

---

December  
2015

---

# 미래에셋증권 자산배분전략

정 승 재 Analyst / 자산배분센터  
(02) 3774 6031  
seungjae.jung@miraeasset.com

정 유 정 Analyst / 자산배분센터  
(02) 3774 6068  
yujung.jung@miraeasset.com

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 미래에셋증권 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙 자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.



## 변화의 시기: 펀더멘털 게임

10/28 FOMC(연방공개시장위원회) 미팅 이후 미국 시중 금리나 연방기금금리선물의 움직임을 보면 Fed(연준)가 12월에 기준금리 인상을 개시할 가능성은 높아지고 있습니다. 그럼에도 지난 한 달간 글로벌 주가는 전반적으로 순항했습니다. Fed의 금리 인상 개시 이면에 펀더멘털 회복이 자리잡고 있고, 최초 인상 이후 그 속도는 완만할 것이란 시장 참여자들의 기대감을 Fed 인사들이 지지해준 덕분으로 보입니다. 물론 12월 중순 예정된 FOMC로 가까워질수록 글로벌 증시의 운신의 폭은 좁아질 것입니다. 하지만 최근 주가 흐름을 보면 인상 자체로 인한 큰 충격이 발생하진 않을 듯 합니다. 오히려 12월에도 Fed가 금리를 동결하는 것이 더 문제가 될 수 있습니다. 글로벌 증시에 지침을 제공하는 역할을 해온 Fed의 신뢰 저하, 불확실성 증폭으로 주식시장에는 역풍이 불 수 있습니다.

12월 MP(모델 포트폴리오)는 11월 MP와 비교해 자산군별 투자비중에 변동이 없습니다. 각각의 글로벌 자산군 전망에 이렇다 할 변화가 없고, 전망을 수정할 정도의 증시 이벤트도 없었기 때문입니다. 12월 Fed 금리 인상을 앞둔 상황에서 글로벌 자산배분의 키워드는 '펀더멘털에 대한 집중'과 '변동성 관리'입니다. 주식에서는 선진국을 선호하는 기존 입장을 유지합니다. 중앙은행의 확장적 통화정책 기조, 이에 따른 통화 가치 약세와 기업 이익전망 개선 가능성, 각국 정부의 재정지출 확대에 따른 내수경기 회복 가능성 등을 감안해 유럽을 최선호합니다. 단, Fed 금리 인상 개시 전후로 글로벌 시장 변동성이 커질 때 상대적으로 안전판 역할이 기대되는 미국의 투자비중은 가장 높게 가져감으로써 포트폴리오 전반의 안정감을 높이고자 합니다.

채권은 공격적 수익 추구보다 수성(守城)의 관점에서 접근합니다. 단기 듀레이션 전략에 집중한 국내 채권 선호 스탠스는 11월에 이어 12월에도 유지합니다. 물론 10월과 11월 두 차례 금융통화위원회를 거치면서 한국은행의 추가 기준금리 인하 기대감이 낮아지긴 했는데, 관심을 갖고 볼 이벤트는 12월 초 예정된 ECB(유럽중앙은행) 통화정책회의입니다. ECB의 추가 경기부양 액션은 최근 추가 부양책 확대에 머무르고 있는 BoJ(일본은행)를 자극하고, 이는 결과적으로 내년 한국은행의 추가 금리 인하 압력으로 작용할 수 있다는 점에 있습니다.

신흥국 자산은 주식과 채권 모두 신중한 접근이 요망되는 시기입니다. MSCI Index 기준 선진국 대비 신흥국의 상대 주가는 2008년 금융위기 주가 급락 국면보다 낮은 수준이고, 상대 밸류에이션 역시 사상 최저 수준으로 저평가 메리트가 부각될 법도 합니다. 하지만 Fed 금리 인상 시 기회 요인보다 리스크 요인에 대한 민감도가 커질 수 있는데, 국가나 기업 단위 모두 금융위기 이후 부채를 키워 온 원자재 수출국은 요주의 대상입니다. 신흥국 투자는 숲보다 나무를 보는 접근법이 유리해 보입니다. 경제 패러다임 변화의 수혜를 누릴 수 있고 실적 개선이 관찰되는 중국 본토 내수 소비주에 대해서는 긍정적으로 접근할 수 있습니다.

