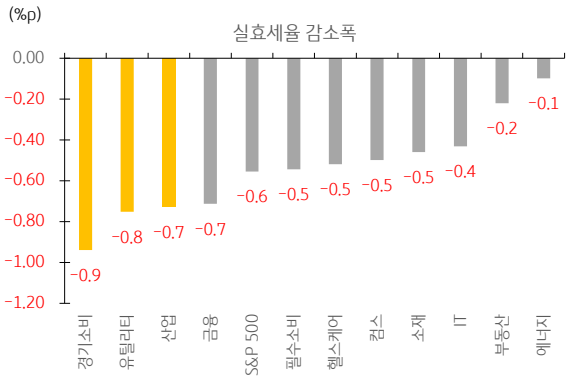
그렇다면 2024년, 이번에는 법인세율 인하가 주식 시장에 얼마나 영향을 미칠 수 있을까? S&P 500 기업의 실효세율은 현재 19.0%에서 최대 15.7% (6%p 인하시)까지 감소할 것으로 판단한다. 법인세율 1%p 인하시 S&P 500 이익은 0.7% 증가할 것으로 추정되며, S&P 500의 P/E는 약 0.2배 하락할 것으로 추정 (최대 6%p 인하시 S&P 500 이익 4.1% 증가, P/E 0.9배 하락할 것으로 추정) 된다. 수혜 예상 업종은 실효세율 감소폭이 큰 경기소비, 산업, 금융이다.

그림 32. 법인세율 인하 시나리오별 S&P 500 순이익 증가율 : 법인세율 1%p 인하 시 S&P 500 이익 0.7% 증가 예상



자료: KB증권 추정
주1: 2024.6 S&P 500 구성 종목 대상
주2: 적자 기업 및 법인세 비용이 음수로 산출되는 기업은 제외

그림 33. 트럼프의 법인세율 인하 정책 수혜 예상 업종 : 경기소비, 산업, 금융



자료: KB증권 추정
주1: 2024.6 S&P 500 구성 종목 대상
주2: 적자 기업 및 법인세 비용이 음수로 산출되는 기업은 제외

표 2. 최근 1개월 수익률 상/하위 ETF 리스트

분류/순번	ETF 티커	투자대상	ETF 명	최근 1 개월 수익률	연초이후 수익률
주식형 ETF					
선진주식					
수익률 상위종목					
1 순위	IWM	러셀 2000 (미국 중소형주)	iShares Russell 2000 ETF	+10.64%	+11.58%
2 순위	EWJ	일본	iShares MSCI Japan ETF	+5.61%	+10.51%
3 순위	EWUS	영국 소형주	iShares MSCI United Kingdom Small-Cap ETF	+4.97%	+12.16%
수익률 하위종목					
1 순위	HEZU	유로존 중대형주	iShares Currency Hedged MSCI Eurozone ETF	-2.05%	+8.27%
2 순위	FSZ	스위스 4 개 기업	First Trust Switzerland AlphaDEX Fund	-0.41%	+2.31%
3 순위	EWQ	프랑스	iShares MSCI France ETF	-0.34%	+0.05%
신흥주식					
수익률 상위종목					
1 순위	EPHE	필리핀	iShares MSCI Philippines ETF	+7.78%	-2.76%
2 순위	EIDO	인도네시아	iShares MSCI Indonesia ETF	+7.26%	-8.87%
3 순위	UAE	아랍에미리트	iShares MSCI UAE ETF	+6.57%	-2.76%
수익률 하위종목					
1 순위	MCHI	중국	iShares MSCI China ETF	-3.39%	+5.62%
2 순위	VNAM	베트남	Global X MSCI Vietnam ETF	-2.79%	-4.28%
3 순위	FLTW	대만 중대형주	Franklin FTSE Taiwan ETF	-1.74%	+17.85%
채권형 ETF					
수익률 상위종목					
1 순위	SMIG	미국 투자적격등급 지방채	Bahl & Gaynor Small/Mid Cap Income Growth ETF	+5.14%	+11.33%
2 순위	CVRT	미국 전환사채	Calamos Convertible Equity Alternative ETF	+4.32%	+5.75%
3 순위	HYXU	글로벌 HY 채권	iShares International High Yield Bond ETF	+2.48%	+1.92%
수익률 하위종목					
1 순위	EDV	미국 초장기 국채	Vanguard Extended Duration Treasury Index Fd ETF	-3.92%	-8.75%
2 순위	IBIB	2025 만기 TIPS	iShares iBonds Oct 2025 Term TIPS ETF	-2.15%	-0.40%
3 순위	OWNS	MBS 액티브	CCM Affordable Housing MBS ETF	-0.41%	-0.64%
상품/원자재 ETF					
수익률 상위종목					
1 순위	SLVP	전세계 은광업	iShares MSCI Global Silver and Metals Miners ETF	+10.66%	+29.54%
2 순위	RING	전세계 금광업	iShares MSCI Global Gold Miners ETF	+10.17%	+26.15%
3 순위	XME	미국 금속 및 채굴	SPDR S&P Metals & Mining ETF	+6.13%	+5.36%
수익률 하위종목					
1 순위	UNG	미국 천연가스	United States Natural Gas Fund LP	-24.57%	-28.42%
2 순위	ALUM	알루미늄	USCF Aluminum Strategy Fund	-8.34%	-3.77%
3 순위	COPX	전세계 구리채굴기업	Global X Copper Miners ETF	-7.97%	+14.49%

