◆◆ 리서치센터 투자전략팀

Hanwha Research

2019년 9월
Macro Trading Idea
피트 스톱 | 타이어 교체를 위해 정비공간에 들어가는 것

| 2019년 8월 30일

담당	Short	Long
자산배분	국내	선진
신흥국	브라질	러시아
크레딧	금융채	회사채
투자전략	DAX	CAC
퀀트	저(低)이익률	고(高)이익률
주식시황	보험	베트남 OEM
글로벌전략	-	중국 유통 및 통신/인터넷

한화투자증권

목 차

I. Macro Trading Idea / 04

II. 글로벌경제 – Event-dominated / 12

III. 크레딧 – Decoupling / 19

IV. 퀀트 – 더 빨리 눕고, 먼저 일어나는 철강 / 26

V. 주식시황 – 중국보다 미국, 중간재보다 완제품 / 33

Summary

경제/자산배분

- 핵심 이벤트 (1) 9 월 초 미-중 13 차 실무협상 : 현재 금융시장에서는 양국의 유의미한 합의가 도출되기 어려울 것이라는 의견이 더 많은 상황
- 핵심 이벤트 (2) 9 월 중순 주요국 통화정책회의 : 통화정책의 방향은 모두 '완화'이나, 속도는 모두 제각각. 시장이 연준의 9 월 금리인하를 기정사실로 받아들이는 가운데 향후 금리 경로에 대한 연준의 전망에 관심이 집중될 듯. ECB 는 초과지준금리를 인하하고 향후 자산매입 가능성을 언급할 전망
- 매크로 경로 불확실성 높은 상황 : 중립적 포트폴리오를 통한 대응 능력 확보 필요

크레딧

- 서민·실수요자 지원 목적의 서민형 안심전환대출(정책모기지) 시행과 연말 MBS 발행 예정
- LCR 준수 목적용 은행채 발행, 파생결합상품 시장 위축으로 은행채와 여전채 상대적 약세
- 회사채 수요예측 재개에 따른 발행시장 회복, 상대적 투자매력도에 따라 A급 위주 강세 지속

퀀트

- KOSPI 상반기 순이익은 48.7조원. 연간 순이익은 90조원 내외 전망. 이익 감안한 연평균 KOSPI는 2,030~2,060p
- 자동차, IT S/W는 다른 업종 대비 3분기 및 내년 연간 순이익 예상치 양호. 실적 모멘텀 부각될 것
- 제조업 이익률 개선의 선행 시그널은 철강의 이익률 반등. 최근 철강 이익률 반등, 환율 효과 고려 시 하반기 실적 개선 전망

주식시황

- 9월부터 미국의 중국산 수입품 소비재에 대한 관세 부과 시작
- 연말 소비시즌을 앞두고 미국 소매업체들이 수입선을 다변화할 것으로 보여 이에 대응하는 기업에 주목할 필요
- 8월 MSCI 분기 리밸런싱 이후 외국인 수급 순매수 전환 기대

[투자전략팀]

Macro Trading Idea

[신흥국] Long 러시아 ↔ Short 브라질

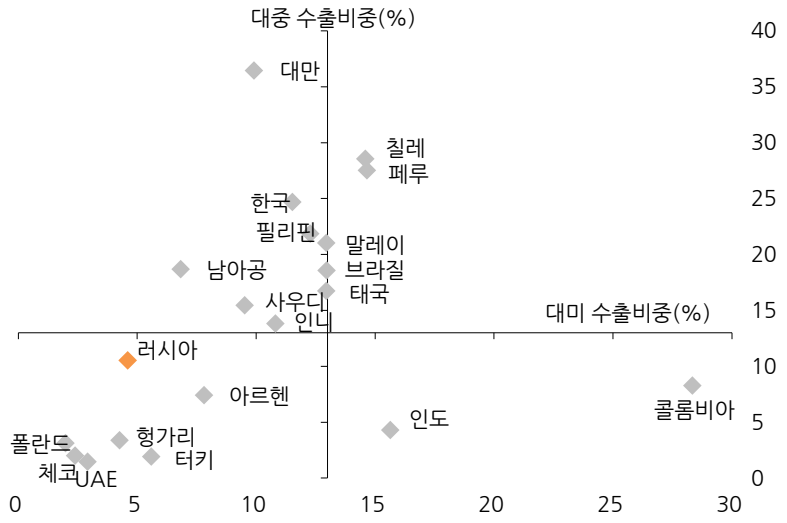
❖ **러시아, 미-중 갈등으로 인한 악영향 적고 글로벌 유동성 완화 환경에서 매력도 높음**

- 러시아는 미국/중국으로의 수출비중이 낮아 미-중 갈등의 악영향을 비교적 적게 받는 국가
- 주요국 중앙은행의 완화적인 통화정책 기조는 원자재 수출 위주의 경제에 긍정적

❖ **브라질, 헤알화의 변동성 높아 환손실 우려**

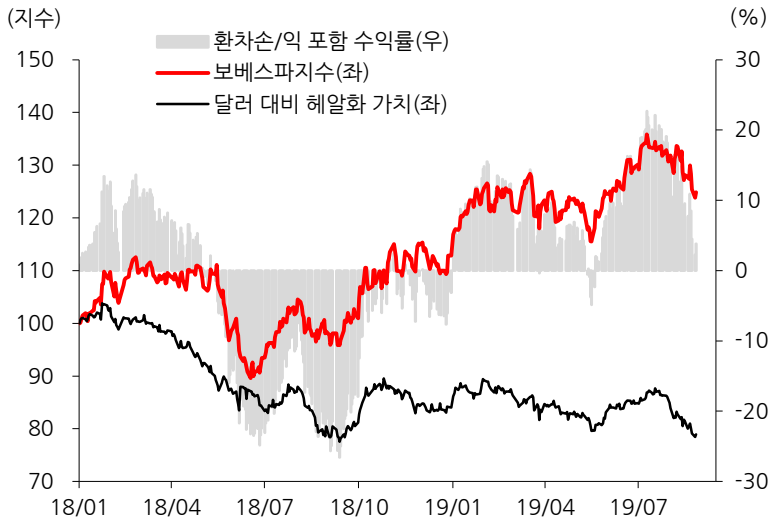
- 현재 헤알화의 변동성은 주요 신흥국 중 4번째(아르헨, 터키, 남아공 다음)로 높은 수준
- 보베스파지수는 지난해 초 대비 약 25% 상승했지만 환손실을 제외하면 수익률은 4%에 그쳐

주요 신흥국의 대미, 대중 수출비중



자료: ATLAS, 한화투자증권 리서치센터

브라질 주식 수익률과 환차손/익 포함 수익률

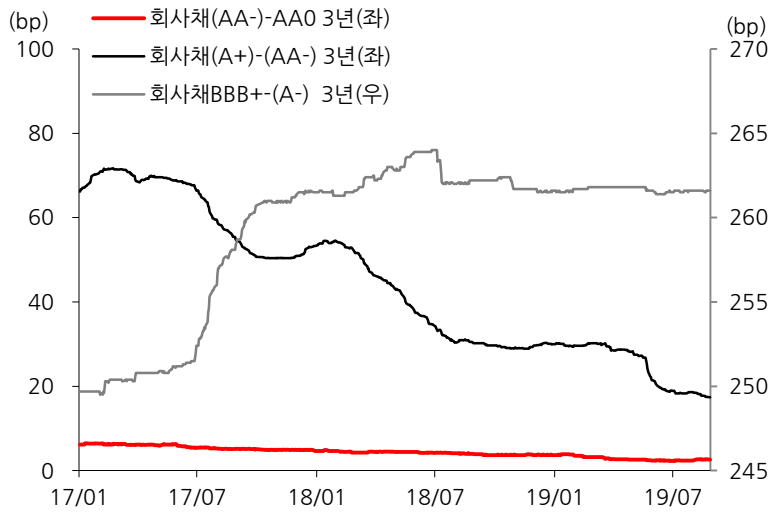


주: 2018.01.01=100으로 지수화. 수익률은 2018년 초 대비 수익률
자료: 한화투자증권 리서치센터

[크레딧] Long 회사채 ↔ Short 금융채

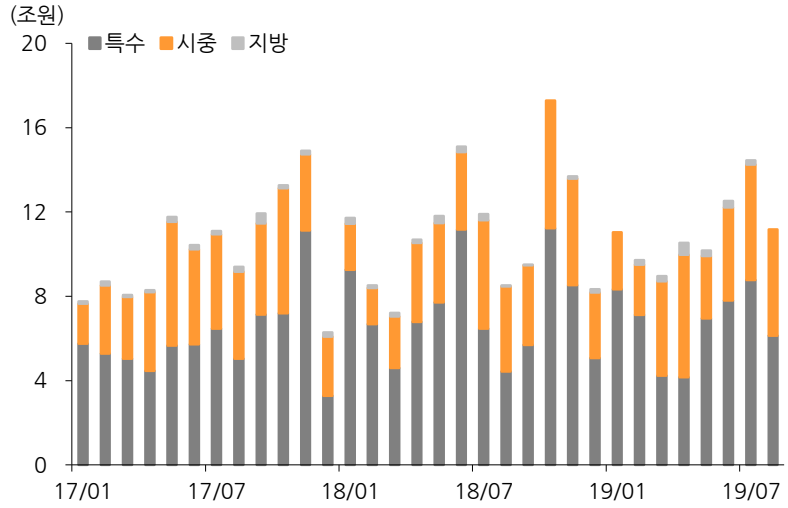
- 미중 무역분쟁 등 글로벌 경기침체 우려로 안전자산 선호에 따른 저금리기조 지속
- 실적 저하 우려에도 불구하고 7년 이상 AA급과 5년 A급 등 캐리수요가 유효한 회사채 투자매력도 부각
- 다만 LCR과 연말 대비 자금 확보용 은행채 발행 부담과 안심전환대출 MBS 발행 부담 등 불확실성으로 금융채 약세
- 특히 원금보장형 DLS 원금손실 우려에 따른 여전채 투자수요 위축으로 당분간 약세 불가피

회사채 등급별 상대가치



자료: 본드웹, 한화투자증권 리서치센터

은행채 발행규모

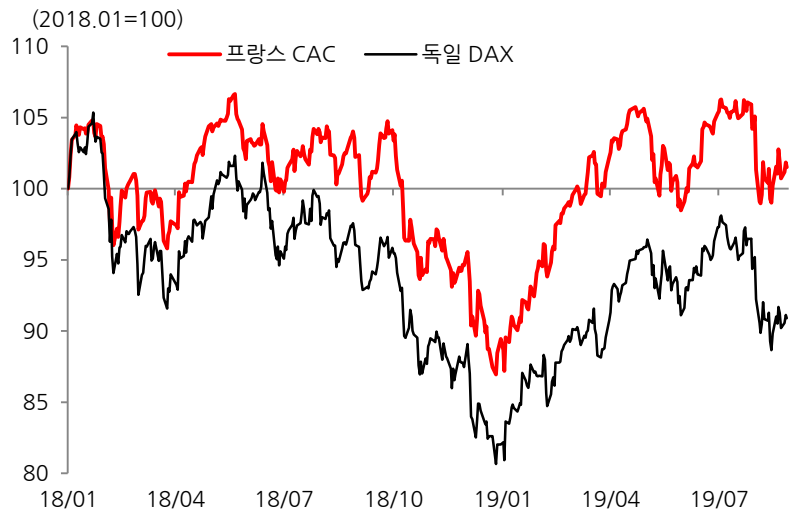


자료: 본드웹, 한화투자증권 리서치센터

[투자전략] Long CAC ↔ Short DAX

- 9월에는 글로벌 무역분쟁으로 생긴 불확실성을 주요국 중앙은행과 정부가 정책으로 대응하는 흐름을 예상
- 글로벌 산업 내에서 독점적 지배력을 보유하고 있는 기업들, 내수가 뒷받침되는 기업들에 우호적인 여건을 예상
- 시장금리가 낮게 유지되면서 금융주에는 부정적일 전망
- 프랑스 시장은 독일 시장에 비해 1) 금융, 자동차 비중이 낮고 2) 고가 소비재와 항공/방산 부문의 비중이 높아 유로존 내에서 가장 유리