구분		누적수익률					
자산	지수	1개월 전 대비	3개월 전 대비	6개월 전 대비	2015년 연초 이후	1년 전 대비	2014/1/27 이후
선진국주식	MSCI World	-0.5%	2.8%	-5.9%	-0.7%	-2.3%	5.8%
신흥국주식	MSCI EM	-0.6%	3.5%	-18.9%	-12.0%	-16.3%	-9.7%
선진국채권	Merrill Lynch [W0G1]	-1.5%	-2.1%	-0.6%	-3.5%	-3.4%	-4.9%
신흥국채권	Merrill Lynch [IP00]	-0.4%	1.5%	-1.1%	1.1%	-0.7%	7.9%
국내주식	KOSPI	-1.5%	6.8%	-6.6%	4.6%	2.0%	4.9%
미국주식	S&P500	-0.1%	5.9%	-1.9%	1.3%	1.1%	17.1%
유럽주식	MSCI Europe	1.1%	5.0%	-7.3%	10.0%	8.9%	16.7%
일본주식	TOPIX	3.6%	1.9%	-2.7%	13.9%	14.5%	30.4%
중국주식	MSCI China	-0.3%	2.6%	-23.9%	-5.7%	-0.8%	7.1%
신흥국주식	MSCI EM	-0.6%	3.5%	-18.9%	-12.0%	-16.3%	-9.7%
국내채권	KAP All Bond	-0.7%	0.4%	1.8%	3.4%	4.0%	10.0%
선진국채권	Merrill Lynch [W0G1]	-1.5%	-2.1%	-0.6%	-3.5%	-3.4%	-4.9%
신흥국채권	Merrill Lynch [IP00]	-0.4%	1.5%	-1.1%	1.1%	-0.7%	7.9%
하이일드채권	Merrill Lynch [HW00]	-1.6%	-1.6%	-4.7%	-1.8%	-3.9%	-2.3%
원자재	RICI Commodity	-6.6%	-6.0%	-21.1%	-22.3%	-32.8%	-38.5%
부동산	S&P Global REITs	-1.9%	1.7%	-1.4%	-0.3%	2.1%	22.0%
단기자금	KAP MMI	0.1%	0.5%	1.0%	1.9%	2.2%	4.6%

주: 1개월 전 대비 기준일은 2015.10.29로 10월 자산배분 리밸런싱 이후의 수익률을 의미  
 자료: Bloomberg (2015.11.23)



## 변화의 시기, 펀더멘털 게임

- 글로벌 중앙은행들의 통화정책 Divergence로 유동성 환경 비관적으로 볼 필요 없음
- 펀더멘털 요인, 변동성 관리에 치중하며 안정적 포트폴리오 구축 요망. 선진국 주식, 국내 채권 중심의 대응 권고