자료: Check, KB증권

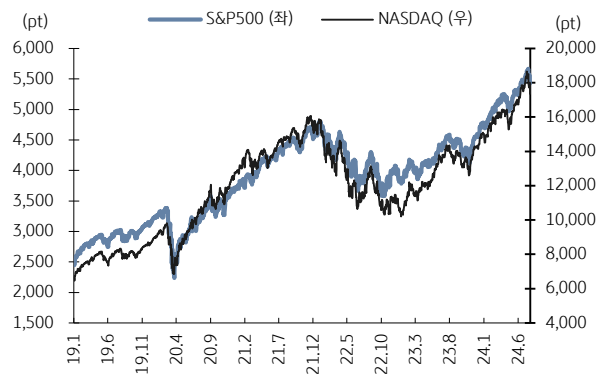
주1: USD PR (price return) 기준 (2024.7.24 기준), 최근 1개월 기준 정렬

주2: 전반적인 동향 파악을 위해 투자대상이 유사한 ETF 중 가장 높은 (낮은) 수익률을 기록한 ETF만 제시 (레버리지, 인버스 제외)

주3: 단순 분류 목적이며, 위 표에서 상위 수익률을 기록한 ETF 추천의 의미 아님

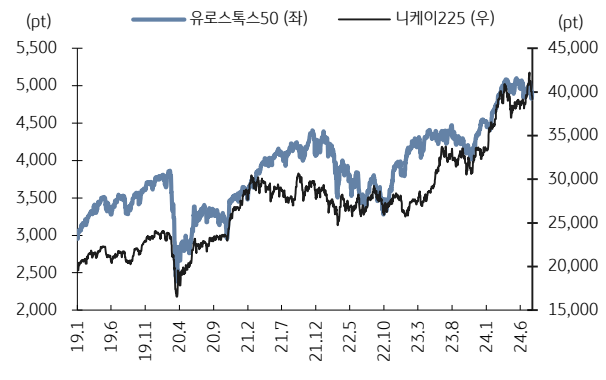
Chart Book

그림 34. 미국주식 (S&P500, NASDAQ)



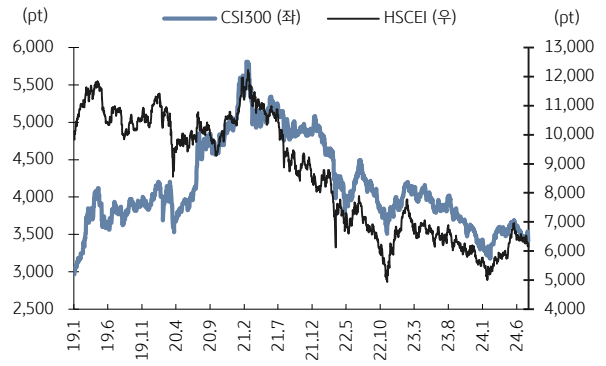
자료: Bloomberg, KB증권

그림 35. 선진주식 (유로스톡스50, Nikkei225)



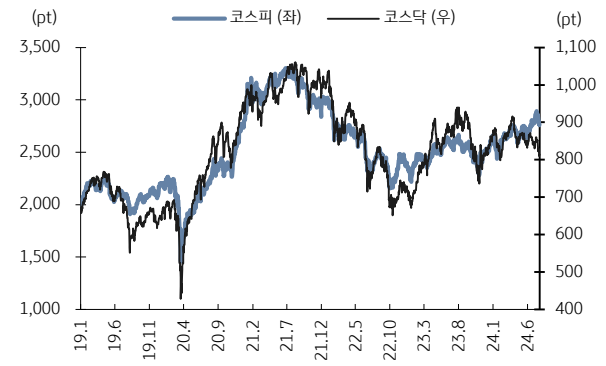
자료: Bloomberg, KB증권

그림 36. 중국/홍콩주식 (CSI300, HSCEI)