프랑스 CAC, 독일 DAX를 아웃퍼폼



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

CAC vs. DAX 구성 산업 비교

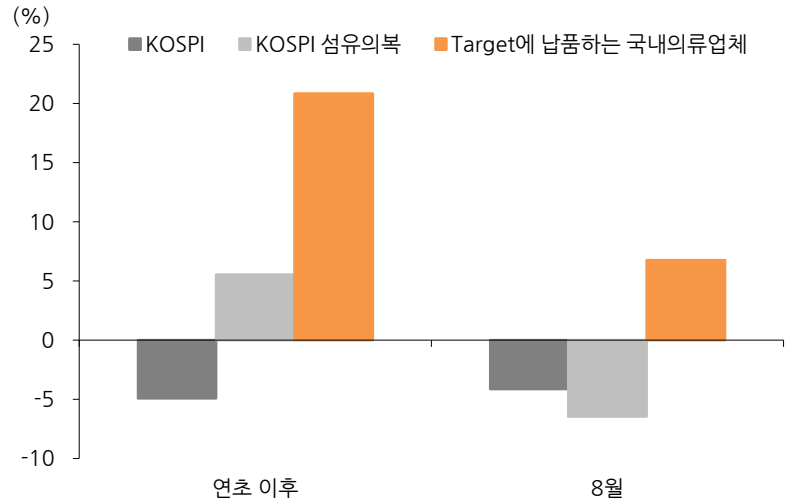
DAX0.1	(%)	CAC	(%)
화학	16.3	의류	12.3
보험	12.4	항공/방산	10.4
소프트웨어	9.5	석유/가스	9.2
자동차	8.8	제약	7.2
제약	8.1	은행	6.1
잡화 제조	7.7	식품	5.1
통신	5.2	개인용품	5.1
의류	5.1	전자부품	4.9
전력	3.4	건설	4.5
헬스케어서비스	3.3	화학	4.3

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[시황] Long 베트남 OEM ↔ Short 보험

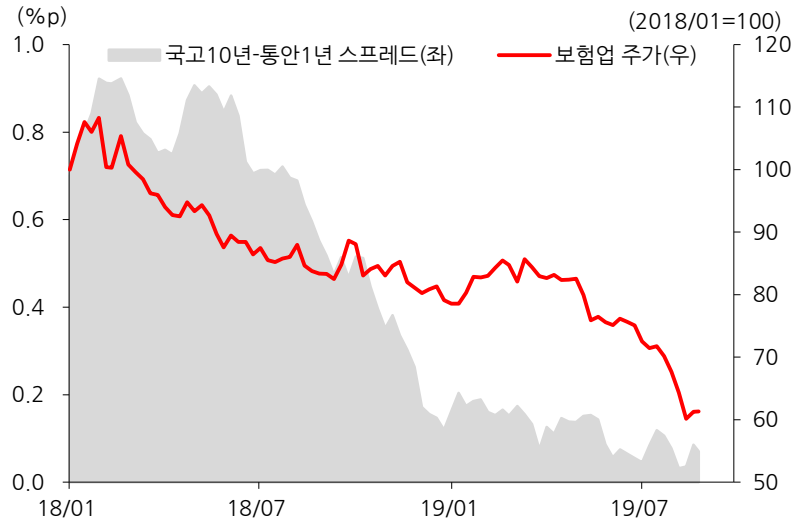
- 9월부터 미국의 중국산 수입품 소비재에 대한 관세 부과 시작.
  연말 소비시즌을 앞두고 미국 소매업체들이 수입선을 다변화할 것으로 보여 이에 대응하는 기업에 주목할 필요
- 보험사들은 금리인하와 낮아진 금리 레벨로 운용수익 악화 지속

미국 소매업체에 납품하는 국내 소비재업체는 동종업체를 아웃퍼폼



주: 8월 28일 기준
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

금리 하락과 장단기 스프레드 축소는 보험사 운용수익에 부정적



자료: WISEfn, 인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[퀀트] Long 고(高)이익률 ↔ Short 저(低)이익률 (1/2)

❖ 올해 들어 수익률이 가장 두드러지는 스타일은 퀄리티 스타일
: 퀄리티 중에서도 FY1 순이익률 및 FY1 영업이익률 상위 스타일의 성과 양호
: FY1 순이익률 롱숏 누적 수익률(상위 수익률에서 하위 수익률 차감)은 올해 들어 꾸준히 상승

❖ 최근 시장 전체 이익률이 급격하게 하락하면서 상대적으로 희소한 이익률 스타일의 성과가 양호
: 3분기 실적 발표 시즌 전 10월 초까지는 이익률 스타일의 양호한 성과가 이어질 것이라 판단

2010년 이후 순이익률 상/하위 종목군 롱숏 누적 수익률

자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[퀀트] 이익률 상위/하위 20개 종목 (2/2)

▶ 이익률 상위

코드	종목명	업종	시가총액 (십억원)	8월 수익률 (%)	FY1 순이익률 (%)
A214150	클래시스	헬스케어	744	(9.9)	37.0
A058470	리노공업	반도체	777	(4.3)	30.8
A068270	셀트리온	헬스케어	18,609	(8.5)	29.5
A145020	휴젤	헬스케어	1,827	(2.5)	26.3
A263750	펄어비스	IT S/W	2,343	6.4	26.0
A078340	컴투스	IT S/W	1,171	5.1	25.9
A036570	엔씨소프트	IT S/W	11,654	11.9	25.5
A069080	웹젠	IT S/W	618	10.8	23.5
A033780	KT&G	필수소비재	13,867	5.4	22.4
A192080	더블유게임즈	IT S/W	1,003	(0.9)	21.9
A035250	강원랜드	호텔/레저	5,958	(9.4)	21.6
A035900	JYP Ent.	미디어/교육	626	(6.4)	21.2
A218410	RFHIC	IT하드웨어	765	12.0	20.9
A039840	디오	헬스케어	655	5.3	20.7
A067160	아프리카TV	IT S/W	680	5.8	20.5
A012510	더존비즈온	IT S/W	1,671	(10.2)	19.1
A032500	케이엠더블유	IT하드웨어	2,408	11.8	18.7
A003550	LG	상사/자본재	12,027	(1.4)	18.7
A036490	SK머티리얼즈	디스플레이	1,899	4.3	18.5
A145720	덴티움	헬스케어	765	1.3	16.3

▶ 이익률 하위

코드	종목명	업종	시가총액 (십억원)	8월 수익률 (%)	FY1 순이익률 (%)
A010140	삼성중공업	조선	4,542	0.9	-5.6
A073240	금호타이어	자동차	1,176	2.4	-3.9
A034220	LG디스플레이	디스플레이	4,508	(12.1)	-3.1
A003490	대한항공	운송	2,077	(13.9)	-2.2
A010060	OCI	화학	1,579	(13.8)	-2.1
A015760	한국전력	유틸리티	16,145	(9.1)	-0.8
A079160	CJ CGV	미디어/교육	702	(2.2)	-0.5
A034230	파라다이스	호텔,레저서비스	1,396	(3.4)	-0.4
A064350	현대로템	기계	1,381	1.2	-0.3
A000080	하이트진로	필수소비재	1,522	0.7	0.1
A034020	두산중공업	기계	1,168	(3.9)	0.2
A005300	롯데칠성	필수소비재	1,015	(11.7)	0.2
A064960	S&T모티브	자동차	755	3.8	0.2
A001740	SK네트웍스	상사/자본재	1,286	5.4	0.3
A000120	CJ대한통운	운송	3,182	1.5	0.4
A000150	두산	상사/자본재	1,800	(3.8)	0.6
A009540	한국조선해양	조선	7,467	(4.2)	0.6
A000880	한화	화학	1,732	(0.2)	0.7
A011210	현대위아	자동차	1,108	(1.4)	0.9
A001040	CJ	상사/자본재	2,285	(15.0)	1.0

주: 상기 종목은 계량 분석에 근거한 것으로 당사 투자의견과 다를 수 있음
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[글로벌전략] Long 중국 유통, 통신/인터넷 업종

- 중국 국무원은 8월 27일 유통시장 개선 및 소비촉진 가이드라인을 발표
- 주된 내용은 빅데이터와 클라우드, 모바일인터넷을 활용한 유통 산업의 전산화 및 현대화, 유통기업의 비용 절감 지원, 야간/휴일 소비시장 활성화 및 친환경 제품 소비 촉진 등으로 구성
- 유통기업의 비용 절감 및 경영환경 개선, 빅데이터·클라우드 사업 확장이 기대됨에 따라 관련 기업들의 실적 긍정적 영향 전망

  관련 업종에 대한 관심 유효하다고 판단

중국 국무원 유통시장 개선 및 소비촉진 가이드라인 주요 내용	
빅데이터·클라우드·모바일인터넷 산업 촉진	빅데이터·클라우드·모바일인터넷을 활용한 소비·레저·문화 산업의 글로벌화, 자체 디자인 및 유동적 생산 능력 제고 등
상업지대 인프라 개발	낡은 소비시설의 현대화, 상업거리의 교통·통신 인프라 개발 등
사회 공공서비스 인터넷 플랫폼 구축	사회 공공서비스의 인터넷 플랫폼 구축, 교육· 문화· 의료 등 부문에서의 생활/소비 편리성 제고
농산품 전자상거래화 및 물류 인프라 개선	농산품의 전자상거래 진작, 전산망을 이용한 신선제품의 물류 인프라 개선
유통업 비용 절감	유통 기업의 공·상업용 전기세 인하, 연구개발비 공제 등
유통시장 선진화	온오프라인 상 모조품 퇴출, 수리/교환/반품 등 책임규정 개정 등
자체 브랜드 세일즈 플랫폼 구축	소비도시 건설 및 자체 브랜드의 경쟁력 및 시장영향력 제고
야간/휴일 소비시장 활성화	영업시간 연장, 편의점 등 심야/휴일 소비시장 활성화, 야간 교통 및 치안 유지지원
친환경 자동차·친환경 가전제품 소비 촉진	이구환신(옛것을 새것으로 교체할 때 지원해주는 정책), 친환경자동차 구매제한 완화 등

자료: 중국 국무원, 한화투자증권 리서치센터

[글로벌 경제]

권희진 | heejin.gweon@hanwha.com | 3772-7203

글로벌 경제

Event-dominated

9월, 워싱턴 미-중 협상과 주요국 통화정책회의에 집중

❖ **9월 초 미국과 중국의 13차 실무협상 예정**

- 8월 양국이 추가 관세 부과를 주고받으며 갈등 격화. 현재 금융시장에서는 9월 초 예정된 실무협상에서 유의미한 합의가 도출되기 어려울 것이라는 의견이 더 많은 상황

❖ **연준, ECB, 일본은행의 9월 통화정책회의 예정**

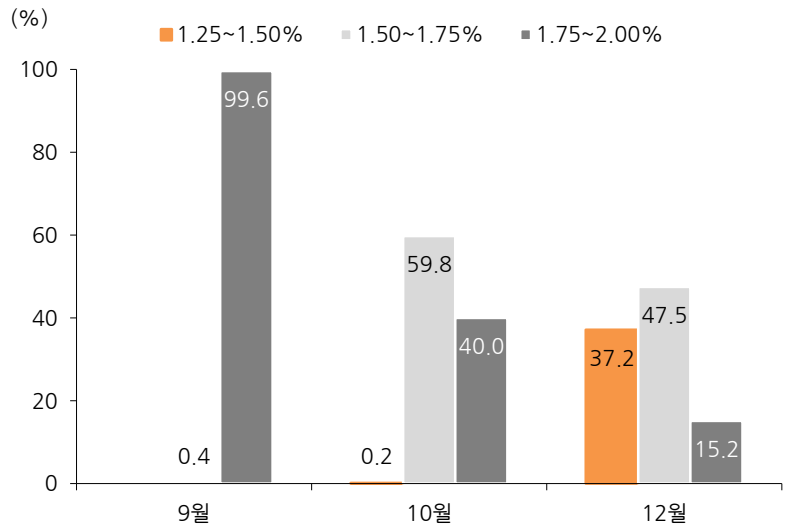
- 시장이 연준의 9월 금리인하를 기정사실로 받아들이는 가운데 10월과 12월 금리 경로에 대한 연준의 전망에 관심이 집중될 듯
- ECB는 9월 통화정책회의에서 초과지준금리를 인하하고 향후 자산매입 가능성을 언급할 전망

