

Strategy Idea



▲ 경제분석

Analyst 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

매크로 변수와 자산배분: 몇 가지 생각

- ✓ 투자시계: Recession에서 Recovery로 이행하는 초입 국면. 2009년 경험처럼 위험자산 편입의 적기. 그러나 전통적인 투자시계 상 경기소비재와 금융의 조기편입에는 신중할 필요
- ✓ GDP/CPI 컨센서스 모멘텀 지표: 모든 국가에서 주가와 기업이익을 설명하지 못함을 유의
- ✓ 달러화 약세 = 신흥국 buy / 미국 sell? 신흥국은 취약성 분석 선행할 것을 권고. 아울러, 전통적 환율변수를 압도하는 구조적 변수에 의한 미국 아웃퍼폼 현상 고려 필요

Prologue

중앙은행도, 각종 전망기관, 기업체에서도 경제분석가를 고용하여 쓰지만 각각의 목적은 다른 데 있다. 중앙은행은 통화신용정책 방안 수립의 근거 마련, 기업체들은 사업계획 수립을 위한 근거 마련에 그 목적이 있을 것이다.

그렇다면 자본시장/증권업계에서의 이코노미스트의 역할과 존재의 이유는 무엇일까? 작게는 복잡다단한 매크로 이슈에 대한 이해를 돕기 위함일 것이고, 이를 통해 성장은 나오는지, 글로벌 경기의 변곡점은 언제인지, 그래서 결국 “무엇을 사고 팔아야 하는지”에 대한 시사점을 얻기 위함일 것이라 생각한다. 투자전략가가 따로 있지만 경제를 분석하는 입장에서라도 가격변수에 대한 나름의 입장은 가지고 있어야 한다는 생각이다. 다수의 국가와 자산을 본다면 선호도 있어야 하겠다.

이따금씩 자산배분 이야기를 해줄 수 있느냐는 투자자들의 요청도 있다. 보통 자산배분은 계량 모델을 통해서 최적함수를 도출하거나, 다수의 매크로 애널리스트 간 협의를 통해 도출되는 경우가 대부분인 듯 하다. 그래서 혼자서는 이야기하기 어렵다. 필자가 이야기할 수 있는 것은 “매크로 변수”가 어떠한 형태로 자산배분에 사용되는 지, 그리고 거기에서 어떠한 자산배분 시사점을 얻을 수 있는지에 대한 것이다. 오늘 전략공감2.0에서는 이 내용을 다룬다.

매크로 변수의 활용과 자산배분 시사점

1. 투자시계(Investment clock)

투자시계를 활용하는 이유

자산배분 측면에서 가장 빈번하게 사용되는 경기변수는 GDP와 CPI일 것이다. 큰 그림에서는 현재의 경기국면이 어디에 위치해 있고, 경기국면별로 유망한 자산을 발굴해 내기 위한 목적이 클 것이다.

투자시계 활용법과 예시

이러한 목적으로 사용되는 것이 투자시계(investment clock)이다. 경제 성장률의 회복/둔화 여부와 인플레이션율의 상승/하락에 따라 경기국면을 크게 4가지 (Boom, Slowdown, Recession, Recovery)로 구분한 후 해당 경기국면에 아웃퍼폼할 개연성이 큰 자산군 편입을 확대하는 개념이다. 그림 1은 메릴린치가 제시하고 있는 투자시계를 나타낸 것이다. 예를 들어 경기가 둔화 국면을 넘어 침체로 갈 때는 정책금리 인하와 더불어 성장에 대한 기대가 낮아지기에 장기국채를 편입하고, 침체기에는 성장주를 편입했다가, 회복 국면에 진입할수록 회사채나 하이일드채 등 위험자산 비중을 늘리라는 개념이다.

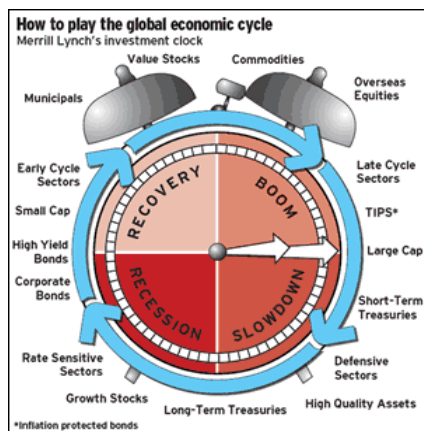
현재 국면에 대입해 보면?

