

HK Cross Asset Monitor

리서치센터 02-739-5939
hkresearch@heungkuksec.co.kr

7월 2주차

주식/기관(1)

초대형주 추가상승이 부담된다면 '99% 클럽' 신흥국 증시가 있다

주식/기관(2)

주식이 더 상승해야 하는 이유들

경제/채권(1)

인플레이션이 걱정되는가? 아무것도 바꾸지 마라

경제/채권(2)

공급망에서의 위험한 전쟁

상품/대체(1)

이미 생산 재개를 준비하고 있는 텍사스 원유 기업들

상품/대체(2)

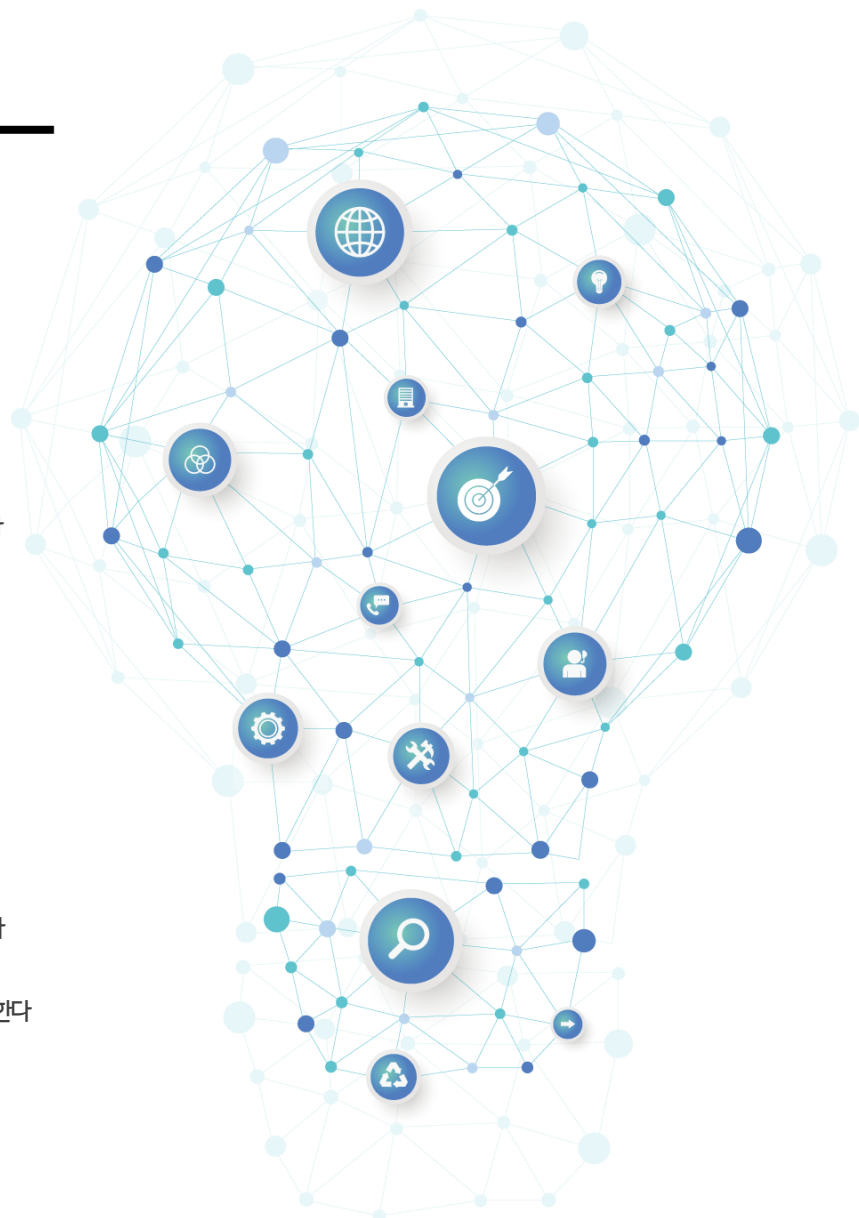
뉴욕은 재개했지만 많은 호텔 방들은 영구 폐쇄 될 것으로 보인다

이슈/산업(1)

거대 석유회사들의 수소 장기투자가 기후 변화에 생명줄을 제공한다

이슈/산업(2)

수소는 새로운 기적의 연료가 될 것인가?



Contents

3p	I. 주간 자산 시장 Review
4p	II. 핵심 시장 지표
	III. 자산별 주요 이슈 체크
6p	III - (1). 주식/기관(1): 초대형주 주가상승이 부담된다면 ‘99% 클럽’ 신흥국 증시가 있다
10p	III - (1). 주식/기관(2): 주식이 더 상승해야 하는 이유들
12p	III - (2). 경제/채권(1): 인플레이션이 걱정되는가? 아무것도 바꾸지 마라
14p	III - (2). 경제/채권(2): 공급망에서의 위험한 전쟁
16p	III - (3). 상품/대체(1): 이미 생산 재개를 준비하고 있는 텍사스 원유 기업들
19p	III - (3). 상품/대체(2): 뉴욕은 재개했지만 많은 호텔 방들은 영구 폐쇄 될 것으로 보인다
21p	III - (4). 이슈/산업(1): 거대 석유회사들의 수소 장기투자가 기후 변화에 생명줄을 제공한다
24p	III - (4). 이슈/산업(2): 수소는 새로운 기적의 연료가 될 것인가?
26p	III - (5). 자금집행기관 동향
	IV. 데이터 모니터링
27p	IV - (1). 글로벌 주식시장 수익률 & EPS 리비전
31p	IV - (2). 자금흐름
32p	IV - (3). 거시경제 지표
40p	IV - (4). 스타일 및 사이즈 지표

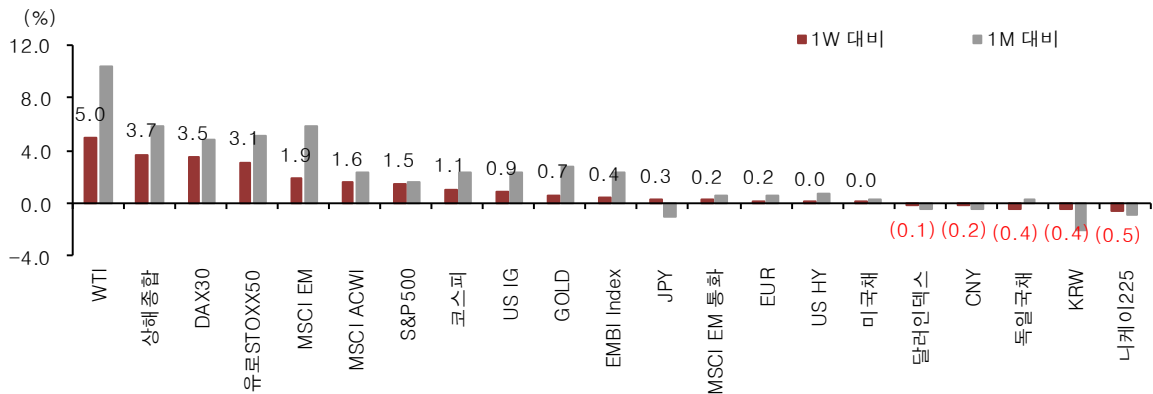
I. 주간 자산시장 Review

지난주 주목해야 할 핵심 포인트!

포인트	내용	참고 페이지
WTI	WTI가 주간 5.0% 상승하며 주요 자산군 중 가장 높은 수익률 기록 코로나 19 재확산 우려에도 불구하고, 미국 원유재고 감소 및 고용지표 호조에 상승	3p
니케이 225	니케이 225가 주간 0.5% 하락하며 주요 자산군 중 가장 낮은 수익률 기록 홍콩보안법 통과에 따른 미중 갈등 악화 우려 및 일본 내 코로나 19 신규 확진자 재급증 영향에 하락	3p
자금흐름	2주 합산 자산별 ETF 중 가장 많은 자금 유입을 보였던 자산은 미국 채권과 주식을 추종하는 ETF로 각각 129.8억달러, 44.3억달러씩 유입. 단, 지난주 주식 자금이 채권과 상품 자산군으로 이동하는 양상	31p
경제지표	<6월 제조업 PMI> 글로벌 5.4 ↑ / 선진국 6.9 ↑ / 신흥국 4.2 ↑ <6월 미국 실업률> MoM +11.1% (예상: +12.3%, 이전: +13.3%) <6월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수> 98.1 (예상: 91.8, 이전: 85.9)	-

➤ 본 자료의 모든 증가 기준일은 2020년 7월 2일

그림 1 주요 자산군별 수익률(6/25~7/2)



주: 통화는 달러 대비 환율
 자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

II. 핵심시장지표

- 주식 / 채권 / 외환 / 상품

Stock								
	증가	1W(%)	1M(%)	3M(%)	1Y(%)	3Y(%)	5Y(%)	YTD(%)
MSCI World	532.1	1.6	2.3	23.4	0.2	14.2	25.2	(5.9)
MSCI DM	2227.7	1.6	1.9	23.5	0.6	16.0	27.7	(5.5)
MSCI EM	1023.5	1.9	5.8	22.1	(3.4)	0.9	6.1	(8.2)
MSCI Value	186.3	1.2	(0.5)	15.6	(14.4)	(10.4)	(3.5)	(18.2)
MSCI Growth	351.8	2.0	5.0	30.6	15.5	42.8	59.3	6.8
미국 S&P500	3130.0	1.5	1.6	23.9	4.5	28.9	50.7	(3.1)
유로 STOXX 50	3320.1	3.1	5.1	23.5	(6.2)	(4.9)	(3.5)	(11.3)
★중국 상해	3090.6	3.7	5.8	11.1	2.5	(3.3)	(16.2)	1.3
일본 NIKKEI225	22146.0	(0.5)	(0.8)	24.3	2.3	10.4	7.8	(6.4)
한국 KOSPI	2135.4	1.1	2.3	23.8	1.9	(10.8)	1.5	(2.8)
영국 FTSE100	6240.4	1.5	0.3	13.9	(18.0)	(15.4)	(5.2)	(17.3)
독일 DAX30	12608.5	3.5	4.9	31.7	(0.1)	1.1	14.0	(4.8)
대만 TWSE	11805.1	1.2	6.1	22.2	9.9	13.4	26.1	(1.6)
브라질 BOVESPA	96235.0	0.3	5.7	33.2	(5.7)	52.1	83.2	(16.8)
★러시아 RTS	1248.3	(0.7)	(2.3)	20.7	(10.9)	23.7	35.7	(19.4)
인도 SENSEX30	35843.7	2.9	6.0	26.8	(10.0)	14.8	27.6	(13.2)

Bond								
	증가	1W(bp)	1M(bp)	3M(bp)	1Y(bp)	3Y(bp)	5Y(bp)	YTD(bp)
Barclays Global	527.5	0.1	0.8	3.6	4.2	12.3	19.7	3.1
★미국 2년	0.153	(3.3)	(1.0)	(7.3)	(160.7)	(125.8)	(47.4)	(141.7)
★미국 10년	0.669	(1.6)	(1.6)	7.2	(128.1)	(168.1)	(171.3)	(124.8)
영국 10년	0.186	3.2	(3.6)	(14.7)	(50.5)	(107.8)	(181.1)	(63.6)
독일 10년	(0.428)	4.0	(1.3)	0.5	(4.3)	(90.4)	(121.9)	(24.2)
★중국 10년	2.864	(0.8)	5.1	26.4	(29.7)	(73.7)	(77.6)	(28.0)
일본 10년	0.036	2.1	2.4	4.3	18.6	(5.0)	(45.2)	4.7
국고채 3년	0.827	1.2	(0.3)	(23.0)	(59.9)	(88.8)	(100.3)	(52.8)
국고채 10년	1.375	3.8	1.8	(14.5)	(14.7)	(85.5)	(114.5)	(29.7)

Currency								
	증가	1W(%)	1M(%)	3M(%)	1Y(%)	3Y(%)	5Y(%)	YTD(%)
Dollar Index	97.3	(0.1)	(0.4)	(2.9)	0.6	1.1	1.3	0.9
EUR/USD	1.12	0.2	0.6	3.5	(0.3)	(1.1)	1.1	0.2
USD/CNY	7.07	(0.2)	(0.5)	(0.3)	2.7	3.9	13.9	1.5
USD/JPY	107.50	0.3	(1.1)	(0.4)	(0.3)	(5.2)	(12.5)	(1.2)
GBP/USD	1.25	0.4	(0.7)	0.6	(0.8)	(3.6)	(19.9)	(5.9)
USD/CHF	0.95	(0.3)	(1.8)	(2.9)	(4.2)	(1.9)	0.5	(2.2)
★AUD/USD	0.69	0.5	0.4	14.2	(1.5)	(9.6)	(8.0)	(1.3)
USD/BRL	5.36	(0.0)	3.0	2.0	40.1	62.4	71.1	33.2
★USD/KRW	1199.99	(0.4)	(2.1)	(2.4)	2.5	4.6	6.9	3.9

Commodity								
	증가	1W(%)	1M(%)	3M(%)	1Y(%)	3Y(%)	5Y(%)	YTD(%)
CRB Total	140.6	3.9	4.8	12.6	(22.1)	(20.2)	(37.4)	(24.3)
★CRB 에너지	1087.6	(1.3)	(6.4)	11.4	(36.7)	(34.3)	(40.7)	(35.7)
CRB 산업금속	1307.4	1.2	0.7	31.0	(17.9)	(9.2)	(6.4)	(19.4)
CRB 농산물	4687.8	0.4	(0.9)	15.8	(16.8)	(8.2)	(16.5)	(18.3)
WTI	40.7	5.0	10.4	60.5	(29.1)	(13.6)	(28.6)	(33.4)
두바이유	42.3	7.1	7.9	76.8	(31.0)	(11.1)	(30.1)	(35.3)
브렌트유	43.1	5.1	9.0	44.1	(32.4)	(13.2)	(28.5)	(34.6)
★천연가스	1.7	12.2	(7.6)	(9.6)	(29.2)	(36.9)	(51.0)	(25.2)
금	1775.4	0.7	2.8	10.0	25.1	45.5	51.9	17.0
구리	6071.0	3.2	10.2	24.4	2.7	2.8	5.7	(1.3)
니켈	12892.0	4.0	0.8	14.5	5.1	37.9	7.8	(7.6)
소맥	490.0	0.7	(3.5)	(9.6)	(5.4)	(8.7)	(16.3)	(12.3)
대두	892.5	2.7	4.9	3.9	0.8	(7.5)	(14.6)	(5.4)

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 2 중국 상해종합지수



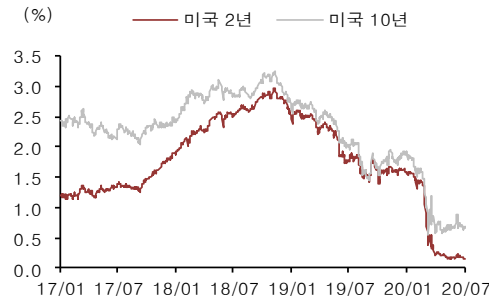
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 3 러시아 RTS



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 4 미국 2년 & 10년물 국채금리



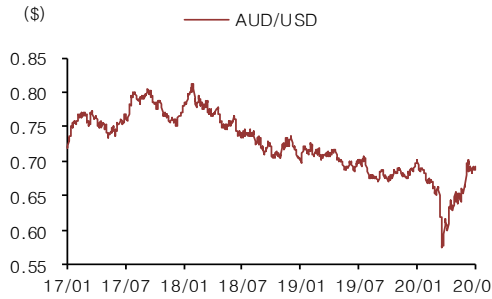
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 5 중국 10년물 국채금리



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 6 AUD/USD



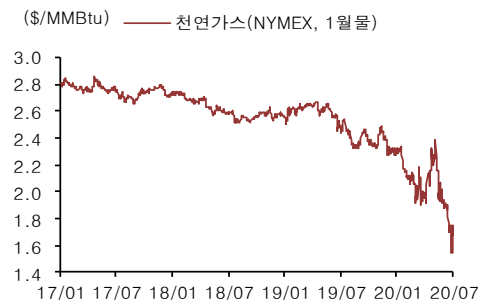
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 7 USD/KRW



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 8 천연가스



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 9 CRB 에너지



자료: 흥국증권 리서치센터

주: 핵심시가지지표(4p)의 별표 표시 항목 위주

III. 자산별 주요 이슈 체크

(1). 주식/기관 - 1

[Key Issue] Mega-Caps Looking Too Pricey? Meet the 99% Club (Bloomberg, 6/25)

[요약] 미국 증시는 역사적인 이벤트와 비교하면 과도하게 고평가된 수준은 아니다. 심지어 10년 전 미국 증시는 글로벌 증시에 대해서도 고평가된 편이 아니었다. 하지만 지금은 한국, 말레이시아, 폴란드, 터키 4개국의 증시가 가장 저평가 되어 있다. 4개국 증시가 지금 CAPE 수준보다 낮았던 적이 1%의 기간 밖에 되지 않는다. 99%의 신흥국 증시 또한 주목할 필요가 있다.

URL: <https://bloom.bg/3icDNfu>

[Key Issue] 초대형주 주가상승이 부담된다면 '99% 클럽' 신흥국 증시가 있다 (Bloomberg, 6/25)

만물의 가격과 무의 가치

미니애폴리스에서 시위대가 경찰에 의한 조지 플로이드 살해에 대한 항의로 경찰서를 불태운 지 4주가 지났다. 시위대는 길거리에서 주목할 만한 사건과 미국 및 서양 국가에서의 인종차별과 정의에 대한 열띤 토론을 보였다. 그러나 20거래일 동안 시장에서는 아무런 반응이 없었다. S&P 500과 미국 장기채 모두 5월 28일 거의 정확히 비슷한 가격 수준에 있었다.

Four Weeks of Reflection

Anger on the streets, and calm in the dealing rooms



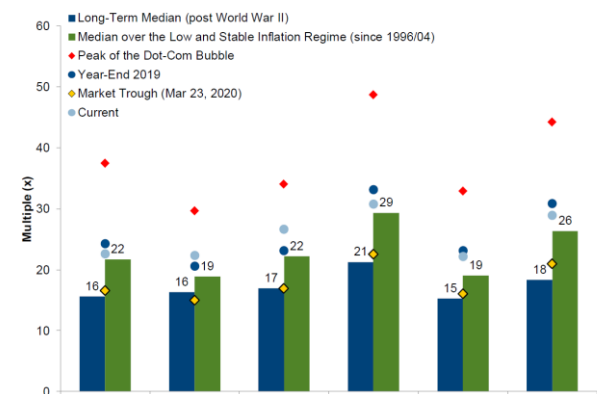
지난 달에는 달러화 약세에 힘입어 미국 이외 지역, 특히 신흥국 증시가 약간 올랐다. 금가격은 좀 올랐다.

한 마디로 이것은 건강하다. 역사상 가장 빠른 증시 랠리를 보인 이후 이런 동조화 기간은 환영할 만하다. 이는 또한 시장이 너무 많이 왔는지, 너무 빨리 왔는지를 알아낼 기회를 제공한다.

가치평가는 항상 말하지만 매매 타이밍에 도움이 되지 않는다. 비싼 시장은 항상 더 비싸질 수 있다. 그러나 그것은 장기적으로 자본을 배분할 때 큰 도움이 된다. 10년이 넘는 기간 동안, 평균 회귀의 힘은 당신이 그것들을 살 때 더 비쌌던 투자가 더 싼 투자보다 더 나쁜 결과를 가져올 것이라는 것을 의미하는 경향이 있다.

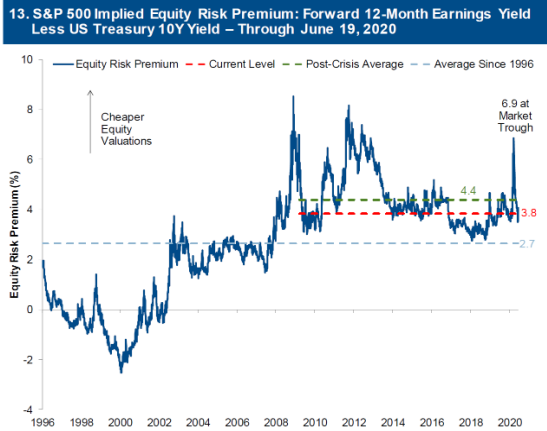
Sharmin Mossavar-Rahmani가 이끄는 골드만삭스그룹의 투자전략팀에 따르면 미국 증시는 특별히 비싸 보이지 않기 때문에 비중을 줄일 필요는 없다. 이 차트에서 알 수 있듯이, 일련의 장기 평가 지표에서 현재의 평가치는 제2차 세계대전 이후 중앙값보다 약간 높을 뿐이며, 2000년 닷컴 거품 당시 최고점에 훨씬 못 미친다.

12. S&P 500 Valuation Multiples - As of June 19, 2020



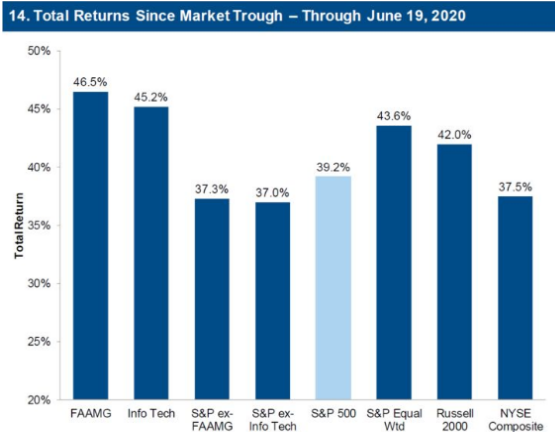
Source: Investment Strategy Group, Bloomberg, Robert Shiller.

또한 10년 만기 국채의 수익률과 기대수익률(PER의 역수)을 비교하는 고전적인 "Fed Model"을 사용한다면 S&P 500이 1996년 이후 대부분의 기간 동안 보였던 것보다 더 저렴해 보인다는 것을 다시 한 번 알게 된다.(그러나, 전통적인 Fed Model의 가치평가 개념을 가지고 있던 앨런 그린스펀이 이미 '비이성적 과열'을 경고하고 있던 시점이 1996년이다.)



Source: Investment Strategy Group, Bloomberg, FactSet.