8월 미-중 무역갈등 timeline

날짜	내용
8/1	미국, 3천억달러 규모 중국산 수입품에 10% 추가 관세 부과 발표 (9/1부터 적용)
8/5	미국, 위안화환율이 7위안을 상회하자 중국을 환율조작국 지정
8/13	미국, 1일 발표한 추가 관세를 일부 품목에 대해 12/15로 유예
8/19	미국, 화웨이 거래제한 유예 조치를 11/18까지 연장
8/23	중국, 750억달러 규모 미국산 수입품에 5~10% 추가 관세 부과 발표 (9/1, 12/15 적용)
8/23	미국, 9/1부터 적용되는 3천억달러 규모의 중국산 수입품에 대한 관세율을 10%에서 15%로 상향. 10/1부터 적용되는 2,500억달러 규모의 중국산 수입품에 대한 관세율은 25%에서 30%로 상향

자료: 한화투자증권 리서치센터

연방기금금리 선물 시장에 반영된 금리 전망



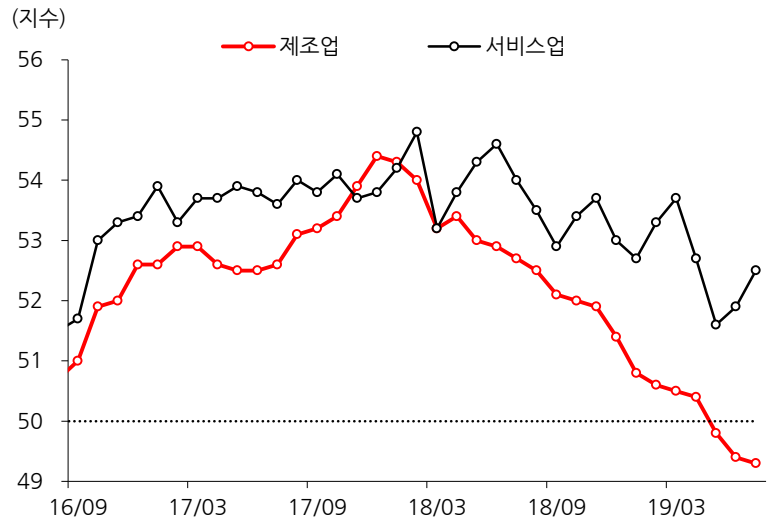
주: 현지시간 8/28 기준
자료: CME, 한화투자증권 리서치센터

불확실성에 눌린 글로벌 경기

❖ **글로벌 무역갈등, 브렉시트 등으로 정책 불확실성이 높아지면서 실물 경제지표 부진 지속**

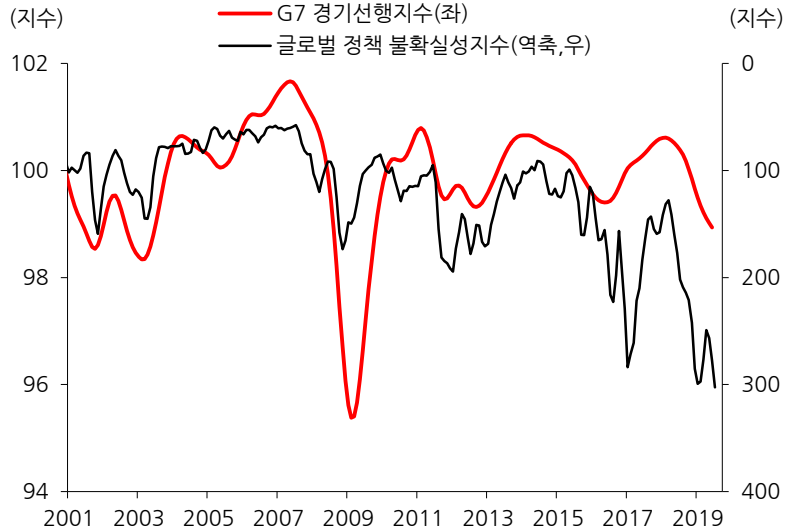
- 소비&서비스업 경기는 상대적으로 양호하나 투자&제조업 경기 부진
- 주요 선진국 경제의 기반이 되는 민간소비가 비교적 견고해 근시일 내 경제 침체가 발생할 가능성은 낮으나, 투자가 부진해 경기가 반등하지 못하고 둔화세를 지속·확대

글로벌 PMI 제조업지수와 서비스업지수



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

주요국 경기선행지수와 글로벌 정책 불확실성지수



주: 정책 불확실성지수는 3개월 이동평균
자료: EUI, OECD, 한화투자증권 리서치센터

미국, 견조한 소비 연말까지 이어질 듯

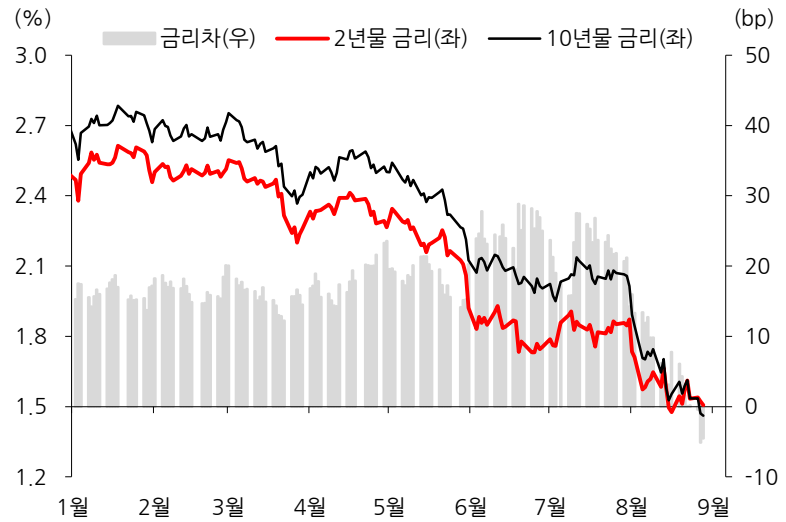
❖ **장단기 금리 역전 지속될 전망이나 근 시일 내 경기 침체 가능성은 낮음**

- 투자가 부진하나 미국 경제의 기반인 민간소비가 견조한 확장세를 유지
- 7월 미국의 소매판매 증가율 전년동기대비 3.4%로, 연초부터 꾸준히 상승 중

❖ **민간소비 확장세를 연말까지 지속하기 위한 정책 시행**

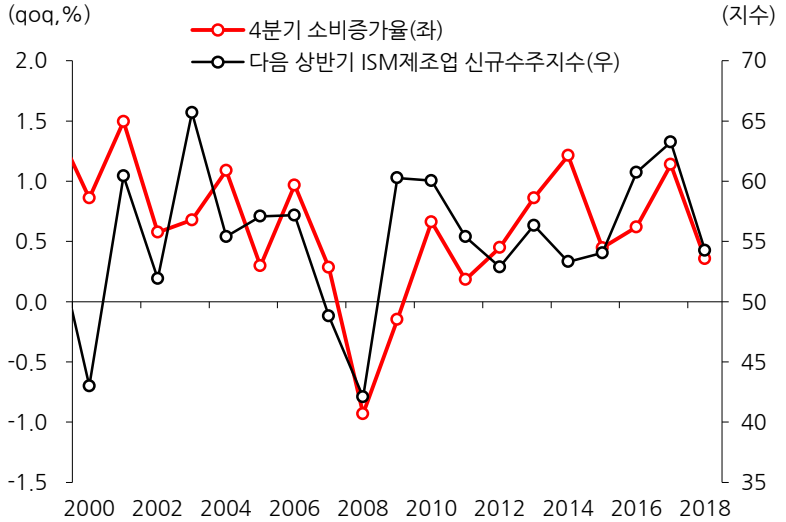
- 장기금리 하락을 유도해 모기지 리파이낸싱을 늘려 소비 여력 마련, 중국산 IT제품에 대한 관세 연말까지 유예 등
- 연말소비가 호조를 나타내면 도소매업체가 재고를 다시 축적하면서 내년 상반기 제조업 수주 늘어날 수 있음

미국 장단기 금리차



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

미국 4분기 소비증가율과 그 다음해 상반기 제조업 신규수주



자료: BEA, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

홍콩의 불안함, 중국의 아킬레스건

❖ 7.80~7.85HKD 밴드 상단에서 머물고 있는 홍콩달러 환율

- 홍콩 시위로 불확실성이 높아지면서 홍콩달러에 대한 short betting 더욱 늘어날 수 있음

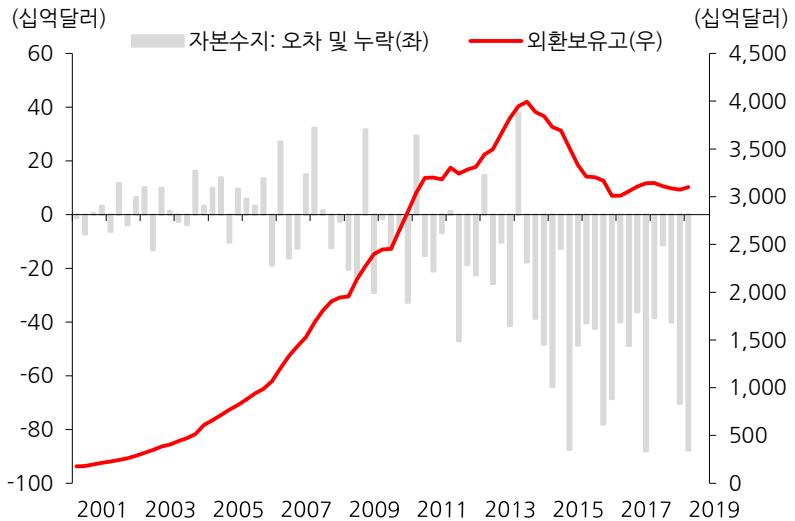
❖ '외환보유액은 많으나 빠져나가는 돈도 많다'

- 중국의 외환보유액은 3조달러로 대규모지만, 어떻게 빠져나갔는지 집계하지 못하는 금액이 매 분기 500~1,000억달러에 이르고 있음
- 홍콩달러 환율, 위안화 환율을 방어하기 위해 외환을 더 투입해야 할 것을 감안하면 중국의 외환보유액이 충분하다고 보기 어려움
- 이와 같은 불확실성은 중국에 대한 우려를 높이는 요인으로 작용

홍콩달러 환율

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

중국 자본수지: 오차 및 누락 계정과 외환보유액



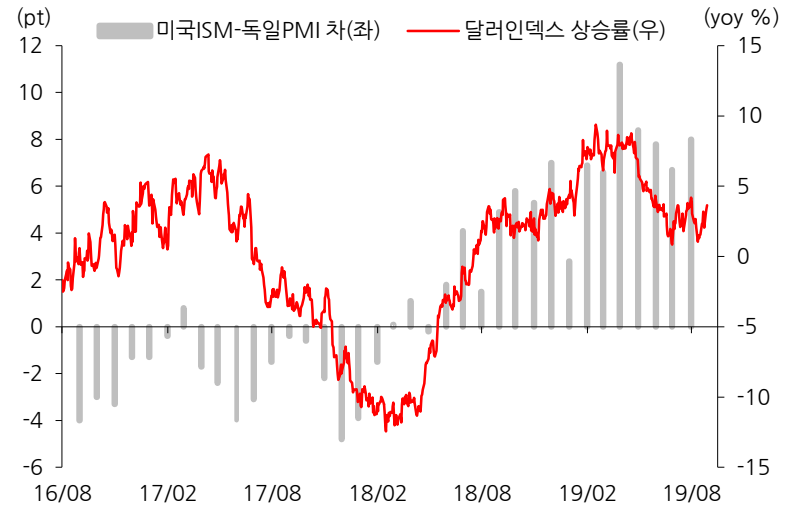
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

엔화 > 달러화 > 유로화

❖ **주요국 통화정책, 방향은 모두 '완화' 지만 속도는 제각각**

- 유로존의 경기 부진이 점차 심화되면서 ECB는 가장 적극적인 완화 기조를 보이는 중. ECB는 금리인하, 자산매입 등 가용한 모든 수단을 검토하고 있다고 밝힌 바 있음. 반면 미국은 소비를 중심으로 성장률 2% 수준을 유지. 이에 연준은 금리를 주기적으로 꾸준히 인하하기보다는 글로벌 불확실성 확대로 경기 전망이 악화될 때 대응적으로 인하할 가능성이 높음
- 이와 같은 경기의 온도차, 통화 완화 정책의 강도 차로 유로화 약세, 달러화 강세 이어질 듯
- 엔화는 미-중 갈등으로 금융시장 변동성이 확대됨에 따라 안전자산으로 부각되며 강세. 향후 엔화 강세를 막기 위한 완화정책 제시될지 여부에 주목