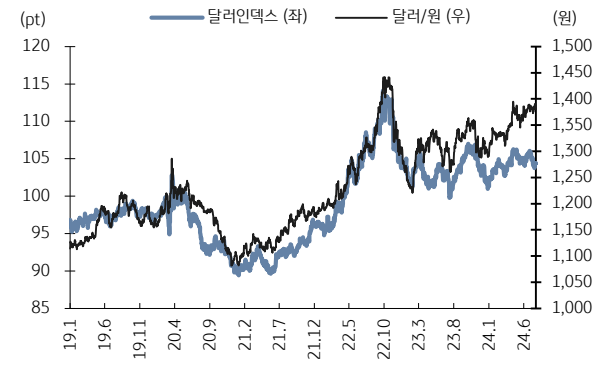
자료: Bloomberg, KB증권

그림 37. 한국주식 (코스피, 코스닥)



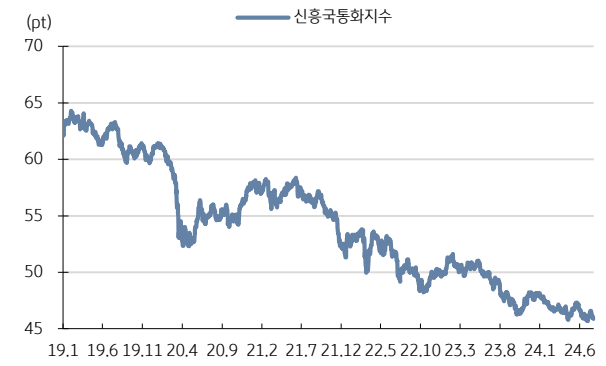
자료: Bloomberg, KB증권

그림 38. 미국 환율 (달러인덱스, 달러/원)



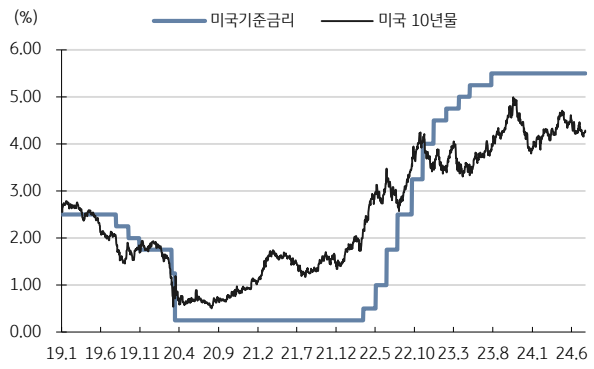
자료: Bloomberg, KB증권

그림 39. 신흥국 환율 (신흥국 통화지수)



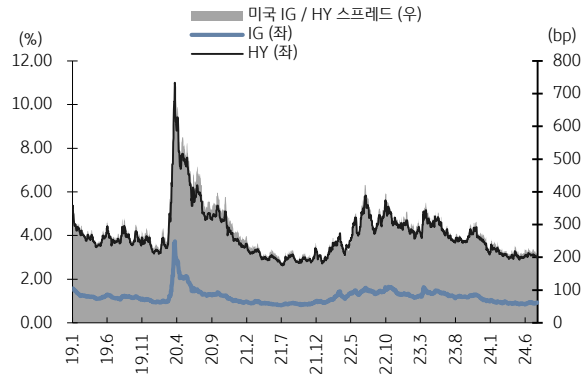
자료: Bloomberg, KB증권

그림 40. 미국 채권 (미국 기준금리 / 10년물)



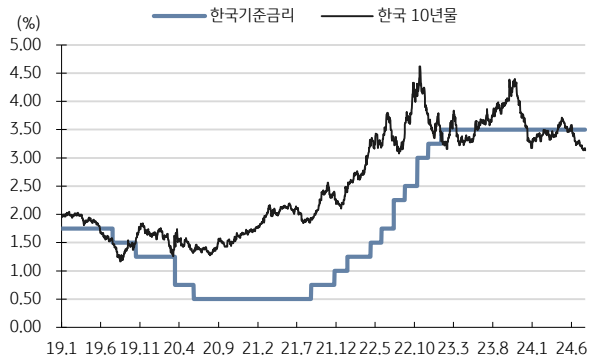
자료: Bloomberg, KB증권

그림 41. 미국 IG/HY 스프레드



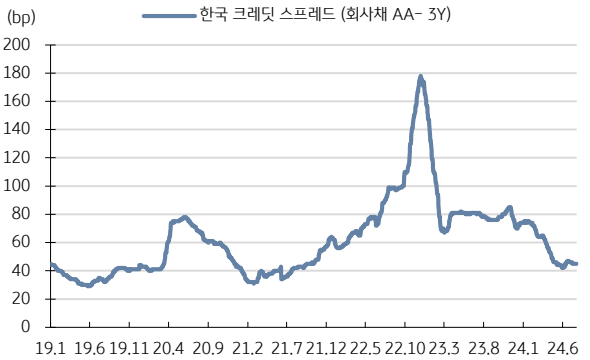
자료: Bloomberg, KB증권

그림 42. 한국 채권 (한국 기준금리 / 10년물)



