

4기 BUS 증권동아리 3차 과제

글로벌 인플레이션 전망과 그에 따른 자산 배분 전략 - PSC 지표를 중심으로

연세대학교 YIG

박종우, 정연빈, 이형섭, 최준석, 이재열, 유정민, 정동은

목 차

I. 글로벌 인플레이션 현황

개요 - 각국의 물가지수

II. 인플레이션의 원인 및 전망

II - 1. 원유 가격 상승

II - 2. 금속 가격 상승

II - 3. 곡류 가격 상승

II - 4. 중국의 노동력 공급을 통한 저임금 기조 전환

II - 5. 통화적 인플레이션

II - 6. 소결론 - 인플레이션 전망함

III. 자산 배분 전략

III - 1. 새로운 지표 - PSC(Portfolio Scorecard)개념 제시

III - 2. 주식

III - 3. 채권

III - 4. 부동산

III - 5. 실물자산

III - 6. 현금성 자산

III - 7. 포트폴리오 구성

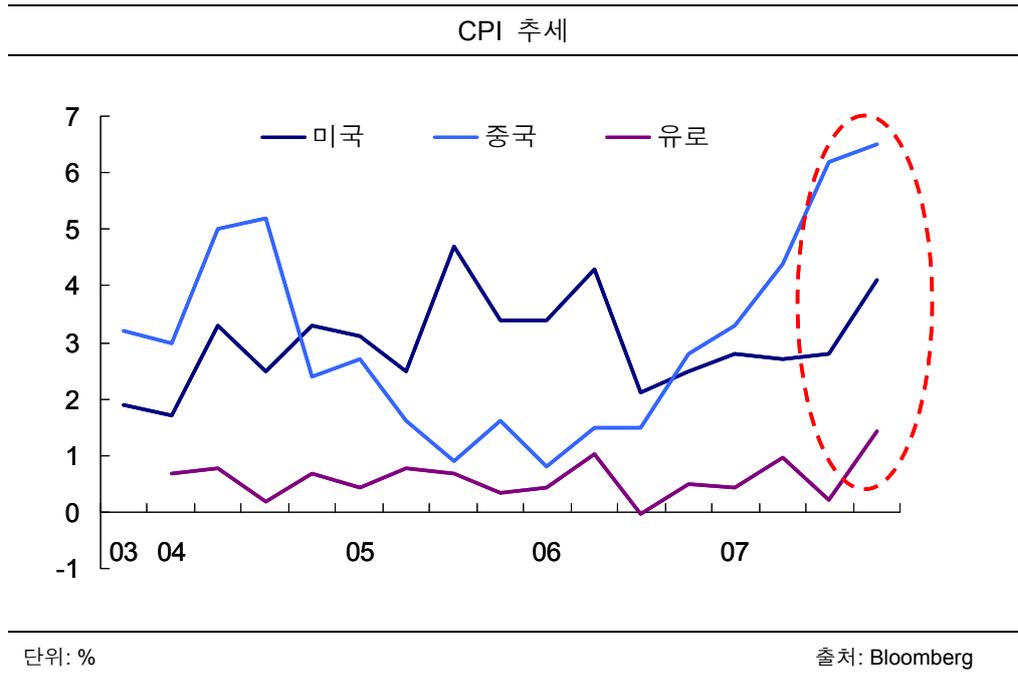
I. 글로벌 인플레이션 현황

물가 안정 시대 개요 - 각국의 물가지수

의 종말

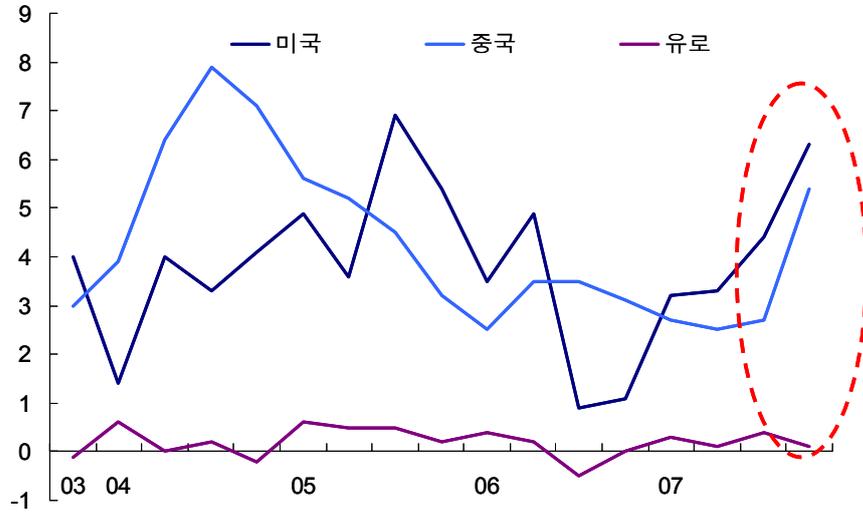
지난 1990년대 이후 전세계 물가의 안정 (disinflation 혹은 Great Moderation)은 1) globalization을 통한 값싼 제품의 공급 및 중국의 저가 노동 공급, 기술진보 그리고 중앙은행의 정책 성공 등에 기인한다. 그러나 물가 안정의 주된 요인이었던 globalization은 그 진행이 계속됨에 따라 이제는 반대로 전세계적 인플레이션을 유발할 가능성이 있다는 우려가 확산되고 있다. 중국, 인도 등 신흥 개발도상국의 성장(즉, 글로벌 성장 증대)으로 인한 1)원자재가격 상승이 우려되고 이들 국가의 2) 총수요 성장과 미국발 서브프라임 부실이 몰고 온 3) 각국 정책금리 인하가 주요 요인이다.¹

I-1. 각국의 물가지수 현황



CPI 측면에서는 수년간 9~10%의 경제성장률을 보여 왔던 중국뿐만 아니라, 미국과 유럽 국가들도 상승 조짐을 보이고 있다. 현재 미국 경기 침체를 우려하는 목소리가 높아지고 있지만, 경기 침체를 통해 미국이나 유럽의 총수요가 감소하는 결과가 발생하더라도, 원자재 가격 상승을 통한 Cost-push 인플레이션의 효과가 더 강할 것이라는 가설 수립이 가능한 대목이다.

PPI 추세



단위: %

출처: Bloomberg

PPI 또한 CPI와 거의 비슷한 양상을 보이고 있으며, 원자재 가격 상승에 CPI 보다 더욱 민감도가 높기 때문에 더욱 기울기가 가파른 양상을 띠는 것으로 추측 된다.

세계 주요 국가의 CPI, PPI 추이는 07년 하반기 기존 물가 지수 상승치보다 기울기가 커지는 조짐을 보이고 있다. 즉, 인플레이션이 심화되려는 움직임을 보이고 있는 것이다. 인플레이션은 그 정의 상 물가의 지속적인 상승을 의미하며, 기존에도 물가지수가 양(+)이었음을 감안하면 어느 정도의 인플레이션이 지속되어 왔다고 볼 수 있으나 최근의 원자재 가격 상승, 이머징 마켓의 성장으로 인해 그 정도가 심화될 가능성을 보이고 있는 것이다.

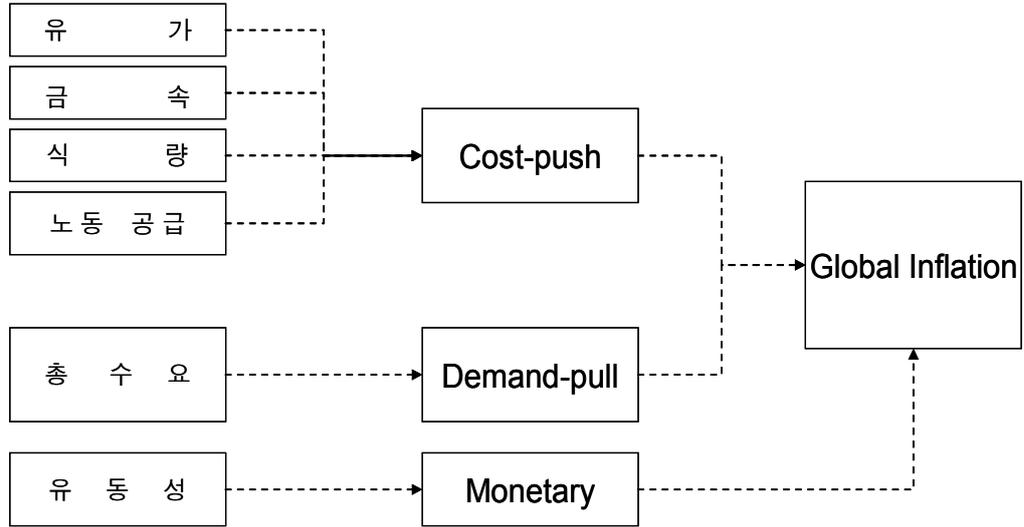
우리는 각 인플레이션 유발 요소에 대한 분석을 시도하고, 분석 결과를 종합하여 향후 인플레이션은 심화될 것인가에 대한 최종 의견을 이끌어 낼 것이며 이에 대한 가장 적절한 자산 배분 전략을 구상할 것이다.