미국 ISM지수-독일PMI지수 차와 달러인덱스



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

미국-일본 10년물 국채금리차와 엔화환율

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

전술적 자산배분: 포트폴리오 대응 능력 확보 필요

❖ **정책 불확실성 확대 및 장기화 우려 확산: 성장 기대 회복 및 Risk On 전환 지연**

- 당초 불확실성 해소 등에 따라 3분기 이후에는 성장 기대 회복 및 Risk On 전환을 기대했으나, 미-중 무역갈등이 상호 보복으로 재차 확대되는 모습을 보임에 따라 성장 기대 약화 및 Risk Off가 당분간 지속될 것으로 예상

❖ **매크로 경로 불확실성 높은 상황: 중립적 포트폴리오를 통한 대응 능력 확보 필요**

- 전망의 가시성이 약하고, 위험자산 전반의 하방 리스크가 우월한 상황에서 상방 리스크 또한 상당한 상황. 중립적 포트폴리오를 통한 향후 글로벌 이벤트 발생 시의 대응 능력 확보가 필요

향후 3개월, 향후 4분기 전술적 자산배분 제안 (단위: bp)

자산군		2019M08	2019M09	2019M10	2019M11	2019M09	2019M12	2020M03	2020M06
		전월	FWD						
			1M	2M	3M	1Q	2Q	3Q	4Q
주식	국내	8.7	-32.2	-33.8	-13.8	-32.2	33.8	76.3	124.3
	선진	21.1	4.7	9.8	16.8	4.7	20.7	33.3	48.8
	신흥	17.2	-2.3	-4.0	-3.2	-2.3	-0.9	1.9	12.7
채권	국채	80.7	117.9	110.3	92.2	117.9	50.2	-11.4	-72.3
	회사채 IG	-132.4	-93.9	-85.1	-93.8	-93.9	-103.9	-102.6	-119.9
	회사채 HY	6.7	11.6	12.1	13.8	11.6	11.0	11.4	10.2
	인플레이션 연계	39.3	36.0	34.3	34.0	36.0	29.0	20.9	12.9
지역	국내	-234.8	-218.8	-221.0	-231.6	-218.8	-200.0	-163.8	-125.7
	선진	191.1	190.3	190.7	194.4	190.3	166.9	136.7	96.9
	신흥	43.8	28.5	30.4	37.2	28.5	33.2	27.0	28.9
위험 자산	위험자산	75.9	2.9	11.4	48.5	2.9	94.2	140.4	202.7
	안전자산	-75.9	-2.9	-11.4	-48.5	-2.9	-94.2	-140.4	-202.7

주: (1) 위험자산: 주식 또는 신흥시장 또는 High Yield
(2) 안전자산: 국채·IG·인플레이션 연계 채권이며 국내 및 선진시장에 속한 자산
자료: Bloomberg, FnGuide, KIS Pricing, 한화투자증권 리서치센터

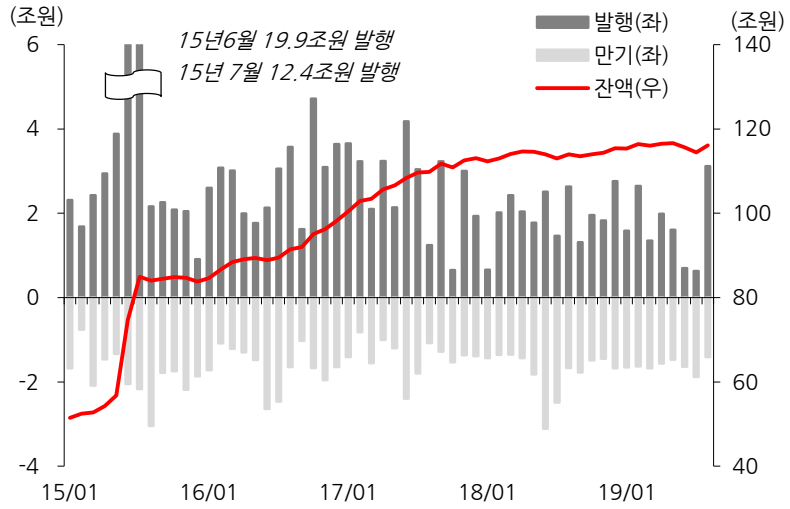
[크레딧]
김민정 | minjeong.kim1052@hanwha.com | 3772-7547

크레딧
– Decoupling

서민금융 지원과 MBS 발행

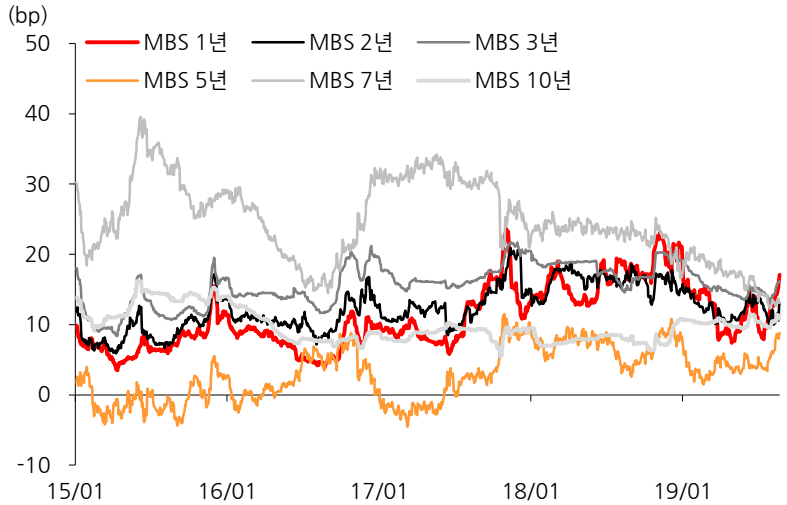
- 서민·실수요자 지원 목적의 서민형 안심전환대출 지원과 연말 MBS 발행 예정
- 2015년 안심전환대출 31.7조원 공급에 따른 MBS 34조원 발행 급증으로 장기구간 위주로 약세
- 올해 11월 이후 최대 20조원 규모의 MBS 발행 예정으로, 4년 전 대비 수급 부담 제한적
- 다만 은행의 MBS 의무매입에 따른 단기적 채권 투자수요 위축 불가피

MBS 발행만기 추이



자료: 본드웹, 한화투자증권 리서치센터

MBS 신용스프레드

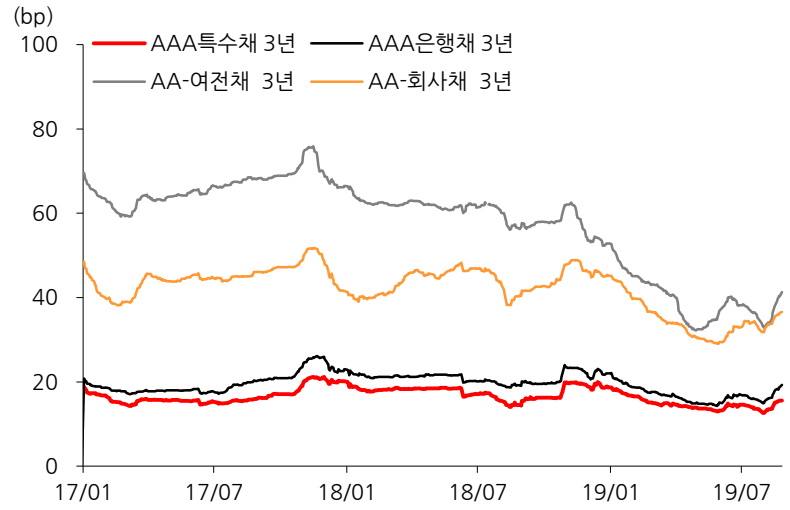


자료: 본드웹, 한화투자증권 리서치센터

신용스프레드 전망

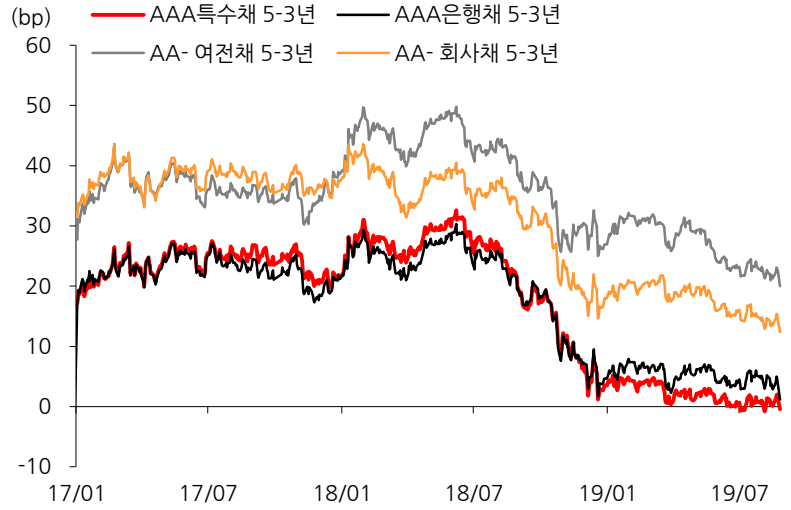
- 안전자산 선호가 지속되나 지난해 11월부터 크레딧 강세에 따른 차익실현 및 신용스프레드 확대
- 금리 하락에 따른 가격 부담과 적자국채, 연말 MBS 발행 증가에 따른 수급상 불안 당분간 지속
- 특히 은행채 발행 증가에 따른 수급 불안과 파생결합상품 시장 불안에 따른 여전채 투자심리 악화로 약세 가능성
- 상대적으로 금리 매력도가 유효한 10년 이상 AA급과 A급 회사채 강세 지속

섹터별 신용스프레드



자료: 본드웹, 한화투자증권 리서치센터

장단기 스프레드

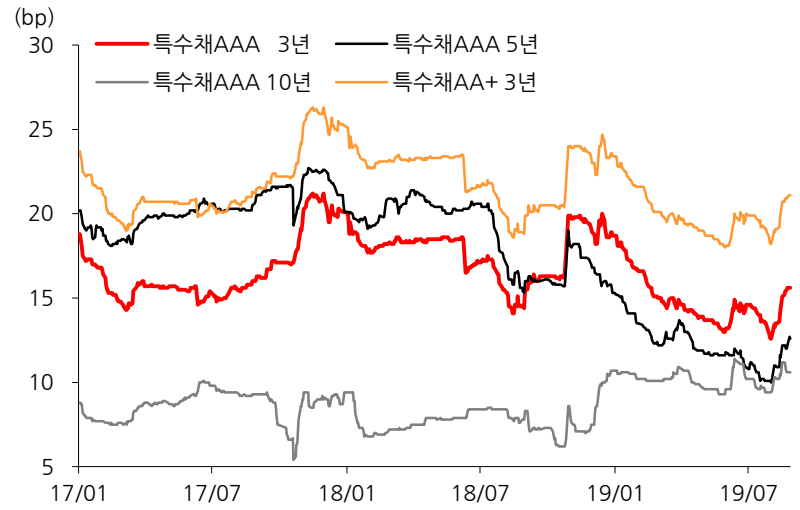


자료: 본드웹, 한화투자증권 리서치센터

특수채 투자전략

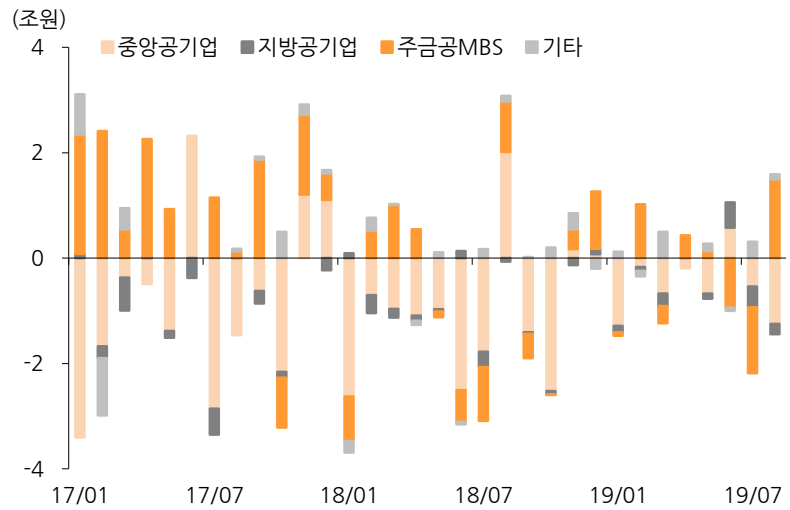
- 에너지와 SOC 투자 확대로 연말로 갈수록 투자수요 확대될 것으로 기대
- 특히 최근 적극적인 부채 감축으로 재무안정성 회복한 지방공기업들의 자금수요 확대
- 장단기 스프레드 축소에 따른 공공기관 발행만기가 더욱 장기화될 전망