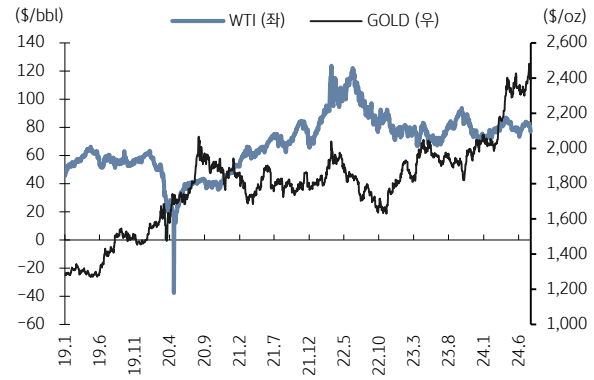
자료: Bloomberg, KB증권

그림 43. 한국 크레딧 스프레드 (회사채 AA-3Y)



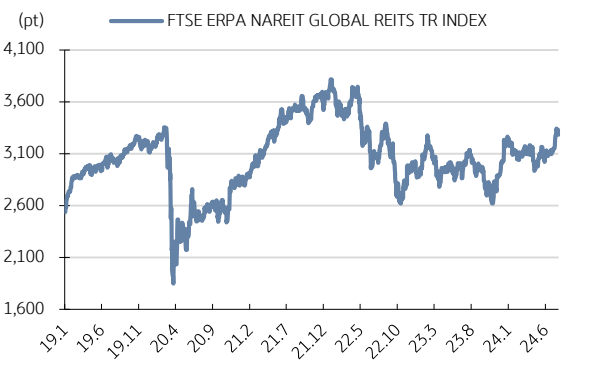
자료: Bloomberg, KB증권

그림 44. 대체투자 (WTI, GOLD)



자료: Bloomberg, KB증권

그림 45. Reit (FTSE ERPA GLOBAL REITS TR)

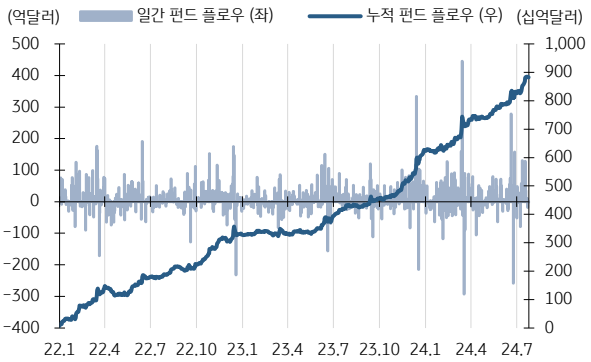


자료: Bloomberg, KB증권

ETF Flow

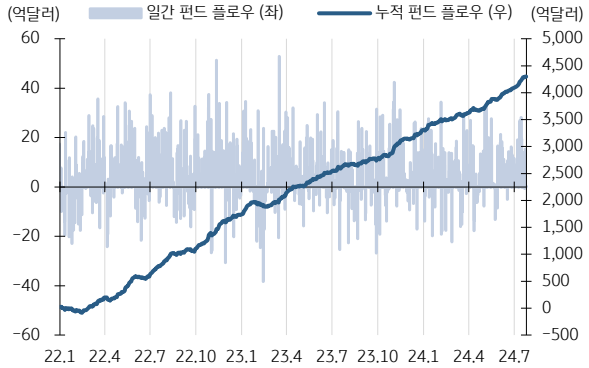
ETF Analyst 박유안 youan_park@kbfg.com

그림 46. 글로벌 주식: 누적 펀드 플로우는 523억 달러 증가



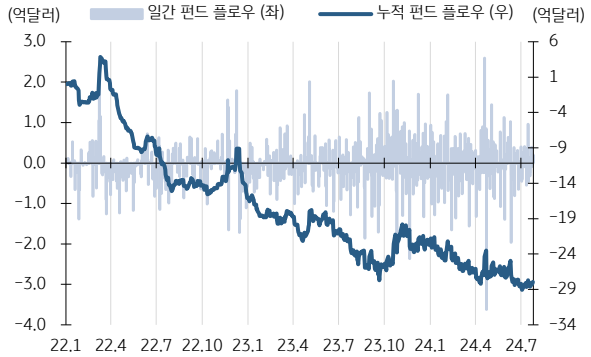
자료: FactSet, KB증권 / 주: 전월 마지막 영업일 대비 증감 (이하 상동)