자산	투자 의견	판단 근거
주식		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 미국 vs. 미국 외 지역의 중앙은행 통화정책 divergence 감안하면 유동성 환경 나쁘게 볼 필요 없음</li> <li>• 펀더멘털과 정책 모멘텀 차별화되는 선진국 선호. 美 금리인상으로 부채 리스크 부각될 수 있는 신흥국 보수적 접근</li> </ul>
한국	N	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 계절성 측면에서는 연말 대형주, 연초 중소형주 강세 패턴 보여 왔으나 이번에는 美 금리인상이 변수</li> <li>• 대형주의 주가 선전 및 투자심리 개선 관련 Fed보다 ECB, BoJ 행보 주목(ECB 추가 QE→BoJ 추가 부양→한은 금리인하 압력)</li> </ul>
미국	OW	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 경기는 고용, 주택, 소비 등에서 선순환 구도를 형성하며 안정적으로 회복 중, 금리 인상이 성장세를 둔화시키지 않을 것</li> <li>• 과거 금리 인상기 미국 증시는 플러스 성과를 냈다는 점 참고, 가장 안정적인 주가 흐름을 보여줄 수 있는 지역으로 기대</li> </ul>
유럽	OW	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 소비 중심으로 경기 회복세 나타나고 있음, ECB의 추가 부양책 기대감으로 투자심리도 우호적</li> <li>• 글로벌 IB들이 가장 선호하는 지역으로 글로벌 펀드 자금도 계속 유입되는 등 수급 환경 양호</li> </ul>
일본	OW	<ul style="list-style-type: none"> <li>• GDP 성장률 다소 부진하나 소프트패치 수준의 일시적 경기 둔화로 판단. 소비 성장은 양호한 편</li> <li>• 아베노믹스 성공을 위한 재정 확대의 가능성도 있으며, 시장 불안 가중 시 BoJ의 QQE 규모 확대 카드도 남아있음</li> </ul>
중국	UW	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 성장률의 급격한 개선, 혹은 이를 위한 강한 서프라이즈 성격의 부양책 등장 가능성에 대한 기대감 낮아지는 분위기</li> <li>• 숲(시장 전체)보다 나무에 집중하는 접근법 유리. 기업실적 개선, 경제구조 변화의 수혜 기대되는 본토 내수 소비주 선호</li> </ul>
신흥국	UW	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 선진국 대비 상대 주가는 '08 금융위기 주가 급락 국면보다 낮고 상대 밸류에이션 역시 역사상 최저 수준</li> <li>• 가격 메리트보다 美 금리인상 시 부채 이슈가 부담될 수 있음. 국가/기업단에서 레버리지 리스크 높은 원자재 수출국 요주의</li> </ul>
채권		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 미국 금리 인상으로 인한 변동성 확대 가능성 대비, Yield보다 펀더멘털에 따라 보수적으로 접근</li> </ul>
한국	N	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 12월 미국 FOMC, 연말 계절성 요인 등 감안하면 최근 상승한 국채금리의 되돌림 가능성 높지 않아 보임</li> <li>• 다만 미국이 금리 인상을 시작하더라도 한국의 동반 인상 가능성 낮은 만큼 국채금리는 제한된 박스권 흐름 예상</li> </ul>
선진국	UW	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 미국이 12월에 첫 금리 인상을 시작하여 내년 2~3번 인상하는 시나리오가 시장 컨센서스</li> <li>• 미국 국채금리는 단기물이 빠르게 오르면서 2004년 금리 인상 당시와 같이 장단기 금리차 축소 이어질 것으로 예상</li> </ul>
신흥국	N	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 과거 미국 금리 인상 사이클 후반에서 일부 신흥국의 위기 발생 경험 등 감안하여 리스크 관리가 필요</li> <li>• Yield pick-up 차원에서 포트폴리오 내 일부 비중 유지하되, 펀더멘털 양호한 국가/지역 중심의 선별적 접근 요망</li> </ul>
하이일드	N	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 높은 일드(Yield)와 밸류에이션 메리트로 일시적인 스프레드 축소 국면이 나타날 수 있으나,</li> <li>• 미국 금리 인상 과정에서 일부 기업들의 신용 리스크 증가, 수급 위축 가능성 등 고려하여 보수적인 접근이 적절</li> </ul>
실물		
원자재	UW	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 미국 금리인상 앞두고 달러 강세, 여기에 공급 과잉 이슈 여전한 점은 에너지 가격 반등에 부담 요인</li> <li>• 엘 니뇨-이상기후-작황 악화 우려 있지만, 밀/콩/옥수수 등의 주요 산지인 북미/남미는 비껴가며 농산물 가격 약세</li> </ul>
부동산	UW	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 9~10월 상승했던 글로벌 리츠 지수는 11월 하락 전환, 당분간 리츠 가격은 미국 금리 인상과 속도에 따라 등락 거듭할 듯</li> <li>• 지역별로는 일본 리츠가 견조한 흐름을 보이는 가운데, 미국과 유럽 리츠는 변동성이 높은 모습</li> </ul>