특수채 신용스프레드



자료: 본드웹, 한화투자증권 리서치센터

특수채 순발행



자료: 인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

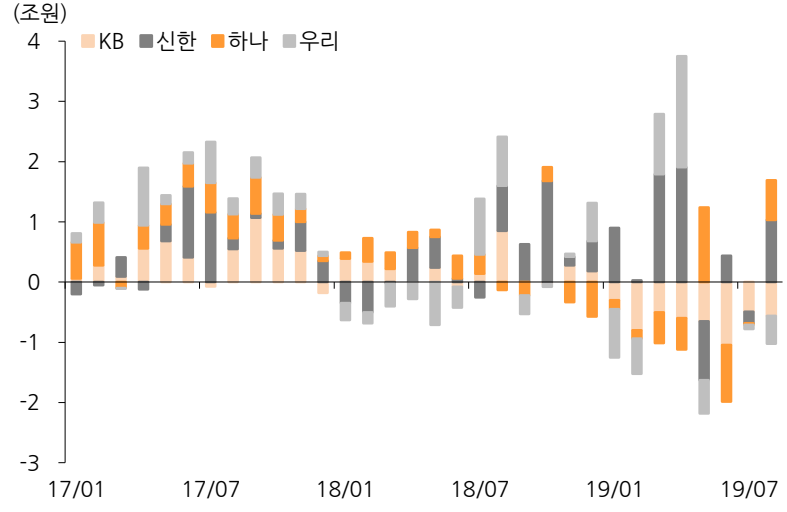
은행채 투자전략

- ❖ 저금리기조로 발행환경 우호적으로 개선됨에 따라 은행의 채권 발행수요 꾸준
- ❖ LCR 100% 이상 유지 위해 고유동성자산(국채와 통안채) 확보 위한 은행채 발행수요 확대
- ❖ 연내 기준금리 인하 시그널이 보다 구체화되기 전까지 은행채 수급 부담에 따른 약세 가능성 부각
- ❖ 예금/CD/커버드본드/은행채 등 은행별 차금조달 차별화

은행채 신용스프레드

자료: 본드웹, 한화투자증권 리서치센터

은행채 순발행

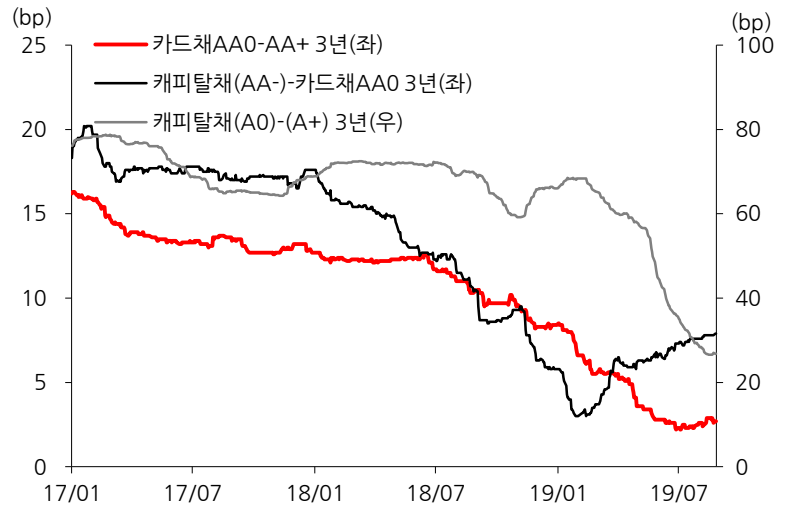


자료: 인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

여전채 투자전략

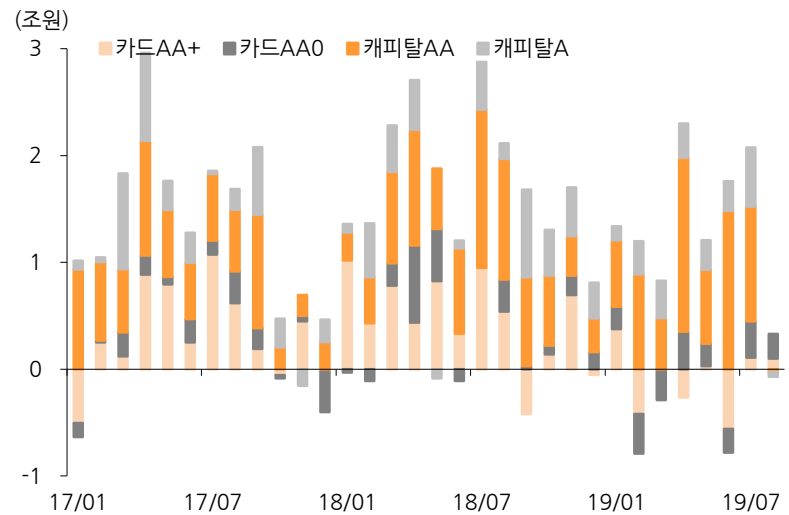
- ❖ 글로벌 금리 하락에 따라 금리연계형 DLS 등 파생결합증권 원금 손실 우려 지속
- ❖ 크레딧 차익실현 분위기 속에서 증권사 여전채 투자한도 소진에 따른 투자수요 위축
- ❖ 금리 하락에 따른 우호적 발행수요에도 불구하고, 투자심리 위축에 따른 약세 불가피

여전채 신용스프레드



자료: 본드웹, 한화투자증권 리서치센터

여전채 순발행

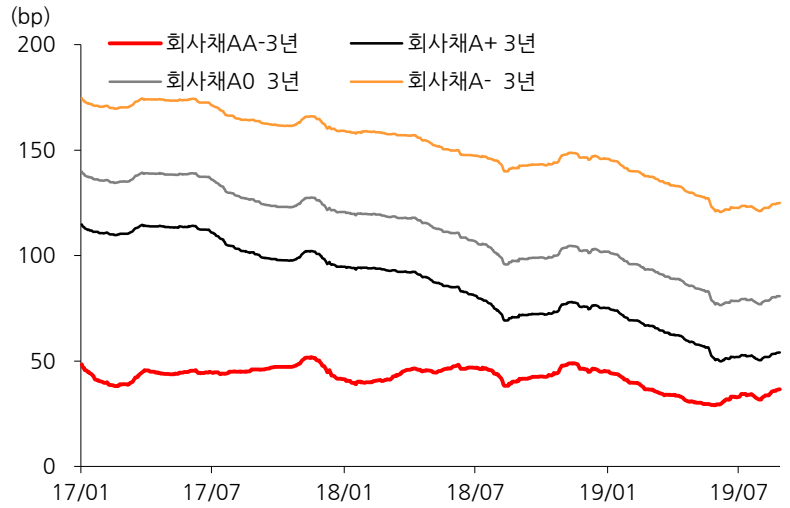


자료: 인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

회사채 투자전략

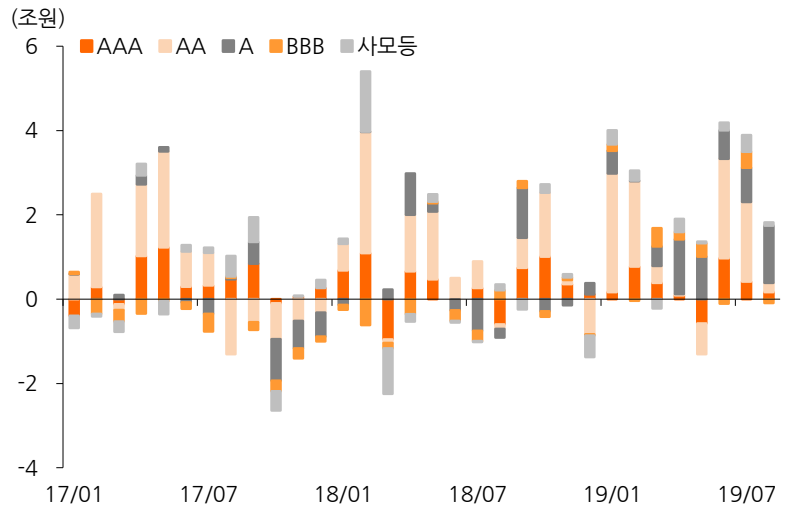
- ❖ 이마트 실적 부진에 따른 유통업 신용도 저하 우려 지속
- ❖ 금리하락에 따른 우호적 발행환경이 지속되며, 회사채 발행시장 회복될 전망
- ❖ 은행채와 여전채 부진 속에서 상대적으로 회사채 투자매력도 부각
- ❖ 저금리로 10년 이상 AA급과 5년 A급 위주로 발행만기 장기화

회사채 신용스프레드



자료: 본드웹, 한화투자증권 리서치센터

회사채 순발행



자료: 인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

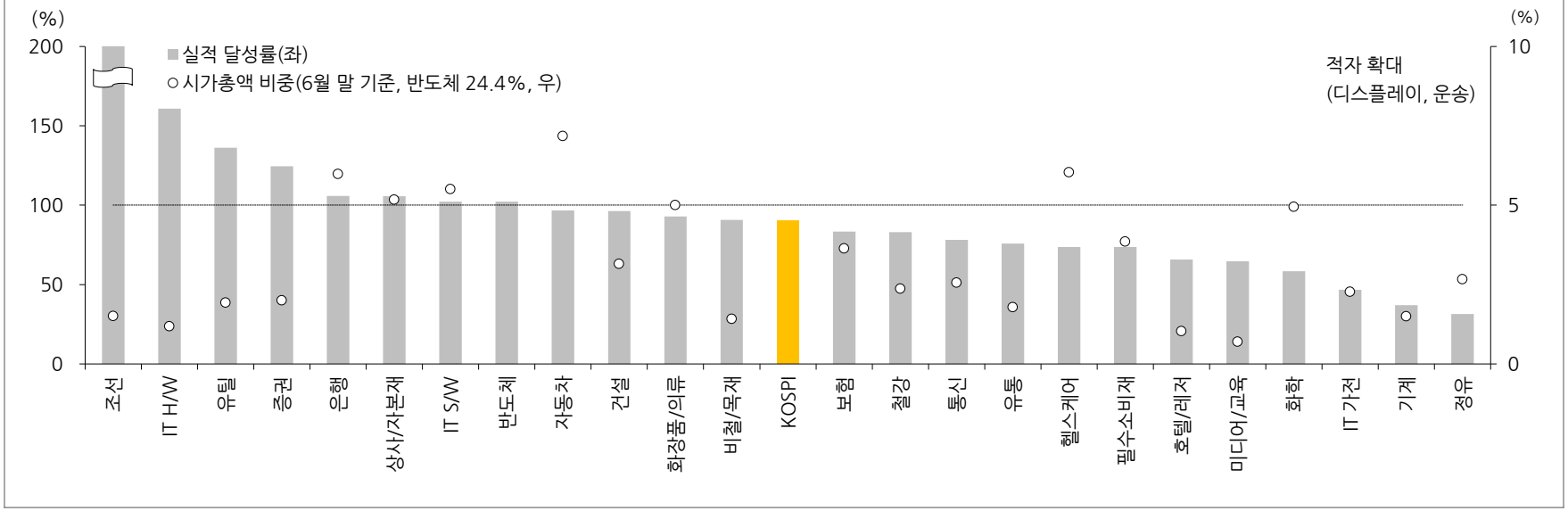
[퀀트]
안현국 | hg.ahn@hanwha.com | 3772-7646

퀀트
– 더 빨리 눕고, 먼저 일어나는 철강

KOSPI 2분기 전체 순이익 22.3조원, 상반기 합산 48.7조원

❖ KOSPI 2분기 전체 순이익은 22.3조원. 작년 2분기 대비 -44.2%, 올해 1분기 대비 -15.0% 수준
: 이번 실적 발표는 시가총액 비중이 5%보다 큰 은행, IT S/W, 반도체, 자동차, 상사/자본재 등 대형 업종이 선전
: 상반기 동안 48.7조원 기록. 원화 약세와 상반기/하반기 이익 비율 감안 시 올해 연간 순이익은 90조원 내외 전망