이를 현재 국면에 대입해 보면 그림 2와 같다. CoVID-19로 인해 유발된 리세션은 과거 금융위기와 같이 경기진폭을 극대화시켰고, 경기의 4국면을 가장 뚜렷하게 통과하는 궤적을 만들어 낼 가능성이 크다. 물론 2021년과 2022년 컨센서스 전망이 맞다는 전제 하에서이다. 현재의 위치는 recession이며, 투자시계에 따르면 경기민감 업종 모멘텀이 부재하기에 구조적 성장주가 유망한 구간이다.

자산군 측면에서의 함의

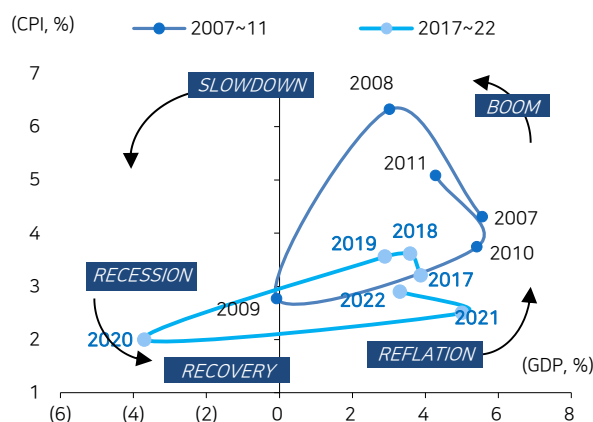
자산군 측면에서는 어떨까? 2000년 이후 자산군별 승자와 패자를 보여 준 것이 다음 페이지 표 1의 내용이다. 주지하다시피 2003~07년 중국 주도의 상품가격 사이클에서는 EM주식과 유가가 승자였으며, 위기 국면에 진입한 2008년에는 채권, 달러, 금과 같은 안전자산이 승자였다. 경기침체는 2009년에 극대화되었지만, 정작 자산군별 퍼포먼스를 보면 EM주식, 유가가 궁극적인 승자였다. 이는 자산군별 성과가 당해년 경기보다는 앞으로의 경기 전개 방향에 좌우됨을 보여 준다.

그림1 메릴린치의 투자시계



자료: Merrill Lynch

그림2 실제 GDP성장률과 CPI 상승률에 기반한 투자시계



자료: IMF, Bloomberg Consensus

표1 연간 자산성과: 승자(зелен 파란음영) vs 패자(열은 파란음영)

	DM 주식	EM 주식	채권	달러	유가	금	비고
2000	-14.1	-31.8	3.2	7.5	4.7	-5.5	■ 미국 IT버블
2001	-17.8	-4.9	1.6	6.6	-26.0	2.5	■ 글로벌 경기침체
2002	-21.1	-8.0	16.5	-12.8	57.3	24.8	■ 금리인하 및 리플레이션 정책
2003	30.8	51.6	12.5	-14.7	4.2	19.4	
2004	12.8	22.4	9.3	-7.0	33.6	5.5	■ 2003~07
2005	7.6	30.3	-4.5	12.8	40.5	17.9	■ 중국/EM 성장 가속화와 상품가격 붐
2006	18.0	29.2	6.6	-8.2	0.0	23.2	
2007	7.1	36.5	9.5	-8.3	57.2	31.0	
2008	-42.1	-54.5	4.8	6.0	-53.5	5.8	■ 글로벌 금융위기
2009	27.0	74.5	6.9	-4.2	77.9	24.4	■ 리플레이션 정책과 회복
2010	9.6	16.4	5.5	1.5	15.1	29.5	■ 리플레이션 정책과 회복
2011	-7.6	-20.4	5.6	1.5	8.2	10.1	■ 유럽 재정위기 부각과 확산
2012	13.2	15.1	4.3	-0.5	-7.1	7.1	
2013	24.1	-5.0	-2.6	0.3	7.2	-28.0	■ 테이퍼 탠트럼 / 중국 SHIBOR 위기
2014	2.9	-4.6	0.6	12.8	-45.9	-1.7	■ 국제유가 등 상품가격 급락
2015	-2.7	-17.0	-3.2	9.3	-30.5	-10.4	■ 글로벌 제조업 공급과잉 심화
2016	5.3	8.6	2.1	3.6	45.0	8.6	■ 글로벌 동반 경기회복
2017	20.1	34.3	7.4	-9.9	12.5	13.1	■ 글로벌 동반 경기회복
2018	-10.4	-16.6	-1.2	4.4	-24.8	-1.6	■ 연준 자산축소 영향
2019	25.2	15.4	6.8	0.2	34.5	18.3	■ 미-중 무역분쟁 격화와 통화완화 전환
1H20	-6.6	-10.7	3.0	1.0	-35.7	17.4	■ CoVID-19와 대규모 부양