경기 회복세가 불균형하고 대기업, 특히 'FANG'으로 일컫는 기술주가 지배하고 있다는 불만과 관련해 골드만 측은 다양한 업종에 걸쳐 반등이 강했음을 보여준다. 정보기술(IT) 주식이나 FANG을 제외하더라도 S&P는 경중 뛰어올랐고, 러셀 2000 중 소형은 실제로 S&P보다 더 많은 상승을 보였다.



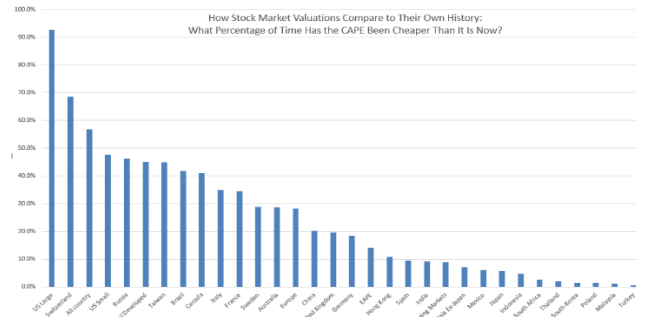
이 점들은 모두 잘 이해되었다. 그러나 2월 19일 코로나 이전 고점을 살펴보는 것이 가장 타당하다. 그 이후로 비기술 섹터는 처음에는 더 많이 시장에 투매되었고 납득이 가지 않게 회복했다. 그래서 최종 결과는 낮은 가격에서 반등한 상승폭이 그렇게 나쁘지 않았더라도 크게 뒤처지고 있는 것이다.



Source: Bloomberg

이제 우리는 가치평가에 관한 문제에 봉착했다. 골드만 삭스의 차트에서 볼 수 있듯, 주식이 그 자체로 얼마나 비싸질 수 있는지 살펴볼 때 이것이 늘 이치에 맞을 필요는 없다. 각기 다른 주식과 지수는 멀티플이 높을 수 있다. 애플만큼 수익성이 좋은 회사는 아마도 더 높은 멀티플로 거래해야 할 것이다. 많은 유럽 시장과 같이 애플과 같은 기업이 없는 지수는 반드시 더 높은 가치가 매겨지지 않고 "더 저렴하게" 보일 것이다. 그러나 시장의 가치를 그들 자신의 역사와 비교한다면, 얼마나 비싼지 대충 알 수 있을 것이다. 다음 차트에서 Robert Shiller가 만든 유명한 Shiller의 PE(CAPE)를 사용하여 지금보다 주가가 저렴했던 시간의 백분율로 순위가 매겨진다.

미국 대형주들이 상위권에 있지는 않지만, 평균치를 크게 상회하는 유일한 나라다. 현재 수준보다 90%의 시간 동안 증시가 더 저렴했다. 한편 Research Affiliate 수치에 따르면 현재 주가보다 99% 이상의 기간 동안 비쌌던 나라는 4개국이다. 말레이시아, 폴란드, 한국 및 터키가 해당된다.



시간이 지남에 따라 이를 살펴보자면, 가장 큰 미국 기업들의 러셀 상위 50 지수에 대한 동일한 척도와 비교했을 때, 이 4개국의 주요 주식 시장 지수와 러셀 TOP 50에 대한 PER 10년 이동 평균(달러 배수의 단순 버전) 선이 있다. 대조적인 모습은 특별하게 보인다.

Worth the Price?
 In Warsaw, Istanbul and Seoul, stocks are as cheap as ever. Not so New York



Source: Bloomberg

10년 전만 해도 미국의 초우량주들은 이 4대 신흥 시장 중 어느 곳보다 가격이 저렴했다. 나중에 생각해보면, 그것은 그들이 훌륭한 투자처라는 것을 증명하는 징조였다. 10년 후, 러셀 TOP 50은 다른 모든 시장보다 두 배 이상 비싸졌다.

이건 투자 조언이 아니다. 필자는 폴란드나 말레이시아 주식에 대한 분석을 해 본 적하는 것이 아니다. 그러나 현재 코로나19가 워낙 큰 사안인 만큼 말레이시아와 특히 한국(각각 121명, 281명의 코로나 사망자를 낸 가운데)은 대유행과의 싸움에서 큰 성공을 거뒀고 폴란드(1396명)와 터키(5,025명)는 모두 미국(12,902명)보다 사망자를 제한하는 데 훨씬 큰 성공을 거둔 것에 주목할 필요가 있다. 바이러스에 대한 공포와 이로 인한 지속적인 경제 활동에 대한 악영향이 현재 주식에 대해 비판적인 시각을 가지게 한 주된 이유라면, 한국과 말레이시아는 역사적으로 저평가된 것으로 나타나는 반면, 미국이 왜 역사적으로 고평가되어야 하는지는 명확하지 않다. 적극적인 주식 매입에 관심이 있는 사람이라면, 이 시장들은 관심을 가질 만한 가치가 있어 보인다.

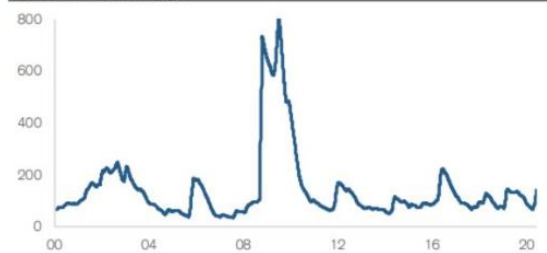
한편, 미국이 너무 과대평가되지 않아 서둘러 매각하거나 비중축소해야 하지 않아도 된다고 주장하는 것은 타당하다. 그러나 가치평가는 또한 많은 다른 나라들에 대한 비중확대의 근거를 제시한다.

제품 파월이 숙제를 없앴다

한편, 지난 몇 달 동안의 놀라운 일들은 연준의 결과물인데, 연준은 11년 전의 위기보다 훨씬 더 공격적으로 대응해 왔다.

3개월 전 연준은 유동성 위기가 임박했을 때 해결한 적이 있다. 이는 코로나19로 인한 경기 둔화로 현금흐름이 원활하지 않아 레버리지를 이용하는 기업들이 도산할 수밖에 없는 상황에서 적절한 시기에 지불능력 위기를 겪을 것이라는 우려를 해소했다. Hertz 글로벌 홀딩스부터 시작하여 파산을 선언할 몇몇 유명한 기업들이 있었지만, 크레딧스위스 AG의 주식 전략가 Jonathan Golub이 보여주는 이 차트는 지금까지 금융위기 이후 10년 동안 일반적인 범위 내에서 잘 유지되고 있다.

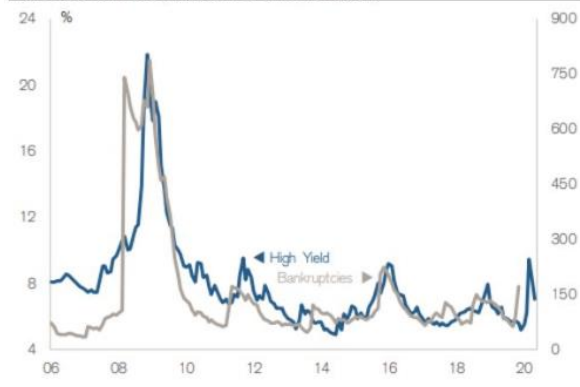
Figure 1: Bankruptcy Filings



Note: 6-week moving average. Source: The BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service, and Credit Suisse

한편, 하이일드 회사채 스프레드를 살펴보면, 파산위험의 주요 지표로서 잘 작동하고 있음을 알 수 있으며, 부도가 실제로 억제될 것임을 시사한다. 지불능력 위기에 베팅한 사람들은 실망할 것처럼 보인다(자본주의가 더 많은 사람들에게 더 많은 이익 창출을 시작하기 위해서 슈퍼터의 창조적 파괴가 필요한 것일지도 모른다 고 생각했던 사람들이 있다).

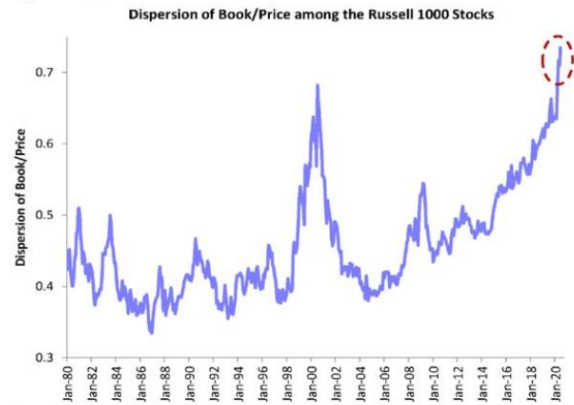
Figure 2: HY Yield vs. Bankruptcies (6 Months Lagged)



Note: Bankruptcies are 6-months lagged
 Source: Barclays, The BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service, Credit Suisse

이는 파산위험을 받고 있는 것처럼 보이는 기업 주식을 덩싹 매수한 가치 투자자들에게 높은 수익을 의미하는가? 아마도 그렇지 않을 수 있고, 또 다시 그것은 제이 파월의 잘못이다. Instinet LLC의 퀀트 전략가 Joseph Mezrich의 차트가 보여주듯이, 미국 대기업들 사이의 가치의 편차는 기록적인 수준에 도달했고, 현재는 2000년 초보다 훨씬 더 높다. 이 차트의 마지막 절정은 역사적으로 가치주 투자를 위한 환상적인 시간임이 입증되었다.

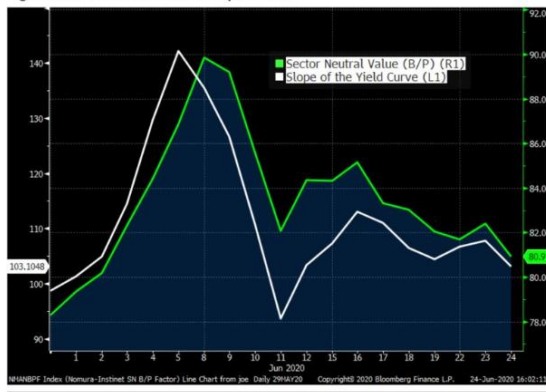
Fig. 2: Valuation Gap Is Still at Extreme Level



Note: Shows the median absolute deviation in the book/price of Russell 1000 stocks, normalized by the median level of book/price among these stocks. Period is from January 1980 through June 23, 2020.
 Source: Compustat, Russell, Instinet analysis

문제는 스타일로서의 가치 투자가 멧멧한 수익률 곡선을 그리기 쉽다는 점이다. 곡선이 평평할수록, 다른 모든 것이 같다면, 값싼 주식의 수익률은 더 나빠질 것이다. 가파른 곡선은 미래에 대한 더 큰 낙관론을 의미하며, 가치주가 성과를 낼 수 있는 적절한 조건을 만들어낸다. 그러나 연준은 수익률 곡선 통제(YCC)를 숙고하고 있으며 채권 시장은 이미 통제가 행해지고 있는 것처럼 행동하고 있다. 따라서 잠시 곡선이 가파르게 상승했고, 연준의 새로운 발표 이후 다시 평탄화, 그리고 가치주의 단기 상승에 대한 되돌림 등이 이어졌다.

Fig. 1: Value vs. the Yield Curve Slope in June



Note: Shows the spread of 10-year vs. 2-year and 10-year vs. 3-month Treasury yield (USYC2Y10 Index + USYCM10 Index, white line), and the long-short performance of the sector-neutral Book/Price factor (green line). Book/price factor is constructed as equal-weighted decile spread returns in the Russell 1000 universe, with monthly rebalance. Period is June 1-24, 2020.
 Source: Compustat, Russell, Bloomberg, Instinet analysis

정부가 경제를 구제하기 위해 떠맡은 적자에 자금을 조달하는 데 YCC(수익률 곡선 통제)가 필요할 수 있다. 그것은 아마도 현재 열려 있는 가장 덜 고통스러운 해결책일 것이다. 그러나 이는 자본을 제대로 활용하지 못하는 기업들에게는 지속적인 생존을 의미하고 가치주에게는 지속적인 어려움을 의미할 것이다. 시장은 우리가 대유행과 함께 생겨난 파우스트적 경제 거래(Faustian economic bargain) 악마에게 영혼을 팔아먹는 거래, 출세와 명예를 위해 자신의 양심과 도덕을 파는 지식인을 비난하는 말이며, 현대인의 마음속에 자리하는 영악한 심리를 꼬집는 지적, 역자주)를 더욱 분명하게 만들고 있다.

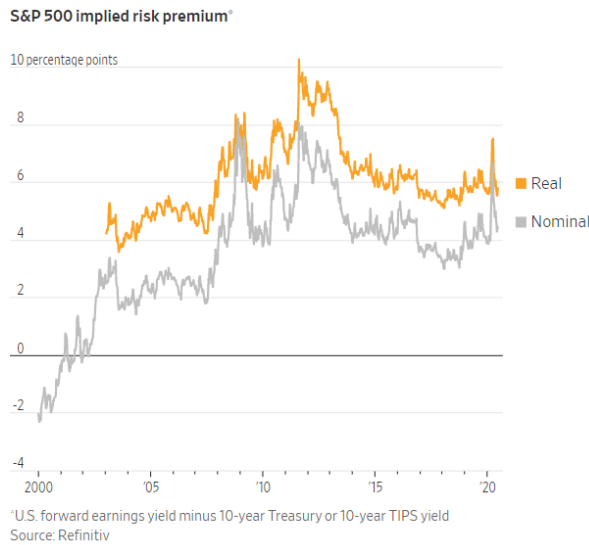
2) 주식/기관 - 2

[Key Issue] Here's an Argument That Stocks Should Be Even Higher(WSJ, 6/15)

[요약] 제로금리와 미국 10년물 국채 수익률이 1% 초반의 시대에 어떤 주식을 사도 기대수익률이 더 높다. 할인율이 너무 낮아 미래 수익 창출 능력이 낮아져도 높은 가치 평가가 정당화 될 수 있다. 안전한 주식은 더 높은 가치를 인정 받고 저성장 주식 또한 평소보다 높은 가치를 시장에서 줄 수 있다.

<https://on.wsj.com/3g6ynk9>

[Key Issue] 주식이 더 상승해야 하는 이유들 (Bloomberg, 6/25)



왜 주식은 더 비싸지지 않은가? 커피 한잔 마시기 전에, 나는 이미 닷컴 버블 이후로 기업가치가 가장 높다는 것을 알고 있다. 그러나 제로 금리와 낮은 채권 수익률로 인해 금융 모델은 가장 안전한 주식에 대해 훨씬 더 좋은 평가를 줄 수 있다.

이 방정식을 빼면, 비용 및 리스크를 모두 반영하기 위해 할인율을 적용하면서 현재의 가격이 미래의 수익이나 배당을 예상한다. 할인율이 낮을수록 수익의 미래가치도 높아진다. 그리고 자본의 비용 즉 본질적으로 채권 수익률인 할인율은 지금 수준보다 더 낮은 적이 없었다.

Christopher Rossbach, 런던의 펀드매니저, J. Stern & Co의 CIO는 이것은 믿을 만한 배당금과 견실한 성장세를 가진 주식의 높은 평가를 정당화하는 것 이상을 의미하며 그는 역사적으로 높은 가격 상승으로 보이는 것에서도 매수할 것이라고 말한다.

그는 "네슬레(Nestle)를 살 수 있는 또 다른 기회를 매일 놓친다"고 말한다.

그는 스위스 식품 대기업이 인플레이션보다 더 빨리 성장할 것으로 예상하기 때문에, 금리가 한때 정상적이라 생각되었던 수준으로 되돌아간다고 가정할 때, 적절한 평가가 P/E 50배 수준이라고 말한다. 만약 그들이 우울한 상태를 유지한다면, 그것은 훨씬 더 높아질 수 있다.

그는 네슬레 평가액이 향후 12개월 예상 P/E 23배에서 폭등할 것으로 예상하지는 않지만 그렇다고 전혀 배제하지도 않는다. 그리고 훨씬 더 높은 가치평가를 정당화할 수 있다는 것은 미국 시장의 높은 P/E 우려로 인해 더 이상 사람들이 심란해지지 않는다.

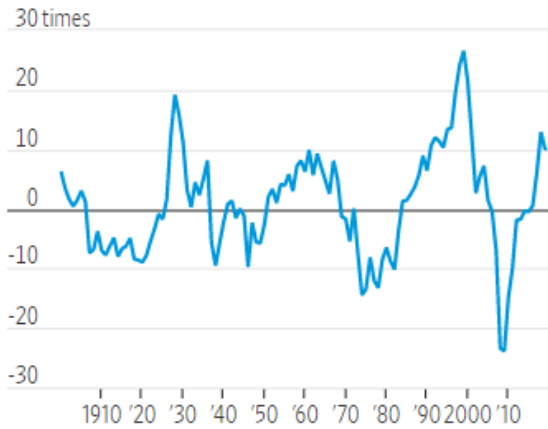
그런데 왜 가치평가액이 더 높아지지 않은 걸까?

"사람들은 고산병에 걸린다"고 주피터 자산관리부의 에드워드 본햄-카터 부회장은 말한다.

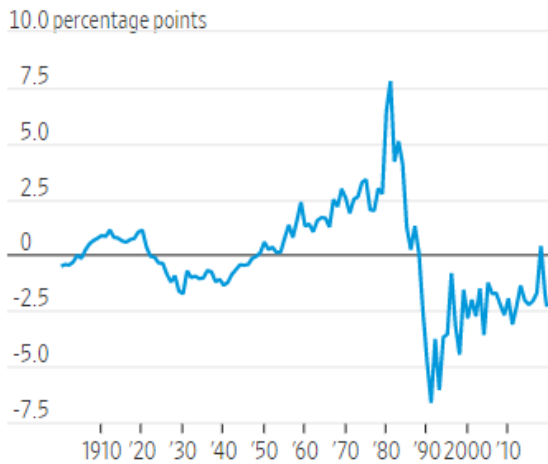
다른 말로 하자면, 가치평가모델은 금리가 낮을 때 잘 작동하지 않는다. 우리가 앞으로 더 멀리 나갈수록, 새로운 기술, 세금, 자본 통제와 같은 간단한 일이나 국유화, 전쟁 또는 초인플레이션과 같은 주요 사건 등 생각할 수 없는 일이 일어날 위험이 더 커진다. 할인율이 낮을수록 앞으로 더 멀리 내다 보고 생각해야하는데, 모델들은 이를 반영하지 못하고 있다.

미래 수익을 10%로 할인하고, 100년 뒤 100달러의 수익과는 무관하며, 오늘날에는 단 한 푼의 가치도 없다. 할인율이 1%일때, 2120년의 100달러는 37달러로 계산된다. 0.1% 수준의 할인율로는 - 효율의 큰 변동은 아니지만 - 미래 100달러의 수익은 갑자기 현재 90달러에 해당된다.

10-year change in U.S. Shiller CAPE*



10-year change in U.S. 10-year Treasury yield



*Cyclically adjusted price/earnings ratio
 Note: 2020 figure through June 9
 Source: Prof. Robert Shiller

금리가 낮을 때 작은 금리 변동은 모델에 훨씬 더 큰 영향을 미치기 때문에 향후 주가에 훨씬 더 큰 수익을 안겨준다. 그러나 그것은 더 높은 위험 프리미엄을 정당화하는데, 왜냐하면 훨씬 먼 미래의 위험도 더 중요해지고, 역사에는 수십 년은 말할 것도 없고 몇 년 전만 해도 상상할 수 없었던 악재들이 쏟아져 있기 때문이다. 새로운 경쟁자들이 수익 마진을 갉아먹거나, 혁신 사업이 침체되거나, 거대 기술주에 해당되는 경우인데, 규제 당국이 개입하기도 한다. 예측하지 못할 정치적 또는 기술적 변화는 수십년의 관점에서 역시 더 위험해지고 있다.

그러나 투자자들은 분명히 보이는 어떤 것을 선호하며 예외적인 위험을 무시하는 경향이 있다. 코로나바이러스의 경제 타격이 뚜렷해지면서 리스크 프리미엄이 치솟았다가 연준과 정부가 나서 지원을 해주면서 줄어들었다. 유로존에서 리스크 프리미엄은 2012년 유로존 해체 위기의 여파로 너무 많이 상승하여 마이너스 금리를 상쇄하였다(리스크 프리미엄이 마이너스 금리를 상쇄하지 않았다면, 전체적인 제로 할인율은 무한 가격을 의미하여 모델을 깨뜨릴 것이다).

내재된 위험 프리미엄 그 자체는 관측할 수 없다. 즉, 비용 및 추정 수익 또는 배당이 현재의 가격으로 모델에 연결되고 난 후 남는 것이다. 심지어 비용도 논란의 여지가 있다. (10년 만기 채권 수익률? TIPS? 채권 수익률의 기초가 되는 무위험 수익률)과 수익률 및 성장률 추정치 또한 결국은 예상치일 뿐이다.

우리는 수익률에 대한 컨센서스 즉 미래 이윤을 가격의 백분율로 계산하고 채권 수익률을 빼면 모든 것을 단순화할 수 있다. 18개월 추정 수익을 사용하여 락다운의 일시적 효과를 제거하려고 시도하면, 이 리스크 프리미엄 계수는 일반 국채와 인플레이션 조정 수익률 모두에 대해 2008-9년 금융위기 이후로 정상적인 범위 이내 수준으로 내려왔다.

연준과 경제 성장전망 간의 싸움은 시장에서 벌어지고 있는 일들을 많이 설명해 준다. 저렴한 자본 조달 비용의 혜택은 봉쇄규제로 피해를 입거나 경제 성장에 의존하는 회사들의 저조한 성장세에 의해 상쇄되는 그 이상이다. 경제가 어떤 일을 하든지 수익 성장을 약속할 수 있고 심지어 식품, 소셜 미디어, 온라인 배송 제공자 등 폐쇄의 혜택을 받을 수 있는 주식들은 어떠한 상쇄도 없이 할인율의 혜택을 받는다.

미국 경제가 남부 주에서 증가하고 있는 코로나 확진자 수 추이를 극복할 수 있다고 가정할 때, 하락하는 리스크 프리미엄은 연준의 지속적인 저렴한 자금 공급과 결합해 훨씬 더 높은 가치를 받을 수 있다. 그것들은 이론적으로 정당화될 수 있고, 금리가 훨씬 더 높았던 닷컴 거품 기간과는 상당히 다르다. 하지만 그들이 너무 큰 가치를 불가능할 정도로 너무 먼 미래의 수익에 두고 있다는 점은 우려스럽다.