그림 47. 글로벌 채권: 누적 펀드 플로우는 205억 달러 증가



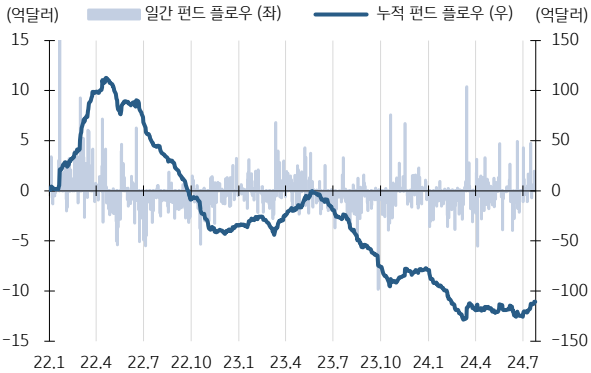
자료: FactSet, KB증권

그림 48. 원유: 누적 펀드 플로우는 0.02억 달러 감소



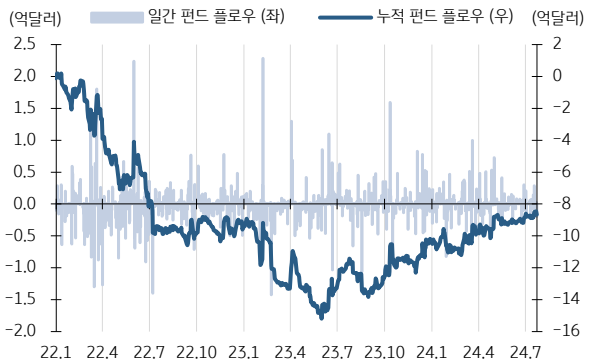
자료: FactSet, KB증권

그림 49. 금: 누적 펀드 플로우는 11.4억 달러 증가



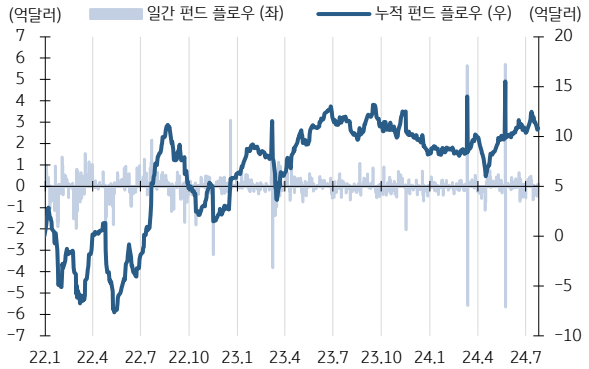
자료: FactSet, KB증권

그림 50. 미국 리츠: 누적 펀드 플로우는 0.4억 달러 증가



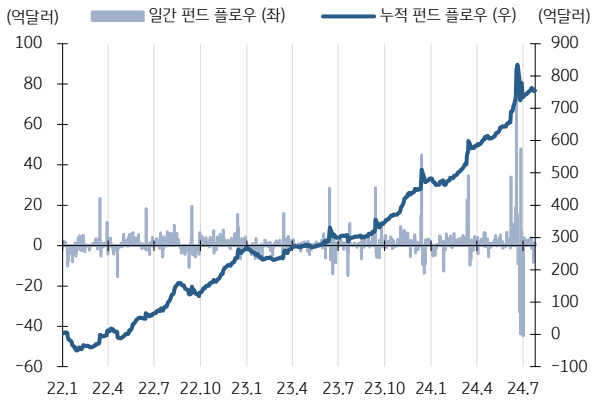
자료: FactSet, KB증권

그림 51. 대체자산: 누적 펀드 플로우는 0.5억 달러 증가



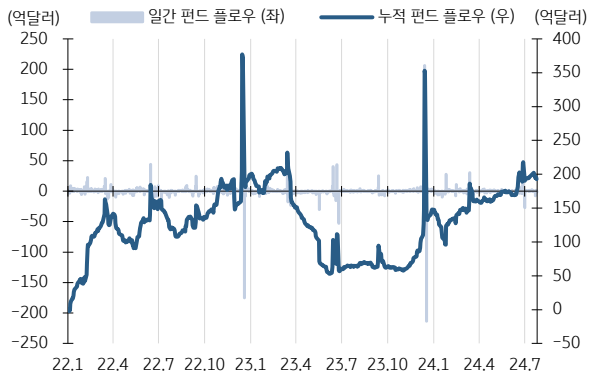
자료: FactSet, KB증권

그림 52. 미국 성장주: 누적 펀드 플로우는 17.1억 달러 감소



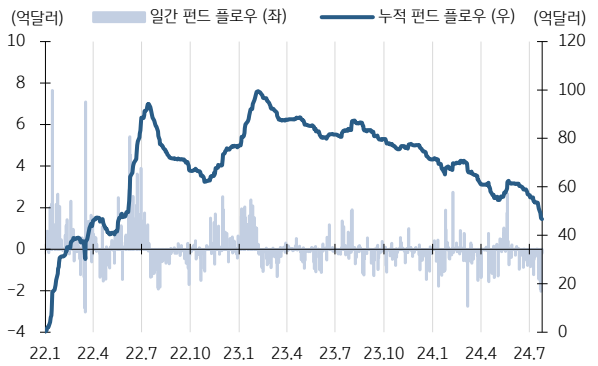
자료: FactSet, KB증권

그림 53. 미국 가치주: 누적 펀드 플로우는 15.5억 달러 감소



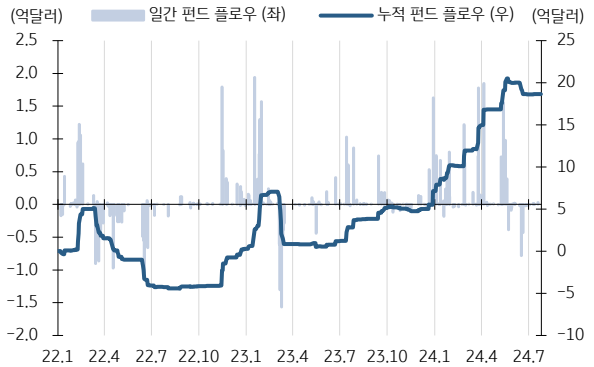
자료: FactSet, KB증권

그림 54. 중국 주식: 누적 펀드 플로우는 5.9억 달러 감소



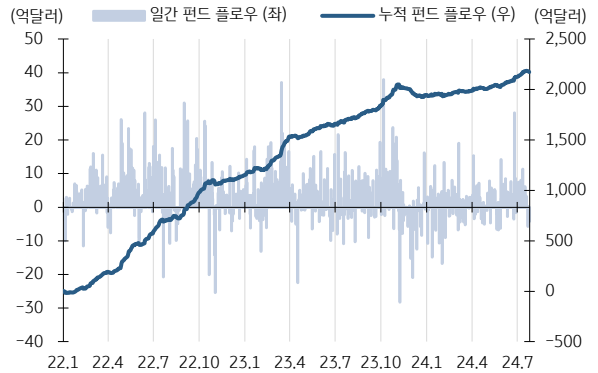
자료: FactSet, KB증권

그림 55. 한국 주식: 누적 펀드 플로우는 0.0억 달러 증가



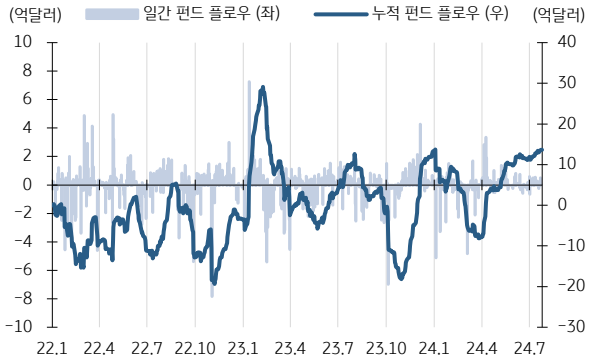
자료: FactSet, KB증권

그림 56. 국채: 누적 펀드 플로우는 63.4억 달러 증가



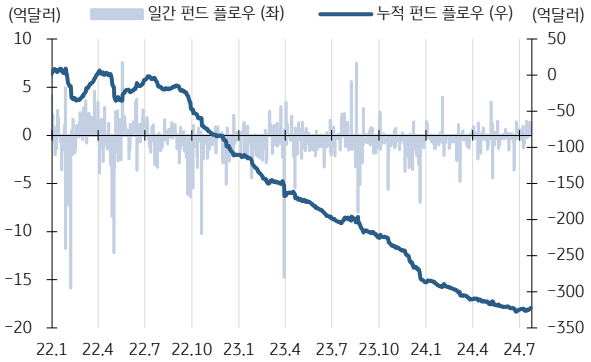
자료: FactSet, KB증권

그림 57. 신흥국 채권: 누적 펀드 플로우는 1.8억 달러 증가



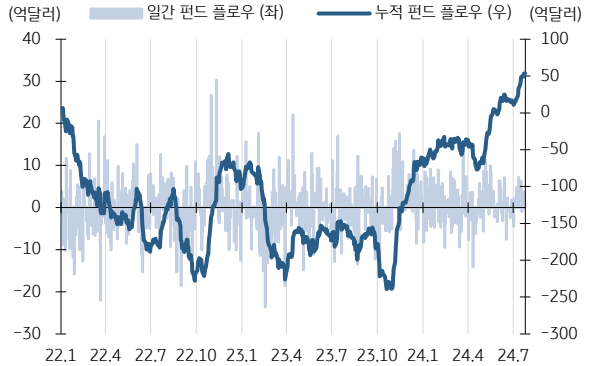
자료: FactSet, KB증권

그림 58. 물가연동채: 누적 펀드 플로우는 0.6억 달러 증가