주: 채권은 Barclays Global Aggregate Total Return Index 기준 (24개국 투자등급 채권 유니버스)

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

GDP/CPI 전망 모멘텀 활용한 투자시계상 위치

현재의 위치를 세분화하면 어디일까? 이를 가늠해 보기 위해 다른 잣대 하나를 사용한다. 12개월 선행 EPS를 추정하듯, 올해와 내년의 GDP성장률과 CPI상승률 전망을 가중평균 하여 12개월 선행 GDP성장률과 CPI상승률 전망을 하는 것이다. 이를 편의상 GDP성장률과 CPI상승률 전망 모멘텀이라 하겠다.

그림 3~6은 글로벌, 미국, 유로존, 중국의 GDP/CPI 전망 “모멘텀” 을 도해한 것이다. 이를 보면 3월 이후 글로벌 전역이 빠르게 리세션 국면으로 진입했다가 4~5월을 저점으로 경기와 물가가 회복 국면 초입으로 이행하는 중이다. 중국은 궤적이 다소 상이한데, 이는 2019년 돈육가격의 급등이 물가상승률 및 물가전망의 왜곡을 가져 왔기 때문이다.

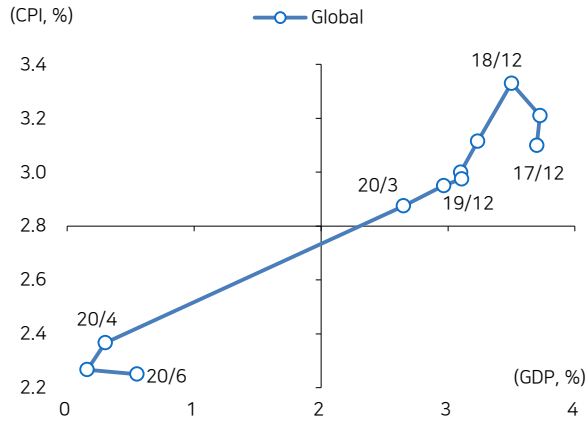
투자시계가 제시하는 자산군과 필자의 견해

전통적인 투자시계 하에서는 향후 Early-cycle과 금리민감주(경기소비재, 금융)에 해당하는 주식 편입을 고려해야 하고, 2008년 금융위기의 궤적을 떠올린다면 올 상반기 “패자” 군에 해당되었던 주식과 원유를 담는 것이 해답일 수 있다.

이에 대한 필자의 생각은 이렇다: 1) 후자는 지금도 유효한 전략이 될 수 있고 2/4분기 중 이미 성과를 내기 시작했다. 그러나 2) 과거 금리인하/인상 사이클이 빈번히 발생하여 해당 금리민감주의 성과가 양호했던 것과는 달리, 현재는 저금리가 장기화될 상황이며, 금융이 규제대상인 국가 일부에서는 투자시계상 전략이 유효하지 않을 수 있음을 유의해야 한다고 본다.

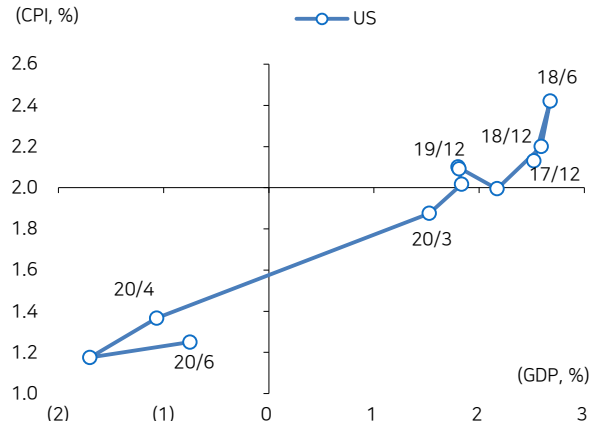
정량적인, 역사적인 관점도 중요하지만 과거와 현재가 어떤 측면에서 다른 지 여부도 살펴야 한다는 것이다. 이에 대해서는 4장에서 자세히 다루도록 한다.