(2) 경제/채권 - 1

[Key Issue] Worried About Inflation? Don't Change a Thing (Bloomberg, 6/25)

[요약] 현재 연준은 3조 달러의 유동성을 시장에 풀어나며 COVID-19에 대응하고 있다. 현재 상황은 인플레이션이 일어나기에 비옥한 환경이다. 투자자들은 인플레이션에 대비하기 위해서 물가연동채권이나 가상화폐, 금 등 다양한 투자처로 눈을 돌리려 할 수도 있다. 그러나 필자는 주식 60%, 채권 40% 비중의 평범한 포트폴리오가 물가연동채권 보다 더 인플레이션에 잘 대처할 수 있다고 주장한다. 논거로 주식 60%, 채권 40%의 포트폴리오가 1970년부터 1982년까지 연간 7.8%의 총 인플레이션 수익을 올렸으며, 연간 0.1%의 실질 수익을 올린 선례를 들고 있다.

URL: <https://bloom.bg/2ZhNa4T>

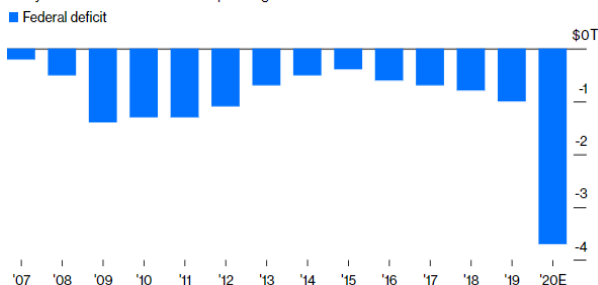
[Key Issue] 인플레이션이 걱정되는가? 아무것도 바꾸지 마라 (Bloomberg, 6/25)

투자자들은 인플레이션을 예의주시하는 경향이 있으며, 그럴만한 이유가 있다. 투자의 핵심은 돈의 가치를 높이는 것이므로 물가 상승에 보조를 맞추는 것이 중요하다. 그러나 점점 더 많은 미국 투자자들에게 인플레이션에 대한 건전한 고려는 미국이 치솟는 물가에 직면해 있다는 불안감으로 대체되었다.

물론 현재의 환경은 인플레이션에 비옥해 보인다. 많은 돈이 떠돌아다니고 있다. Fed는 올해 지금까지 약 3조 달러를 경제에 투입했다. 게다가 2020년 연방예산 적자 예상액은 3조 7천억 달러로 2009년 1조 4천억 달러보다 3배 가까이 증가했다. 한편 COVID-19는 공급망을 교란시키고 세계 무역의 파탄을 재촉하고 있다. 풍부한 현금과 줄어드는 재고량의 혼합체는 더 높은 가격을 위한 방법이다.

Feeding the Beast

Many investors fear that deficit spending will stoke inflation

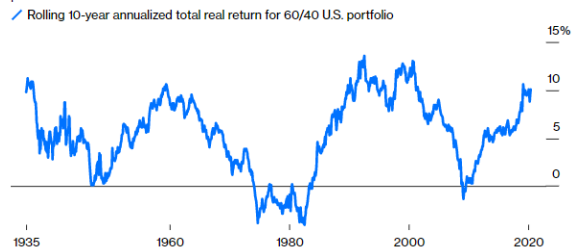


Sources: U.S. Office of Management and Budget, Congressional Budget Office

그러나 포트폴리오에 미치는 영향은 명확하지 않다. 인플레이션이 미국 투자자들에게 거의 위협이 되지 않았기 때문에 지적할 역사적 예는 거의 없다. S&P 500 지수 및 장기 국채로 대표되는 전통적인 60/40 미국 주식 및 채권 포트폴리오는 1926년부터 5월까지 배당을 포함한 매년 5.8%의 실질 또는 순 인플레이션의 수익을 창출해 왔다. 그것은 또한 매월 계산된 10년 기간 동안 89%의 플러스 실질 수익을 창출했다.

Who's Afraid of Inflation?

A balanced portfolio of U.S. stocks and bonds has almost always kept pace with rising prices



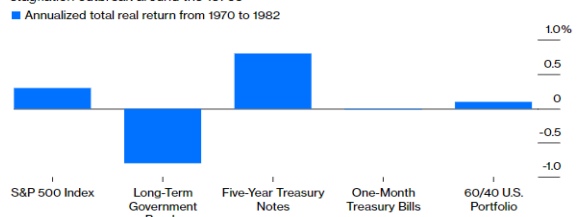
Sources: Bureau of Labor Statistics, S&P Morningstar
Note: The 60/40 portfolio is 60% S&P 500 Index and 40% long-term government bonds.

게다가, 10년 만기채의 거의 모든 마이너스 실질금리는 지난 십년간에 대부분 모여 있다. 이는 70년대의 악명 높은 스태그플레이션, 치솟는 인플레이션과 오늘날 인플레이션 매파들이 걱정하는 미지근한 경제성장의 결합이다. 매년 소비자 물가지수의 변화로 측정되는 인플레이션은 1960년대 후반에 서서히 상승하기 시작했다. 로버트 실러 예일대 교수가 집계한 수치에 따르면 1969년 말까지 인플레이션율은 6.2%로 당시 1871년 이후 장기평균의 3배를 넘었다. 그리고 그것은 시작에 불과했다. 그것은 결국 1980년에 15%까지 올랐다가 1983년에 마침내 더 정상적인 수준으로 떨어지게 됐다.

그렇다면 신뢰할 수 있는 60/40 포트폴리오는 스태그플레이션에 어떻게 버텼을까? 놀랍도록 잘해냈다. 그것은 1970년부터 1982년까지 연간 7.8%의 명목상, 즉 총 인플레이션 수익을 올렸으며, 연간 0.1%의 실질 수익을 올렸다. 요컨대 인플레이션을 따라잡은 것이다.

Keeping Up

With the exception of long-term bonds, traditional investments held their value during the stagflation outbreak around the 1970s



Sources: S&P Morningstar
Note: The 60/40 portfolio is 60% S&P 500 Index and 40% long-term government bonds.

그러나 디테일에 더 흥미롭고 교훈적인 부분이 있다. 알고 보니 자산군들이 전체적으로 균등하게 기여하지 못했다. 그 기간 동안 주식은 연 0.3%의 실질 수익을 내면서 잘 버텼다. 한 가지 일화를 바탕으로 일반화하는 것은 결코 안전하지 않지만, 주식들이 좋은 인플레이션 헤지일 수 있다는 것은 직관적으로 이해가 된다. 제러미 시겔 펜실베이니아대 교수가 1994년 시장 경의를 표한 'Stocks for the Long Run'에서 지적했듯이 주식은 "실제 자산에 대한 청구권이며, 실물 자산은 전반적인 가격 상승으로 가치가 상승할 것"이라고 말했다.

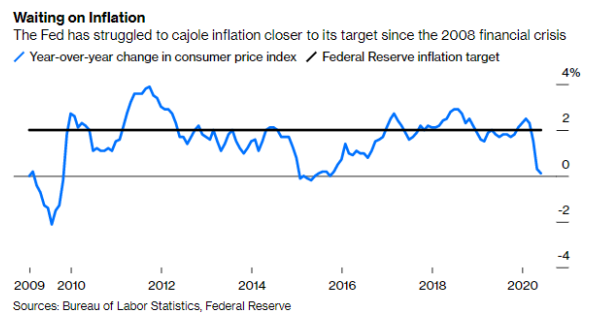
특히, 주식은 두 역풍의 인플레이션주의자들 즉, 이익 하락과 가치 축소와 같은 두려움과 싸우는 동안 그 자체 역할을 했다. 실제 수익은 1970년부터 1982년까지 연 1.3% 감소했고, PER(주가이익비율)은 12개월 과거 이익 기준으로 연 2.7% 감소했다. 그럼에도 불구하고 주식에 대한 투자는 그 가치를 유지했다.

반면에 채권은 그렇게 운이 좋지는 않았다. 그들은 이 기간 동안 인플레이션을 감안하면 매년 마이너스 0.8%를 기록했다. 그것 또한 놀랍지 않다. 1980년대 초 폴 볼커 연준 의장이 그랬던 것처럼 대출자들이 실질 달러로 상환하기를 원하고 중앙은행가들이 인플레이션을 완화하기 위해 금리를 인상할 가능성이 높기 때문에 인플레이션이 더 높아지면 금리가 더 높아질 것이다. 실제로 인플레이션과 10년 만기 미국채 금리의 상관관계는 1871년(0.26) 이후 대체로 약세를 보였지만, 1970년부터 1982년(0.52)까지 금리가 물가상승에 따라 증가함에 따라 강화되었다. (1의 상관관계는 두 변수가 같은 방향으로 완벽하게 움직인다는 것을 의미하지만, 마이너스 1의 상관관계는 두 변수가 반대 방향으로 완벽하게 움직인다는 것을 의미한다.)

그리고 금리가 오르면 채권 가격은 내려간다. 하지만 그러한 관계는 모든 조건에 똑같이 적용되지는 않는다. 일반적으로 만기가 긴 채권은 만기가 짧은 채권보다 금리 상승에 더 취약하고 그렇기에 더 중요한 영향을 미친다. 1970년부터 1982년까지 장기 국채에 대한 투자는 가치가 잠식된 반면 5년 만기 국채는 인플레이션과 1개월 만기 국채는 인플레이션을 완벽하게 추적한 후 연 0.8%의 수익률을 기록했다.

이 모든 것들의 시사점은 인플레이션을 걱정하는 투자자들은 그들의 포트폴리오를 개편할 필요가 없다는 것이다. 단순한 주식과 단기 채권의 혼합은 아마도 금, 암호화폐, 부동산 또는 심지어 불가연동채권(inflation-protected Treasuries)과 같이 널리 퍼진 투자보다 더 나은 투자처가 될 것이다. 그러한 투자의 곱셈기는 별 차이가 없을 것이고 진지한 투자자들은 위의 자산들 중 하나에 그들의 모든 것을 넣지 않을 것이다.

위험이 지나갈 때까지 금리를 사재기하고 싶은 사람들은 다시 한번 생각해야 한다. 인플레이션 가능성이 있는 것처럼 보일지 모르지만, 언제 인플레이션이 잡힐지 아는 것은 불가능하다. 인플레이션 버그(Inflation bugs)는 2008년 금융위기 이후 촉발된 재정 및 통화 부양책이 인플레이션을 부추길 것이라고 수년 동안 떠들어댔지만 연준의 거둬들인 물가 인상 시도에도 불구하고 일어나지 않았다. 일본의 중앙 은행가들은 거의 30년 동안 이 일을 해왔는데 대부분 성공하지 못했다.



채권 시장도 인플레이션에 대해 걱정하지 않는다는 점을 주목할 필요가 있다. 기대 인플레이션율의 측정 기준인 명목 인플레이션과 10년 만기 물가연동채권 수익률의 차이는 1.4%에 불과하다. 지난 3월 말 코로나바이러스로 인한 금융공황이 물러난 이후 상승했지만, 2018년 이후 하락 추세를 보이며 연준의 인플레이션 목표치인 2%를 완강히 밀돌고 있다. 사람들은 시장보다 더 많이 안다고 생각하는 것을 좋아하지만, 거의 항상 틀렸다.

물론 투자자들은 인플레이션에 대해 자유롭게 걱정할 수 있다. 그러나 대부분의 사람들은 아마도 최고의 수비수들이 이미 그들의 포트폴리오에 자리잡고 있다는 것을 발견할 것이다.

2) 경제/채권 - 2

[Key Issue] The dangerous war on supply chains (FT, 6/24)

[요약] COVID-19로 전 세계는 보건 및 의료분야와 같은 필수품의 상당부분을 세계적인 공급망에 의존하고 있다는 사실을 깨달았다. 이에 대해 필자는 각 국가들이 자급자족하기 위한 대응을 펼치는 것은 비용이 많이 드는 오류가 될 것이라고 주장한다. 필자는 팬데믹 사태에서 문제는 '무역'이 아닌 '공급 부족'이었다는 점을 강조한다. 또한 다수의 전문가들은 자급자족으로의 전환은 COVID-19와의 싸움에 도움이 되지 않으며, 무역은 문제가 아닌 해결책이 될 수 있다고 말한다. 필자 역시 무역은 공급의 다양성과 신뢰도, 그리고 새로운 기회를 창출해낼 수 있기에 유지해야한다고 주장한다.

URL: <https://on.ft.com/2NISPvf>

[Key Issue] 공급망에서의 위험한 전쟁 (FT, 6/24)

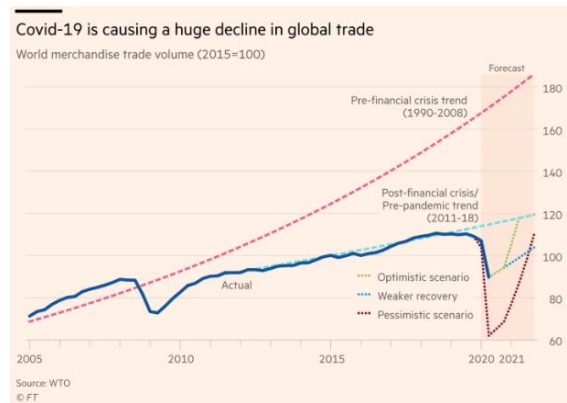
"이 위기가 우리에게 가르쳐 준 것 중 하나는 페니실린, 마스크, 인공호흡기와 같은 의료 장비와 같은 의약품에 위협할 정도로 세계적인 공급망에 지나치게 의존하고 있다는 것이다." 따라서 도널드 트럼프 미국 대통령의 영향력 있는 조언자인 피터 나바로는 COVID-19 위기에서 미국의 무역정책에 대한 교훈을 얻었다.

이 견해는 보호론자들에게 유혹적이다. 하지만 그것은 틀렸다. 위기에서 얻은 교훈은 더 잘 대비하는 것이다. "필수품"에서의 자급자족성은 좋은 방법이 아닐 것이다. 오히려 비용이 많이 드는 오류가 될 것이다.

국경을 초월한 공급망에 대한 공격은 고립되어서는 안 된다. 세계무역기구의 최근 전망은 무역의 붕괴가 2008년 금융위기에 대한 대응보다 훨씬 더 커질 수 있음을 시사한다. 정책 입안자들이 자국 수출의 급격한 감소에 대해 수입을 억제함으로써 대응한다면 큰 피해를 볼 것이다. 그것은 공급망의 "재앙"을 강요하는 것을 의미한다. 그것은 아직 자유 무역에 대한 또 다른 공격일 것이다. (차트 참조)

COVID-19는 대신 수출 제한의 파장을 일으켰다. 이러한 금지와 제한에 의해 적용되는 제품들은 다양하다. 그러나 그들 대부분은 의료용품(예: 마스크)과 의약품과 의료기기(예: 환기장치)에 초점을 맞췄다.

이러한 제한은 합법적이다. 그러나 그것이 그들을 현명하게 만들지는 않는다. 제네바 대학원 연구소의 Richard Baldwin 과 세인트 갈렌의 Simon Evenet은 COVID-19와 무역 정책에 관한 에세이 모음에서 "정부가 내향적(inward)으로 전환함으로써 보건, 경제, 무역 위기에 대응해야 하는가?"라는 질문에 "아니다, "내부를 뒤집는 것은 오늘 COVID-19와의 싸움에 도움이 되지 않을 것이다. 무역은 문제가 아니라 해결책의 일부이다" 라고 전했다.



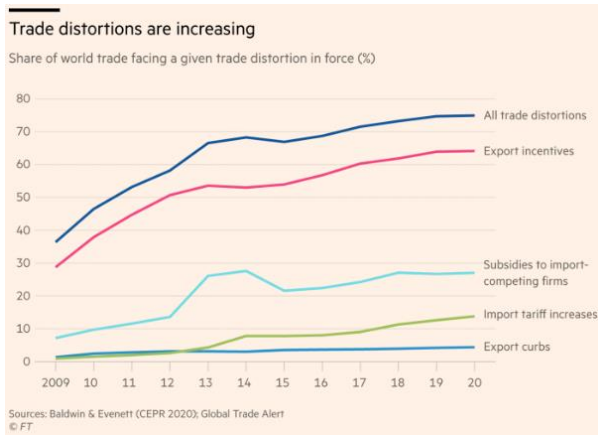
문제는 무역이 아니라 공급 부족이었다는 것을 기억하라. 수출 제한은 부족분을 가장 적은 수용력을 가진 국가로 이동시킴으로써 재분배할 뿐이다. 이러한 경험에 대한 자연스러운 반응은 모든 국가가 관련성이 있는 것으로 판명될 수 있는 모든 제품에 자급자족하려고 노력하는 것이다. 그것이 나바로가 미국이 해야 한다고 제안한 것이다.

그러나 기업들은 세계 시장이 파편화되면서 규모의 경제를 잃게 될 것이다. 그들의 투자 능력은 줄어들 것이다. 오직 가장 크고 가장 발전된 경제만이 그럴듯하게 광범위한 기술에서 자급자족을 추구할 수 있다. 다른 모든 사람들에게 이것은 막다른 골목일 것이다.



더 많은 관련성 측면에서, 자급자족이란 더 큰 안전의 보장이 전혀 아니다. Baldwin 교수와 Evenett 교수가 편집한 이 책의 장에서, OECD의 Sébastien Miroudot는 도움이 되는 "회복력"(resilience)과 "견고성"(robustness)을 구별한다. 전자는 업무 중단 후 정상 운영으로 복귀할 수 있는 능력을 말하며, 후자는 위기 중에도 운영 상태를 유지할 수 있는 능력을 말한다.

팬데믹에서는 후자가 아마도 더 관련이 있을 것이다. 일부에 차질이 생기면 신속하게 생산을 회복할 수 있는 것도 필요하지만, 팬데믹 속에서 필수 물자를 접할 수 있는 것도 필요하다.



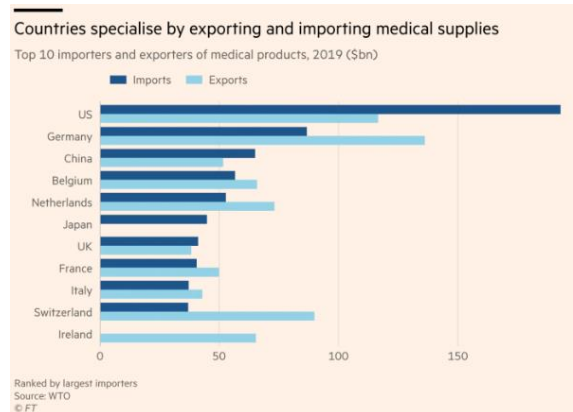
견고성(robustness)을 달성하기 위한 분명한 방법은 여러 장소에 걸쳐 공급자를 다양화하는 것이다. 자국에서 생산한다고 해서 견제함의 보장은 아니다. 어떤 장소든 전염병, 허리케인, 지진, 홍수, 파업, 내란, 심지어 전쟁의 영향을 받을 수 있다. 모든 달걀을 한 바구니에 담는 것, 심지어 국내산 달걀도 위험하다.

따라서 공급의 견고성은 필수품의 재고를 보유한 공급자의 다양성을 통해 달성될 수 있다. 수입 가능성은 잠재적인 공급자의 수와 아마도 잉여 재고에 대한 접근성을 증가시킨다. 그러나 보호무역은 국내적으로 위험을 집중시키고, 잠재적 공급자들의 다양성을 감소시키며, 경쟁과 규모의 경제에 대한 압력을 감소시킨다.



지금까지 보건제품의 글로벌 공급망은 견실한 것으로 나타났다. Miroudot는 한국이 전세계적으로 COVID-19 키트를 공급하는 능력에 주목한다. 그는 공급확대 능력은 "국제 네트워크, 숙련된 공급망 관리자, 반응성, 민첩성이 필요하다"고 주장한다. 이런 종류의 경험은 단순히 경쟁으로부터 보호받는 현지 생산과 활동에서 오는 것이 아니다."

그렇다면 합리적인 정책은 어떤 모습일까? 여러 가지 비상사태가 발생했을 때 필수품을 확인하기 위한 국가적, 세계적 노력이 있을 것이다. 그런 다음 국내 및 전 세계 관련 공급망과 재고에 대한 모니터링이 있을 것이다.



이를 위해서는 민간 산업과 함께 일하고 있는 존경받고, 자금이 잘 지원되는 국가 및 국제 기구가 필요하다. 이는 근본적인 안보 염려로 봐야 한다. 결국, 팬데믹은 정부가 억제하기 위해 수조 달러를 쏟아부은 군사적 위협보다 훨씬 더 큰 안보 위협을 초래했다.

이러한 노력의 과정에서 각국은 특정 파트너의 공급에 대한 잠재적 취약성을 확인하려고 할 수 있다. 상호 취약성은 안정성의 원천이 될 수 있다. 그러나 국가들은 일부 공급원들이 너무 위험하다고 여길 수도 있다. 그러나 공급을 본국으로 회귀시키는 변화가 그 대응일 필요는 없다. 다른 가능성이 존재한다.

무역은 우리가 필요로 하는 백신의 생성과 유통을 포함한 전 세계적인 전염병 대응의 중요한 부분이다. 무역은 또한 세계 경제의 많은 부분을 더 넓게 유지해야 한다. 자유롭게 거래할 수 있는 능력은 공급의 다양성과 심지어 신뢰도를 증가시킨다. 그것은 또한 큰 기회를 창출한다.

COVID-19는 실제로 과거 수십 년 동안 이뤄온 생산의 통합을 후퇴시킬 수도 있다. 만약 그렇게 된다면 우리는 크게 후회할 것이다.

(3) 상품/대체 - 1

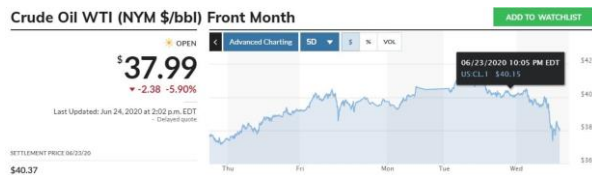
[Key Issue] Texas Oil Companies Are Already Preparing To Restart Production (OILPRICE, 6/25)

[요약] 최근 유가가 회복되고 있었으나 재고가 증가하는 모습을 보임으로써 다시금 하락 전환했다. 생산을 중지한 많은 기업들이 3분기 말까지 생산을 재개하려고 하며, 35달러 이상의 유가에서는 계속 생산이 이어질 것으로 보인다. 하지만 현재 유정의 감소 속도가 신규 생산 속도보다 빠르기 때문에 공급이 감소하여 유가가 상승할 것이라 예상된다.