주: OW는 시장비중대비 overweight, N은 시장비중대비 neutral, UW는 시장비중대비 underweight를 의미

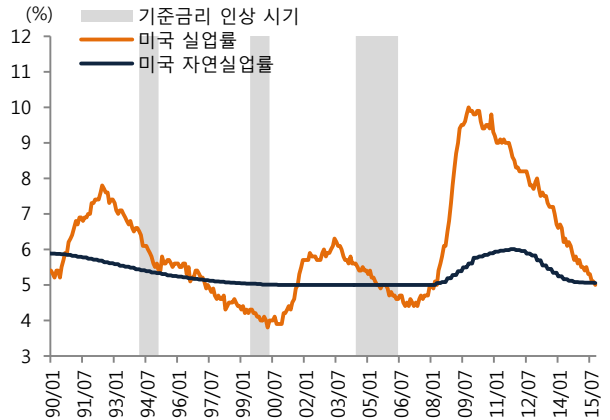
## 1. 선진국 주식

### 미국 주식

**[결론]** 금리를 인상해도 경제는 안정적으로 성장할 것

- 미국 경제는 금리 인상을 충분히 감내할 만한 수준으로 안정적 성장세 보이고 있음. 특히 연준의 금리 결정 척도 중 하나인 고용에서 의미 있는 성과를 보임. 미국의 실업률은 완전고용 수준에 근접(물가상승을 일으키지 않는 수준의 실업률)했으며, 신규구인, 임금상승률 등에서도 양호한 고용 상황을 보여주고 있음. 고용 증가는 소득과 소비회복으로 이어져 선순환 구도를 형성할 것으로 기대
- 7년 만에 제로 금리 수준을 벗어나는 만큼, 금리 인상은 증시에 단기 변동성 요인이 될 수 있음. 하지만 완만한 속도의 금리 인상은 증시에 부정적이지 않을 것. 90년 이후 세 차례의 금리인상 기간 동안 미국 증시는 모두 상승했던 점 참고

<미국 실업률, 자연실업률>



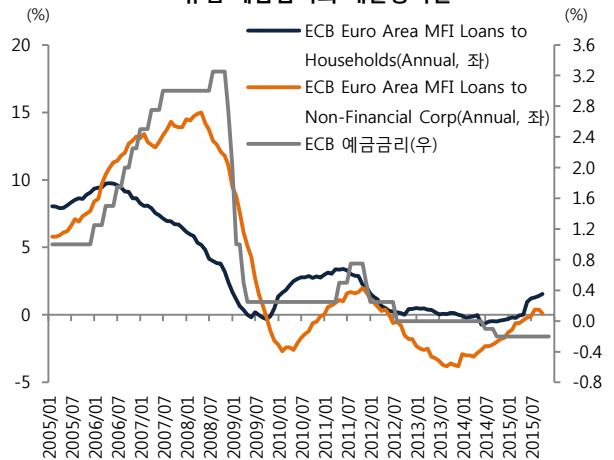
자료: 미 의회예산국, Bloomberg (2015.11.24)

### 유럽 주식

**[결론]** 내수 회복+ECB 정책 모멘텀으로 상승 가능성 충분

- 소비, 서비스업 지표 중심으로 회복 중. 글로벌 무역 둔화로 인한 생산/제조업 지표 부진은 유럽에서도 나타났으나, 이를 내수 회복이 상쇄해 주고 있음
- 여전히 디플레이션 불안 잔존하면서 ECB의 추가 정책이 기대되는 상황. 예금금리 인하, QE 연장(or확대) 등의 정책 카드가 남아 있음. 특히 지난해 중앙은행 예금금리 하락이 시중 은행권의 민간부문 대출 증가로 이어져 왔던 점 감안하면 ECB의 정책효과도 기대되는 상황
- 파리 테러 여파로 일부 경제지표 둔화 가능성은 있으나, 테러와 같은 정치적 이벤트의 영향력은 단기에 그쳤던 경험을 참고할 필요
- 글로벌 IB들이 가장 선호하는 지역으로 양호한 수급 환경 지속 기대