KOSPI 업종별 2분기 실적 달성률(실제치/예상치)과 시가총액 비중(6월 말 기준)

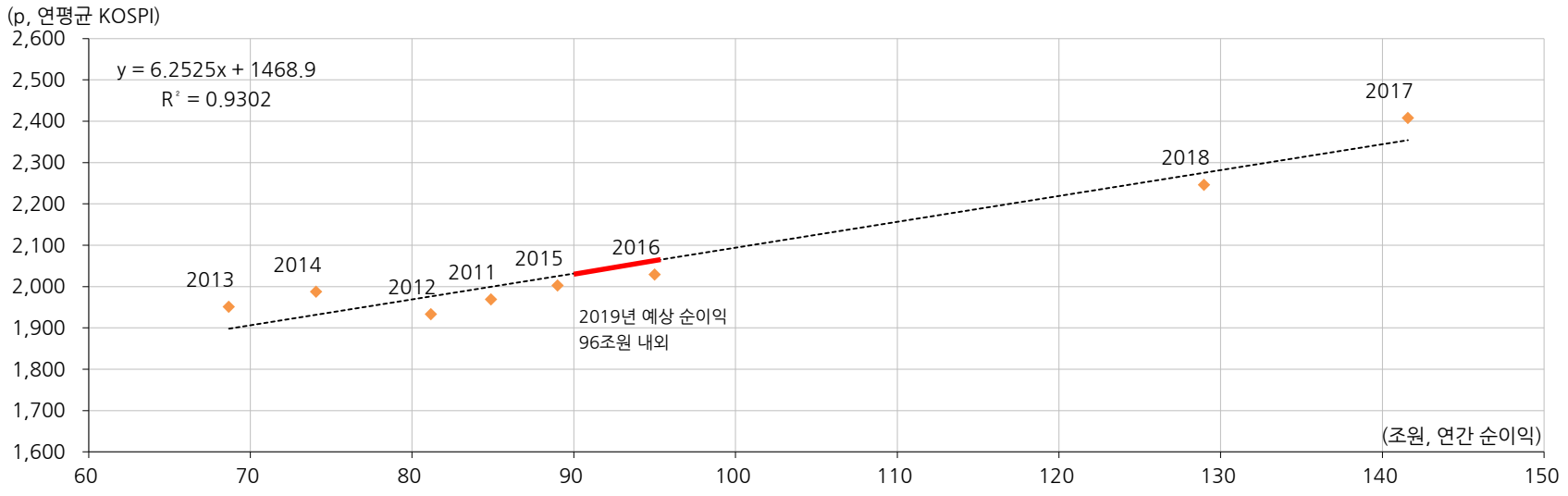


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

2,030~2,060p ± 8%

❖ 연평균 KOSPI 값은 그 해 연간 순이익이 증가할수록 일정하게 상승(상관계수 0.96)
: 순이익 예상치 90(상반기와 하반기 이익 비율, 환율 감안)~96조원(현재 예상치)에 해당하는 연평균 KOSPI는 2,030~2,060p
: 과거 연평균 지수값 대비 고점과 저점 폭은 ±8%. 환산 시 저점은 1,870~1,900p, 고점은 2,200~2,230p

KOSPI 업종별 2분기 실적 달성률(실제치/예상치)과 시가총액 비중(6월 말 기준)



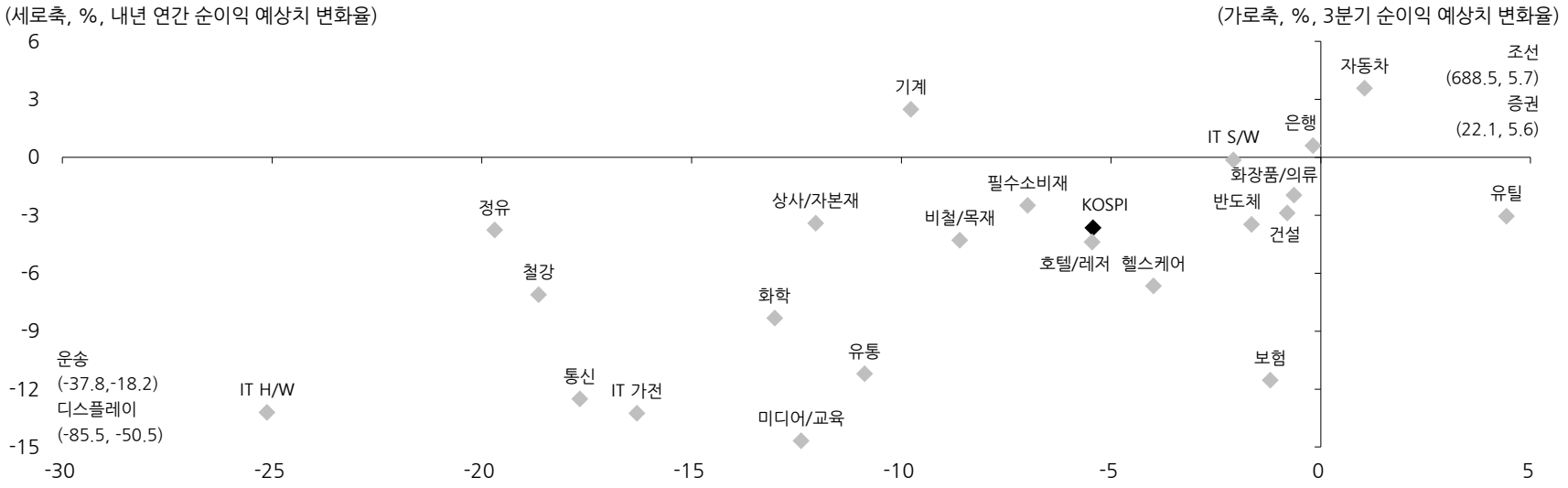
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

실적 모멘텀이 있는 곳, 자동차, IT S/W

❖ 2분기 실적 발표가 진행되면서 3분기와 내년 연간 실적 조정. 3분기 순이익 예상치는 현재 25.0조원, 내년은 116.4조원

❖ 3분기와 내년 연간 순이익 예상치가 6월 말 대비 동시에 상향된 업종은 자동차, 은행, 증권, 조선
: 조선은 순이익 예상치 절대 금액이 낮아 변화율이 큰 폭으로 변하는 점을 감안 필요
: 제조업 중에서는 자동차의 실적 모멘텀이 가장 양호, IT 섹터 내에서는 S/W가 견조

6월 말 이후 KOSPI 업종별 3분기 및 내년 연간 순이익 예상치 변화율 산포도



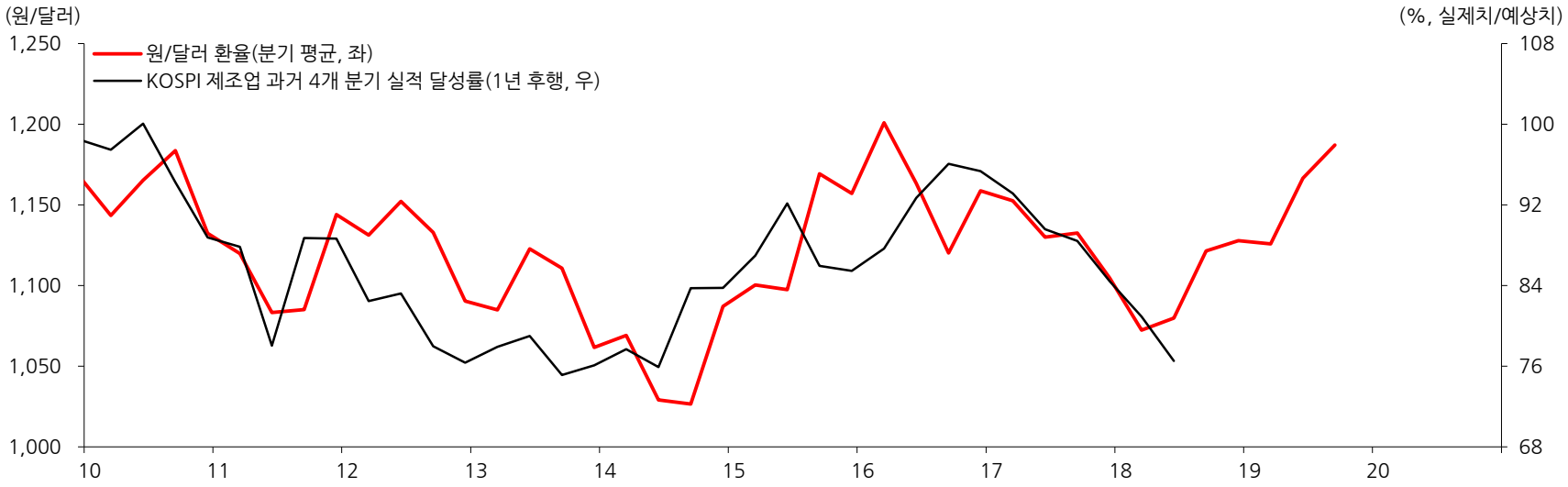
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

하반기부터 실적 달성률 개선될 것

❖ 하반기 실적과 관련해 주목하는 변수는 원/달러 환율
: 2010년 이후 환율 상승은 약 1년의 시차를 두고 실적 달성률 개선으로 이어지는 경향이 강했기 때문

❖ 금융을 제외한 KOSPI 제조업의 과거 4개 분기 실적 달성률은 76.5%로 2010년 이후 저점 75.1%에 근접
: 2016년 이후 이어진 원화 강세 영향은 시차를 두고 상당 부분 반영. 하반기부터 실적 달성률 회복 기대

원/달러 환율과 KOSPI 제조업 실적 달성률

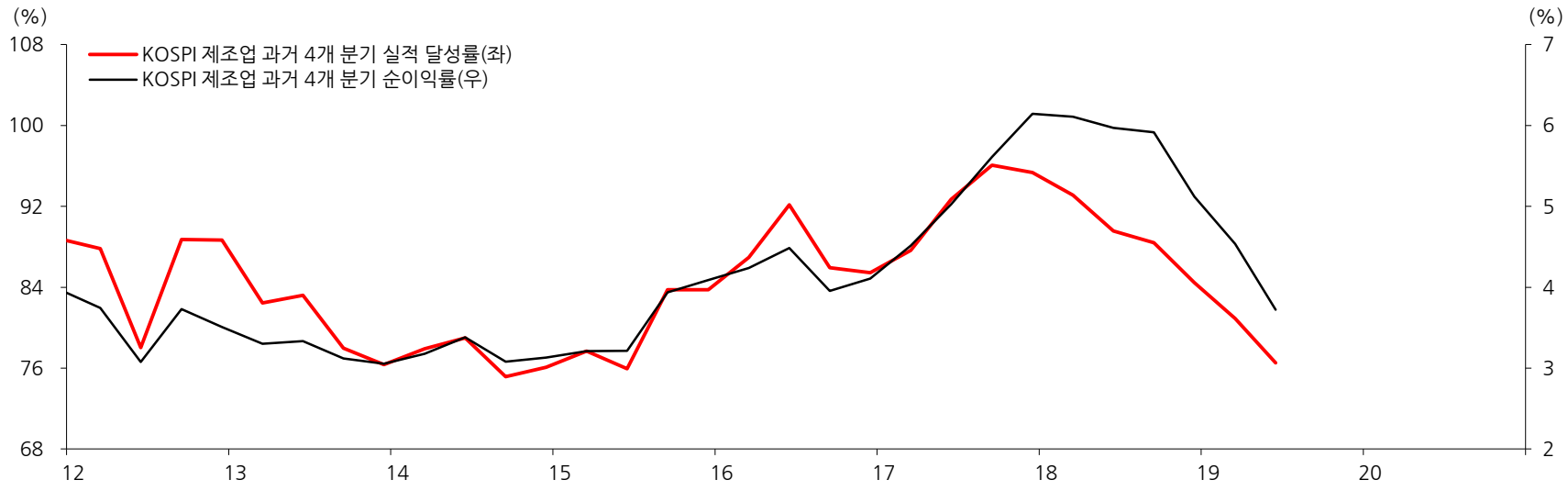


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

실적 달성률 개선 ≒ 순이익률 개선

❖ 실적 달성률이 개선된다는 말은 순이익이 예상보다 잘나왔다는 의미
: 수년간 매출이 정체됐기 때문에 순이익을 매출액으로 나눈 순이익률도 실적 달성률과 동행
: KOSPI 제조업의 순이익률은 현재 3.7%로 과거 저점 수준. 이익률 개선이 관건