II. 인플레이션의 원인 및 전망

인플레이션

Overview

인플레이션은 크게 그 원인에 따라 **비용-압박 인플레이션**, **수요-견인 인플레이션**, **통화적 인플레이션**으로 나뉜다. 글로벌 인플레이션은 다음 그림에서 제시하는 원인들의 복합적인 작용으로 발생한다.



<글로벌 인플레이션 조망도>

이러한 기본 구조에 따라, 각 원인별로 인플레이션 가능성을 전망해 보겠다.

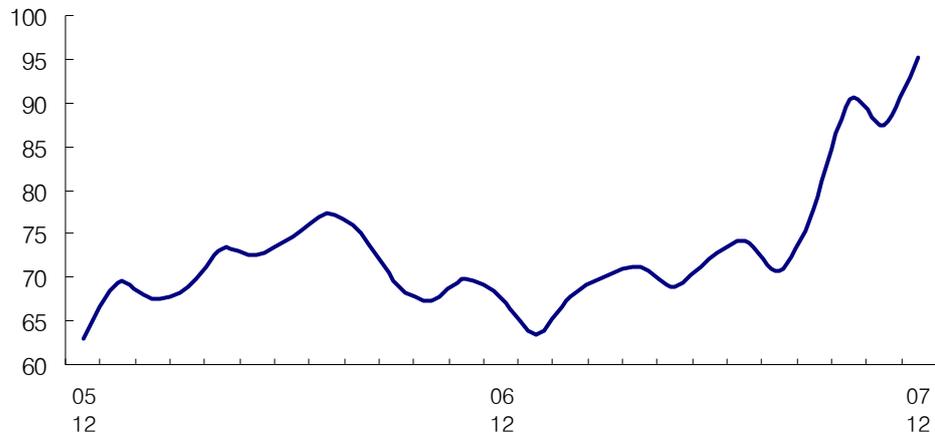
Cost-push

II-1. 원유가격 상승

Inflation

원유 가격의 상승은 가장 기본적인 **Cost-push** 인플레이션 요인이다. 역사적으로 심각한 경제 침체를 가져 왔던 인플레이션의 배경에는 항상 원유 가격의 불안정이 있어 왔다.

WTI 원유 선물 가격 추이



단위: USD/배럴

출처: Bloomberg

만성적인 공급 공급 측면(1) - 만성적인 공급 부족

부족

현재 불안한 원유 수급의 안정을 위해 미국 등이 OPEC에 증산을 요구하고 있으나 증산이 실제로 이루어질 가능성은 매우 낮다. 이는 OPEC이 고유가를 선호하고 있기 때문이다. 원유 가격은 최근 지속적으로 상승하였으나, 달러 약세로 인해 산유국들의 이익 증가율은 2005년 이래 지속적으로 하락했다. 이 같은 상황에서 OPEC이 원유생산량을 확대해 원유 가격을 낮춤으로서 이익을 축소시킬 가능성은 없다고 하겠다. 실제로 일부 OPEC 회원국들은 다음달 5일에 있을 OPEC 회의에서 원유 감산을 추진하려고 하고 있다.

또한 OPEC이 실질적으로 대규모로 증산할 수 있는 여력이 크지 않다. 2007년말 OPEC의 생산여력은 일일 2.68백만 배럴로 전세계 석유수요량의 약 3% 정도에 불과한 상황이다. 이 정도의 증산으로는 원유시장 안정에 크게 기여할 수 없다고 판단된다.¶

정치적 위험

공급 측면(2) - 산유국의 정세 불안 : 지정학적 위험

원유의 지정학적 위험은 원유의 지역적 편중성에 기인한다. 지정학적 위험은 원유의 공급을 위협해 유가 급등을 일으킬 수 있는 핵심요인이다. 이는 유전 시설의 파괴, 정치적 이유에 의한 석유 공급 중단 등으로 이어져 원유 공급에 차질을 빚게 되어 원유가 폭등을 유발하는 원인이 되기 때문이다.

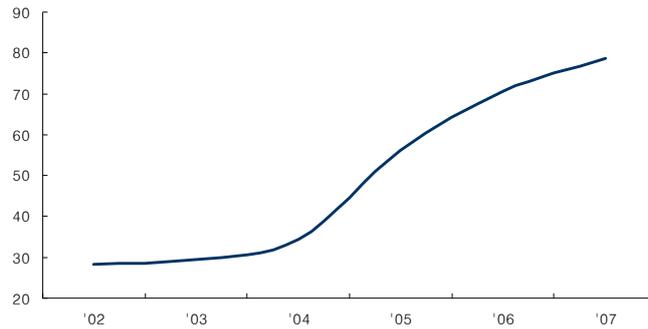
중동의 대표적인 지정학적 위험은 이스라엘 지역의 갈등, 미국을 비롯한 서방 국가와의 갈등이다. 아프리카와 남미 지역은 반정부 세력의 활동으로 인한 내부 정치 혼란이 지정학적인 위험이다. 최근에 부각되고 있는 지정학적 위험요인은 다음과 같다.

- ✓ 이란의 핵개발 시도로 미국, 이란의 관계가 악화되었다. 최근 이란이 로켓발사 실험을 함으로서 양국간의 군사적 긴장이 더욱 팽팽해지고 있다. (2008.02.05 연합뉴스)
- ✓ 나이지리아 반군의 유조선 방화 등의 석유시설 공격으로 인해 석유 공급에 대한 우려가 확산되고 있다. (2008.01.02 뉴시스) 현재 나이지리아의 정치 환경은 매우 불안정하며, 반군들이 때때로 석유 시설에 대한 공격을 감행하고 있는 상황이다.
- ✓ 터키의 쿠르드 반군에 대한 공격으로 중동지역의 위기감이 고조되고 있다. (2008.02.09 뉴시스) 쿠르드 지역은 원유 매장량이 풍부한 것으로 알려져 이들 지역에 대한 갈등 고조는 원유 공급에 대한 우려를 키우고 있다.

II-2. 금속 가격 상승

지난 몇 년간 세계 경제 호조와 중국의 고성장에 달려 약세 현상까지 겪치면서 금속가격은 상승해왔다. 철광석은 세계적 수요의 꾸준한 증가와 중국 수입 수요 증가로 가격 상승이 계속될 것으로 보이나 최근 선진국의 경기 둔화와 공급 증가로 비철금속가격은 빠르게 안정세를 보이고 있다.

철광석 가격 추이



단위: USD/mt

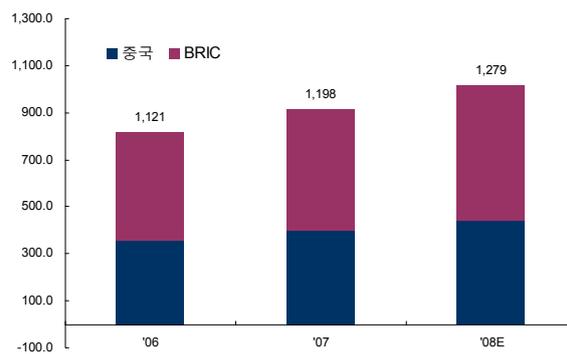
출처: 철광석과 비철금속의 시장 동향 및 전망 김주한

철강수요
급증에 따른
철광석 가격
상승, 수급
안정화에 따른
비철금속 가격
안정화

수요적 측면- 철광석

2000년대 들어 중국을 중심으로 개발도상국들의 경제성장으로 인해 고정 자산투자와 설비투자가 증가하면서 철강수요가 급증하여 철광석 가격은 가파르게 상승하고 있다.

철강 수요 추이 및 전망



단위: 백만 톤

출처: IISI, Steel Statistical Yearbook 2007, 2007. 12.

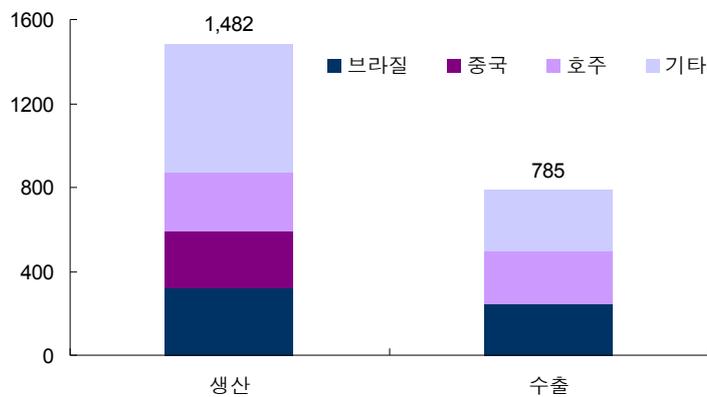
수요적 측면- 비철금속

선진국의 경제 성장을 둔화로 선진국의 비철금속 수요는 감소할 것으로 보이는 반면, 중국의 수요는 증가하고 있다.