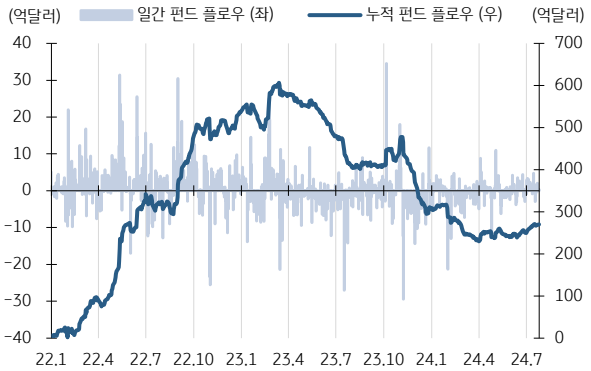
자료: FactSet, KB증권

그림 59. 하이일드: 누적 펀드 플로우는 31.7억 달러 증가



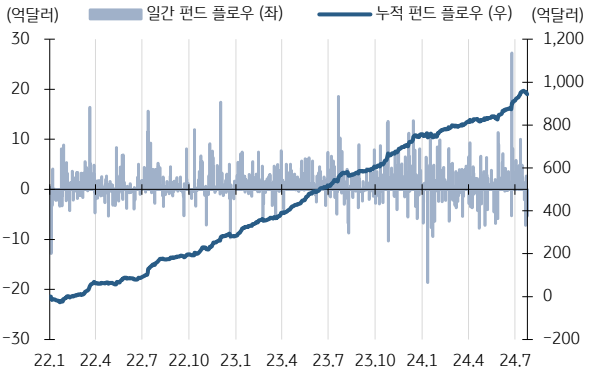
자료: FactSet, KB증권

그림 60. 단기채: 누적 펀드 플로우는 17.1억 달러 증가



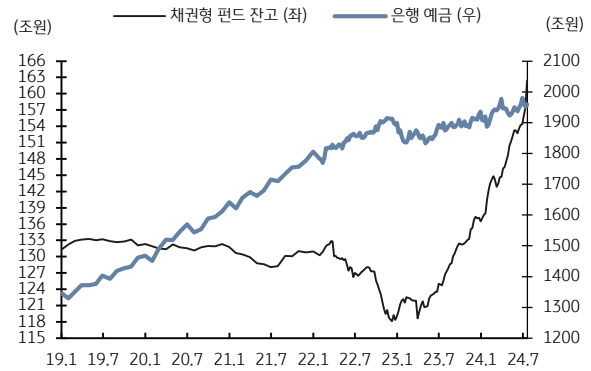
자료: FactSet, KB증권

그림 61. 장기채: 누적 펀드 플로우는 47.6억 달러 증가



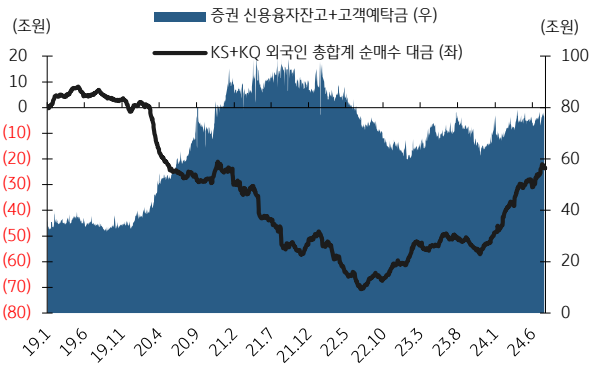
자료: FactSet, KB증권

그림 62. 은행 예금 증가세는 둔화, 채권형 펀드 잔고는 가파른 상승



자료: Infomax, KB증권

그림 63. 외국인의 국내주식 매수세는 지속



자료: Quantiwise, KB증권

KB증권 글로벌 경제지표 전망

국가/지역	지표	단위	2023				2024E				2023	2024E		2025E	
			1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q					
미국	GDP	% QoQ 연율	2.2	2.1	4.9	3.4	1.4	2.8	1.3	2.0					
		% YoY	1.7	2.4	2.9	3.1	2.9	3.1	2.2	1.9	2.5	2.5	▲	2.0	
	CPI	% YoY	5.8	4.0	3.5	3.2	3.3	3.2	2.8	2.7	4.1	3.0	▼	2.2	▼
	정책금리 (상단)	기말 %	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	5.50	5.00		4.00	
유로존	GDP	% QoQ	0.0	0.1	0.0	0.0	0.3	0.3	0.5	0.6					
		% YoY	1.3	0.5	0.1	0.2	0.5	0.5	1.0	1.5	0.5	1.0	▲	1.8	▲
	CPI (HICP)	% YoY	8.0	6.2	4.9	2.7	2.6	2.5	2.5	2.6	5.5	2.6		1.7	▼
	정책금리 (MRO)	기말 %	3.50	4.00	4.50	4.50	4.50	4.25	3.65	3.40	4.50	3.40		2.40	
한국	GDP	% QoQ	0.4	0.6	0.8	0.5	1.3	-0.2	0.6	0.4					