URL: <https://bit.ly/381mHrr>

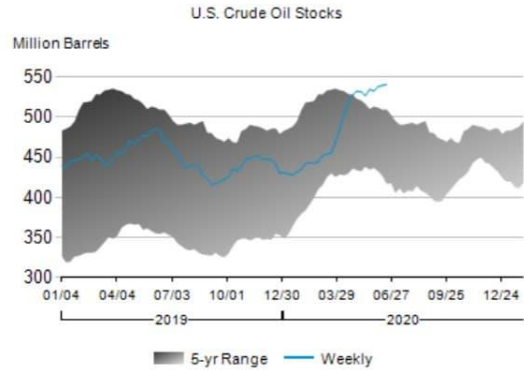
[Key Issue] 이미 생산 재개를 준비하고 있는 텍사스 원유 기업들 (OILPRICE, 6/25)

오늘날 유전에서의 모든 것이 "햇볕"과 "딸기"가 아니라는 것을 유전은 가혹하게 상기시켜 주었다. EIA Weekly Petroleum Status Report가 지난주 API의 재고 구축 공지를 확인한 결과 가격이 폭락해 최근의 큰 폭의 상승세를 단번에 무너뜨렸다.



경제 전반의 개선과 중국 Covid-19 판데믹의 조짐이 3월 불길한 나날의 초기에 우려했던 장기간의 지속적 영향을 미치지 않을 수 있기 때문에, 오늘 발표에 이르기까지 몇 주 동안 약간의 파티 분위기가 형성되어 왔다. 석유는 월요일까지 8주 연속 인상적인 상승세를 보이며 최근 WTI는 배럴당 40달러를 돌파했다.

이번 WPSR 판에 따르면, 5억 배럴 이상 재고 과잉에 대한 우려는 다소 줄어들었는데, 최근 링크된 기사에서 언급했듯이, 시추의 감소가 미국 일일 생산량 감소로 이어졌기 때문이다.



석유 시장의 "황소"들이 그들의 흥겨움 속에서 지나쳤던 재고량이 2주 동안 증가한 후 나온 이 두가지 재고 보고서는 "소풍에 비(rain-to-the-picnic)"를 가져왔다.

Dallas Fed의 최신 소식

나쁜 소식은 무리를 지어 이동하는 것 같고, 냉철함을 위한 두 번째 도움은 Dallas Fed의 분기별 자료에 의해 유전까지 전달되었다.

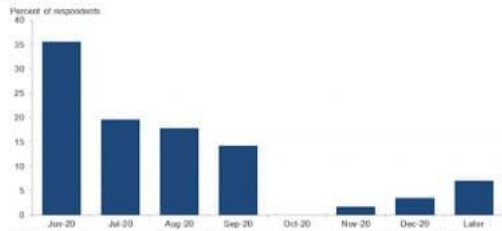
구어적으로 "Dallas Fed"으로 알려진 연준의 델러스 지부는 자신의 영역에서 활동하는 기업임원들을 대상으로 분기별 에너지 조사를 발표한다. 연준의 운영방식에 대해 궁금한 점이 있다면, 내가 이 정부기관을 소개했던 이전 기사로 돌아가서 다시 읽어보라고 권하고 싶다.

이 보고서로 부터의 시사점들이다.

그리 놀랍지도 않게 이번 조사는 Dallas Fed가 책임지고 있는 핵심 지역인 퍼미안 분지의 유전 활동 붕괴에서 벗어난 초기 활동의 징후에 찬물을 끼얹었다. 놀라운 것은 2분기에 이 에너지 간부들이 얼마나 암울해 할지였는데 이를 보기에는 이미 늦은 듯 하다는 것이다. 특히 유가 상승에 의해 표현된 통상적인 열정과 결합할 경우, 일부 사람들이 생산의 재시작이 당초 시장이 생각했던 것보다 더 빨리 일어날 수 있다고 예상하도록 이끌었다.

By the end of which month do you expect to restart the majority of your shut-in and/or curtailed production?

This question was posed to E&P executives whose firms still have production shut-in and/or curtailed. Thirty-six percent said they expect to restart the majority of their shut-in and/or curtailed production in June 2020. Twenty percent expect to do so by July, 18 percent by August and 14 percent by September. The remaining 13 percent expect to put off restarting to November 2020 or later. (Percentages don't sum to 100 due to rounding.)



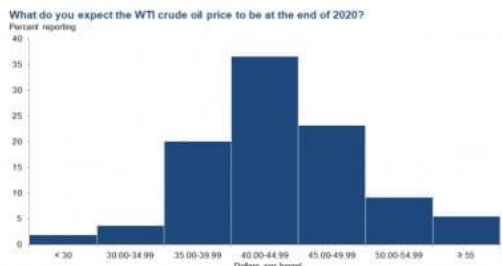
NOTE: Executives from 56 exploration and production firms answered this question during the survey collection period, June 10-18, 2020. This question was only posed to executives who indicated that their firm currently has any of production shut-in or curtailed.
SOURCE: Federal Reserve Bank of Dallas.

이 같은 기대는 이번 조사에서 크게 증명되었는데, 이번 조사는 생산을 폐쇄한 에너지 기업의 약 75%가 3분기 말까지 다시 가동할 것으로 예상했다. 이것은 WTI 에게는 다소 약세 신호이며, 아침 매도의 원인이 될 수 있었다.

다음 주요 지표는 연말까지 WTI에 대한 가격 실현에 대한 기대를 나타냈다. 절반가량은 가격이 2021년까지 배럴당 45달러를 넘을 것이라 예상하지 않는다. 이는 상당수의 현금흐름이 이러한 수준에서 긍정적이지 않기 때문에 유의적이며, 이는 그들의 생산지역이 Tier-II 또는 III이고 Tier-I보다 높은 개발 비용을 수반한다는 사실에서 비롯된다.

Price Forecasts

West Texas Intermediate Crude



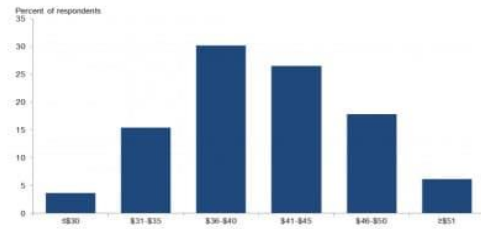
NOTE: Executives from 164 oil and gas firms answered this question during the survey collection period, June 10-18, 2020. For reference, WTI (West Texas Intermediate) spot prices averaged \$37.75 per barrel during the period.
SOURCE: Federal Reserve Bank of Dallas; Energy Information Administration (reference price).

조사의 다음 질문은 폐쇄되었던 유정을 다시 시작하기 위한 그들의 요구조건에 대해 논의하였다. 대다수의 응답자들은 최근해야 달성된 35달러 이상의 가격이 그들이 채굴을 다시 시작하기 위해 필요하다고 대답했다.

이것은 궁극적인 가격 책정에 대해서는 낙관적인데, 이는 이 현금에 굶주린 회사들이 앞으로 더 나은 가격 책정을 바라면서 현재 어떤 자체력을 보이고 있다는 것을 보여주기 때문이다.

At what price do you expect the majority of producers in the U.S. to restart horizontal shut-in wells?

Thirty percent of executives said that they expect the majority of producers in the U.S. to restart horizontal shut-in wells if oil prices were \$36 to \$40 per barrel. Twenty-seven percent of executives anticipate that the majority of producers in the U.S. would restart horizontal shut-in wells if oil prices were between \$41 and \$45 per barrel. Nineteen percent believe firms would restart horizontal shut-in wells if prices were below \$36 a barrel, while 24 percent believe firms would restart wells when prices are at or above \$46.

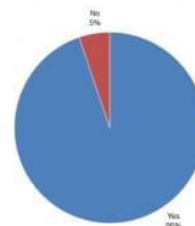


NOTE: Executives from 162 oil and gas firms answered this question during the survey collection period, June 10-18, 2020.
SOURCE: Federal Reserve Bank of Dallas.

꽤 놀라운 것은 그들의 회사가 현재의 폭풍우를 견뎌내고 더 나은 날까지 살아남을 수 있다고 생각하는 간부들의 숫자였다. 최근 세일 분지에서 부도가 났고 그중 가장 최근에 Chisholm Oil and Gas가 이번 주에 파산 신청을 했다는 것을 감안할 때, 나는 더 큰 파산을 기대했다.

Do you expect your firm to remain solvent for the next year?

Almost all executives—95 percent—expect their firm to remain solvent for the next year. The remaining 5 percent said they anticipate being insolvent within the next year.

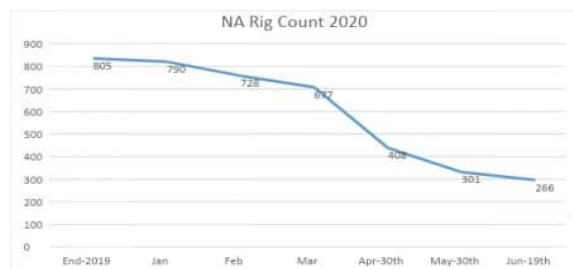


NOTE: Executives from 154 oil and gas firms answered this question during the survey collection period, June 10-18, 2020.
SOURCE: Federal Reserve Bank of Dallas.

중요한 사실 (Your takeaway)

석유가 좋은 소식 또는 아무 소식 없이 가격이 상승하는 현재의 추세에도 불구하고, 저장소의 석유 재고가 사라지기 시작할 때까지 가격은 안정될 수 없을 것이다. 이러한 최근의 재고 구축에서 증명된 바와 같이 가격 안정은 아직 일어나지 않았다.

석유 수요가 증가된 수준에서 석유 공급은 타이트 해지면서 석유가격이 더 높게 움직일 것이라는 장기적 논지는 시추 감소의 깊이에서 온전한 상태로 남아 있다.



현재 굴착장치수는 월간 신규 생산량인 213 BOPM(Barrels of Oil Per Month)에 대한 월간 신규 생산비를 암시하며, 오래된 유정의 월간 감소율은 이 수치의 몇 배에 달한다.

결국 이런 감소 속도가 유지된다면 황소가 이긴다.

(3) 상품/대체 - 2

[Key Issue] As New York Reopens, Many of Its Hotel Rooms Look Closed for Good (WSJ, 6/16)

[요약] 코로나 이전 뉴욕 호텔들은 공급 과잉 현상으로 어려움을 겪었지만 코로나로 인해 더 큰 문제에 부딪히게 되었다. 뉴욕의 봉쇄 조치로 문을 닫았던 호텔들이 조금씩 재개하고 있지만 숙박율은 전년 동기 대비 낮은 상태이며 완전히 회복되기 위해서는 긴 시간이 필요할 것이다. 부채가 많아 재정적인 어려움을 겪는 호텔들은 문을 닫거나 용도를 전환하려는 움직임을 보이고 있다. 공급이 줄면 살아남은 뉴욕 호텔 업체에게는 다시금 이득이 될 것으로 전망한다.

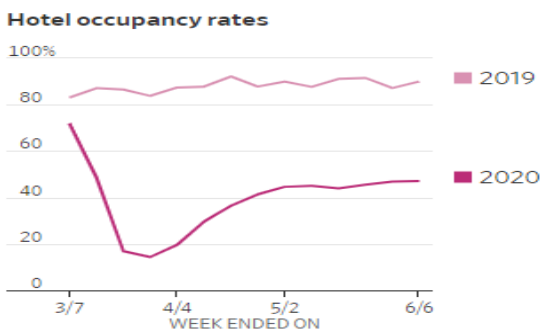
URL: <https://on.wsj.com/389YBiX>

[Key Issue] 뉴욕은 재개했지만 많은 호텔 방들은 영구 폐쇄 될 것으로 보인다 (WSJ, 6/16)

다른 어떤 미국 숙박 시장보다 뉴욕 호텔 업계를 더 심하게 강타한 판데믹으로 뉴욕시는 수개월간의 락다운 이후 재개장하기 시작했지만, 수천 개의 방을 영구적으로 폐쇄시킬 것으로 예상된다.

뉴욕 호텔들은 주로 새로운 개발 과잉으로 인해 이용율과 숙박료 하락으로 고통받으며 코로나바이러스 위기에 빠졌다. 이제 새로운 바이러스로 인한 질병인 Covid-19에 의해 야기된 여행 제한과 망가진 경제 상황은 이미 좋지 않은 상황을 악화시켰다.

Too Much Room at the Inn
 New York's hotel-room occupancy rate has fallen sharply during the pandemic.



Source: STR

애널리스트와 호텔 소유주들은 뉴욕 전체의 20%에 해당하는 25,000개의 방이 재개장하지 못할 수도 있다고 말한다. 이는 켄터키주의 루이빌이나 플로리다주의 잭슨빌의 전체 호텔 시장 규모와 맞먹는 규모다.

숙박 업계를 추종하는 Green Street Advisors의 애널리스트 Lukas Hartwich는 "코로나는 뉴욕 부동산 업계는 사망선고와 같다."고 말했다.

최근 들어 끔찍한 분위기가 조금씩 고조되고 있다. 지난 주 뉴욕이 3월 중순 폐쇄된 후 정상화 1단계에 들어가면서 더 많은 호텔들이 활기를 띠고 있다. Millennium Times Square은 6월 1일에 재개장했고 Hilton Midtown은 7월 22일 개장할 예정이다.

데이터 추적회사 STR에 따르면 6월 6일에 끝난 그 한 주 동안 뉴욕의 숙박율은 47.1%로 나타났다. 이는 2019년 같은 기간의 90% 수준에서 크게 낮아진 것이지만 4월 4일이 속한 주의 19.6%에서 크게 늘어난 것이다.

그러나 완전한 복구는 수년이 걸릴 수 있다. 왜냐하면 뉴욕시는 뉴욕의 명소를 보러 온 국제 여행객들과 관광객들에게 매우 의존하고 있기 때문이다. 일부 연극계 관계자들은 브로드웨이가 내년까지 압울한 상태를 유지할 수도 있다고 말하고 있고, 비즈니스와 단체여행은 회복이 더딜 것으로 보인다.

"Park Avenue의 빈 협곡만 있다면 그것만으로는 인기를 끌기 충분치 않을 것"이라고 STR 수석 부사장 Jan Freitag은 말했다.

폐업의 길에 오른 한 유명한 부동산: Times Square Edition은 지난해 Marriott International Inc., Maefield Development와 Studio 54로 유명한 Ian Schrager 등이 제휴하여 문을 열었다. Marriott는 지난달 직원들에게 8월에 호텔이 문을 닫을 것으로 예상한다고 통보했다고 말했다.

20억 달러 규모로 복합개발의 일환이었던 452실의 숙소는 개업 직후 자금난에 부딪혔고 판데믹이 타격자 채권단의 압류조치에 직면했다. "당사자들간의 대화가 계속되고 있으며 Marriott가 생각을 바꿔 호텔을 계속 운영할 수 있을 것이라는 희망도 여전히 있다"고 회답에 정통한 사람들이 지난 주에 말했다.

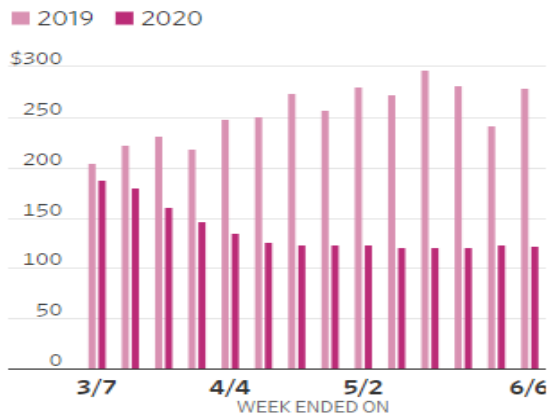
Blakely New York과 맨해튼과 브루클린에 있는 27개의 다른 독립 부동산을 공동 소유한 Richard Born에 따르면, 다시 문을 열지 않을 수도 있는 또 다른 호텔은 Blakely New York이라고 한다. 2004년 문을 연 17층짜리 이 호텔은 연초에 휴업할 수도 있다는 서류를 뉴욕 노동부에 제출했었다.

Born은 인터뷰에서 2024년까지 뉴욕의 호텔 시장이 Covid-19에서 회복되지 못할 수도 있다고 말했다. "그것을 이미 스트레스를 받고 있던 시장에 더 추가하면 먼저 사람들은 머리를 긁적거리기 시작할 것이고 자신의 부동산으로 무엇을 할 수 있을지 생각하기 시작할 것이다"라고 언급했다.

Born은 그의 회사 BD Hotels LLC가 다른 모든 호텔을 다시 열 계획이라고 말했다.

공급이 급증하면서 뉴욕 호텔 업계에 재무 문제가 쌓이고 있다. SunTrust Robinson Humphrey에 따르면 뉴욕시는 2015년부터 15,000실을 증설했으며 올해 4,000실, 내년 6000실을 공급할 예정이다.

Pandemic Prices
Average daily New York City hotel rates



Source: STR

많은 뉴욕 호텔 소유주들이 최근 몇 달 동안 특히 상환하기 어려웠던 빚을 너무 많이 떠안았다. 데이터 회사 Trepp LLC에 따르면, 상업용 모기지저당증권(MBS)으로 전환된 17개의 뉴욕 호텔들의 대출이 6월 초까지 스페셜 서비스업체로 알려진 감독기관에게 이전되었다.

이러한 움직임은 대출이 채무불이행되거나 채납 또는 대출을 갚을 수 없을 것으로 생각되는 다른 이유가 있을 때 발생한다. Trepp은 지난 3월에는 5건의 대출만이 이 범주에 포함됐다고 말했다.

재개장하지 않는 호텔의 상당수는 임대아파트나 사무공간과 같은 다른 용도로 전환될 가능성이 높다. 공급이 줄면 살아남는 호텔 주인들에게는 이익이 될 것이다.

"줄어드는 시장은 바닥을 찾고 그 시점부터 괜찮은 성장을 볼 수 있는 좋은 배경이 될 것"이라고 Green Street의 Hartwich는 언급했다.

일부 뉴욕 호텔은 팬데믹 기간 내내 의료 종사자, 계속 일하고 있는 건설 직원, 장기 체류 중인 컨설턴트, 노숙자들을 위해 문을 열었다.

6월 6일에 끝난 한 주 동안 호텔 업계의 공통된 지표인 객실당 수익은 57.77달러로 하락했는데, 이는 미국에서 가장 비싼 호텔 시장 중 하나였던 곳에서의 놀랄 만큼 낮은 수치이다. 지난해 동일한 일주일 동안에는 210.59달러였다. 1년 전의 278.86달러와 비교하면 하루 평균 요금이 122.73달러로 하락했다고 STR은 말했다.

영업을 계속하는 많은 호텔들은 재정적인 압박에 직면해 있다. Hilton Times Square는 소유주인 Sunstone Hotel Investors Inc.에 따르면 올해 600만~800만 달러의 손실을 볼 것으로 예상되며 파산 관재인을 임명해야 할 수도 있다고 한다.

그럼에도 불구하고 호텔은 "손님들에게 서비스를 제공하며 열려있을 것이다"라고 Sunstone의 CEO Bryan Giglia는 지난주 이메일을 통해 전했다.

(4). 이슈/산업 - 1

[Key Issue] Big Oil’s Long Bet on hydrogen Offers a Climate Lifeline (Bloomberg Green, 06/25)

[요약] 석유 및 가스 분야의 대기업들이 기존 투자한 파이프와 수송, 판매 전문성을 이용하기 위해 수소에 대규모 투자를 하고 있다. 기후협약 이행을 위해 정부 차원에서 지원을 하고 있어 관련 투자가 가속화될 것으로 보인다. 아직은 그린 수소 생산 비용이 비싸 이산화탄소를 발생시키며 수소를 생산하지만, 정부의 꾸준한 지원이 이어진다면 태양열 발전처럼 비용을 낮출 수 있을 것이라는 예측도 나오고 있다.

URL: <https://bloom.bg/2CNWBkR>

[Key Issue] 거대 석유회사들의 수소 장기투자가 기후 변화에 생명줄을 제공한다 (Bloomberg, 06/25)

추운 겨울, 영국의 에너지 대부분은 천연가스로 만들어진다. 영국이 2050년까지 법적으로 의무화되는 온실가스 순 배출량 제로(net-zero emission) 목표를 달성하기 위해선 기존의 방식을 빠르게 바꾸어야 할 것이다. 다른 나라들도 파리 기후협약에 맞추기 위해 비슷한 목표를 채택하고 있기 때문에, 그들 역시 천연가스라는 대안을 찾아야 할 것이다. 이는 화석연료 기업들에게 시간이 얼마 남지 않았다는 걸 의미한다.

수소는 물만 남기고 깨끗이 연소한다. 이는 기후 협약을 지키려는 정부들뿐만 아니라 석유 회사들도 지속적으로 적절함을 증명하기 위해 노력하고 있는 매력적인 대체 연료다. Shell, Equinor, BP 같은 석유 가스 기업들은 파일럿 프로젝트에 수천만 달러를 쏟아부었다. 이제 기록적인 저유가, 얼어붙은 해외여행, 온실가스 배출에 대한 주주들의 불안감 증가로 인해 수소에 대한 투자는 절박해졌다.

수소도 매우 뜨겁게 연소해 시멘트, 제철 등 오염이 심한 중공업에 유용하다. 이러한 분야는 오랫동안 석탄에 의존해 왔으며, 어느 정도 자리를 잡은 풍력이나 태양열 같은 재생 에너지는 필요 수준의 에너지를 전달하지 못한다. 수소 공급은 기존 가스 수송 및 판매 전문성 덕분에 정유사들이 빠르게 선점할 수 있는 거대한 시장이 될 가능성이 있다.

“일부 석유 및 가스 기업들은 수소를 생명줄로 보고 있다” 고 Tufts 대학의 Fletcher School 학장이자 전 UN 지속가능 에너지 부문 특별대표였던 Rachel Kyte가 말했다. “이제 지방정부가 책임지고 추진해야 한다.”

유럽 정부가 경제 재개와 기존 협약 이행을 위해 수백억 유로의 신규 지출을 계획하면서, 수소 개발은 주요 자금조달에 착수했다. 그 예로, 독일은 90억유로(100억달러)를 신생 산업에 할당했다. 이번 지출은 수소 생산을 둘러싼 기술이 국제 시장에서 경쟁할 수 있는 규모에 도달하는 데 결정적일 것이다.