공급적 측면 - 철광석

철광석은 주요 10개국이 전세계 공급의 92%를 차지하며 특히 주요 3개국의 비중이 74.1%에 달한다. 인도는 자체 수요가 많아 철광석 공급은 브라질과 호주가 주도하고 있으며 브라질의 CVRD, 호주의 BHPB, Rio Tinto사가 전체 수출 시장의 2/3를 장악하며 과점 체제를 형성하고 있다. 그렇기 때문에 수요가 증가하더라도 공급 증가는 탄력적이지 않을 것으로 예상되며, 최소한 2010년이 지나서야 생산 설비 증설이 완료될 것으로 보이므로, 향후 철광석 가격은 상승세를 유지할 것으로 전망된다.

주요국의 철광석 생산 및 수출



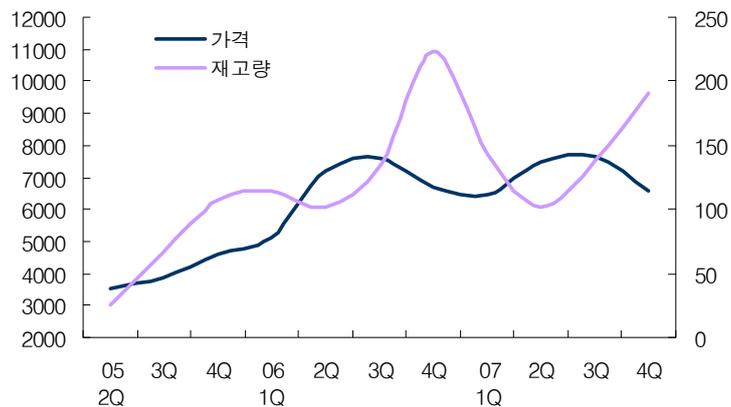
단위: 백만 톤

출처: IISI, Steel Statistical Yearbook 2007, 2007. 12.

공급적 측면 - 비철금속

'08년 비철금속 공급을 위한 인프라 구축이 마무리될 것으로 보이며, 안정적 공급이 예상된다. 따라서 비철금속의 가격은 안정적일 전망이다.

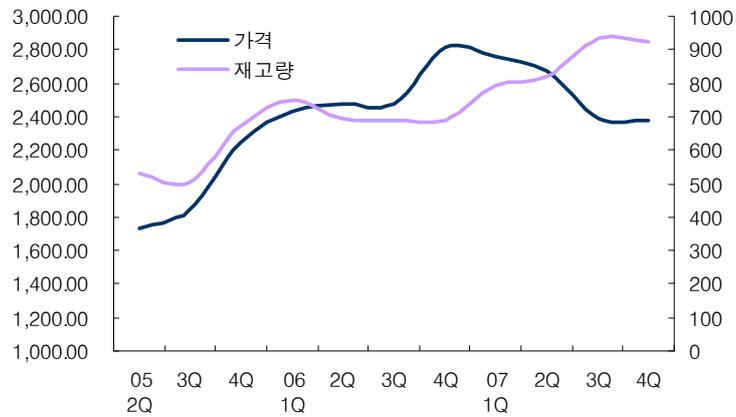
구리 가격/재고량 추이



단위: USD/mt

출처: Bloomberg

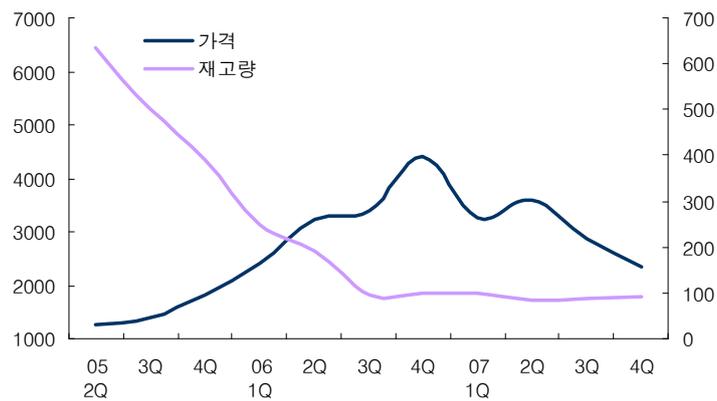
알루미늄 가격/재고량 추이



단위: USD/mt

출처: Bloomberg

아연 가격/재고량 추이



단위: USD/mt

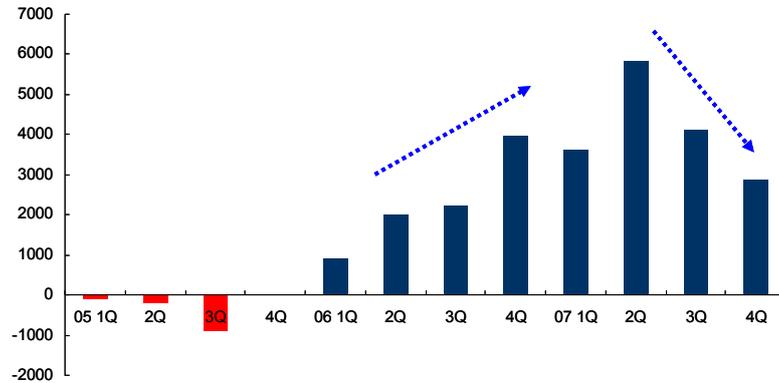
출처: Bloomberg

향후 전망

철광석

업계 2,3위인 Rio Tinto(점유율: 21.50%), BHPB(점유율: 15.60%) 가 인수 합병을 시도하고 있다. BHPB사는 2007.10월 평균 주가의 28% 프리미엄을 얹혀 Rio 합병을 시도했으나 거부당했다. 이후 BHPB사는 인수가격조정이나 기타 방법을 동원해서라도 인수를 계속 시도한다는 입장을 공식적으로 밝혔다. 합병이 성사 될 경우 전세계 공급량의 37%를 차지하는 메이저 업체가 탄생하게 되어 시장 과점이 심화되어 가격은 더욱 상승할 것으로 보인다.

중국의 철강재 순수출 추이



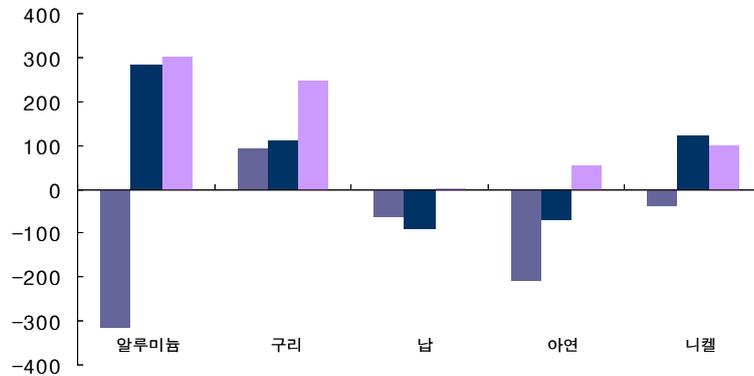
단위: 천 톤

출처: 2008년 산업 전망, 대우증권

중국의 수출 억제 정책이 효과를 거두면서 중국 내 철강생산이 줄어들고 있다. 이에 따른 철광석 수입 감소는 철광석 가격 인상을 제한할 것으로 보이나 장기적으로 철강의 공급과잉 상태를 예방함으로써 시장 안정화에 기여할 것으로 기대된다.

비철금속

비철금속 품목별 수급 전망



단위: 천 톤

출처: AME, USDA, ICSG, ILZSG, INSG.

종합

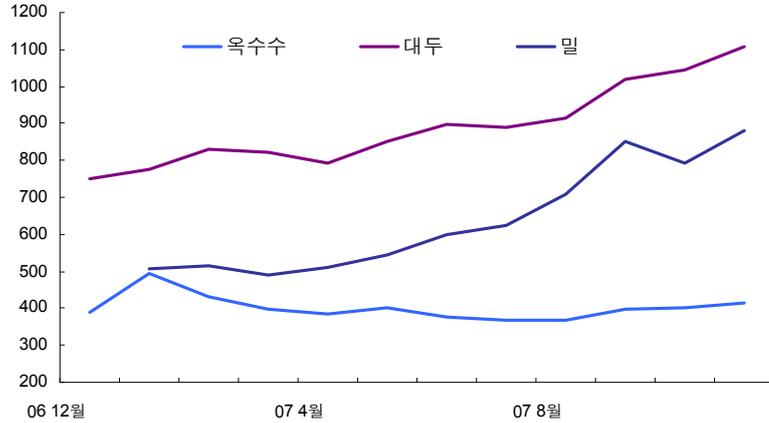
철광석은 미국 경기 침체 우려에도 불구하고 중국을 중심으로한 개발도상국들의 철강 수요 증가, 달러화 약세, 향후 3~4년간의 수요과잉 지속 등으로 인해 가격 강세가 예상되나 비철금속은 선진국 수요가 감소하는 가운데 수요 의존도가 심화된 중국에 대한 공급 확대가 마무리 되면서 가격의 하향 안정화가 예상된다.

Agflation: 곡물 II-3. 곡물가격 상승 - Agflation

가격 상승으로 곡물은 세계 인구 증가와 바이오 연료 생산 증가 등의 이유로 인해 지속적으로
인한 인플레이 가격이 상승하고 있다.