그림3 글로벌 GDP/CPI 전망 모멘텀과 현재 위치



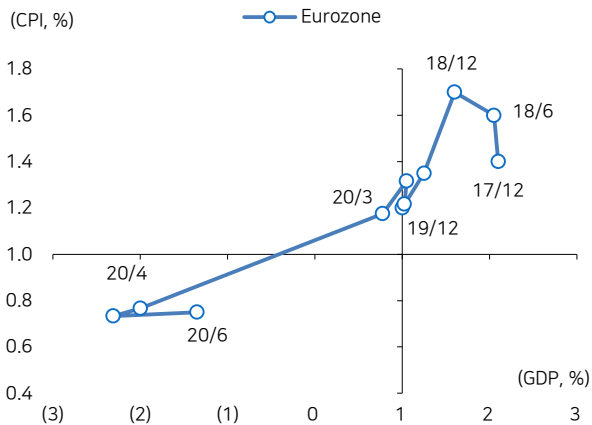
자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 GDP/CPI 전망 모멘텀과 현재 위치



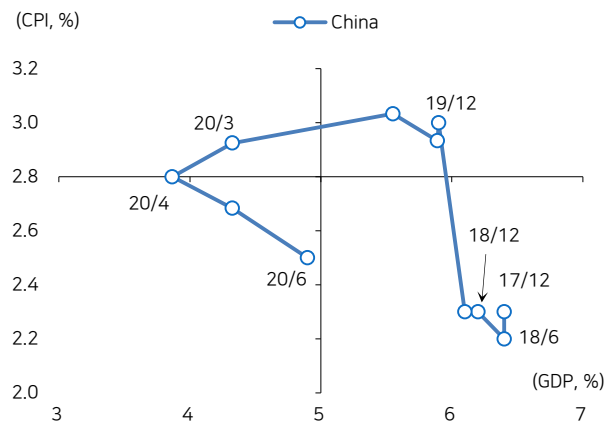
자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

그림5 유로존 GDP/CPI 전망 모멘텀과 현재 위치



자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 GDP/CPI 전망 모멘텀과 현재 위치



자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

2. GDP/CPI 전망 모멘텀 지표 활용

GDP/CPI 모멘텀을 통해 Top-line growth를 추정

앞서 경기국면을 판단할 때 향후 12개월에 대한 GDP, CPI 전망이 유용하게 활용될 수 있음을 이야기하였다. 이번에는 이 지표의 다른 활용법과 범하게 될 수 있는 오류에 대해 언급하도록 한다. 아래 그림 7~10은 각국의 12개월 선행 실질 GDP성장률과 CPI상승률 전망을 합쳐 명목 GDP와 유사한 개념으로 만들어 본 것이다.

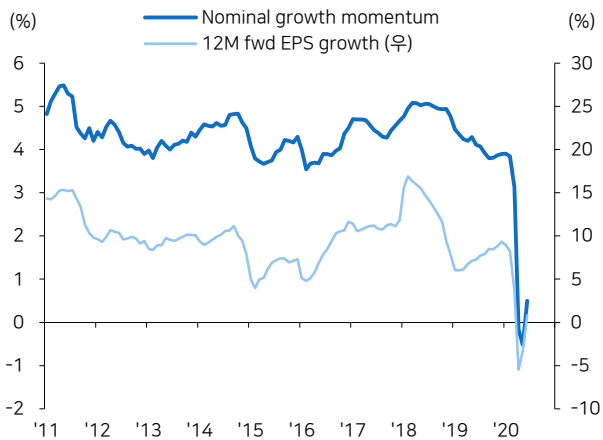
예를 들어 12개월 선행 실질 GDP성장률 전망이 2%, CPI 상승률 전망이 3%라면, 명목 성장률의 12개월 선행치는 5%가 되는 개념이다. 명목 성장률을 자산배분 관점에서 다루는 이유는, 탑다운 관점에서 기업들이 매출과 이익을 더 낼 수 있는 구조인 지 여부를 판단하기 위함이라고 생각한다. 이 때문에 자산배분을 할 때 관성적으로 GDP성장률과 CPI상승률 숫자를 확인하게 된다.