이러한 관심에도 불구하고, 어떤 분야에서든 화석 연료를 완전히 대체하기엔 몇 가지 장애물이 남아있다. BloombergNEF에 따르면, 전 세계는 연간 1억 1000만톤 이상의 수소를 생산하고 있다. 이 중 대부분은 비료 제조에 쓰이는 암모니아를 만들거나, 가솔린이나 디젤 같이 원유를 더 가치있는 제품으로 전환하는 데 사용된다. 수소의 약 4분의 3은 메탄이 주요 성분인 천연가스의 화학적 변환으로부터 얻어지며, 이 과정에서 이산화탄소도 발생한다.



A diagram shows plans for HyNet in the North of England, a plan to use hydrogen and carbon capture to decarbonize industries. Cadent

이산화탄소가 대기 중으로 방출되면서 만들어지는 연료는 “그레이 수소(Grey hydrogen)” 라 불린다. 이산화탄소를 포집하여 지하에 매장하면, 이는 더 청정한 대안인 “블루 수소(Blue hydrogen)” 라 불린다. “그린 수소(green hydrogen)” 는 물에서 얻을 수 있는 가장 청정한 형태로, 재생에너지를 이용한 발전 과정에서 만들어진다. 세 가지 유형의 수소가 모두 청정 연료로 만들어지지만, 그린 수소는 환경에 미치는 부정적인 영향이 훨씬 적다. 또한 가격도 가장 비싸다. 탄소 포획과 저장 개발 가속화를 목표로 하는 썩크탱크 Global CCS Institute에 따르면, 킬로그램 당 2.4달러 정도인 블루 수소에 비해, 그린 수소는 이보다 높은 킬로그램 당 7.5달러 수준이다.

〈 온실가스 배출량에 따른 수소 분류 〉

명칭	특징
그린수소 green hydrogen	재생에너지 전력으로 수전해 생산한 수소를 지칭함. 재생에너지 발전 전력을 이용하기 때문에 온실가스 배출이 없음.
그레이수소 grey hydrogen	천연가스를 개질해서 생산하는 '개질수소', 정유공정의 나프타 분해 과정에서 부산물로 생산되는 '부생수소' 등을 의미함. 그레이수소 1톤을 생산하기 위해 10톤의 CO ₂ 가 배출되는 것으로 알려짐. ¹⁹⁾
블루수소 blue hydrogen	그레이수소 생산 과정에서 나오는 CO ₂ 를 포집 및 저장(carbon capture and storage, CCS)해 온실가스 배출을 줄인 수소임.
청록수소 turquoise hydrogen	메탄을 열분해 생산하는 수소를 지칭함. CO ₂ 가 고체탄소 잔류를 형태로 배출되는데, 이 잔류물이 대기로 방류되지 않고 영구적으로 고체 형태를 유지하면 청록수소로 인정받을 수 있음.

자료 : Bloomberg(2020.3.5.), "Germany Sees No Role for Natural Gas in Draft Plan for Hydrogen,"

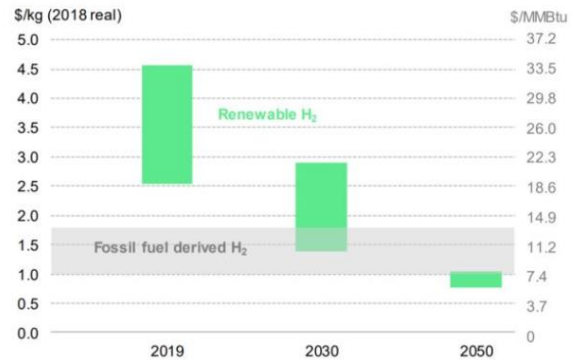
전 세계 수소 연료 공급량 중 그린 수소의 비중은 1% 미만이다. 특히 소비자들과 기업들이 가정과 사업장을 위한 재생가능 전력을 찾고 있기 때문에, 100% 수준의 재생가능 전력 생산은 어려울 것이다. Royal Dutch Shell Plc.의 수소 부문 책임자 Oliver Bishop은 “완전히 탈탄화(decarbonizing)하려는 생각이라면 그린과 블루 두 가지 모두 필요할 것이다.” 라고 말했다.

Shell은 20년 전까지만 해도 수소에 관심을 보인 최초의 석유회사 중 하나다. 초기 베틱 중 하나는 수소차였는데, 리튬이온 배터리가 엄청나게 비쌌던 당시에 흥미로운 아이디어였다. 그러나 수소차 역시 비싸다는 것이 증명되었고, 전기차는 밤에 차고에서 충전될 수 있는 반면, 수소차는 완전히 새로운 연료공급 인프라가 필요했다.

“배터리 전기차가 이처럼 앞서 나간 결정적 이유 중 하나는 리튬이온 배터리 사용을 늘리고, 성능을 향상시키며, 비용을 절감해온 가전제품 산업이 있었기 때문” 이라고 BNEF 운송 애널리스트 Colin McKerracher가 말했다. 수소는 이러한 동기가 없었다. 리튬이온 배터리의 비용이 감소하면서, 전기차 시장은 20년 전 거의 눈에 보이지 않는 수준에서 현재 자동차 산업에서 가장 빠르게 성장하고 있는 분야 중 하나가 되었다. 작년 세계적으로 200만대 이상의 승객용 EV가 판매된 반면, 현재 주행되고 있는 수소차는 2만대 미만이다.

수소는 여전히 운송에 유용할 수 있지만 승용차나 오토바이보다, 버스나 트럭으로 사용될 가능성이 높다. 수소의 더 큰 기회는 난방과 산업 분야에 있다. 블루수소는 과거에 투자한 파이프를 재활용하고자 하는 석유 및 가스 회사들에게 특히 효과적인 도구가 될 수 있다. 오늘날 천연가스를 표면까지 운반하는 인프라는 이산화탄소를 반대편으로 옮기는 데 사용될 수 있다.

Equinor ASA의 저탄소 솔루션 담당 부사장 Steinar Eikaas는 “우리는 수십년에 걸쳐 이러한 역량을 구축했다” 고 말했다. 그의 팀은 네덜란드에 있는 천연가스 발전소를 블루 수소로 바꾸자고 제안했다. “이산화탄소를 안전하게 저장하려면, 석유 가스 산업 말고는 할 수 있는 산업이 없다.”



BNEF projections of the cost of producing green hydrogen, when compared with hydrogen derived from natural gas. Bloomberg

이건 단순히 이론적인 것만은 아니다. North Dakota에 위치한 한 수소 생산 시설은 2000년부터 매년 300만톤에 달하는 이산화탄소를 포획해 매장하고 있다. 궁극적으로 블루 수소는 석유 회사가 에너지를 완전히 재생하는 것보다 청정 에너지로 전환하는 더 쉬운 방법이다. “현재의 화석 연료 기반 시스템에서 stranded assets, (좌초자산, 예상치 못한 조기 상각, 평가 절하 등으로 어려움을 겪는 자산) 보유를 피하기 위한 방법” 이라고 Air Liquide의 수소 프로젝트를 주도하고 수소위원회에 기업 대표로 참가한 Pierre-Etienne가 말했다. “수소는 이산화탄소 배출이 없이 화석연료 관련 자산을 계속 사용할 수 있는 방법이다.”

그린 수소의 미래에 대해 더 낙관적으로 보고 있는 사람들도 있다. 재생가능 전력의 가격은 천연가스나 탄소 포획 가격보다 상당히 빠르게 하락하고 있다. 물에서 수소 원자와 산소 원자를 분리하는 데 사용되는 산업용 전해조(electrolyzers) 가격 역시 마찬가지다. BNEF에 따르면, 연구 지원, 설치 보조금, 적절한 탄소 배출 가격 시스템 등 정부정책의 도움으로 2050년까지 그린 수소 비용은 현재 가격의 3분의 1 이하 수준까지 떨어질 것으로 예상된다. 현재 석유 및 가스 부문의 1조 5천억 달러 규모이며, 그린 수소 연간 매출은 그때까지 7000억 달러에 이를 수 있다.

“전해조(electrolyzer)는 10여년 전 태양열 발전 때와 같은 단계일지도 모른다” 고 Columbia 대학의 글로벌 에너지정책센터 선임연구원 Varun Sivaram이 말했다. 2008년 금융위기 이후 경기부양책의 일환으로 정부들이 이 기술에 투자한 것은 태양열 발전 가격이 저렴해지고 널리 쓰이도록 도왔다. 판데믹 이후 경기부양책은 수소를 이와 똑같이 만들 수 있다.

현재 정부들은 그린 수소와 블루 수소에 모두 투자하고 있다. 그 예로 영국은 8억 파운드(9억 9300만 달러)를 들여 탄소 포획과 저장 클러스터를 만들 계획이다. 이 계획은 블루 수소 생산뿐만 아니라 시멘트 생산이나 정유 같은 다른 산업에도 이산화탄소를 포획할 수 있도록 한다.

네덜란드는 난방과 에너지 부문에 쓰일 그린 수소를 생산하기 위해 해양 풍력 터빈에 28억 유로(31억 달러)를 투자할 계획이다. Equinor는 여객 및 화물운송 선박을 위한 그린 수소 시설을 노르웨이에 짓기 위해 수백만 유로를 투자하고 있다.

BNEF의 낙관적 전망을 충족시키기 위해, 전 세계는 향후 30년간 11조 달러를 지출해야 할 것이다. 그 중 상당수는 민간 기업으로부터 나오겠지만, 정부들은 기업들이 자본을 풀도록 만들기 위해 조기 지원을 해야 할 것이다. BNEF에 따르면, 유럽은 “향후 10년간 유럽을 저탄소 수소 생산의 선두주자로 만들 것” 이라고 약속하고 있다.

장기적 관점에서 볼 때, 이러한 지출은 그 이상의 가치를 가질 것이라고 런던 Investec Securities Ltd. 애널리스트 Marc Elliott이 말했다. “만약 우리가 탈탄화(decarbonize)를 하게 되면, 수소는 우리가 가진 최고의 은탄(silver bullet, 문제 해결의 모책, 만병통치약)이 될 것이다.”

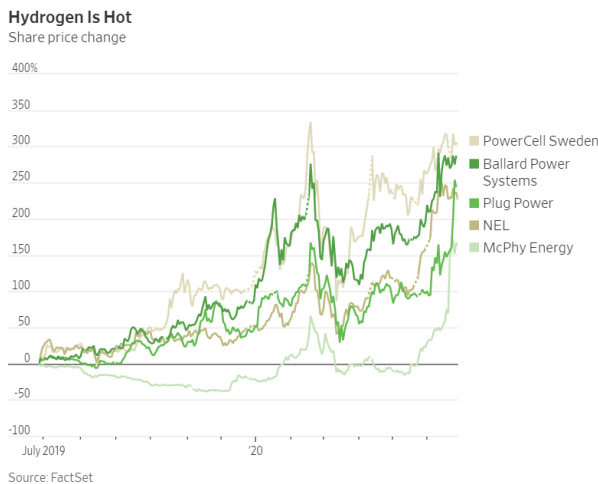
(4). 이슈/산업 - 2

[Key Issue] Is Hydrogen the New Wonder Fuel? (WSJ), 06/26

[요약] 생산 비용은 여전히 비싸지만, 수소는 오염이 심한 시멘트나 철강 분야에서 필요로 하는 열을 만들 수 있고, 탈탄화가 가능하며, 용도가 다양하다. 또 충전 시간이 리튬이온 배터리에 비해 훨씬 짧아서 장거리 트럭이나 비행기에는 더 유용하게 쓰일 수 있다. 이러한 가능성들로 인해 주식시장 랠리에 수소 관련 기업들의 주식이 포함되어 있었으나 안정화되기 전엔 폭락이 나올 수 있다는 점을 유의할 필요가 있다.

URL: <https://on.wsj.com/2CWzDZ5>

[Key Issue] 수소는 새로운 기적의 연료가 될 것인가? (WSJ), 06/26



수소는 녹색 연료로서 큰 가능성을 가지고 있다. 문제는 여전히 비싸다는 것인데, 관련 기업들의 주가가 그 가능성을 여는 데 도움을 줄지도 모른다.

현재 많은 산업 공정에서 사용되고 있는 풍부하고 다재다능한 가스는 탈탄화하기 힘든 분야의 탄소 배출을 줄이고 재생 에너지 수송을 가능하게 하는 능력을 가지고 있다. 이 비전을 실현하는 데 필요한 기술은 견고하지만, 여전히 비용과 가격을 낮추기 위해서는 산업화가 필요하다.

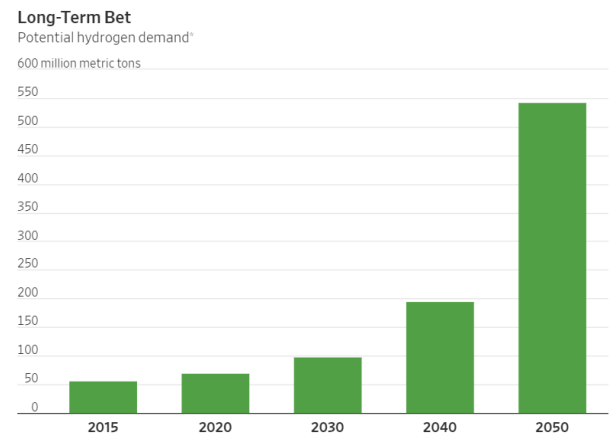
한편 주식 시장은 과도한 상승을 이어가고 있다. 작년엔 트럭이나 기차에 동력을 공급할 수 있는 수소연료 전지 제조업체, 또는 그린 수소를 만드는 데 필요한 전해조(electrolyzers) 업체들의 주가가 대부분 두 배 넘게 상승했다.

이러한 상황을 투자자들은 이전에도 본 적이 있다. 수소에 대한 관심은 1990년대에 잠깐 폭발했다가 서서히 사라졌다. 하지만 지금은 상황이 바뀌었다. 대부분의 정부는 이제 탈탄화 계획을 세우고 있다. 그린 수소를 만드는 데 필요한 재생 에너지는 점점 더 풍부해지고 있다. 그리고 많은 산업들이 탄소 배출을 줄이기 위한 엄격한 목표들에 직면해 있다.

예를 들어, 대형 트럭 제조업체들은 유럽과 캘리포니아에서 2030년대에 시행될 예정인 강력한 탄소 배출 기준을 충족시키기 위해 전기 트럭을 개발하고 있다. 단거리 차량은 테슬라 스타일의 리튬이온 배터리를 사용할 수 있지만, 가볍고 15분 이내에 연료를 충전할 수 있는 수소 연료전지는 장거리 중형 트럭에 적합한 청정 에너지다.

동시에 이러한 기술은 파워트레인, 선박, 심지어 비행기까지 도움을 줄 수 있다. 또한 수소는 오염이 심한 철강 및 시멘트 산업에 필요한 열을 제공할 수 있는 유일한 청정 연료다.

그린 수소는, 재생에너지가 물을 수소와 산소로 분해하는 전해액을 만날 때 생산된다. 그래서 수소는 풍력 및 태양 에너지 초과분을 저장하여 나중에 사용하거나, 액화시켜 운송하거나 수출할 수 있다.



*Under a scenario of a two-degree temperature rise
 Source: Liberum, Hydrogen Council

각국 정부는 촉각을 곤두세우고 있다. 탈탄소화 협약, 저장하거나 수출할 재생가능 전력 증가, 기후변화에 대한 대중의 압력, 그리고 에너지 자립에 대한 재평가 등 이행해야 할 약속들이 있기 때문이다. 수소는 올해 유럽과 아시아가 계획하고 있는 부양책의 핵심이다. 수십억 달러가 기술의 산업화를 가속화하여 비용을 줄이고 에너지 채택 증가를 위해 쓰일 것이다.

투자자들에게 한 가지 위험은, 태양광 산업에서 일어났던 것처럼 시장 성숙단계로 가는 기업도태와 합병 이전에 먼저 마진 붕괴가 발생한다는 것이다. 다른 하나는 최고로 흥분한 시점에 주식을 과도하게 비싸게 산다는 것이다.

연료전지 제조업체들은 지난 1년간, 특히 트럭 산업에서 기업 투자의 물결을 누려왔다. Cummins는 Hydrogenics를 인수했고, Daimler와 Volvo는 JV를 설립했고, Bosch는 PowerCell의 기술을 허가하고 Ceres Power 지분을 늘렸다. 캐나다의 Ballard와 미국의 Plug Power 등은 두 배 이상 오르면서 주식 랠리를 뒷받쳤다.

전해조(Electrolyzers)은 또한 인기 있는 틈새시장이다. 연이은 메가프로젝트들은 McPhy, Nel Hydrogen, ITM Power 주가를 연중 각각 168%, 229%, 731% 밀어올렸다.

보다 신중한 투자자들은 유럽의 대형 가스 회사인 AirLiquide나 Linde를 더 좋아할 것이다. 수소를 포함한 산업용 가스를 생산하고 유통하는 방법을 알고 있으며, 전해조 제조업체나 대형 수소 프로젝트의 지분을 인수했다. 더 다각화된 투자지만 수익성이 높고, 주식은 20배 중반 정도에서 거래되고 있다.

수소가 부산스러운 데는 그럴 만한 이유가 있지만, 채택으로의 길은 멀다.

(5). 자금집행기관 동향

국민연금 국내 사모투자 위탁운용사 5곳 선정 ...8천억 투자 (연합뉴스, 6/30)

[요약] 국민연금공단 기금운용본부는 올해 국내 사모투자 위탁운용사 5곳을 선정했다고 30일 밝혔다. 이번에 선정된 대체투자 위탁운용사의 각 펀드는 투자 기간 5년, 펀드 만기 10년을 기준으로 운영된다. 기금운용본부는 총 8천억 원 이내의 자금을 배정할 계획이다. 국민연금은 4월 말 기준으로 기금 전체 자산의 12.4%인 89조9천억원 상당을 사모투자, 부동산 등에 투자한 대체투자 자산으로 운용하고 있다. 국민연금은 기금운용계획에 따라 내년 말까지 기금 전체의 13.2%인 110조원 규모로 대체투자를 확대할 계획이다.

URL: <https://bit.ly/2YU02gY>

VC, 코로나 빅뱅 '펀딩·투자·회수' 3박자 훈풍 (더벨, 7/1)

[요약] 국내 벤처캐피탈이 코로나19 국면에도 불구하고 올 상반기 준수한 지표들을 내놨다. 여전히 벤처 투자 생태계에 2조원을 웃도는 자금을 공급하며 확고한 존재감을 각인시켰다. 과거 추가경정예산 영향으로 역대급 지표를 내놨던 2018년과 같은 이벤트는 없지만 안정적인 시장 국면에 접어든 양상이다. 올해 상반기까지 76개 벤처캐피탈이 모집한 자금은 1조5000억원에 달한다. 지난해 하반기부터 펀드레이징에 돌입했던 벤처펀드와 사모펀드(PEF)들이 코로나19 불확실성을 뚫고 결성을 완료했다. 같은 기간 회수총액도 1조2682억원으로 집계되며 1조원대를 수성했다. 초대형 회수 사례는 없었으나 고루게 실적을 올리면서 안정적인 양상을 보였다.

URL: <https://bit.ly/3eUvdjz>

연기금 포트폴리오 따라 해볼까...한 달 수익률 코스피의 2배 (메트로, 7/2)

[요약] 지난 3월 중순부터 시작된 증시상승 랠리를 수익률 제고 기회로 삼지 못했던 연기금이 이번엔 달라진 모습이다. 황보 국면에 접어든 증시에서 수익률을 높이는데 성공했다. 연기금이 가장 많이 담은 상위 20개 종목을 분석해본 결과 한 달간 평균 상승률은 10.36%로 집계됐다. 같은 기간 코스피 상승률(3.87%)의 두 배를 훌쩍 넘는다. 20개 중 16개가 플러스 수익이 났다. 연기금은 대표적인 기관투자자자로 분산 투자 효과를 노리며 중장기적으로 안정적인 수익을 추구한다. 종목 선택이 어렵다면 연기금의 포트폴리오 구성안을 벤치마크로 삼을 수 있다. 지금처럼 주도주 색채가 뒤바뀌는 순환매 장세에서 연기금의 매매동향이 주식시장 방향성에 일정 부분 영향을 줄 가능성이 크기 때문이다.

URL: <https://bit.ly/2NveM02>

‘국부펀드’ KIC, 농협과 해외대체자산 공동투자 (매일경제, 7/1)

[요약] 대한민국 국부펀드인 한국투자공사(KIC)와 농협중앙회가 손잡고 해외 대체투자에 나선다. 세계 7위 규모 국부펀드로서 글로벌 금융시장 큰손인 KIC가 검증된 우량 해외 대체투자처를 발굴하는 과정에 농협중앙회가 자금을 보태 힘을 더하는 방식이다. KIC가 국내 투자 기관의 해외 투자 컨트롤타워로서 제 기능을 다해 말 그대로 국부 증진 선봉에 나선 모습이다. 이 같은 국부 증진 가속화를 위해 KIC 출자 가능 기관을 제한한 한국투자공사법 개정이 시급하다는 지적도 나온다. 이번 공동 투자가 이뤄지면 KIC는 기존 한국은행 외환보유액과 기획재정부 외국환평형기금 외에 외부에서 공급된 자금을 처음으로 유치하게 된다.

URL: <https://bit.ly/2VGIVyI>

IP투자펀드 400억 규모 우선 결성... 이달 중 개인 투자 상품 1호 선배 (디지털타임스, 7/2)

[요약] 전 세계적으로 지식재산(IP) 기술을 기반으로 한 기술금융 시장은 산업화가 촉발된 1800년대 부터 이미 본격화되기 시작했다. 2018년 기준 IP펀드만 60여 개에 달하고, 이 가운데 1억 달러 이상의 펀드만 20개 가량이 운영되고 있다. 그야말로 IP 투자시장이 '빅 마켓'으로 부상하며 매년 지속적인 성장세를 이어가고 있다. 이에 반해 국내 IP금융투자 시장은 인식부족과 제도미비로 아직 초기 단계에 머물러 있다. 정부는 연기금과 공제회 등 주요 기관 투자자들의 IP투자펀드 출자를 유도해 시장을 키운다는 전략이다.