<유럽 예금금리와 대출증가율>



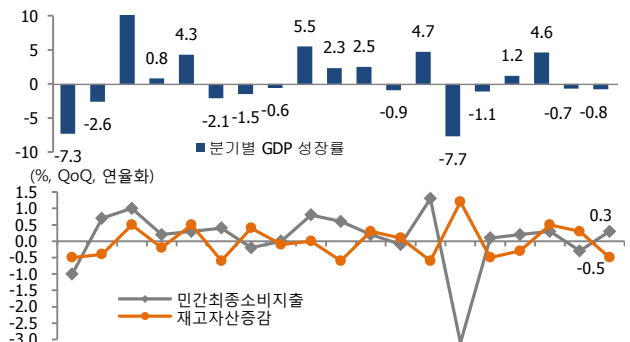
자료: Bloomberg (2015.11.24)

### 일본 주식

**[결론]** 경기는 단기 소프트패치 중, 정책 기대감은 유지

- 일본 경기는 다소 둔화되는 모습 보이나, 경기 회복 과정 속 일시적 위축인 소프트패치 수준일 듯. 일본 GDP는 두 분기 연속 마이너스를 보였지만, 실상은 재고 조정에 따른 영향이 작용한 것. 민간소비는 완만한 회복세 보이고 있음
- BoJ가 QE 확대에 대해 아직 적극적인 태도를 보이지는 않지만, 경제지표가 둔화될 때마다 정책 기대감은 높아질 수 있음. 또한 아베노믹스 성공을 위한 재정 확대 가능성도 있음

<일본 GDP 성장률과 소비, 재고증감 성장률>



자료: Bloomberg (2015.11.24)

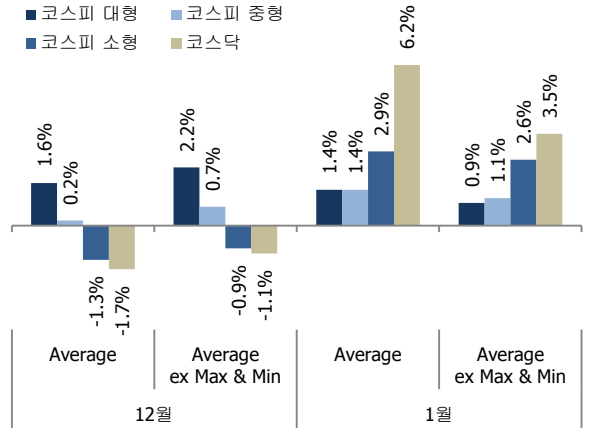
## 2. 신흥국 주식

### 한국 주식

#### [결론] 계절성보다 ECB와 BoJ를 볼 것

- 자체 동력 부재, 12월 미국 기준금리 인상 가능성으로 탄력 있는 주가 흐름 기대 쉽지 않음
- 계절성 측면에서 지난 15년간 연말(12월) 대형주 강세, 연초(1월) 중소형주 강세 양상 뚜렷하나 미국 금리인상 이벤트로 이 같은 패턴 깨질 가능성도 존재
- 대형/수출주의 주가 강세, 투자심리 개선에 환율 효과(원화 약세) 필요. 원화 약세 재료로 Fed보다 ECB와 BoJ 움직임 주시. ECB 추가 양적완화 발표 시 BoJ에 경기부양 압력으로 작용하고, BoJ 추가 액션은 한국은행의 추가 금리인하 가능성 높이며 원화 약세 유인될 수 있음