선이 우려됨

곡물 가격 추이(선물 가격)



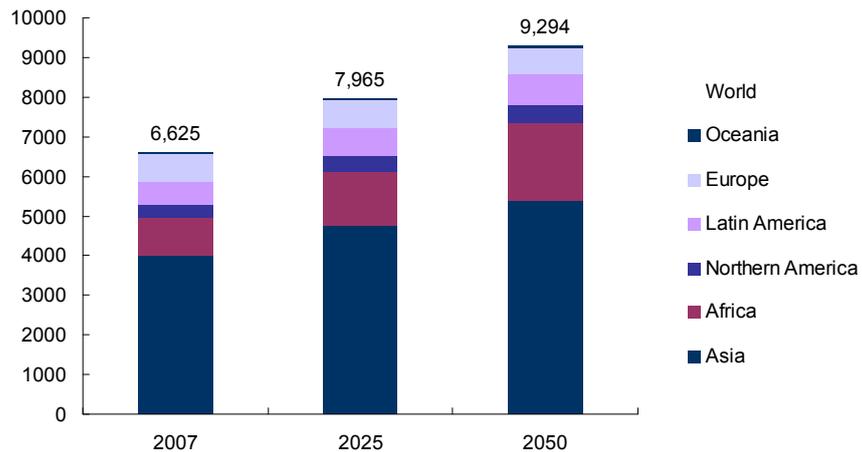
단위: USD/Bu.

출처: Bloomberg

세계 인구 증가 수요 측면(1) - 세계 인구의 증가 추세

는 곡물 수요를 현재 세계 인구 수는 66억 2천5백만 명으로 1997년 58억 명 보다 12%가량 증
증가 증가 가하였으며, 연간 1.2% 에 달하는 7천 9백만 명 정도의 인구가 증가하여 2025년
에는 80억 명 2050년에는 93억 명에 달할 것으로 예상된다. 이로 인해서 곡물의
수요가 꾸준히 증가 할 것으로 예상된다.

세계 인구 증가 전망



단위: 백만명

출처: 2007 World Population, www.prb.org

개도국의 성장 수요 측면(2) - 중국과 인도의 경제 성장과 산업화

은 곡물 수요

증가와 공급 감소 유발 중국과 인도를 중심으로 한 개발도상국(이하 개도국)들의 급격한 산업화와 빠른 속도의 경제 성장으로 인해서 곡물 수요가 끊임 없이 증가하고 있으며 더불어 경작지는 감소하고 있는 추세에 있다. 개도국들이 경제 성장을 거듭해 가면서 삶의 질을 높이고 있는 바 곡물을 비롯하여 축산물과 같은 식량 자원들의 수요가 빠르게 증가하고 있다. 특히 세계 인구의 40% 가까이를 차지하는 중국과 인도 경제의 고도 성장은 곡물 수요 증가의 가장 큰 원인이라고 할 수 있다.

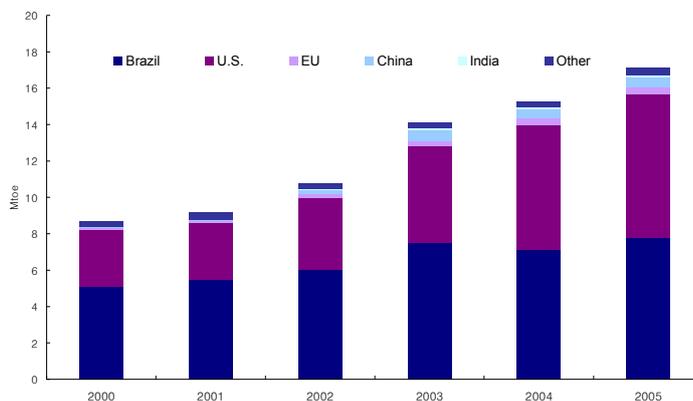
바이오 연료는 수요 측면(3) - 바이오 연료

곡물 수요를 증

가시킬 전망

지속적인 원유의 가격 상승으로 인해서 세계 각국의 관심이 대체 에너지에 쏠리게 되었고, 그 결과 바이오 에너지에 대한 관심이 증가하였다. 이에 곡물의 수요가 증가하고 있다. 바이오 에탄올은 옥수수, 사탕수수, 밀 등 녹말 작물이 주 원료가 되며, 바이오 디젤은 대두 같은 유지 작물에서 식물성 기름을 주로 추출한다. 세계 각국에서 바이오 에탄올과 디젤의 수요가 증가함에 따라 곡물의 가격에 오르고 있는 실정이고 특히 주원료인 옥수수와 대두의 가격 상승이 눈에 띈다.

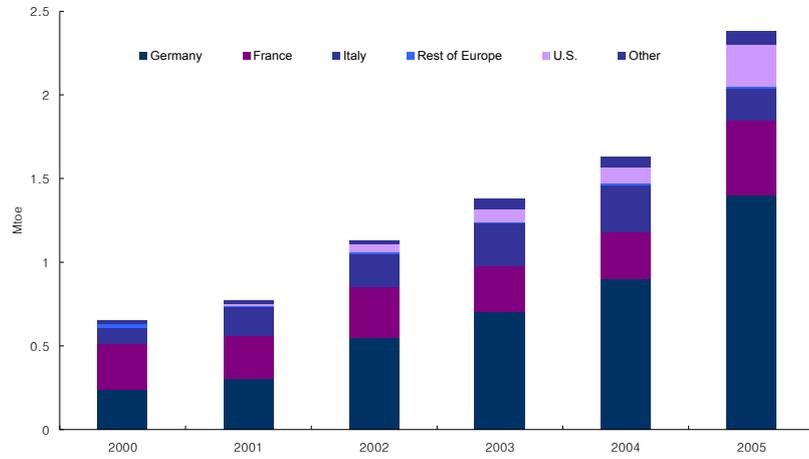
세계 바이오 에너지 생산 증가 추이(바이오 에탄올)



단위: Mtoe

출처: International Energy Agency

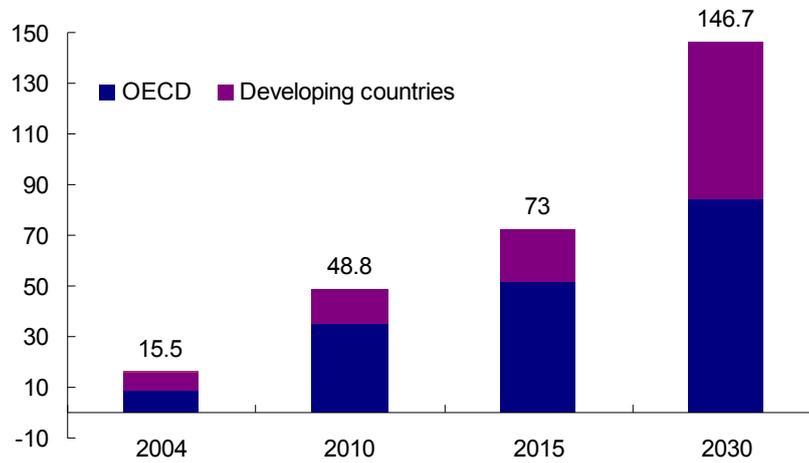
세계 바이오 에너지 생산 증가 추이(바이오 디젤)



단위: Mtoe

출처: International Energy Agency

세계 바이오 에너지 수요 전망



단위: Mtoe

출처: International Energy Agency

기상 이변 공급측면(1) - 기상이변

지구 온난화가 지속되면서 수면 상승으로 인해 경작지가 줄어들고 있으며, 농업 용수 또한 감소하고 있다. 기상이변은 상시적으로 발생하고 있으며, 점차 심해지고 있어 공급저하를 유발, 결국 국제 곡물가 증가로 이어진다.

곡물 투기 세력 공급측면(2) - 투기세력확대

곡물가격강세를 유발한 또 다른 주요 요인으로는 투기세력확대를 들 수 있다. 물론 상품시장에서 투기세력의 확대는 가격강세여파에 따른 후행적 요인이나, 한편으로 향후 관련상품가격강세에 대한 강한 기대심리를 반영한다. 비상업 옥수수 및 밀 선물매수계약은, 곡물가격강세가 시작되기 전에 비해 4~5배 정도 급증했다. 이와 같이 곡물시장에 투기적 세력이 크게 유인된 것은, 서브프라임 부실로 인해 글로벌 주식시장이 조정을 보임에 따라 반사적으로 곡물시장이 새로운 투자 대안으로 부상하는 효과를 낳고 있다.

중국의 노동 비용 증가는 전 세계 생산비 증가로 귀결 중국의 노동력 공급을 통한 저임금 기조 전환

중국 임금 및 소비자 물가의 상승은 제품 가격 상승을 유발하고 있다. 이는 국제 원자재 가격의 상승과 더불어 수출품의 가격 인상 요인으로 작용하여, 중국발 인플레이션을 야기시키는 중이다.

또한 세계 교역에서 중국이 차지하는 비중이 확대되면서 중국발 인플레이션의 파급력이 점차 커지고 있다. 세계 교역액에서 중국이 차지하는 비중은 1990년 2.0%에서 2006년에는 8.0%로 4배 상승하였고, 교역액은 1990년 1,377억 달러에서 2006년에는 1조 9,503억달러로 14배 확대되었다.