URL: <https://bit.ly/2NSV7rP>

주택금융공사, 시장 견인...사회적채권 ‘선두주자’ (더벨, 7/2)

[요약] 한국주택금융공사가 SRI채권 시장을 견인하고 있다. SRI채권을 발행한 것은 지난해부터지만 존재감을 압도적이다. 유동화증권을 사회적채권(소셜본드)으로만 발행하면서 SRI채권 시장을 사실상 떠받치고 있다. 한국주택금융공사의 사회적채권은 국제자본시장협회(ICMA)에 이름을 올린 외국계 자문기관에서 사전검증을 받고 있다. 국제적 신뢰도를 인정받기 위한 조치로 보인다. 29일 한국거래소 SRI채권 세그먼트에 따르면 올 들어 현재까지 한국주택금융공사가 발행한 SRI채권은 모두 50조 224억원인 것으로 집계됐다. 올 들어 현재까지 한국주택금융공사가 발행한 사회적채권은 모두 26조5322억원으로 전체의 87%를 차지했다. SRI채권 시장을 한국주택금융공사가 견인하는 셈이다.

URL: <https://bit.ly/2Boyo4z>

IV. 데이터 모니터링

(1) 주식 수익률 - 선진국(DM)

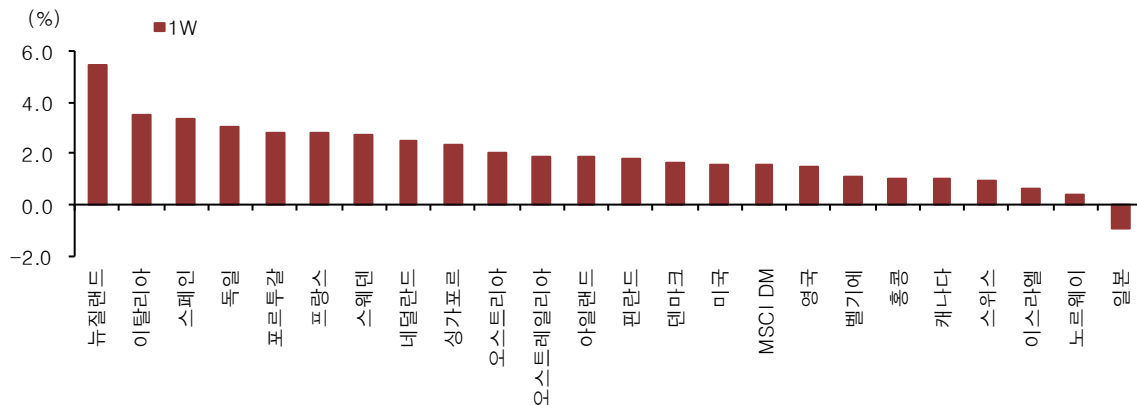
- ✓ 주간 수익률 상위는 뉴질랜드(+5.5%), 이탈리아(+3.5%)
- ✓ 주간 수익률 하위는 일본(-1.0%), 노르웨이(+0.4%)

그림 10 선진국 주식 시장 수익률

국가	1W	국가	1M	국가	3M	국가	12M	국가	YTD
뉴질랜드	5.5	홍콩	6.7	이스라엘	31.3	뉴질랜드	22.7	뉴질랜드	10.9
이탈리아	3.5	뉴질랜드	6.7	독일	28.6	덴마크	21.2	덴마크	10.7
스페인	3.4	네덜란드	6.5	네덜란드	27.1	포르투갈	8.2	이스라엘	0.7
독일	3.0	이탈리아	5.1	미국	25.4	네덜란드	8.1	네덜란드	0.1
포르투갈	2.8	덴마크	3.6	아일랜드	25.2	미국	5.5	미국	(2.1)
프랑스	2.8	프랑스	3.5	MSCI DM	23.5	아일랜드	3.4	포르투갈	(2.3)
스웨덴	2.7	독일	3.5	핀란드	20.9	스웨덴	1.8	핀란드	(2.9)
네덜란드	2.5	스페인	2.7	오스트리아	20.8	이스라엘	1.4	스웨덴	(4.3)
싱가포르	2.3	스웨덴	2.2	프랑스	19.8	MSCI DM	0.6	스위스	(4.6)
오스트리아	2.0	벨기에	2.1	덴마크	19.7	스위스	0.5	MSCI DM	(5.5)
오스트레일리아	1.9	오스트레일리아	2.1	스웨덴	18.9	일본	(1.3)	독일	(7.3)
아일랜드	1.8	스위스	2.0	캐나다	17.9	핀란드	(2.1)	캐나다	(9.1)
핀란드	1.8	미국	1.9	이탈리아	16.9	독일	(2.5)	일본	(9.5)
덴마크	1.6	MSCI DM	1.9	일본	16.4	캐나다	(7.2)	홍콩	(9.6)
미국	1.6	아일랜드	1.8	뉴질랜드	15.7	프랑스	(9.4)	아일랜드	(10.1)
MSCI DM	1.6	캐나다	1.1	스페인	14.6	이탈리아	(12.1)	오스트레일리아	(13.0)
영국	1.5	이스라엘	0.8	오스트레일리아	13.2	오스트레일리아	(13.2)	프랑스	(14.8)
벨기에	1.1	싱가포르	0.8	영국	12.9	노르웨이	(15.5)	노르웨이	(16.3)
홍콩	1.0	영국	0.2	포르투갈	12.0	홍콩	(17.7)	이탈리아	(16.7)
캐나다	1.0	핀란드	(0.4)	벨기에	11.4	영국	(19.4)	영국	(18.1)
스위스	0.9	포르투갈	(0.8)	홍콩	10.9	스페인	(20.2)	싱가포르	(18.4)
이스라엘	0.6	오스트리아	(0.8)	스위스	9.1	싱가포르	(20.8)	스페인	(20.3)
노르웨이	0.4	일본	(2.3)	싱가포르	8.7	벨기에	(24.1)	벨기에	(23.2)
일본	(1.0)	노르웨이	(3.1)	노르웨이	4.4	오스트리아	(26.1)	오스트리아	(29.5)

주: 선진국 시장은 MSCI DM 기준
 자료: 흥국증권 리서치센터

그림 11 선진국 시장 수익률



자료: 흥국증권 리서치센터

(1) EPS 리비전 – 선진국(DM)

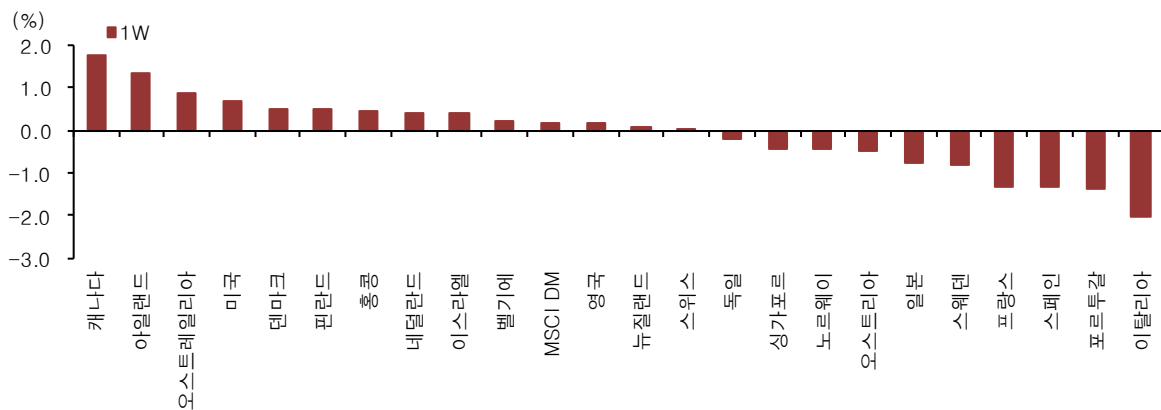
- ✓ 주간 EPS 리비전 상위는 캐나다(+1.8%), 아일랜드(+1.3%)
- ✓ 주간 EPS 리비전 하위는 이탈리아(-2.0%), 포르투갈(-1.4%)

그림 12 선진국 EPS 리비전

국가	2020					2021				
	1W	1M	3M	6M	12M	1W	1M	3M	6M	12M
캐나다	1.8	6.5	(26.7)	(40.1)	(41.5)	0.3	1.5	(5.7)	(15.2)	(17.6)
아일랜드	1.3	3.0	(48.9)	(61.9)	(61.9)	0.3	0.3	(18.4)	(21.6)	(22.9)
오스트레일리아	0.9	1.5	(16.3)	(23.4)	(29.0)	7.0	7.9	(5.7)	(14.7)	(18.5)
미국	0.7	0.2	(15.5)	(23.5)	(24.7)	0.8	0.5	(7.8)	(9.7)	(12.1)
덴마크	0.5	6.4	(4.7)	(12.1)	(14.2)	0.2	1.3	(2.1)	1.9	(2.7)
핀란드	0.5	(9.5)	(18.7)	(26.3)	(33.2)	0.1	(0.6)	(6.7)	(8.7)	(17.2)
홍콩	0.5	0.8	(8.4)	(14.6)	(15.4)	0.1	1.6	(3.1)	(4.4)	(7.6)
네덜란드	0.4	2.6	(13.3)	(27.7)	(33.7)	(0.7)	0.7	(6.8)	(12.7)	(20.3)
이스라엘	0.4	(1.7)	(18.0)	(10.2)	(17.5)	0.2	1.1	(9.2)	(7.6)	(9.0)
벨기에	0.2	(1.2)	(20.0)	(32.7)	(28.9)	0.3	(1.4)	(15.5)	(16.4)	(18.9)
MSCI DM	0.2	(0.7)	(16.5)	(25.7)	(28.1)	0.5	0.3	(8.0)	(12.0)	(15.3)
영국	0.2	1.1	(23.3)	(38.6)	(42.3)	(0.1)	(0.3)	(10.4)	(20.1)	(26.3)
뉴질랜드	0.1	0.1	(10.8)	(18.2)	(20.2)	14.7	11.7	(0.9)	(3.0)	(7.5)
스위스	0.0	(0.3)	(8.3)	(8.8)	(10.7)	0.0	(0.7)	(5.1)	(2.3)	(4.1)
독일	(0.2)	4.8	(10.5)	(24.9)	(29.7)	0.5	(1.5)	(6.6)	(8.3)	(14.7)
싱가포르	(0.4)	(2.2)	(17.1)	(25.3)	(27.7)	(0.3)	(1.4)	(13.3)	(16.6)	(21.4)
노르웨이	(0.4)	1.5	(26.7)	(35.7)	(41.5)	(0.6)	(2.6)	(15.9)	(24.4)	(27.5)
오스트리아	(0.5)	(1.7)	(29.3)	(47.9)	(49.3)	(0.4)	(2.0)	(16.6)	(29.6)	(32.3)
일본	(0.8)	(6.6)	(18.4)	(19.7)	(26.9)	(0.5)	(3.5)	(9.8)	(6.5)	(10.8)
스웨덴	(0.8)	(3.5)	(15.1)	(26.6)	(27.9)	(0.5)	(0.9)	(6.3)	(8.6)	(10.5)
프랑스	(1.3)	(4.4)	(23.5)	(40.0)	(42.4)	(0.1)	(1.3)	(13.5)	(21.5)	(24.0)
스페인	(1.3)	(6.9)	(40.9)	(57.9)	(59.7)	(0.8)	(3.3)	(25.3)	(33.8)	(36.8)
포르투갈	(1.4)	(9.3)	(23.6)	(26.3)	(28.3)	(0.9)	(5.9)	(11.5)	(11.8)	(14.8)
이탈리아	(2.0)	(8.3)	(42.3)	(56.8)	(57.5)	0.2	(0.9)	(17.1)	(28.3)	(31.5)

주: 각 국가별 주요 지수 기준
 자료: 흥국증권 리서치센터

그림 13 선진국 EPS 리비전



자료: 흥국증권 리서치센터

(1) 주식 수익률 – 신흥국(EM)

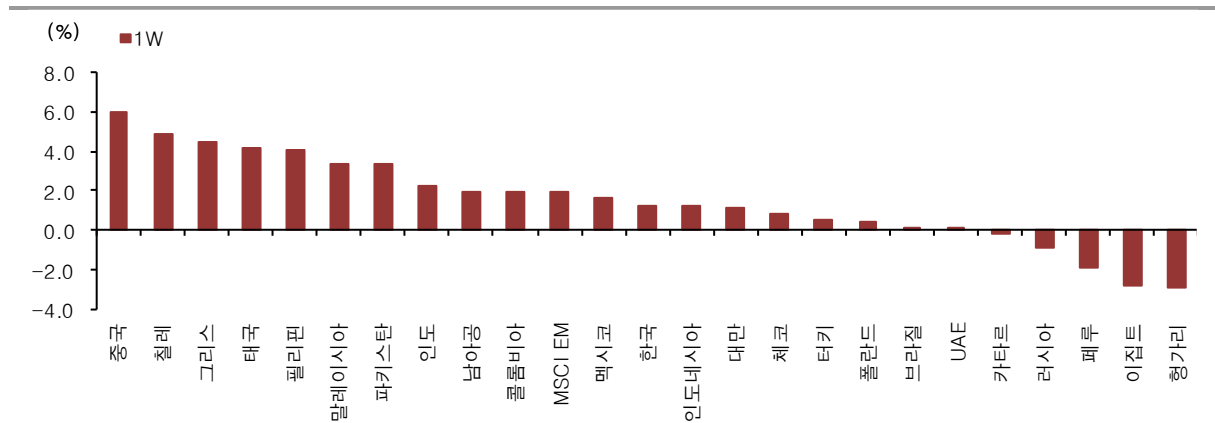
- ✓ 주간 수익률 상위는 중국(+6.0%), 칠레(+4.8%)
- ✓ 주간 수익률 하위는 헝가리(-2.9%), 이집트(-2.8%)

그림 14 신흥국 시장 수익률

국가	1W	국가	1M	국가	3M	국가	12M	국가	YTD
중국	6.0	중국	11.0	브라질	30.5	중국	15.3	중국	9.1
칠레	4.8	칠레	8.5	인도	27.6	대만	13.4	대만	(2.5)
그리스	4.5	대만	6.6	남아공	22.9	한국	5.9	한국	(2.9)
태국	4.2	MSCI EM	5.8	터키	22.1	터키	3.9	말레이시아	(3.8)
필리핀	4.1	필리핀	5.7	MSCI EM	22.1	MSCI EM	(3.4)	터키	(5.7)
말레이시아	3.4	인도	5.5	한국	22.0	남아공	(8.3)	남아공	(5.9)
파키스탄	3.3	남아공	5.5	칠레	21.7	인도	(9.4)	MSCI EM	(8.2)
인도	2.2	터키	4.7	대만	20.6	말레이시아	(10.5)	인도	(10.8)
남아공	1.9	브라질	3.4	멕시코	19.6	헝가리	(11.0)	카타르	(12.5)
콜롬비아	1.9	폴란드	3.0	폴란드	19.4	카타르	(12.2)	태국	(14.5)
MSCI EM	1.9	한국	3.0	중국	19.4	파키스탄	(14.6)	폴란드	(17.9)
멕시코	1.6	체코	2.4	필리핀	19.2	러시아	(16.2)	필리핀	(19.0)
한국	1.2	인도네시아	2.4	러시아	17.8	이집트	(16.3)	칠레	(19.0)
인도네시아	1.2	말레이시아	1.8	태국	17.1	UAE	(21.2)	UAE	(19.4)
대만	1.1	UAE	1.5	체코	16.4	체코	(21.6)	체코	(20.3)
체코	0.9	이집트	1.5	UAE	15.8	필리핀	(22.5)	러시아	(23.0)
터키	0.5	카타르	1.4	말레이시아	15.8	태국	(23.1)	이집트	(23.1)
폴란드	0.5	헝가리	0.8	그리스	15.3	인도네시아	(24.4)	인도네시아	(23.3)
브라질	0.1	태국	(0.1)	헝가리	13.8	멕시코	(25.7)	헝가리	(25.0)
UAE	0.0	콜롬비아	(1.2)	콜롬비아	11.0	폴란드	(25.8)	멕시코	(26.7)
카타르	(0.2)	파키스탄	(2.3)	인도네시아	9.7	칠레	(31.4)	파키스탄	(28.0)
러시아	(0.9)	그리스	(2.9)	이집트	9.4	그리스	(32.4)	페루	(33.2)
페루	(1.9)	멕시코	(3.2)	파키스탄	9.0	브라질	(33.0)	브라질	(37.0)
이집트	(2.8)	페루	(3.3)	페루	8.7	페루	(37.4)	그리스	(37.2)
헝가리	(2.9)	러시아	(4.5)	카타르	4.7	콜롬비아	(42.4)	콜롬비아	(45.0)

주: 신흥국 시장은 MSCI EM 기준
 자료: 흥국증권 리서치센터

그림 15 신흥국 시장 수익률



자료: 흥국증권 리서치센터

(1) EPS 리비전 – 신흥국(EM)

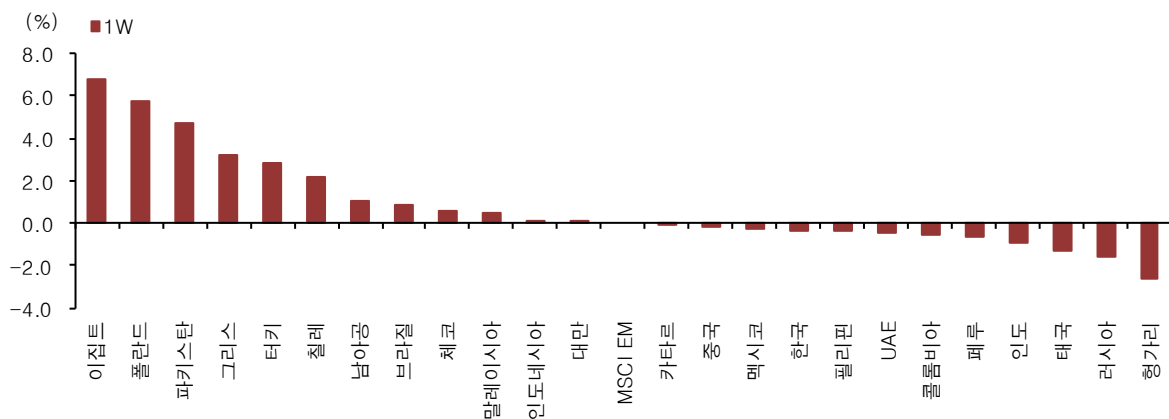
- ✓ 주간 EPS 리비전 상위는 이집트(+6.8%), 폴란드(+5.7%)
- ✓ 주간 EPS 리비전 하위는 헝가리(-2.6%), 러시아(-1.6%)

그림 16 신흥국 EPS 리비전

국가	2020					2021				
	1W	1M	3M	6M	12M	1W	1M	3M	6M	12M
이집트	6.8	(1.7)	(18.7)	(7.6)	(30.5)	4.2	3.6	(9.2)	(3.4)	(22.5)
폴란드	5.7	6.9	(19.2)	(31.1)	(30.6)	1.4	(1.8)	(15.2)	(20.8)	(22.2)
파키스탄	4.7	4.4	(9.9)	1.5	(5.0)	5.2	4.2	(9.7)	(8.2)	(9.9)
그리스	3.2	(18.5)	(43.7)	(15.3)	(32.6)	0.6	(9.3)	(20.7)	(20.4)	(11.5)
터키	2.9	2.5	(31.4)	(13.4)	(19.0)	1.0	1.7	(11.3)	3.1	(0.9)
칠레	2.2	(31.5)	(85.1)	(84.7)	(86.7)	0.0	19.8	1080.4	1272.3	1118.1
남아공	1.1	1.3	(13.1)	(3.8)	(2.5)	1.4	2.7	(3.0)	10.6	9.9
브라질	0.8	(20.6)	(52.7)	(56.3)	(60.3)	1.0	2.6	(3.9)	(7.9)	(13.4)
체코	0.5	0.6	(22.1)	(25.3)	(23.4)	0.5	(0.5)	(21.1)	(22.1)	(22.1)
말레이시아	0.5	(0.3)	(15.5)	(20.2)	(22.6)	1.0	1.9	(6.7)	(9.8)	(13.0)
인도네시아	0.1	(8.1)	(26.1)	(22.6)	(24.6)	0.3	(4.3)	(16.2)	(10.4)	(15.3)
대만	0.0	(0.5)	(6.1)	(1.5)	(3.7)	0.1	0.7	(2.9)	1.5	0.7
MSCI EM	0.0	(1.6)	(14.3)	(19.7)	(23.8)	(0.2)	0.1	(6.4)	(8.1)	(13.0)
카타르	(0.1)	(0.2)	(21.3)	(23.2)	(26.3)	(7.3)	(7.7)	(19.6)	(18.9)	(24.4)
중국	(0.2)	(0.7)	(6.8)	(4.5)	(5.9)	(0.1)	(0.5)	(5.0)	(0.5)	(2.2)
멕시코	(0.3)	(10.6)	(38.1)	(37.8)	(43.5)	0.5	(1.2)	(7.0)	0.8	(9.2)
한국	(0.3)	(1.2)	(12.0)	0.3	(15.9)	(0.2)	(0.8)	(5.7)	7.1	(1.3)
필리핀	(0.4)	(3.6)	(25.6)	(24.2)	(24.0)	(0.1)	(1.2)	(15.7)	(11.6)	(13.5)
UAE	(0.5)	(3.1)	(25.3)	(40.3)	(44.6)	0.8	(2.1)	(20.3)	(27.9)	(33.7)
콜롬비아	(0.6)	(1.6)	(18.7)	(14.1)	(18.0)	0.3	(1.0)	(14.8)	(11.0)	(8.7)
페루	(0.6)	(13.5)	(35.5)	(38.4)	(43.5)	0.3	(3.5)	(14.1)	(12.3)	(19.2)
인도	(1.0)	(4.3)	(18.7)	(10.6)	(18.8)	(0.4)	(2.1)	(6.5)	2.4	(3.8)
태국	(1.3)	(3.9)	(19.2)	(30.8)	(38.6)	(1.3)	(2.0)	(12.9)	(20.5)	(29.1)
러시아	(1.6)	(8.2)	(20.7)	(48.4)	(48.1)	(2.2)	(4.8)	(4.3)	(28.9)	(32.0)
헝가리	(2.6)	(5.5)	(32.9)	(40.9)	(39.6)	(1.4)	(5.7)	(9.7)	(15.4)	(15.2)