KOSPI 제조업 실적 달성률과 순이익률

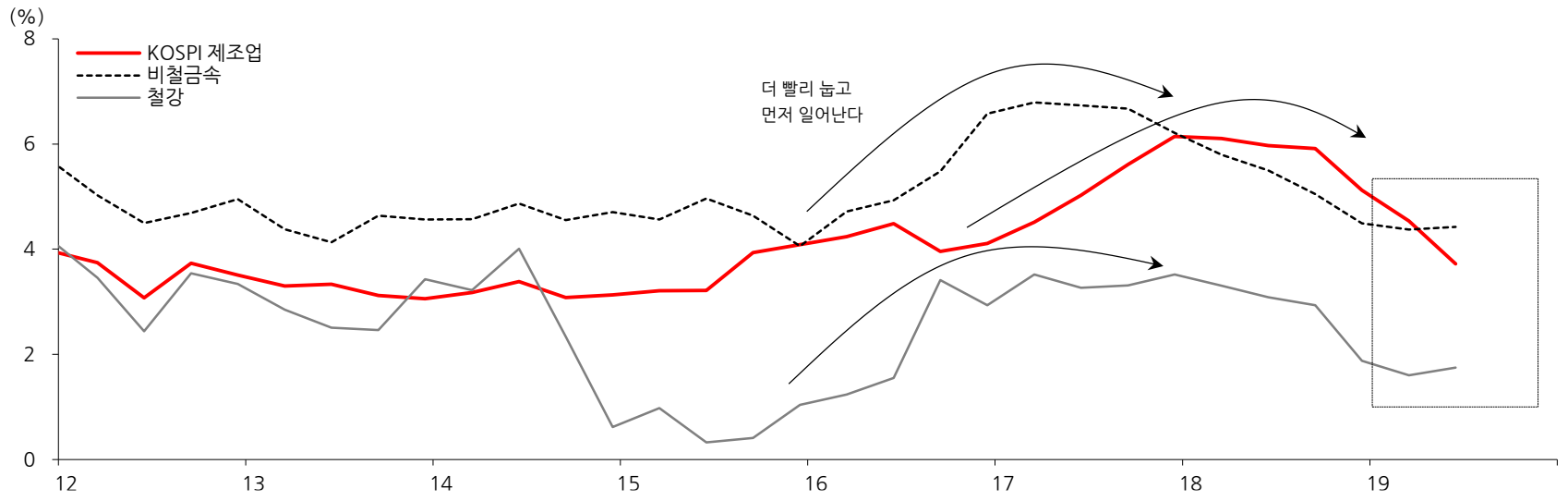


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

더 빨리 눕고, 먼저 일어나는 철강 이익률

❖ 제조업 전체 순이익률보다 조금 빠르게 움직이는 업종에 주목. 원재료 관련 업종인 비철금속과 철강이 대표적
: 두 업종은 제조업 순이익률이 올라가기 전에 더 빠르고 가파른 이익률 개선. 2017년 말 제조업 이익률이 하락하기에 앞서 먼저 악화
→ 이번 2분기 실적을 반영한 비철/철강 업종의 과거 4개 분기 순이익률은 반등 성공. 이익 개선을 의미하는 선행 시그널이라 판단

KOSPI 제조업, 비철금속, 철강의 과거 4개 분기 순이익률



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[주식시황]

김수연 | sooyeon.k@hanwha.com | 3772-7628

주식시황

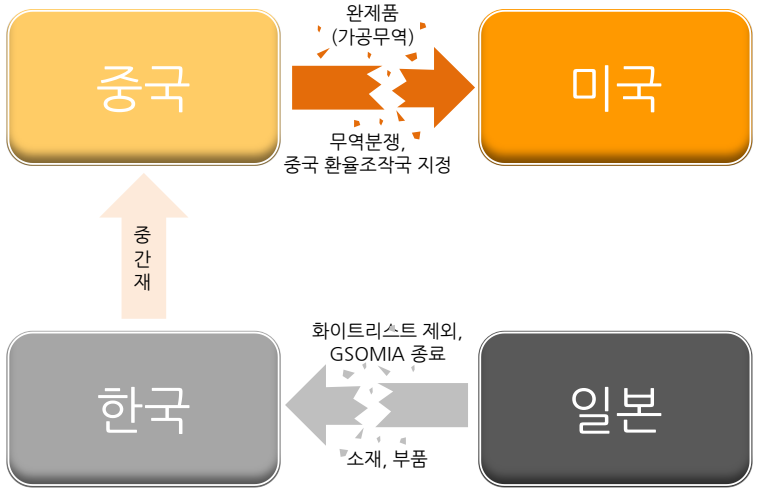
– 중국보다 미국, 중간재보다 완제품

한국, Buyer와 Seller 양쪽이 힘들게 하다

❖ 한국의 무역구조
- 한국은 일본(Seller)에서 소재와 부품을 수입해 중간재를 만들어 중국에 수출하고
- 중국은 이를 완제품으로 만들어 미국(Buyer)에 수출하는 구조

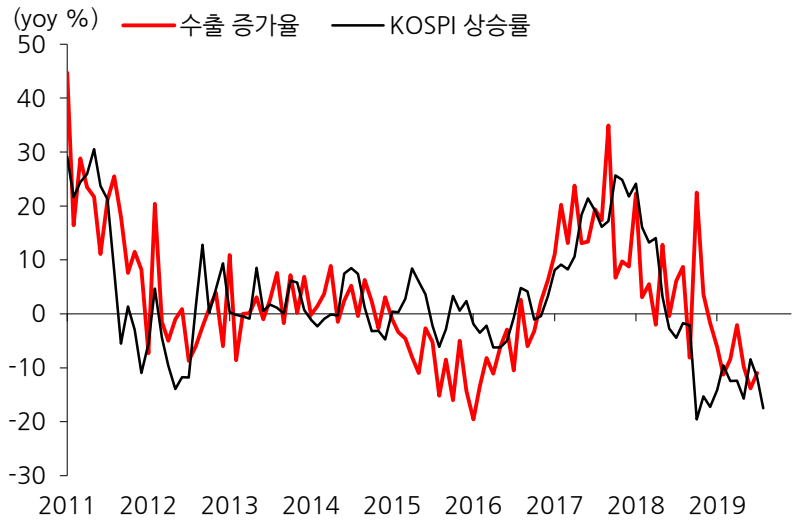
❖ 악재의 동시 발발
- 미중 무역분쟁 악화, 일본의 한국 화이트리스트 제외 및 한국의 한일군사정보보호협정(GSOMIA) 종료로 인한 한일 무역분쟁 장기화
- 한국 수출 감소세 지속되면서 KOSPI 반등 탄력 제한

무역분쟁은 global supply chain을 교란



자료: 한화투자증권 리서치센터

국내 수출 감소세 지속되면서 KOSPI도 반등 제한



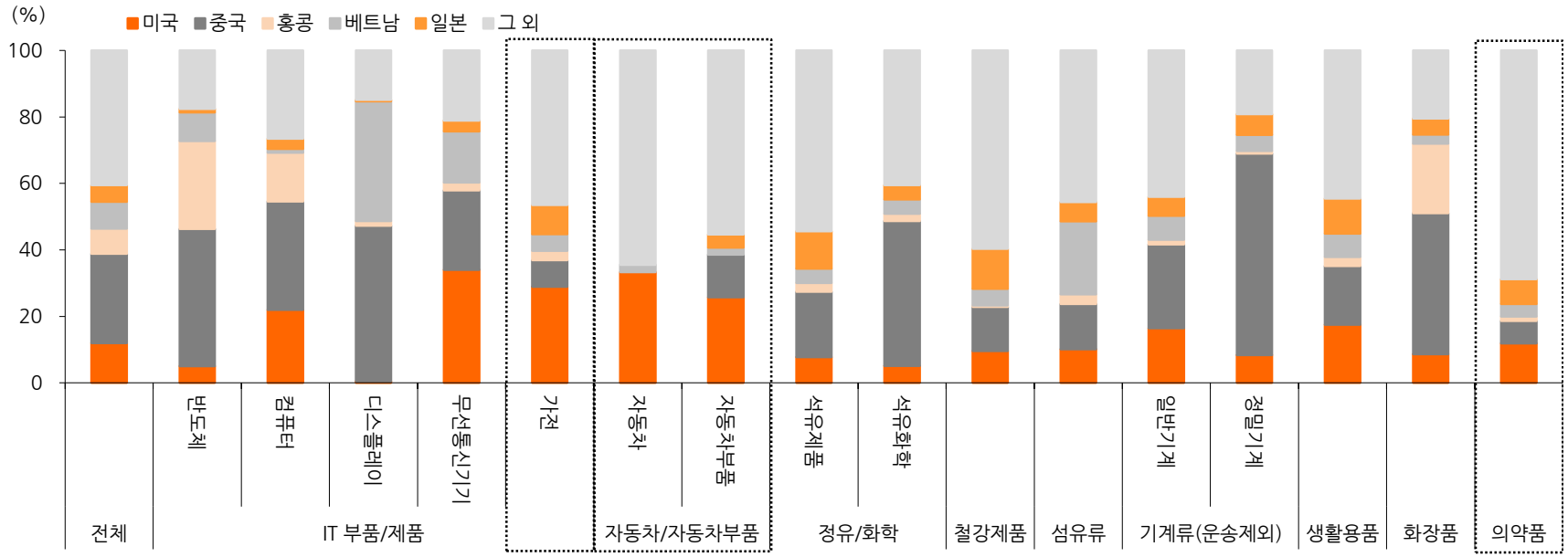
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

중국보다 미국에 수출하는 업종

❖ 중국으로 중간재를 수출하는 기업보다 미국으로 완제품을 수출하는 기업이 유리할 것

❖ 가전, 자동차 등 미국향 수출 비중 높은 기업에 관심 가질 필요

국내 주요 산업의 2018년 국가별 수출 비중



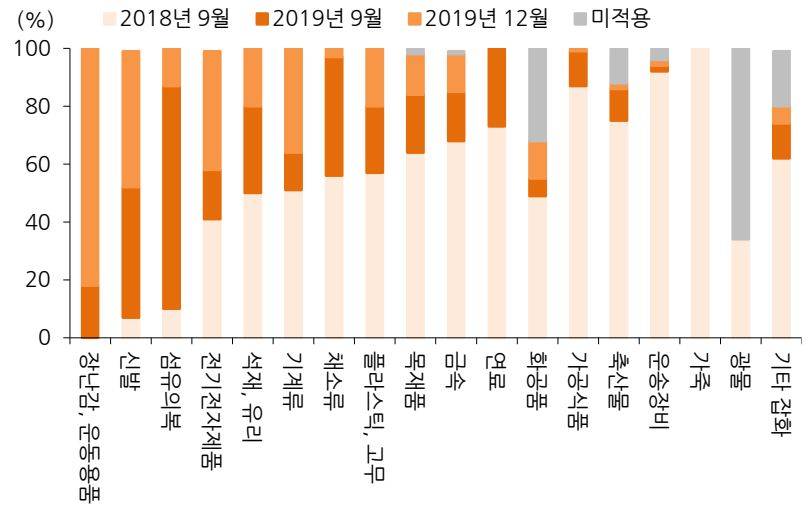
주: 관세청 통관기준
자료: 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