<2000.12~2015.1 한국 주식시장 월 평균 등락률 비교>



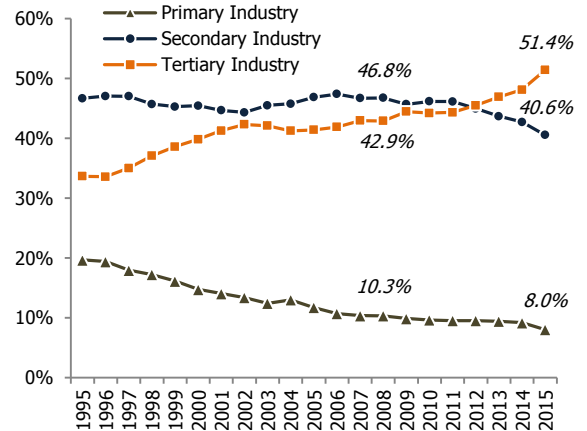
자료: Bloomberg

### 중국 주식

#### [결론] 당장은 답답해 보여도 패러다임 변화에서 기회를 찾을 것

- 중국 내부적으로도, 국제기관들도 2016년 중국 연간 성장을 6%대 기록할 것으로 관측
- 성장률의 급격한 개선, 혹은 이를 위한 강한 서프라이즈 성의 부양책 등장 가능성에 대한 기대감 역시 낮아지는 분위기
- 숲(시장 전체)보다 나무에 집중하는 접근법이 유리할 듯. 기업실적 개선, 경제구조 변화의 수혜 기대되는 본토 내수 소비주 선호. 연간 평균 기준으로 중국 GDP 구성비중에서 3차 산업(소비, 금융, 운송 등 서비스) 비중은 올해 50%를 넘어섬. 반면 2차 산업(제조업, 건설) 비중은 리먼 사태 전 46.8%에서 올해 40%대 수준으로 하락

<중국 Nominal GDP 산업별 구성 비중>



주: 연간 Average 기준  
자료: Bloomberg (2015.11.24)

### 신흥국 주식

#### [결론] 이보다 더 쌀 수는 없다? 가격 메리트보다 리스크 요인에 주목

- MSCI Index 기준 선진국 대비 신흥국 상대 주가는 리먼 파산 직후 주가 급락 국면보다 낮은 수준 보이고 있음. 상대 밸류에이션 역시 마찬가지임. 12개월 예상치 기준 선진국 대비 신흥국 상대 P/B는 데이터 집계 이래 최저임. 가격 메리트 부각될 수 있지만, 12월 미국 금리인상 앞두고 변동성 확대될 가능성 여전히 높음
- 미국 금리인상 시 부채 이슈가 부담 요인 될 수 있음. 국가, 기업 단위 모두에서 레버리지 리스크(ROE 분해에서 자기자본비용의 역수로 같음) 높은 곳은 원자재 수출국/남 아메리카 지역

<신흥국/선진국 상대 주가와 상대 밸류에이션>



주: 선진국은 MSCI World, 신흥국은 MSCI EM Index, P/B는 12M Fwd. 기준  
자료: Thomson, DataStream (2015.11.24)



## 3. 국내/선진국 채권

### 국내 채권

**[결론]** 일드 수준의 기대수익률이 적함

- 연내 한국은행의 기준금리 인하 기대감이 낮아지면서 단기물 중심으로 금리가 상승하고 있음. 12월 미국 금리인상 가능성 및 계절성 요인까지 감안하면 당분간 금리 되돌림 가능성은 낮아 보임. 다만, 미국이 금리 인상을 시작하더라도 한국의 금리 인상이 이어질 가능성은 낮고, 일본이 QQE 확대에 나설 경우 내년 한국의 금리 인하 가능성 배제할 수 없다는 점도 참고. 국채금리는 박스권 흐름 예상

### 선진국 채권

**[결론]** 미국의 금리 인상, 이제는 속도가 포인트

- 시장은 이미 12월 FOMC에서의 금리 인상 가능성을 반영하고 있음. 10월 FOMC 의사록 공개 이후 연내 금리 인상 가능성 높아지고 있지만 시장은 크게 흔들리지 않았으며, 오히려 불확실성 해소로 해석해왔음
- 향후 관건은 금리 인상 속도인데, 글로벌 IB들의 컨센서스는 2015년 12월 첫 인상 후 2016년에는 2~3차례 인상이 있을 것으로 예상
- 2004년 금리 인상 시기와 같이 단기금리가 빠르게 올라가면서 장단기 금리차가 축소되는 흐름이 나타날 것으로 예상