주: 각 국가별 주요 지수 기준
 자료: 흥국증권 리서치센터

그림 17 신흥국 EPS 리비전



자료: 흥국증권 리서치센터

(2) 자금 흐름

주간 ETF 유/출입액 상위

	순위	티커	종목	기초자산	유/출입액 (억\$)	AUM (십억\$)	AUM (%Chg)
유입액	1	IEF	iShares 7-10 Year Treasury Bond ETF	7~10년 잔존 만기 미국 국채	56.9	22.4	34.1
	2	SPTI	SPDR Portfolio Intermediate Term Treasury ETF	바클레이즈 미국 3~10년 국채 지수	25.0	4.2	144.7
	3	SCHP	Schwab U.S. TIPS ETF	미국 물가연동국채 지수	22.7	10.7	26.8
	4	LQD	iShares iBoxx USD Investment Grade Corporate Bond ETF	달러 표시 투자등급 회사채	11.8	55.3	2.2
	5	VCIT	Vanguard Intermediate-Term Corporate Bond ETF	미국 중기 회사채	8.9	36.3	2.5
	6	TLT	iShares 20+ Year Treasury Bond ETF	잔존만기 20Y 초과 미국채	8.7	19.0	4.8
	7	BND	Vanguard Total Bond Market ETF	미국 투자등급 채권	8.3	56.2	1.5
	8	VOO	Vanguard S&P 500 ETF	S&P 500 지수	7.3	149.2	0.5
	9	SCHX	Schwab U.S. Large-Cap ETF	다우존스 미국 대형주	5.5	20.7	2.7
	10	IVV	iShares Core S&P 500 ETF	S&P 500 지수	5.4	196.6	0.3
유출액	1	QQQ	Invesco QQQ Trust	나스닥 100 지수	-35.9	118.0	-3.0
	2	SPY	SPDR S&P 500 ETF Trust	S&P 500 지수	-20.3	277.3	-0.7
	3	SCHR	Schwab Intermediate-Term U.S. Treasury ETF	3~10년 만기 미국 국채	-17.3	3.3	-34.6
	4	JNK	SPDR Bloomberg Barclays High Yield Bond ETF	블룸버그 바클레이즈 하이일드채 고유동성 채권지수	-13.3	10.7	-11.1
	5	HYG	iShares iBoxx USD High Yield Corporate Bond ETF	미국 달러 표시 하이일드 회사채	-10.3	27.3	-3.6
	6	HVLB	Xtrackers USD High Yield Corporate Bond ETF	달러 표시 하이일드 회사채	-7.0	4.5	-13.5
	7	FNDX	Schwab Fundamental U.S. Large Company Index ETF	러셀 대형주 지수	-5.8	4.3	-11.8
	8	USHY	iShares Broad USD High Yield Corporate Bond ETF	달러 표시 하이일드 회사채	-4.8	4.9	-9.0
	9	FNDF	Schwab Fundamental International Large Company Index ETF	미국 제외 글로벌 대형주	-4.2	3.9	-9.7
	10	SJNK	SPDR Bloomberg Barclays Short Term High Yield Bond ETF	0~5년 단기 하이일드 회사채	-4.1	3.0	-11.8

*주: 발간일 기준 지난주 목요일까지의 5영업일 자금흐름

주간 자산별 ETF 유출입액

YTD 자산별 ETF 유출입액

	유/출입액 (억\$)	AUM (십억\$)	% of AUM	유/출입액 (억\$)	AUM (십억\$)	% of AUM	
U.S. Equity	-57.8	2403.0	-0.2	U.S. Equity	750.9	2403.0	3.1
International Equity	-3.7	781.9	0.0	International Equity	-108.6	781.9	-1.4
U.S. Fixed Income	69.3	867.0	0.8	U.S. Fixed Income	874.1	867.0	10.1
International Fixed Income	2.9	92.1	0.3	International Fixed Income	38.1	92.1	4.1
Commodities	24.4	122.3	2.0	Commodities	324.2	122.3	26.5
Currency	-0.9	1.5	-5.6	Currency	2.3	1.5	15.0
Leveraged	-3.0	35.7	-0.8	Leveraged	39.7	35.7	11.1
Inverse	4.5	15.5	2.9	Inverse	112.8	15.5	72.7
Asset Allocation	0.3	9.7	0.3	Asset Allocation	3.8	9.7	3.9
Alternatives	0.8	4.5	1.8	Alternatives	-12.9	4.5	-28.9
Total:	37.0	4333.2	0.1	Total:	2024.3	4333.2	4.7

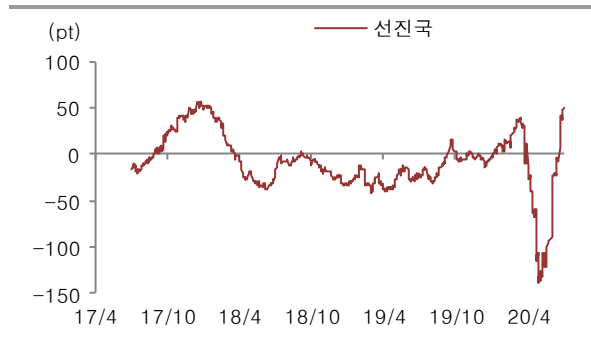
*주: 발간일 기준 전전주 금요일까지의 5영업일 자금흐름

자료: ETF.com, 흥국증권 리서치센터

(3) 거시경제 지표 – Surprise Index

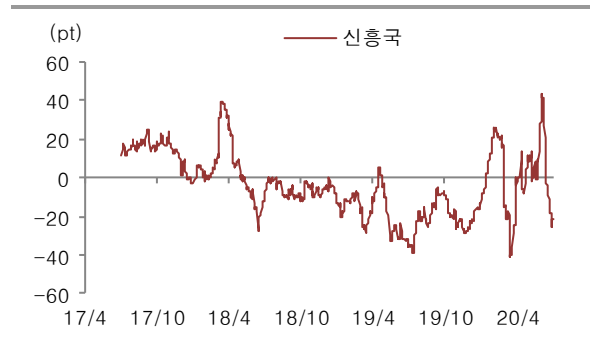
- ✓ 미국(+19.9pt)과 유럽(+19.6pt) 중심의 선진국은 전주 대비 6.9pt 상승
- ✓ 반면, 중국(-19.4pt) 중심의 신흥국은 전주 대비 4.8pt 하락

그림 18 선진국 Citi Economic Surprise Index



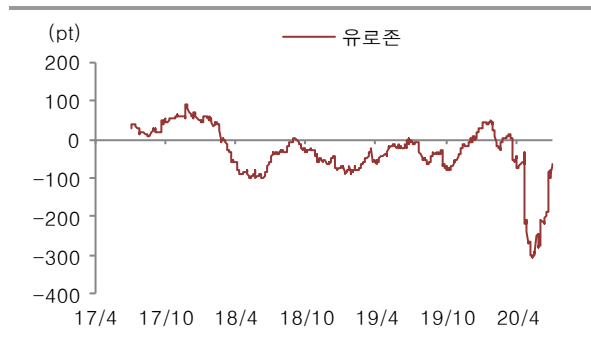
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 19 신흥국 Citi Economic Surprise Index



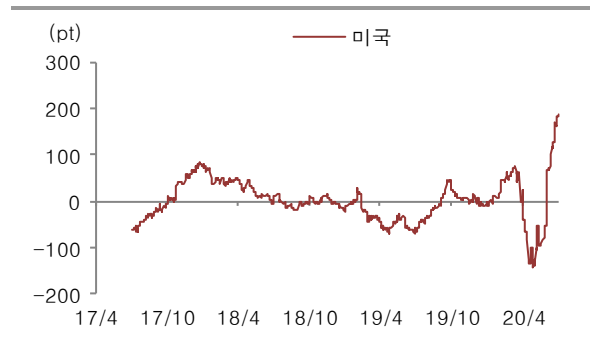
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 20 유로존 Citi Economic Surprise Index



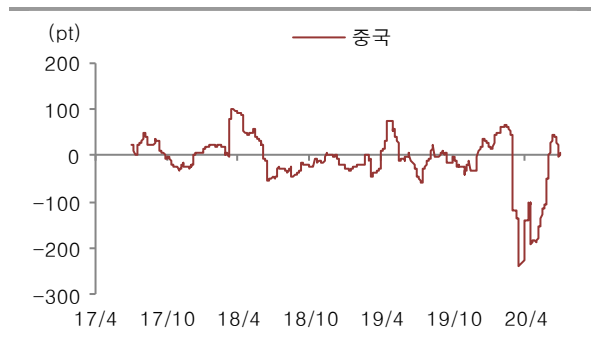
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 21 미국 Citi Economic Surprise Index



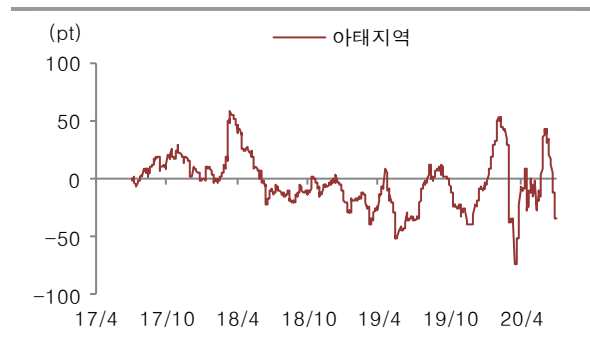
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 22 중국 Citi Economic Surprise Index



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 23 아태지역 Citi Economic Surprise Index



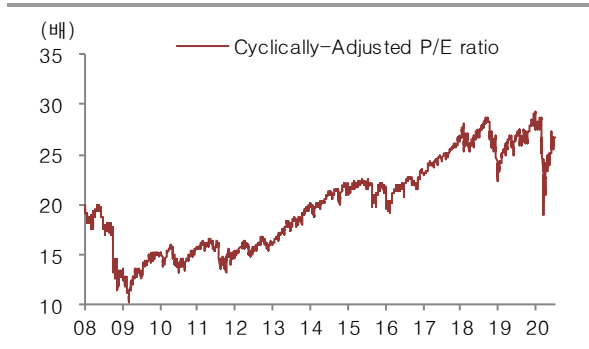
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

➢ **Surprise Index** : 실제 발표된 경제지표가 시장 전망치와 얼마나 부합했는지 정도

(3) 거시경제 지표 – 위험 신호 지표(DM)

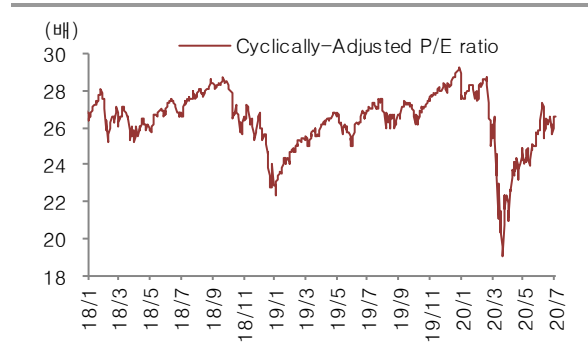
- ✓ 실러의 PE Ratio는 2월 이후 급락세 이어오다 재차 반등
- ✓ 지난주 미국 장단기 금리차는 상대적 2년물 강세 흐름에 스프레드 확대

그림 24 S&P 500 실러의 P/E Ratio



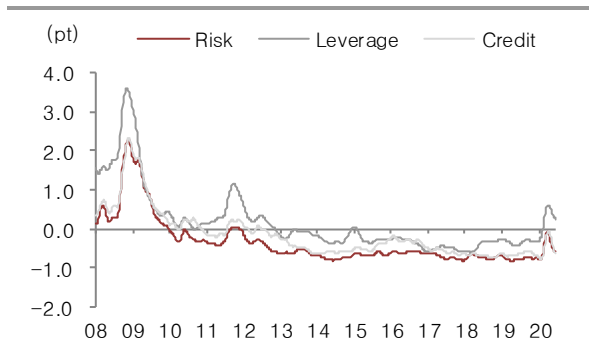
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 25 [단기] S&P 500 실러의 P/E Ratio



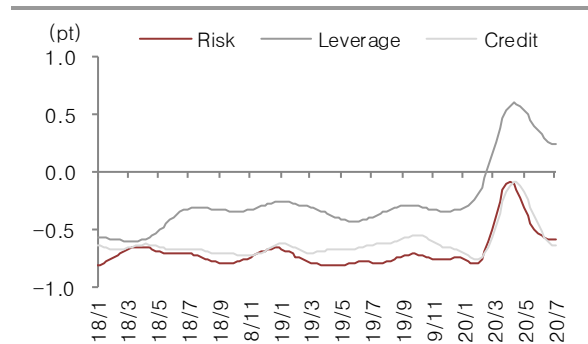
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 26 시카고 연준 금융상황 Sub Index



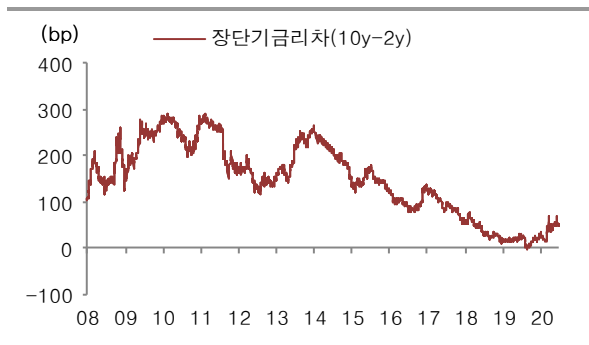
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 27 [단기] 시카고 연준 금융상황 Sub Index



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 28 미국채 10년-2년 장단기 금리차



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 29 [단기] 미국채 10년-2년 장단기 금리차

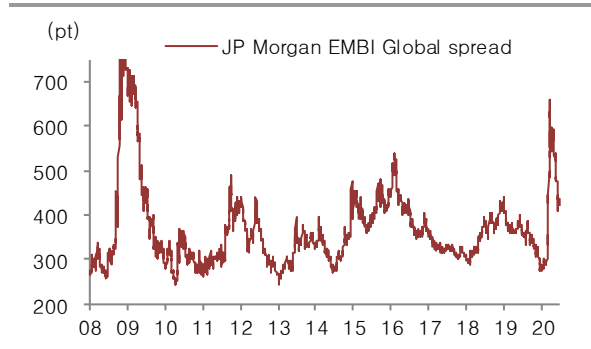


자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

(3) 거시경제 지표 – 위험 신호 지표(EM)

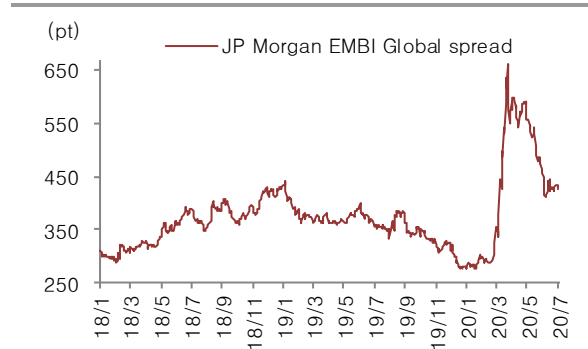
- ✓ EMBI Global spread는 급등 뒤 하락 추세
- ✓ MSCI EM Currency Index는 급락 뒤 반등 추세

그림 30 EMBI Spread



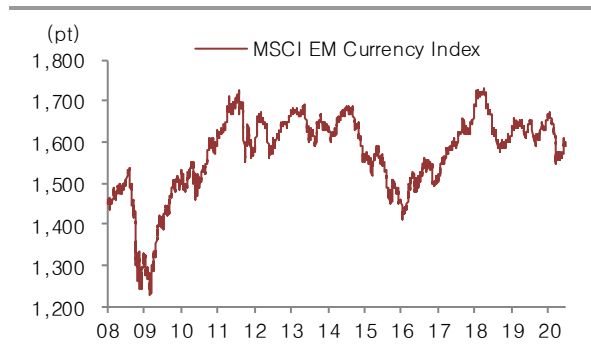
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 31 [단기] EMBI Spread



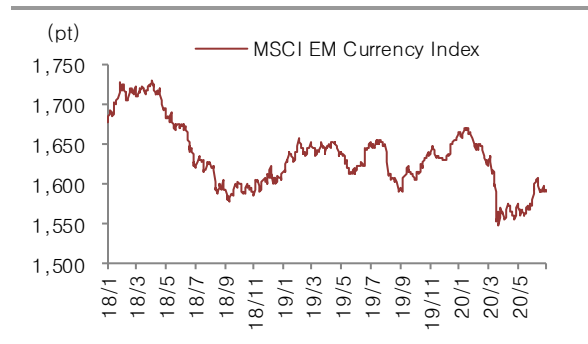
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 32 MSCI EM Currency Index



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 33 [단기] MSCI EM Currency Index



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 34 구리/금 가격 비율



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 35 [단기] 구리/금 가격 비율

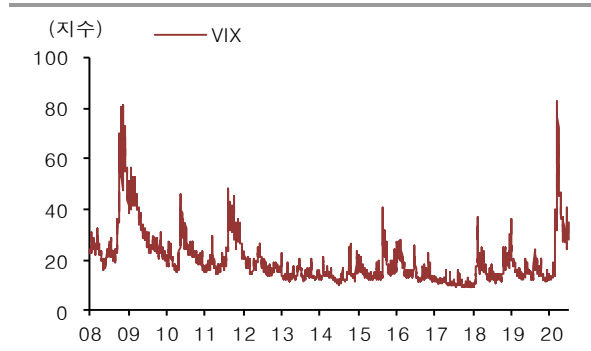


자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

(3) 거시경제 지표 – 위험 신호 지표(기타)

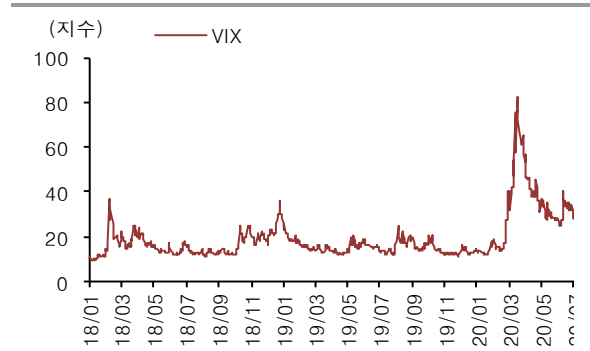
- ✓ VIX는 코로나19 재유행 및 미중 갈등 확산 우려에 재차 상승 뒤 소폭 하락
- ✓ Macro Risk Index 및 달러(호주)/엔(일본) 지표는 각각 소폭 하락 및 상승

그림 36 VIX



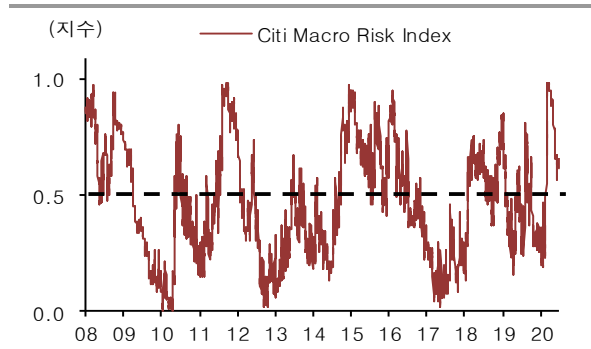
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 37 [단기] VIX



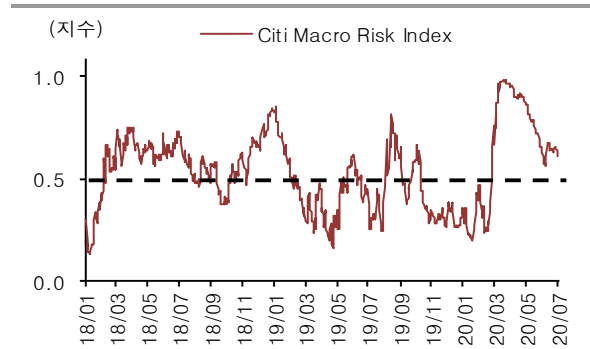
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 38 Citi Macro Risk Index



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터
 주: 0.5이상=안전자산 선호, 0.5이하=위험자산 선호

그림 39 [단기] Citi Macro Risk Index



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터
 주: 0.5이상=안전자산 선호, 0.5이하=위험자산 선호

그림 40 호주 달러 / 일본 엔



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 41 [단기] 호주 달러 / 일본 엔

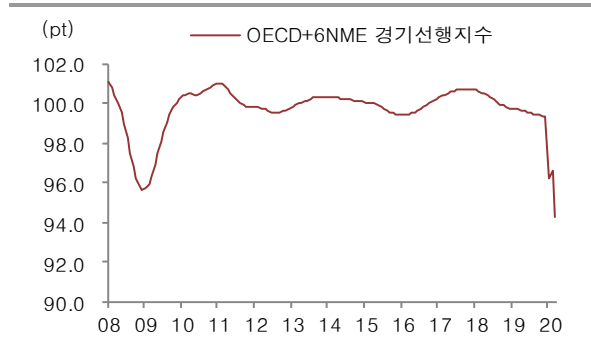


자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

(3) 거시경제 지표 – OECD 경기 선행지수

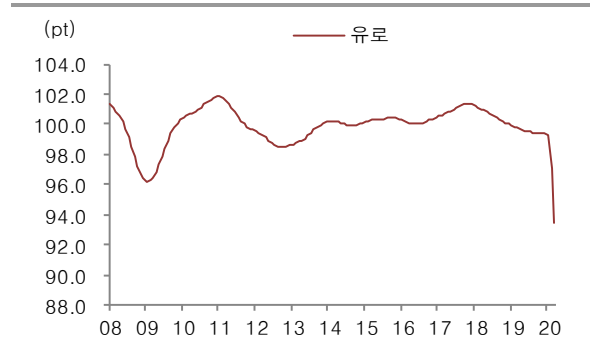
- ✓ 코로나19 사태에 따른 경기 둔화를 반영, 전반적인 글로벌 OECD 경기 선행지수는 하락 추세
- ✓ 단, 중국과 한국 경기선행지수는 반등 추세

그림 42 OECD+6NME OECD 경기선행지수



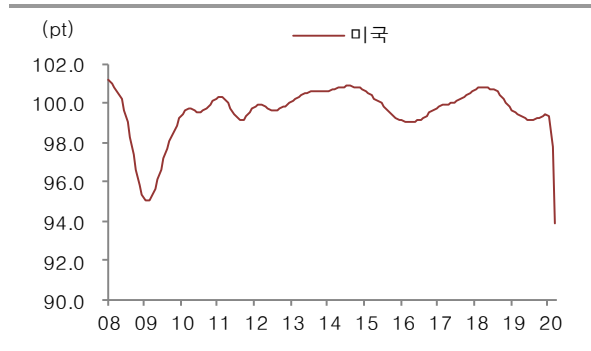
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 43 유로존 OECD 경기선행지수