Demand-pull Inflation II -5. 총수요 관련 - Demand-pull Inflation

앞으로 전개 될 인플레이션은 공급부족에 따른 비용상승 인플레이션 보다는 수요견인 인플레이션 성격을 가질 가능성이 높다. 즉, 개발도상국을 포함해 세계적으로 확대되고 있는 소비수요로 인해 교역재 가격이 상승하는 인플레이션일 가능성이 크다. 그 이유는 이제 더 이상 중국과 같은 저임생산기지의 개발이 어렵고, 개발도상국의 소비재 수요가 큰 폭으로 증가하고 있기 때문이다.

정책 금리 인하는 통화적 인플레이션을 야기 II -6. 통화적 인플레이션

최근 미국의 FRB는 인플레이션 우려에도 불구하고 금융 시장 안정을 위해 매우 적극적으로 금리 인하를 단행하고 있다. (5.25%, 2007.09 → 3%, 2008.02 현재) 이에 발맞추어 영국, 홍콩, 필리핀도 금리를 인하했으며, 유럽중앙은행 및 한국은행도 금리 인하가능성을 시사하고 있는 상황이다.

이러한 정책금리 인하는 곧장 시장금리 하락으로 이어지고, 이는 자연스럽게 통화량 증가로 이어진다. 재화에 대한 수요, 공급 측면뿐만 아니라 통화적 인플레이션의 가능성을 고려해야 하는 것이다. 실제로 그 동안 정책금리와 통화량, 물가 상승률은 밀접한 관계를 보였다.

콜금리와 통화량(M1) 추이



출처: DataGuide

인플레이션 가능성을 분명히 인지하고 있음에도 각국의 국책은행이 금리 인상 은커녕 금리를 인하할 수 밖에 없는 현 상황이 지속되는 이상, 전 세계적 인플레이션 압력은 가중될 것으로 예상된다.

인플레이션은

소결론 - 인플레이션 전망함

지속될 것인가?

가장 두드러지게 진행되고 있는 Cost-push 인플레이션, 또한 서서히 조짐을 보이고 있는 이머징 마켓에 기인한 Demand-pull 인플레이션, 또한 금융시장 불안정을 막기 위한 각국 정책은행의 읍참마속 식 금리인하 통화적 인플레이션 기조를 살핀다면, 향후 인플레이션은 지속될 것이라는 생각을 떨치기 어렵다. 또한 인플레이션을 막기 위한 국책은행의 금리 인상도 여의치 않은 상황이다. 서브프라임 부실로 야기된 신용 경색 위기를 고려하면 신용 경색을 해소하기 위한 금리 인하가 불가피 하기 때문이다.

반면, 미국과 같은 서비스산업 의존적인 선진국은 상품물가보다는 서비스 물가의 상승 여부가 더 중요하다는 주장과 제조업은 경기 변동에 민감하기에 미국 등 선진국의 수요 둔화는 중국이나 멕시코 산 제품의 가격하락/안정으로 연결될 가능성이 있다는 주장이 존재한다.^{iv}

미국의 경기 침체를 전망하는 의견이 많으며, 이에 따라 제조업에 기반을 둔 Cost-push 인플레이션은 비록 시간이 걸릴 지라도 비교적 유연하게 해결될 것이라는 의견이 존재하는 것도 사실이다. 그럼에도 불구하고, 우리는 인플레이션이 지속될 것이라는 결론을 내렸다. 총수요 증가에 따른 Demand-pull 인플레이션의 징후가 포착되고 있으며, 중국의 노동비 증가 또한 인플레이션 압박으로 다가오기 때문이다. 이에 우리는 인플레이션이 지속될 것이라는 가정 하에 각 자산 별 배분 전략을 제시한다

III. 자산 배분 전략

글로벌 인플레이션이 지속될 것이라는 전제하에, 적절한 자산 배분 전략을 제시한다. 이에 우리는 현재의 인플레이션 상황이 각 투자자산에 미칠 영향을 온전히 반영하기 위해서는 정성적 요소와 정량적 요소의 균형이 필요함을 절감했다. 따라서 자산의 투자매력도를 종합적으로 나타낼 수 있는 새로운 지표를 제시한다.

Portfolio Scorecard 개념

III -1. 새로운 지표 - PSC(Portfolio Scorecard)개념 제시

글로벌 포트폴리오의 자산 배분 비중을 결정하기 위하여 투자 대상을 주식, 채권, 부동산, 상품자산(금속, 곡물, 원유, 축산물 등), 현금성 자산으로 나누고, 각 자산 별 투자매력 score를 부여하였다. 이 score를 PSC(Portfolio Score Card)라고 명명하고 이 수치를 기준으로 각 자산의 투자 매력도를 비교하였다. PSC는 수익성, 인플레이션 수혜, 유동성, 규제 리스크, 지정학적 리스크 점수를 합산하여 계산하였다. 각 부문별 점수는 해당 자산에 3년 정도 투자했을 경우를 가정한 것이다. 중요도에 따라 가중치를 부여하였으며, 순위에 따라 점수를 매긴 유동성, 정치 사회 리스크, 규제 리스크는 자산 별 점수 편차가 매우 크기 때문에 가중치를 다소 적게 부여하였다.

(1) 수익성 (20점)

해당 자산에 투자했을 경우 기대되는 수익성에 따라 점수를 부여하였다. 수익성은 자산 별 수급현황, 국제금융환경을 고려한 자금이동흐름, 최근 가격추세에 근거해 평가하였으며 20점을 만점으로 내부 토의를 거쳐 적절한 점수를 매겼다. 수익성을 제외한 나머지 요인이 대부분 리스크 요인으로 요약될 수 있으므로 수익성에 높은 가중치를 두었다.

(2) 인플레이션 수혜 (15점)

전 세계적 인플레이션이 예상되는 가운데 각 자산 별로 인플레이션으로 인한 수혜 정도를 평가하였다. 이 수혜 정도는 과거 10년간 인플레이션율과 해당 자산 가격의 설명력(R^2)으로 평가하였으며, R^2 에 10을 곱한 수치를 인플레이션 수혜 점수로 사용하였다.

(3) 유동성 (5점)

세계적으로 금융환경이 급변하고 있어 유동성에 대한 인센티브가 상당히 높은 상황이므로 유동성을 다섯 가지 평가기준의 하나로 설정하였다. 유동성이

가장 높은 자산에 5점, 가장 낮은 자산에 1점을 주고 순위별로 5, 4, 3, 2, 1점을 매겼다.

(4) 규제 리스크 (5점)

국제 자금 투자에 대한 규제 정도에 따라 규제가 가장 적은 자산에 5점, 가장 심한 자산에 1점을 부여하였다.

(5) 정치, 사회적 리스크 (5점)

각 투자자산의 가격이 정치, 사회적 환경 변화에 얼마나 내성을 가지는지 평가하여, 리스크가 가장 적은 자산에 5점, 가장 큰 자산에 1점을 부여하였다.

섹터별 기업 전망 III -2. 주식

섹터별 전망

앞서 언급한 바와 같이 각종 상품 자산 가격의 상승이 예상되는 가운데 이에 따른 적절한 주식 투자전략이 요구된다. 따라서 원유, 철강, 곡물 가격 상승의 수혜 업종과 불리 업종을 선정하였다. 특히 상품의 종류를 막론하고 원자재를 직접 생산하는 기업이 가장 유리하며, 유통과정 말단의 기업일수록 더 크게 원재료 가격 상승의 피해를 입을 것으로 조사되었다.

	원 유	금 속	곡 물
유망 업종	원유 정제 (Exxon Mobil, British Petroleum) 산유국 내수업체 (Abtobaz,) 대체에너지 (Renewable Energy, Vestas)	광산 보유 업체 (BHP, Rio tinto) 철강업 (Arcelor Mital, POSCO)	비료 및 농약 (남해화학, Monsanto)
불리 업종	석유화학 (호남석유화학, LG화학) 도료 (Dupont, PPG)	냉연, 열연 (Rome Strip Steel, 현대 하이스코)	식료품 (Nestle, 농심) 낙농, 축산 (Dean foods, Creekstone farm)

아시아 자산 국가별 전망(통화적 관점)

가격 상승 가능성 앞서 언급했듯이 미국의 금리 인하로 인해 아시아 시장으로의 자본 유입이 유도되는 상황을 가정한다면, 대표적인 아시아 시장인 중국 자산의 가격이 상승할 가능성이 높다. 중국의 부동산 규제를 감안하면, 주식 시장으로의 자본 유입이 가장 활발할 것으로 전망되며, 투자자 심리 측면에서도 중국 주식 시장에서는 '07년 후반 이미 상당한 규모의 조정(PER 60 → 33 수준)이 발생하였기 때문에 비교적 안정적인 심리 하에서 자산 가격의 상승이 이루어질 가능성이 있다.