		% YoY	1.1	1.0	1.4	2.1	3.3	2.3	2.2	2.1	1.4	2.4	▼	1.9	▼
	CPI	% YoY	4.6	3.3	3.2	3.4	3.0	2.7	1.9	2.0	3.6	2.4	▼	2.2	▲
	정책금리	%	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.25	3.50	3.25		2.75	▲
중국	GDP	% YoY	4.5	6.3	4.9	5.2	5.3	4.7	4.9	4.9	5.2	5.0		4.5	
	CPI	% YoY	1.3	0.1	-0.1	-0.3	0.0	0.3	0.9	1.3	0.2	0.6	▼	1.5	

자료: KB증권 전망

주1: 연간 화살표는 6월 KB Core View (6/24) 대비 증감

주2: 유로존 정책금리 (MRO: Main Refinancing Operations rate)는 2024년 9월부로 적용 기준 변경 (DFR 대비 +50bp → +15bp)

KB증권 글로벌 금융시장 전망

주가	2023	현재	4Q24E	2Q25E
미국 S&P 500	4,770	5,427	6,100	6,000
유로존 Eurostoxx 50	4,521	4,862	5,250	5,300
일본 Nikkei 225	33,464	39,155	40,000	41,500
중국 상해종합	2,975	2,902	3,100	3,150
홍콩 HSCEI	5,769	6,142	6,500	6,500
한국 KOSPI	2,655	2,759	2,950	3,100

금리 (%)	2023	현재	4Q24E	2Q25E
미국 기준금리	5.50	5.50	5.00	4.50
미국 국채2년	4.25	4.43	4.20	3.90
미국 국채10년	3.88	4.28	4.20	4.10
한국 기준금리	3.50	3.50	3.25	3.00
한국 국고3년	3.15	3.05	3.10	3.00
한국 국고10년	3.18	3.13	3.20	3.15

환율	2023	현재	4Q24E	2Q25E
달러화 지수 (DXY)	101.3	104.4	102.5	101.5
유로/달러 (EUR/USD)	1.10	1.08	1.09	1.11
달러/엔 (USD/JPY)	141.0	154.6	147.0	140.0
달러/원 (USD/KRW)	1,291	1,380	1,320	1,290
달러/위안 (USD/CNY)	7.10	7.26	7.18	7.10