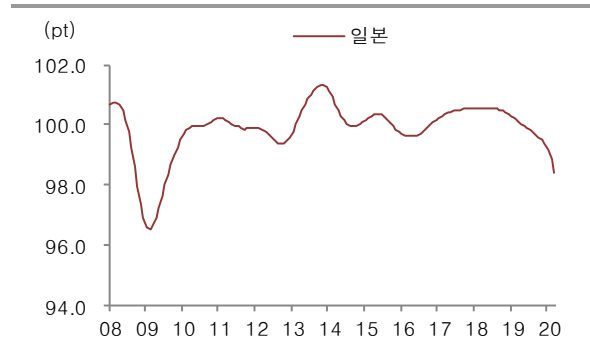
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 44 미국 OECD 경기선행지수



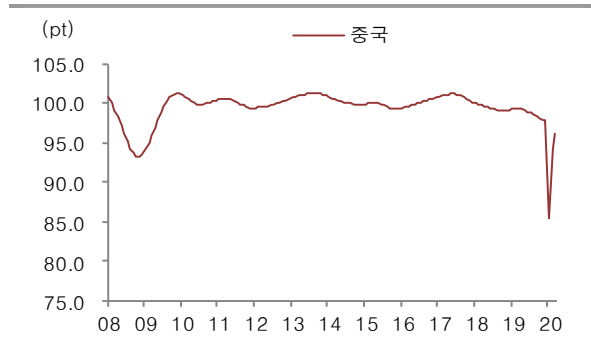
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 45 일본 OECD 경기선행지수



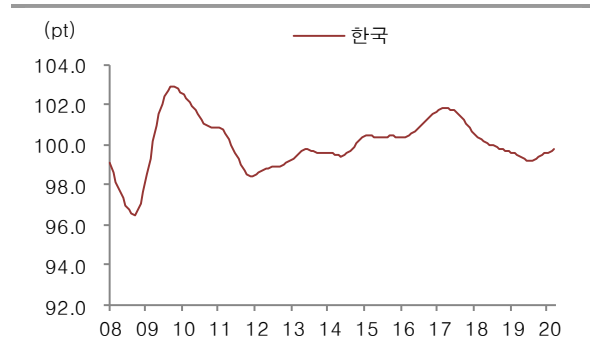
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 46 중국 OECD 경기선행지수



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터
 주: 발표주기 - 1개월 지연 매월 발표

그림 47 한국 OECD 경기선행지수

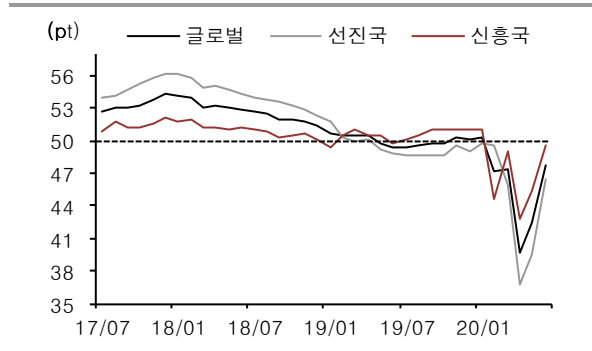


자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

(3) 거시경제 지표 – 제조업 PMI

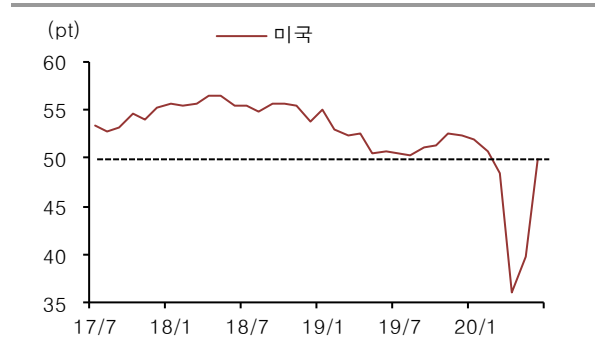
- ✓ 6월 글로벌 PMI는 전월 대비 5.4 상승한 47.8 기록
- ✓ 미국, 유럽, 중국 모두 전월 대비 각각 10.0, 8.0, 0.5씩 상승

그림 48 글로벌 제조업 PMI



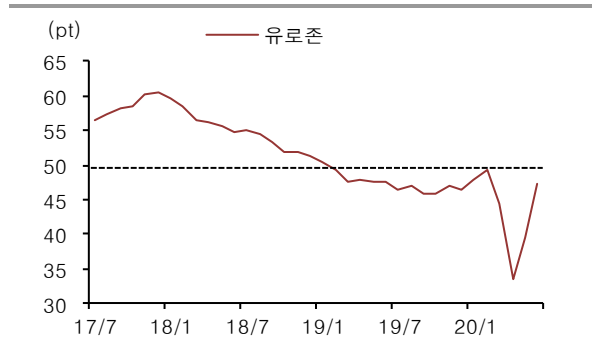
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 49 미국 제조업 PMI



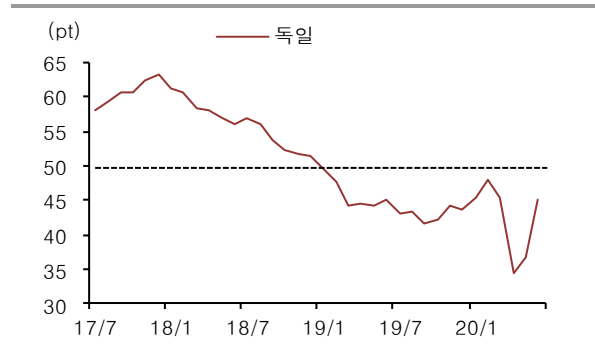
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 50 유로존 제조업 PMI



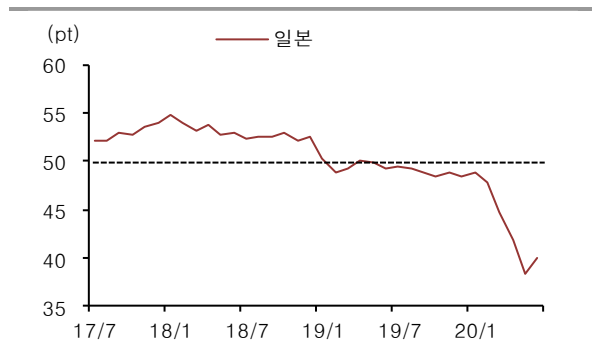
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 51 독일 제조업 PMI



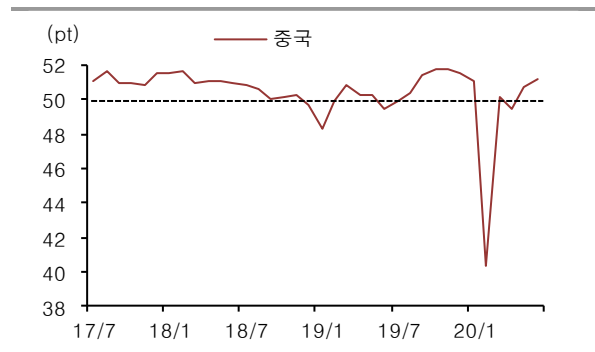
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 52 일본 제조업 PMI



자료: Markit, Bloomberg, 흥국증권 리서치센터
 주: 발표주기 - 매월 초 발표

그림 53 중국 제조업 PMI

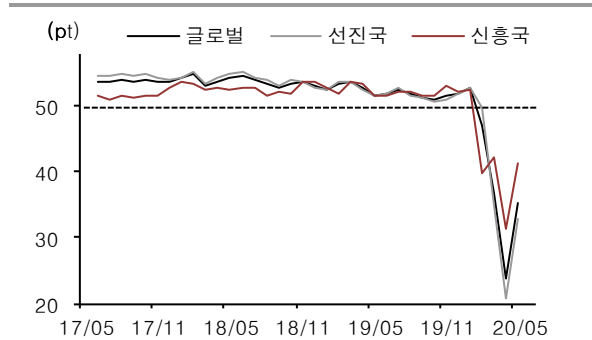


자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

(3) 거시경제 지표 – 서비스업 PMI

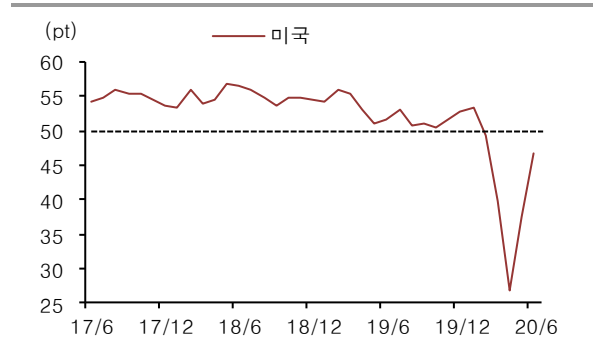
- ✓ 6월 일본과 중국 PMI는 전월 대비 각각 18.5, 3.4씩 상승한 45, 58.4 기록
- ✓ 한편, 중국 PMI는 2개월 연속 50을 상회하며 본격적인 확장국면 진입

그림 54 글로벌 서비스업 PMI



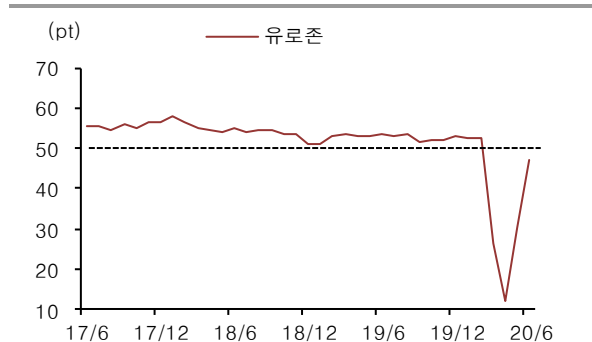
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 55 미국 서비스업 PMI



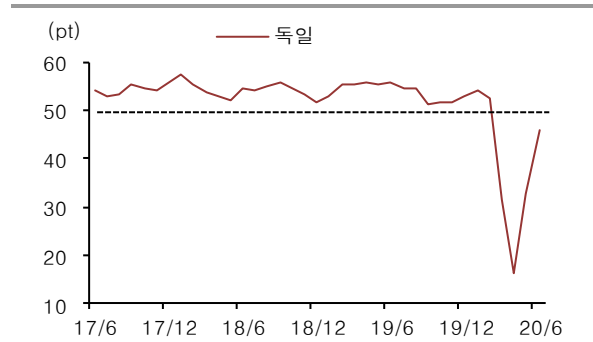
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 56 유로존 서비스업 PMI



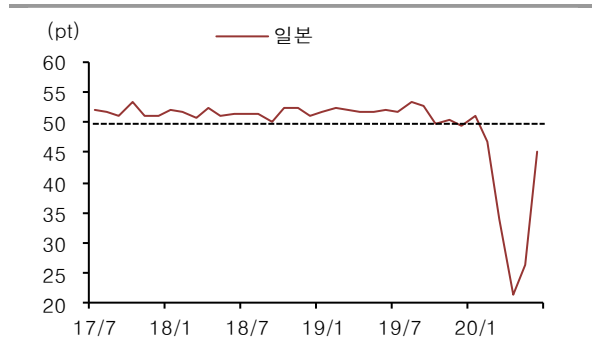
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 57 독일 서비스업 PMI



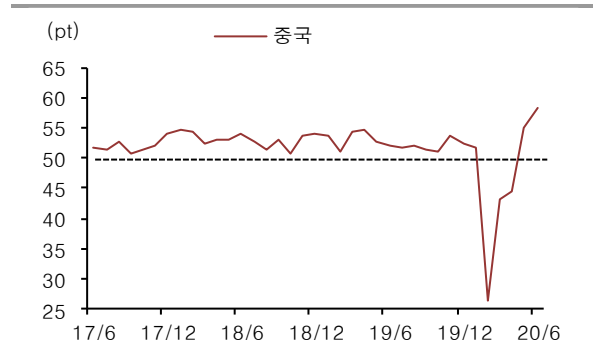
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 58 일본 서비스업 PMI



자료: Markit, Bloomberg, 흥국증권 리서치센터
 주: 발표주기 - 매월 초 발표

그림 59 중국 서비스업 PMI

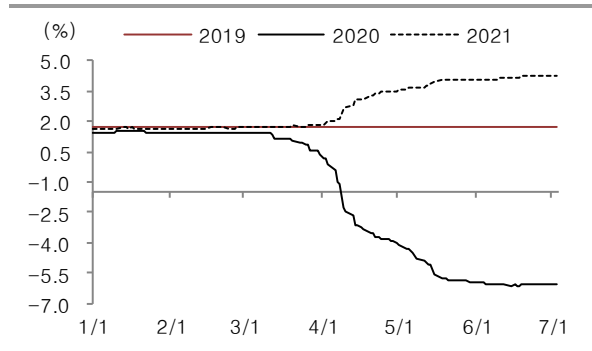


자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

(3) 거시경제 지표 – 주요국 GDP 추정치

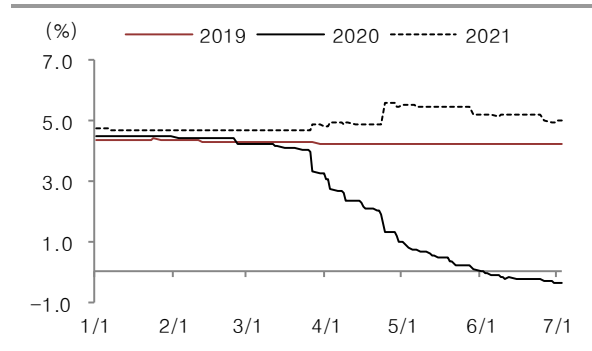
- ✓ 코로나19에 따른 경기 악화 우려에 전반적인 글로벌 20년 경제성장률 컨센서스 하향 심화
- ✓ 반면, 21년 글로벌 경제성장률 컨센서스는 상승 추세

그림 60 선진국 경제성장률 컨센서스



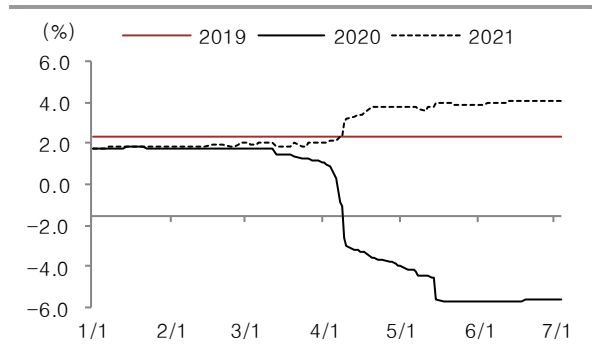
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 61 신흥국 경제성장률 컨센서스



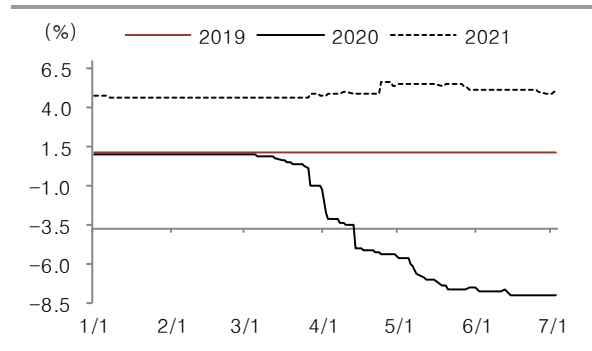
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 62 미국 경제성장률 컨센서스



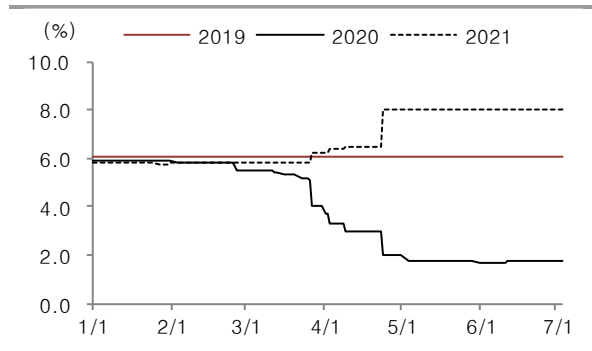
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 63 유로존 경제성장률 컨센서스



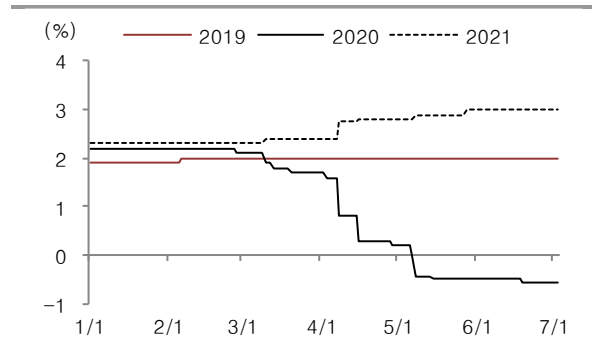
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 64 중국 경제성장률 컨센서스



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터
 주: 컨센서스는 블룸버그 통합 기준

그림 65 한국 경제성장률 컨센서스

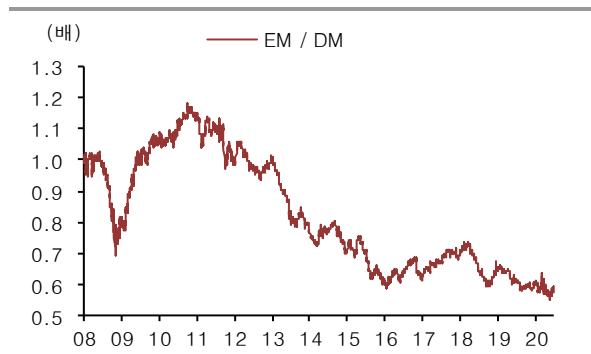


자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

(4) 스타일 및 사이즈 지표

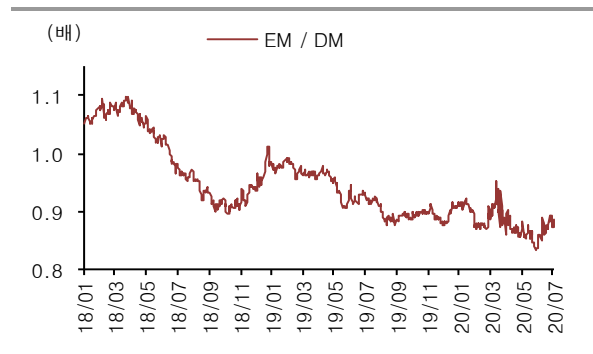
- ✓ 단기적으로 DM 대비 EM 선호 흐름 양상
- ✓ 한편, 3월 이후 대형주 대비 소형주 선호 흐름 양상

그림 66 EM/DM



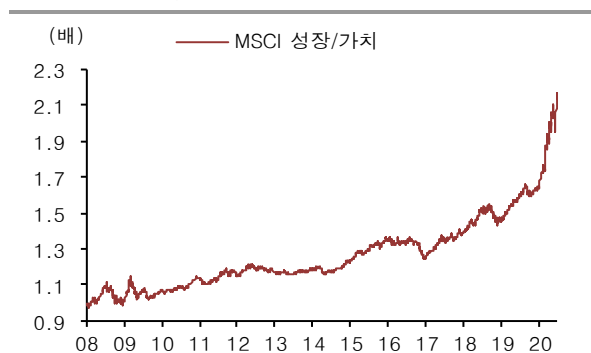
주: 2008/01/01=100
 자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 67 [단기] EM/DM



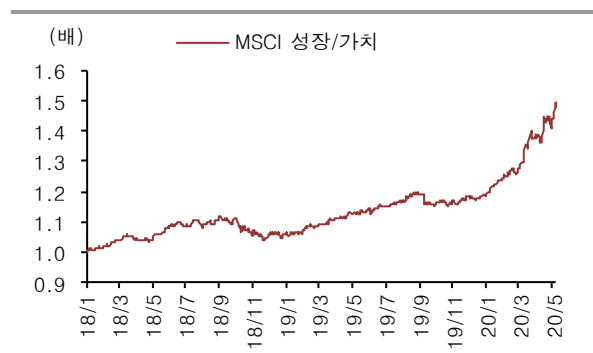
주: 2018/01/01=100
 자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 68 MSCI 성장/가치



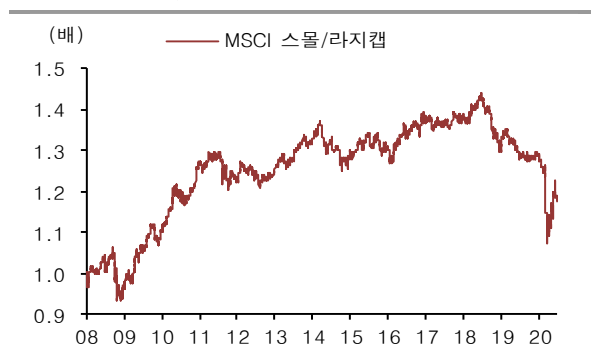
주: 2008/01/01=100
 자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 69 [단기] MSCI 성장/가치



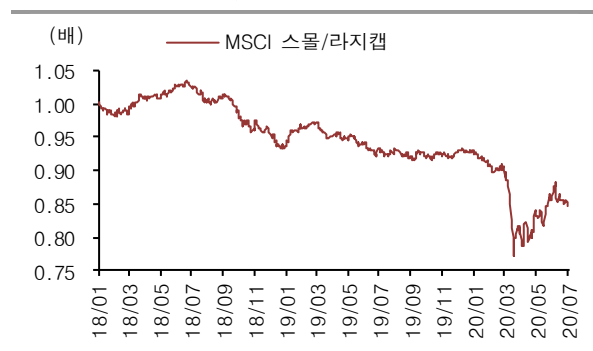
주: 2018/01/01=100
 자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 70 MSCI 스몰/라지캡



주: 2008/01/01=100
 자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 71 [단기] MSCI 스몰/라지캡



주: 2018/01/01=100
 자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 중간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

본 보고서에 사용된 흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 서울특별시 영등포구 국제금융로2길 32, 14층
- 전화번호 영업부 대표 02)6742-3630, 3699
- 팩스 영업부 대표 02) 6742-3649