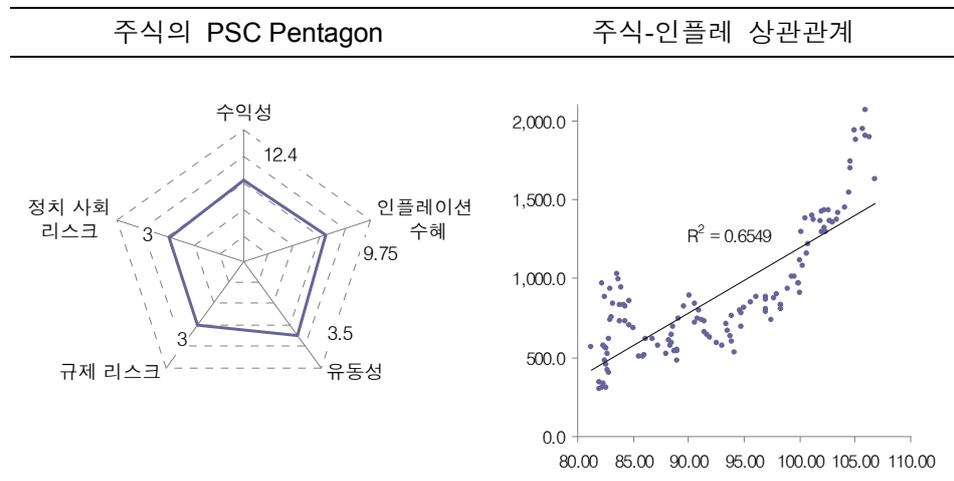
주요 원자재 생산 국가 수혜 가능성 국가별 전망(원자재 수혜국 관점)

철광석: 호주, 브라질

철광석 가격의 지속적인 상승이 전망됨에 따라 주요 철광석 생산국 주식 시장에 주목을 해야 할 것이다. 대표적인 국가로 호주와 브라질(Rio Tinto 등)을 들 수 있으며, 국제적 수요 증가에 기인하는 철광석 가격 상승을 효과적으로 전가할 수 있는 1,2차 생산자가 가장 주요한 수혜 기업이 될 것이다.

곡류: 호주, 러시아

곡류 가격 상승을 가정하면 주요 곡물 생산국 주식 시장에도 주목을 해야 할 것이다. 대표적인 국가로 호주와 러시아를 들 수 있으며, 최근의 미국 발 금융 위기로부터도 상대적으로 안정되어 있는 국가들로서 세계 인구 증가, 바이오 연료 사용 증가 등을 통해 수혜를 입을 전망이다.



주식은 모든 분야에서 고루 양호한 점수를 받아 높은 점수를 획득하였다. 특히 가중치가 높은 수익성 및 인플레이션에서 좋은 점수를 받아 종합 PSC는 31.7를 기록하여 상품자산의 뒤를 이었다. 또한 과거 10년간 종합주가지수와 국내 CPI 간의 R^2 는 0.6549로 도출되어 인플레이션 수혜점수는 9.75점을 부여하였다. 정치, 사회적 리스크, 규제 리스크, 유동성 등은 모두 중위권 수준을 기록했다.

**인플레이션
전망 보수적
접근 필요**

III -3. 채권

미국의 추가적인 금리 인하가 기대되는 가운데, 단기적으로는 채권 가격이 양호한 흐름을 보일 것으로 예상된다.

그러나 중장기적인 관점에서 바라본다면 채권 투자에 앞서 인플레이션 위협과 이에 따른 향후 금리 흐름을 반드시 고려해야 한다.

채권 포지션 결정의 기준: 인플레이션으로 인한 화폐가치 하락과 채권가치 하락 가능성 vs. 경기 둔화로 인한 자금 수요감소가 금리를 끌어내릴 가능성. 인플레이션 발생 우려가 현실화 된다면 위의 두 가지 가능성을 비교하여 채권 투

자비증을 결정해야 함.

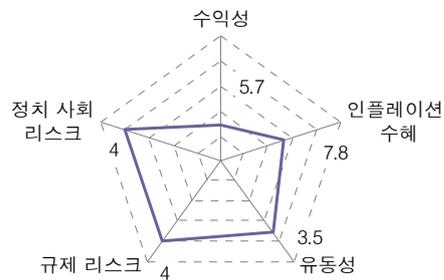
일단 인플레이션 우려에도 불구하고 채권에 대한 포지션을 늘려야 한다는 입장의 근거는 1) 인플레이션 우려가 지나치게 만연해있으며, 2) 인플레이션이 경기둔화와 동반될 경우, 자금 수요 감소로 인한 금리 하락이 예상된다는 것이다.^v

앞서 설명했듯이 인플레이션에 대한 우려를 기우라고 보는 의견은 지나치게 낙관적인 시각이라 판단되며, 중요한 이슈는 역시 인플레이션이 상당한 수준의 경기둔화를 동반할 것인지 여부이다. 인플레이션이 경기둔화를 이끈다는 것은 상식적인 논리이다. 그러나 그러한 이유로 인플레이션이 심각한 경기둔화로 이어질 것인지의 여부, 그리고 이러한 경기둔화가 금리 인상을 억제할 것이라는 주장은 현시점에서 채권 포지션을 늘리기 위한 근거로는 다소 불확실하다 할 수 있다.

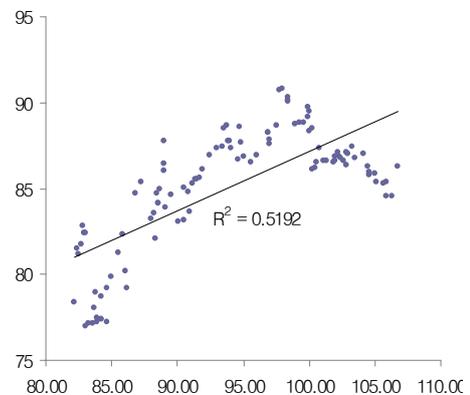
한편 인플레이션으로 인한 화폐가치의 하락이 채권가치의 하락을 부를 가능성이 높다는 점, 그리고 이러한 과도한 인플레이션을 억제하기 위해 장기적으로 각국(서브프라임 모기지 위기로 인해 금리 인상이 어려운 미국은 제외)의 정책금리가 상승할 가능성이 높은 점 등은 실현 가능성이 높은 당면한 현실이다.

특히 향후 경기 확장 가능성이 높아 자금 수요가 풍부할 것으로 예상되는 국가의 채권은 그 위험성이 더욱 크다고 볼 수 있다. 결론적으로 현 시점에서 채권에 대한 투자매력은 낮다고 보며, 특히 향후 투자가 활발하게 일어나리라 기대되는 중국, 인도, 브라질(자료에 따라 변화 가능)등의 이머징마켓 채권이 약세를 보일 것으로 판단된다.

채권의 PSC Pentagon



채권-인플레 상관관계



채권은 정치, 사회적 리스크와 규제 리스크 분야에서 높은 점수를 획득하였으나 비중이 높은 수익성과 인플레이션 수혜 항목에서는 비교적 낮은 점수를 받았다. 이로 인해 PSC는 25.0을 기록하는데 그쳐, 종합적인 투자매력은 상품과 주식에 이어 세 번째로 평가됐다. 인플레이션이 예견되는 상황이므로 고정 수익 자산(fixed income security)이라는 점이 최대 약점으로 부각되었다. 다만 미국이 금리 인하가 한동안 지속될 것으로 보이는 만큼, 중국을 비롯한 이머징마켓의 채권을 피한다면 포트폴리오의 안정성을 높이는 측면에서 충분히 고려할 만한 투자대상이라는 결론을 내렸다.

부동산:

III -4. 부동산

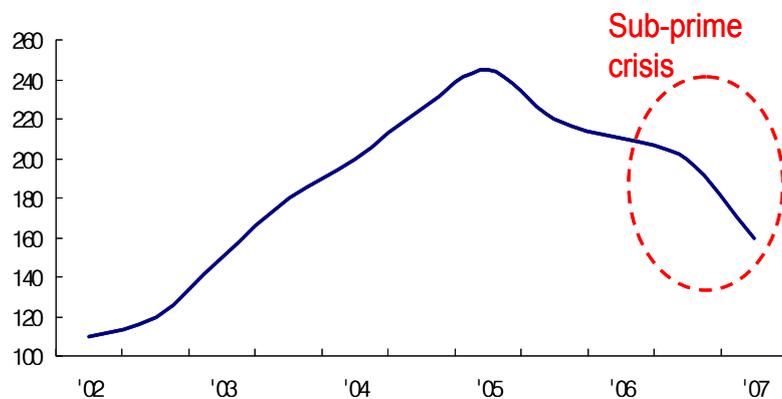
REITs를 통한 위험 분산

부동산의 경우, 인플레이션이 지속된다는 전제 하에서, 자산배분 전략 차원에서 일정수준의 부동산 투자는 필요하다. 그러나 미국발 부동산 금융 부실을 고려할 때, 보수적인 접근이 필요하며, 비교적 서브프라임의 충격을 덜 입었다고 판단되는 지역의 부동산에 주목할 필요가 있다.