자료: KB증권 전망

주: 현재는 7월 24일 종가 기준, 전망치는 주가 및 기준금리는 기말 기준, 그 외는 평균 기준

크레딧 스프레드 (bp)	2023	현재	4Q24E	2Q25E
미국 투자등급 (IG)	`99	93	100	100
미국 하이일드 (HY)	323	303	340	340
한국 회사채 AA-	74	45	44.3	43.0

대체투자 (USD)	2023	현재	4Q24E	2Q25E
원유 (WTI)	71.7	77.6	75.0	73.0
금 (LBMA)	2,078	2,421	2,450	2,600

주: 월간 자산군별 수익률 기준 지수(통화)는 다음과 같음. 글로벌채권종합 Bloomberg Barclays Global Aggregate TR Index (Unhedged USD), 미국국채 Bloomberg Barclays US Treasury TR Index (USD), 투자등급 iBoxx USD Liquid Investment Grade Index (USD), 투기등급 iBoxx USD Liquid High Yield Index (USD), 신흥로컬국채 Bloomberg Barclays EM Local Currency Government TR Index (Unhedged USD), 한국채권종합 KAP Korea Bond Pricing All Bonds Index (KRW), 달러 DXY Index, 신흥통화 JP Morgan Emerging Market Currency Index, 선진주식 MSCI World Index (USD), 신흥주식 MSCI EM Index (USD), 미국주식 S&P 500 Index (USD), 유럽주식 Eurostoxx50 Index (EUR), 중국주식 Shanghai Composite Index (CNY), 일본주식 Nikkei225 Index (JPY), 한국주식 KOSPI Index (KRW), 원자재 S&P GSCI Excess Return CME Index (USD), 미국리츠 FTSE NAREIT All Equity REITS TR Index (USD), 유가(WTI) NYMEX CL (USD), 금 Gold Spot (USD)

투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.