중국 관세부과에 대한 반사이익

❖ 9월부터 미국의 중국산 수입품 중 의류, 신발, 장난감 등 소비재 품목에 대한 관세 적용 범위 확대

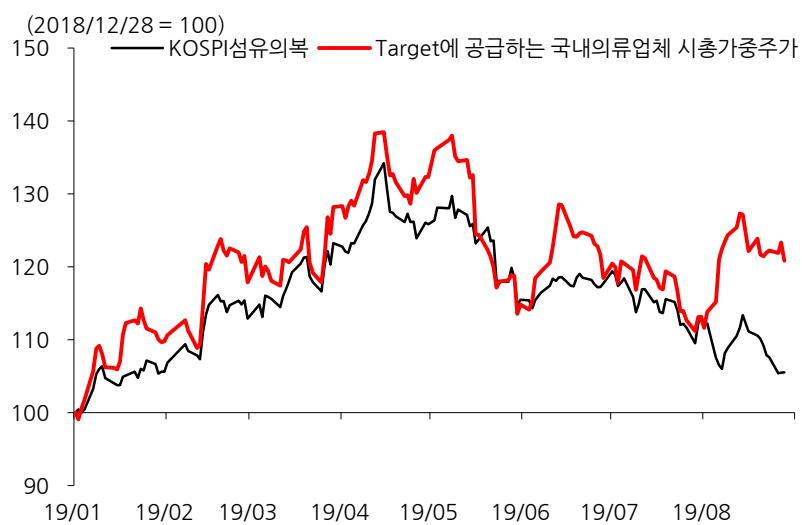
❖ 미국의 수입선 다변화에 대응하는 기업에 주목해야
- 내수 부진으로 KOSPI 섬유의복 주가는 최근 하향세지만 미국 소매점에 의류를 납품하는 업체들의 주가는 양호

미국의 중국산 수입 품목별 관세 적용 범위



자료: PIIE, 한화투자증권 리서치센터

미국 서플라이체인에 합류한 기업은 내수 부진의 영향 덜 받아

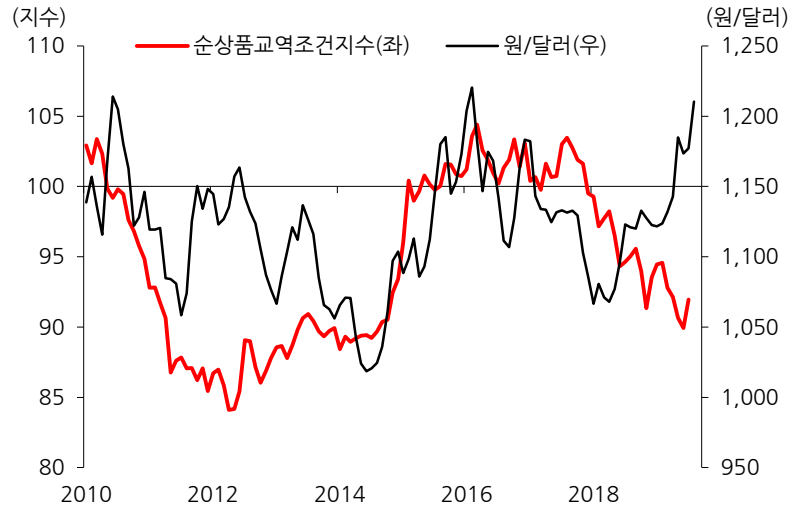


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

높아진 환율 레벨, 수출 비중 높은 기업 이익에 유리

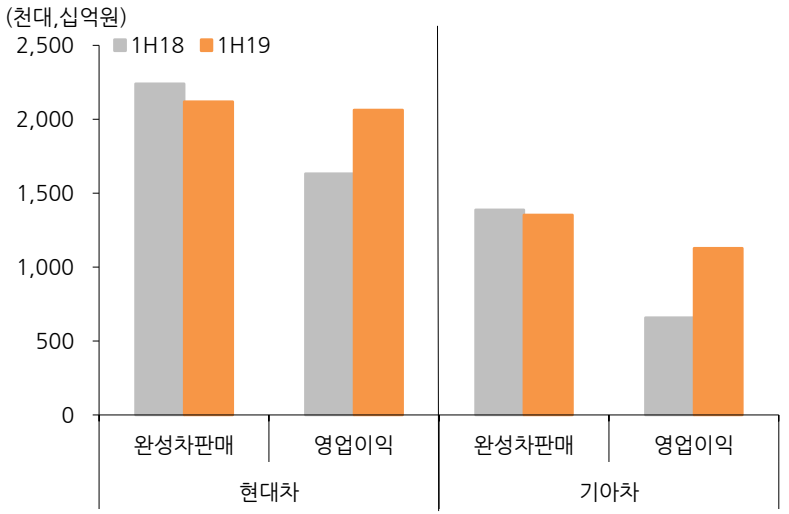
- 원/달러 환율 1,200원 넘어서며 2016년 이후 최고치
- 완성차 업체들, 글로벌 자동차 시장의 성장 둔화에도 불구하고 환율 효과로 영업이익 늘어나

원/달러 상승으로 수출 환경 개선



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

완성차 업체들, 판매량 감소에도 높아진 환율로 영업이익은 증가

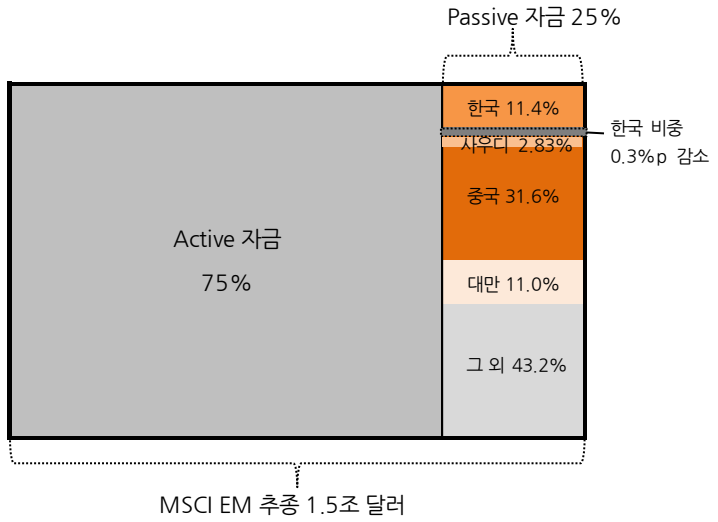


자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

8월 MSCI 분기 리밸런싱 마무리

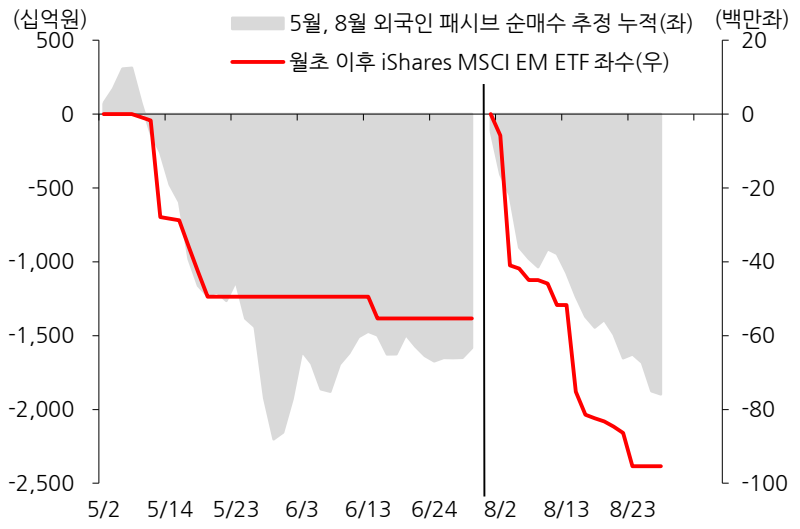
- 8월 28일 MSCI 지수 리밸런싱 실시(27일 종가 적용). EM내 한국 비중은 11.7%에서 11.4%로 낮아져. 외국인 패시브 자금은 적용 당일 1,930억원 순매도(1.9조원 매도, 1.7조원 매수)
- 5월 리밸런싱에서 외국인 패시브, 액티브 모두 국내 주식시장 순매도 후 6월 순매수 전환한 바 있어. 9월에도 외국인 수급 순매수 전환 기대

8월 MSCI EM지수 리밸런싱 추정



자료: 한화투자증권 리서치센터

외국인 패시브 유출은 리밸런싱과 EM 비중 축소 맞물려



자료: Bloomberg, WISEfn, 인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

한 화 투 자 증 권
리 . 서 . 치 . 센 . 터

리서치센터장

박영훈
정유/석유화학
02.3772.7614
houn0715@hanwha.com

[리서치센터]

김일구	수석 이코노미스트	매크로	3772-7579	ilgoo.kim@hanwha.com

[투자전략팀]

박승영	팀장	투자전략	3772-7679	park.seungyoung@hanwha.com
김민정	수석연구위원	크레딧	3772-7547	minjeong.kim1052@hanwha.com
안현국	연구위원	퀀트	3772-7646	hg.ahn@hanwha.com
김진명	연구위원	자산배분	3772-7655	jm_kim@hanwha.com
권희진	책임연구원	경제	3772-7203	heejin.gweon@hanwha.com
김수연	책임연구원	시황	3772-7628	sooyeon.k@hanwha.com
박진영	연구원	글로벌전략	3772-7677	jyp01@hanwha.com

[기업분석팀]

이봉진	팀장	방산/조선/기계	3772-7615	bongjinlee@hanwha.com
이순학	수석연구위원	테크	3772-7472	soonhak@hanwha.com
성용훈	수석연구위원	금융	3772-7659	yonghoon.sung@hanwha.com
김동하	수석연구위원	스몰캡	3772-7674	kim.dh@hanwha.com
남성현	수석연구위원	유통/식자재	3772-7651	gone267@hanwha.com
지인해	연구위원	엔터/레저	3772-7619	Inhae.ji@hanwha.com
김소혜	연구위원	인터넷/게임/미디어	3772-7404	sohye.kim@hanwha.com
송유림	연구위원	건설/건자재	3772-7152	yurim.song@hanwha.com
신재훈	연구위원	제약/바이오	3772-7687	jaehoon.shin@hanwha.com
손효주	연구위원	화장품/음식료	3772-7610	hyoju.son@hanwha.com
김준환	연구위원	전기전자	3772-7473	joonh.kim@hanwha.com
최보원	책임연구원	글로벌 주식	3772-7647	bo.choi@hanwha.com
최준영	책임연구원	스몰캡	3772-7698	jchoi@hanwha.com
김유혁	책임연구원	철강/운송	3772-7638	yuhyuk.kim@hanwha.com
박준기	연구원	엔터/레저/화장품/음식료 RA	3772-7673	jungi.park@hanwha.com
이재연	연구원	제약/바이오/건설/건자재 RA	3772-7678	jaeyeon.lee@hanwha.com
박준호	연구원	정유/석유화학/스몰캡 RA	3772-7693	junho.park@hanwha.com

서울

본 사	02) 3772-7000
강 남 지 점	02) 6975-2000
강 서 지 점	02) 2606-4712
갤러리아지점	02) 3445-8700
금융플라자63지점	02) 308-6363
금융플라자시청지점	02) 2021-6900
금융플라자GFC지점	02) 6919-7400
노 원 지 점	02) 931-2711
대치센트럴지점	02) 553-0008
목 동 지 점	02) 2654-2300
반 포 지 점	02) 6918-2400
송 파 지 점	02) 449-3677
신 촌 지 점	02) 6944-7700
영 업 부	02) 3775-0775
올 림 픽 지 점	02) 404-4161
이 촌 지 점	02) 6937-7400
중 앙 지 점	02) 743-7311

인천/경기

과 천 지 점	02) 507-7070	안 성 지 점	031) 677-0233
부 천 지 점	032) 322-0909	일 산 지 점	031) 929-1313
분 당 지 점	031) 707-7114	평 촌 지 점	031) 381-6004
송도IFEZ지점	032) 851-7233	평 택 지 점	031) 652-8668
신 갈 지 점	031) 285-7233		

부산/울산/경남

거 창 지 점	055) 943-3000	삼 산 지 점	052) 265-0505
동 울 산 지 점	052) 233-9229	언 양 지 점	052) 262-9300
마린시티지점	051) 751-8321	창 원 지 점	055) 285-2211
부 산 지 점	051) 465-7533		

대전/충청

공 주 지 점	041) 856-7233	타임월드지점	042) 488-7233
천 안 지 점	041) 563-2001	홍 성 지 점	041) 631-2200
청 주 지 점	043) 224-3300		

대구/경북

문 경 지 점	054) 550-3500	영 주 지 점	054) 633-8811
범 어 지 점	053) 741-3211	영 천 지 점	054) 331-5000
성 서 지 점	053) 588-3211	포 항 지 점	054) 231-4111

광주/전라

광 주 지 점	062) 713-5700	순 천 지 점	061) 724-6400
군 산 지 점	063) 730-8400	전 주 지 점	063) 710-1000

제주

제 주 지 점	064) 800-7500

한화투자증권 | 본사 02)3772-7000 (代) 서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282 주문전용 080-851-8200 ARS 080-852-1234

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.