### 신용국 채권 / 하이일드 채권

**[결론]** 가격 메리트보다 변동성 관리에 중점을 둘 필요

- 신용국 채권과 하이일드 채권의 스프레드는 각 360bp, 620bp 수준에서 등락 하고 있음. (2008년 금융위기, 2011년 미국 신용등급 강등과 유럽 금융불안 당시 스프레드 급등 상황이 포함된) 과거 10년 평균을 상회하는 수준까지 확대되었다는 점에서 가격 메리트는 충분. 향후 미국 금리 인상 속도가 둔화되거나, 유가 반등이 나타나는 국면에서 일시적으로 시장은 랠리를 보일 수도 있음
- 하지만 금리 인상 과정에서 나타날 수 있는 에너지 기업, 신용국 기업들의 부도위험 증가 등을 감안하면 스프레드 축소가 추세적이기 어려운데다, 변동성도 높을 것으로 예상. 특히 신용국의 경우 낮은 금리로 대거 채권을 발행했던 부실 기업이 금리 인상기 부도율 상승에 직면할 가능성은 염두에 둘 것
- 일드, 가격 메리트는 있으나, 수급 악화로 인한 변동성 확대 가능성을 감안하여 신중한 접근이 필요. 국가/기업의 펀더멘털이 양호한 채권, 신용등급이 높은 채권 선호

**<미국과 한국 국채의 장단기 금리차>**



자료: Bloomberg (2015.11.24)

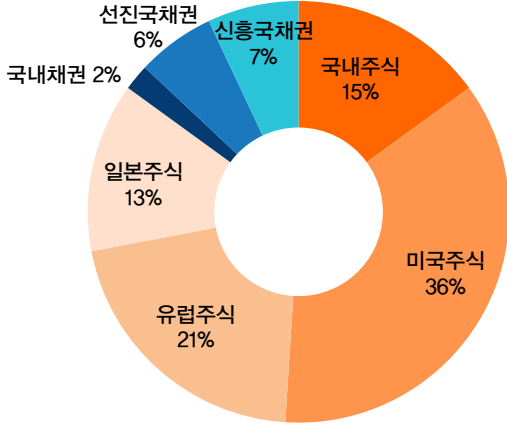
**<신용국, 하이일드 채권 스프레드>**



자료: Bloomberg (2015.11.24)

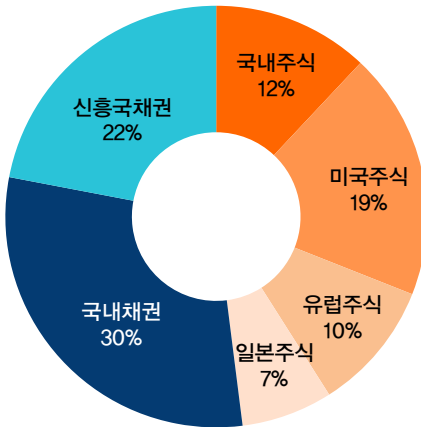
## 2015년 12월 투자성향별 MP

### 고수익추구형



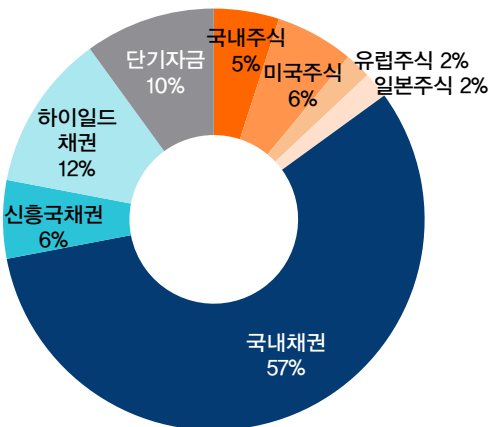
원금의 보전보다는 고수익을 추구하는 자산배분안, 투자자금의 80% 이상을 주식, 실물자산 등에 투자

### 중수익추구형



일정 수준의 원금 손실 가능성을 감내하면서 중수익을 추구하는 자산배분안, 투자자금의 50% 내외를 주식, 실물자산 등에 투자

### 안정추구형



원금 손실 가능성을 최소화하면서 시중금리 이상의 수익을 추구하는 자산배분안, 투자자금의 20% 이내에서 주식, 실물자산 등에 투자