부동산 장기 상승 랠리 한계 노출

'00년 이후 한국을 포함한 글로벌 부동산 자산은 달콤한 고공비행을 계속해 왔다. 특히 미국의 경우, 지속적으로 상승하는 부동산 자산의 가격, 저금리, 자산 유동화 증권의 발달로 인한 선 순환 구조를 만들어 내는 모습을 보여왔다. 하지만 최근 부동산의 상승랠리가 지속되지 못하면서 이 고리는 끊어질 위기에 처했으며, 미국을 비롯한 국제 경제 및 금융의 구조적 문제가 노출되고 있다. 최악의 경우, 서브프라임 모기지 부실의 규모가 지금까지 인식된 손실보다 심각히 늘어날 수 있으며, 부동산에의 선부른 투자는 아직 이르다고 할 것이다.

미국 주택부문지수(HCX) 추이



출처: Bloomberg

부동산 자산의 리스크

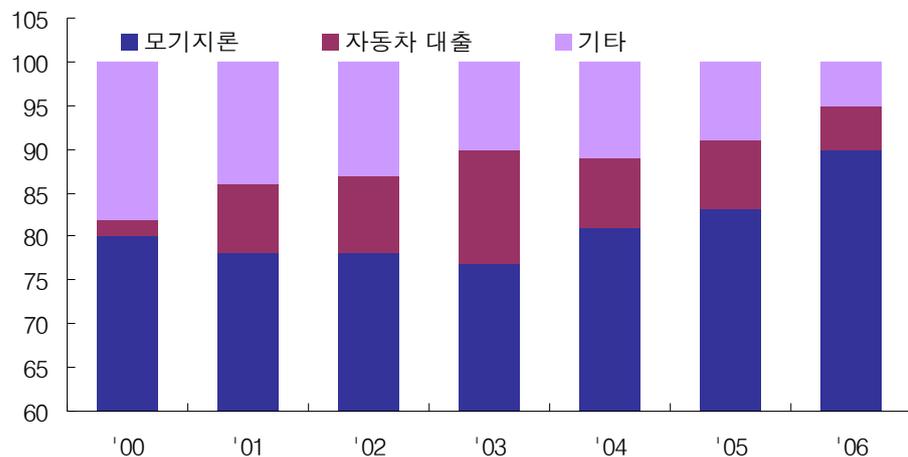
부동산의 경우, 자산의 가격 상승과 거래량 증가를 수반하는 버블 상황에서는 현금으로의 전환이 비교적 쉽지만, 그 반대의 경우에는 더 큰 손실을 감내하고서도 현금화가 불가능 할 수도 있다. 따라서 각 개별 자산에 투자할 때의 위험은 다른 자산에 개별적으로 투자할 때보다 더 크다.

또한 세계 경제에서 가장 큰 영향력을 가진 미국과 중국의 상황이 그다지 긍정적이지만은 않다. 미국의 경우, 위에서 언급했다시피 오랜 기간의 랠리를 끝내고 이제 주택가격의 하락과 서브프라임 부실 문제, 경기침체 문제가 복잡하게 상호반응하고 있어 예측이 쉽지 않은 상황이다.

중국의 잠재적 부동산 리스크

최근 몇 년간 중국 부동산은 주택과 상업용 부문에서 폭발적인 성장세를 보여왔다. 하지만 중국 가계대출이 부동산 자산에 편중되고 있어 잠재적인 위험이 커지고 있는 상황이다. 더욱이, 중국의 금리는 인플레이션 압력 가중으로 인해 상승하는 추세를 보이고 있으며, 이에 따른 잠재적 부실 가능성이 높아지고 있는 상황이다.

부동산에 집중되는 중국 가계대출 추이



단위: %

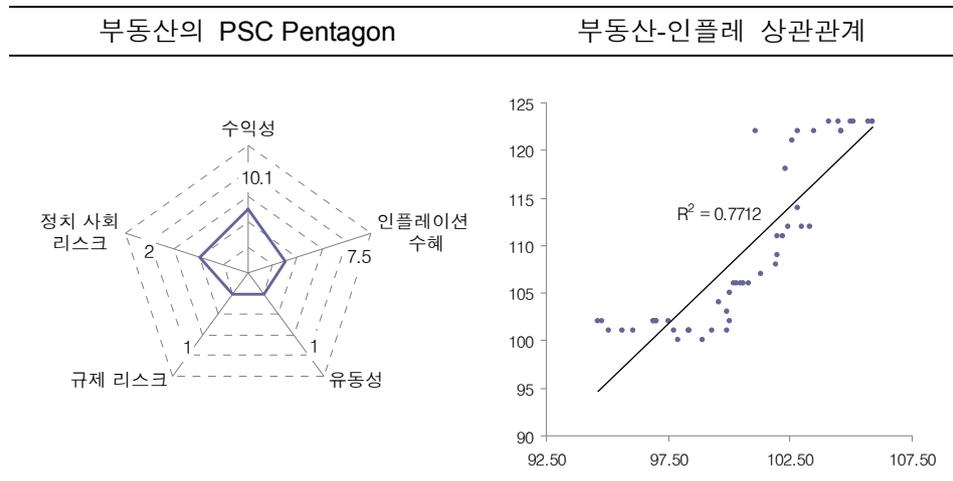
출처: 세계 부동산 건전성 및 전염효과 점검, 대우증권 고유선

리츠펀드의 가능성

위에서 언급한 버블 붕괴조짐, 구조적 리스크(낮은 환금성) 등으로 인해 부동산을 포트폴리오의 주력으로 삼기는 어렵다. 하지만 미국 부동산 시장 불안정이 세계 부동산 자산의 동반 급락을 의미하지는 않는다. 또한 앞으로의 글로벌

인플레이션은 부동산 자산에도 예외가 아닐 것이므로, 포트폴리오의 위험을 낮추는 자산배분 전략 차원에서 일정수준의 부동산 투자는 필요하다고 전망된다. 세계적으로 금융 및 부동산 시장의 위기에서 비교적 영향을 덜 받는 국가로는 호주를 들 수 있다. 미국의 경우, 서브프라임 대출 비중이 전체 모기지 대출의 약 20%에 달하는데 비해, 호주의 경우 위험 대출 비중은 1~2%에 지나지 않아 급격한 가격하락의 위험에서 벗어나 있다고 할 수 있다.

개별 부동산 시장 한 곳에 직접 투자하는 것 보다는, 좀 더 분산이 가능한 부동산 간접 투자 상품에 투자하는 것이 안정적일 것이다. 이를 통해 부동산 직접 투자로 인한 리스크를 줄일 수 있으며, 주식시장 대비 베타가 낮으므로 효과적인 자산배분이 가능한 리츠펀드/부동산펀드를 포트폴리오에 편입할 것을 제안한다.



부동산은 골고루 낮은 점수를 획득하여 종합 PSC 수치가 현금을 간신히 제치는데 그쳤다. 전세계적으로 부동산 경기가 고점을 지나 하향하는 추세이므로 높은 수익을 기대하기 어렵는데다, 글로벌 포트폴리오에 편입시키기에는 규제 및 정치적 리스크도 비교적 높아 종합점수가 낮았다. 결론적으로 현 시점에서 부동산 보다는 다른 투자자산의 포지션을 늘리는 것이 바람직할 것으로 판단된다.

상품자산은 파생상품을 이용한 복합 포지션을 제안

III -5. 상품자산

상품 자산의 경우, 파생상품 위주의 포트폴리오를 구성할 것을 제안하며, 가격 전망에 따라 복합 포지션을 구축하여 가격의 상승이나 하락 전망에 관계 없이 절대적인 수익을 추구하는 전략을 제시한다.

철광석: Long

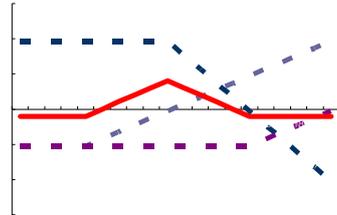
금속

철광석 가격 상승 전망에 따라 철광석 관련 long 포지션을 제안한다.

비철금속: 버터플라이 콜 또한 비철금속의 경우 가격 안정세가 예상되므로 가격 변동성 하락 상황에서 수익을 얻을 수 있는 버터플라이 콜 전략을 제안한다.

버터플라이 콜 포지션

버터플라이 콜



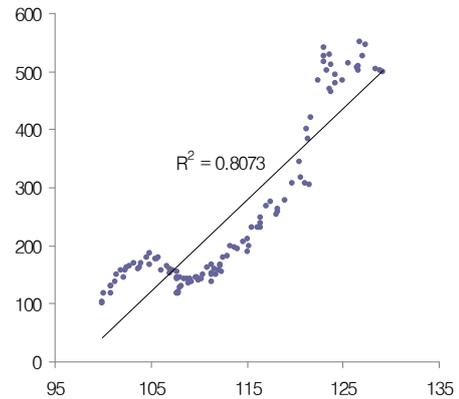
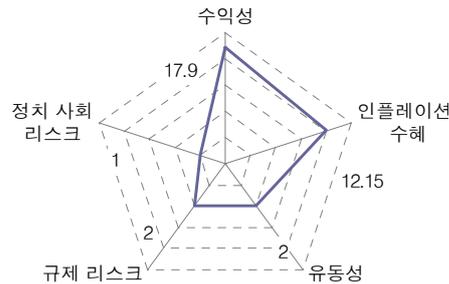
가격이 상이한 콜 3개를 합성하여 (buy 1 + sell 2 + buy 1) 가격 변동성이 낮은 경우 최대의 수익을 가져오는 포지션 합성

곡물: 옥수수과 대두

곡물의 경우 앞서의 전망에 따라 옥수수와 대두의 가격 상승이 전망되므로 그에 대한 long 포지션을 제안한다.

상품의 PSC Pentagon

상품-인플레이 상관관계



상품은 수익성 및 인플레이션 수혜 등 가중치가 높은 부문에서 절대적으로 높은 점수를 획득했다. 수급 상황으로 보나 가격 추세로 보나 가장 높은 수익을 기대되는 데다 역사적으로 인플레이션율과의 상관관계도 매우 높아, 향후 인플레이션의 수혜를 가장 많이 입을 것으로 예상된다. 인플레이션 수혜 정도를 측정하기 위해 미국 CPI와 각종 상품 가격(아연, 철광석, WTI oil, 밀, 돼지고기)을 단순 평균한 임시 상품 가격 지수간의 R^2 를 계산하였다. 다만 전쟁이나 자연재해, 정치적 변수의 영향을 직접 받는 상품자산의 특성상 정치, 사회적 리스크와 규제 리스크 분야의 점수가 낮았다. 결론적으로 상품자산은 다소 리스크가 있지만 기대수익이 매우 높아 종합 PSC 점수가 다섯 가지 자산 중 가장 높았다.

현금: 신용등급
및 예비적 수요
를 고려하여 비
중 축소(최소화)

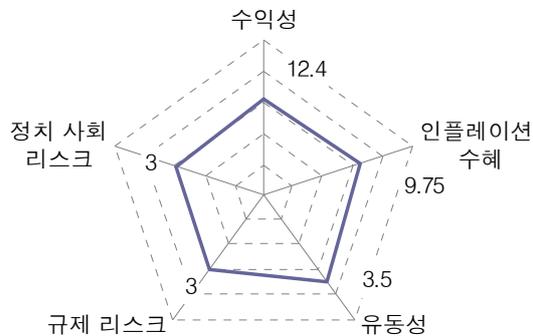
III -6. 현금성 자산

인플레이션이 지속될 것이라는 전망 하에 현금 보유는 최소화 할 것을 제
안한다. 최소화의 기준은 다음과 같다.

최소 현금 보유 비중.....	5.0%
신용등급이 우수하고 예비적 수요가 낮을 것이라 전망(고정 현금 수입 생활자: 제1금융권 사용 가능).....	5.0 + 1.0%
신용등급이 우수하고 예비적 수요가 일정 수준 이상(사업자, 수입이 불규칙한 경우: 제1 금융권 사용 가능).....	5.0 + 1.5%
신용등급이 다소 불안정하지만, 예비적 수요가 낮은 경우(제2금융권 사용 가능).....	5.0 + 2.0%
신용등급 불안정하며, 예비적 수요가 높은 경우(영세 사업자, 제 2금융권 사용 가능).....	5.0 + 3.0%

케인즈의 화폐 수요 동기 3가지를 감안할 때, 거래적, 예비적 동기가 보유
해야 할 최소의 현금이 될 것이다. 우리는 기업 혹은 단체의 입장에서 적절한
현금 보유 비중이라고 생각되는 5%^{vi} (전체 자산 중)를 기준으로 제시하며,
개인의 신용 등급에 따라 비율을 조정할 것을 제안한다.

현금의 PSC Pentagon



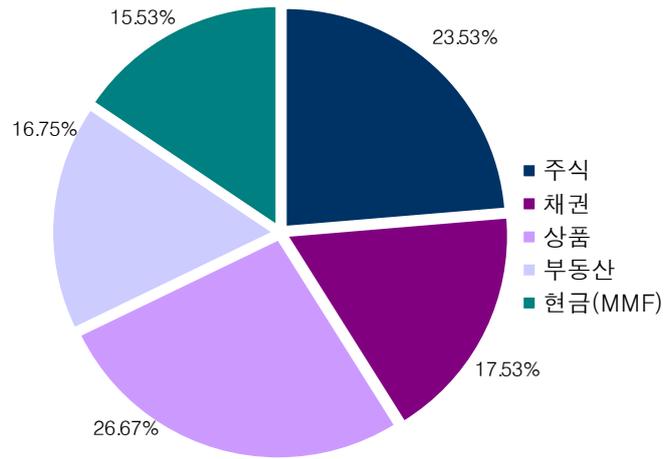
* 현금-인플레의 상관관계는 0으로 간주

당연한 결과지만 상품자산과 정반대의 점수 분포를 보였다. 유동성 및 규제 리스크,
정치 사회적 리스크에는 최상의 점수를 받았지만 수익성 및 인플레이션 수혜 측면에
서는 최하점을 받았다. 물론 현금은 명목적인 가격 변동이 없으므로 인플레이션 수
혜점수는 0점으로 처리했다. 단기적으로 글로벌 금융시장의 변동성이 매우 큰 상황
인 만큼, 채권과 더불어 포트폴리오의 안정성을 더한다는 측면에서 적절한 수준의
MMF를 포트폴리오에 편입시키는 것도 좋겠다.

III - 7. 글로벌 포트폴리오 제안

앞서 언급한 PSC 점수에 따라 글로벌 포트폴리오의 자산 배분 비중을 제안한다.

자산 배분 포트폴리오



(1) 상품: 26.67%

인플레이션 수혜를 1차적으로 입을 자산으로서 가장 높은 비중을 둘 것을 권한다. 특히 밀, 옥수수 관련 선물, 비철금속의 버터플라이 콜, 원유 선물에 대한 long position이 유망할 것으로 보인다.

(2) 주식: 23.53%

인플레이션 변동성에 적극적으로 대응할 수 있는 자산으로 상품자산 다음의 비중을 둘 것을 권한다. 업종별로는 원유정제, 산유국 내수업종, 철강업, 비료 및 농약 업종이 유망하며, 국가별로는 중국, 호주, 러시아, 브라질의 주식 비중을 늘리는 것이 바람직하다.

(3) 채권: 17.53%

포트폴리오 안정성을 높이는 차원에서 적정 수준의 편입을 권한다. 방어적 차원의 편입이므로 변동성이 낮고 금리 인하가 예상되는 미국과 유럽의 채권을 매수하는 것이 유리할 것이다.

(4) 부동산: 16.75%

인플레이션의 수혜가 가능하지만 단기적으로 리스크가 크다고 판단되므로, 비교적 적은 비중을 편입하는 것이 좋겠다. 유동성 리스크와 지정학적 리스크에 대한 노출을 최대한 줄이기 위하여, 직접 투자보다는 글로벌 리츠 펀드를 통한 투자를 권한다.

(5) 현금(MMF): 15.53%

국제 금융시장의 방향성에 대한 예측이 매우 어려운 상황이므로, 현금 비중을 다소 높게 가져갈 것을 권한다. 주식 및 상품자산 등 리스크 노출 정도가 높은 자산 비중이 전체 포트폴리오의 50%를 상회하므로, 적절한 현금 보유는 필수적이라 할 수 있다.

참고 자료

Bloomberg

LME

CME, CBOT

International Energy Agency

NYMEX

AME, USDA, ICSG, ILZSG, INSG.

International Iron and Steel Institute

Dataguide

주요경제지표, 재정경제부, '08. 1월

기업 가치 평가, Copeland

2008년 철강/비철금속 업종 전망, CJ투자증권, '07.12.4

세계 부동산 건전성 및 전염 효과 점검, 대우증권, '07.10.2

Industry update: 철강금속, 미래에셋증권, '08.1.21

Food & Beverage Sector, 한국투자증권, '07.4.6

곳곳에서 확인되는 글로벌 인플레이션 압력, NH투자증권, '07.12.17

Bond Brief, 한화증권, '07.12.24

2008년 금리 전망: 인플레이션에 따른 수익률 레벨 업, 삼성선물

미국의 경기둔화와 중국의 인플레이션 우려, 동양종합금융증권, '07.9.11

한국경제주평: 서브프라임 이후 미국 부동산 시장 전망, 현대증권, '07.10.15

Global Economy: 국제 유가를 통해 본 글로벌 인플레이션과 매크로 리스크 우리투자증권, '08.1.17

국제 원자재 가격의 동향과 전망, 굿모닝 신한증권, '07.1.23

철강금속 *Again* 2007, 대우증권

철강금속: 중국 철광석 가격 하락 전환, 미래에셋증권, '08.1.29

SERI 경제 포커스 제 165호, 삼성경제연구소

2008년 국내외 경제 전망, LG경제연구소, '07.10.10

i 미국 통화정책과 아시아 자산가격 인플레이, 삼성증권, '07. 11. 1

ii 글로벌 이코노미, 우리투자증권

iii 글로벌 이코노미, 우리투자증권

iv 미국 통화정책과 아시아 자산가격 인플레이, 삼성증권, '07. 11. 1

v Bond Brief, 한화증권, '07. 12. 24

vi 기업 가치 평가, Copeland