접근은 맞지만 모든 국가에 적용
되는 사안이 아님에 유의

틀린 이야기는 아니다. 아래 미국, 유로존, 중국의 경우를 보면, 명목 성장 전망에
대한 기대변화가 주식시장의 12개월 선행 EPS성장률과 상당 부분 동행하기 때문
이다. 문제는 이러한 접근법이 모든 국가에 공통적으로 적용되지 않는다는 것이다.
전술한 3개 지역은 국내/역내 수요가 기업의 영업활동에 크게 영향을 미치는 곳인
반면, 대외수요의 영향을 받는 한국은 그렇지 않다.

한국에 이 지표를 활용하려면 우리나라 주요 교역국의 성장 모멘텀을 가중평균하
여 사용하는 것이 대안일 수 있겠다.

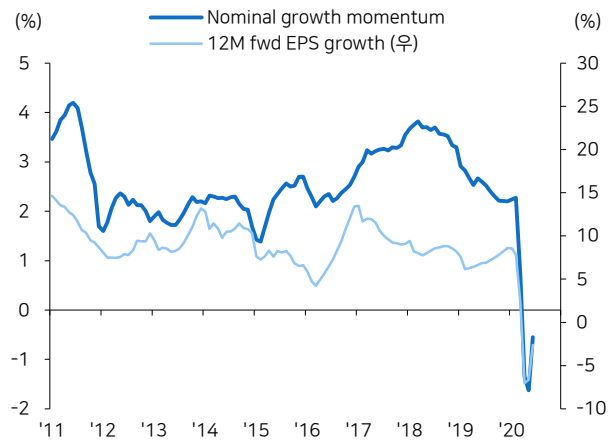
그림7 미국: 명목 성장전망 모멘텀, 12MF EPS 성장률



주: S&P 500 기업이익 컨센서스

자료: Bloomberg Consensus, IBES, 메리츠증권 리서치센터

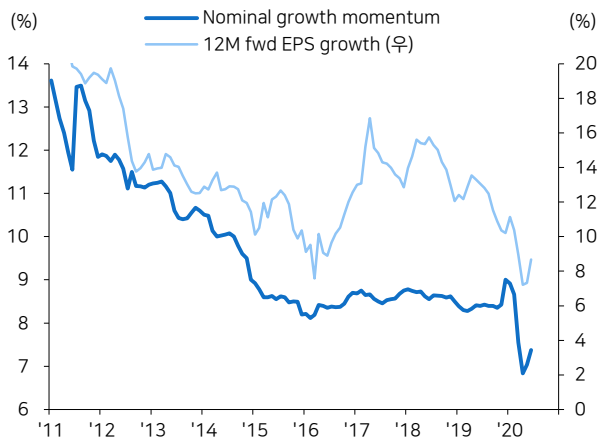
그림8 유로존: 명목 성장전망 모멘텀, 12MF EPS 성장률



주: DJ Stoxx 기업이익 컨센서스

자료: Bloomberg Consensus, IBES, 메리츠증권 리서치센터

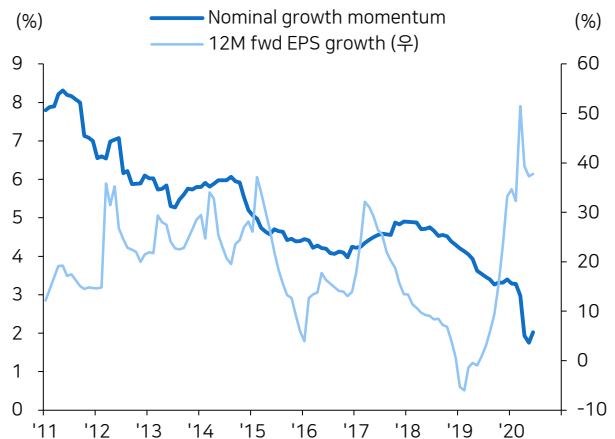
그림9 중국: 명목 성장전망 모멘텀, 12MF EPS 성장률



주: 상해종합지수 기업이익 컨센서스

자료: Bloomberg Consensus, IBES, 메리츠증권 리서치센터

그림10 한국: 명목 성장전망 모멘텀, 12MF EPS 성장률



주: KOSPI 기업이익 컨센서스

자료: Bloomberg Consensus, IBES, 메리츠증권 리서치센터

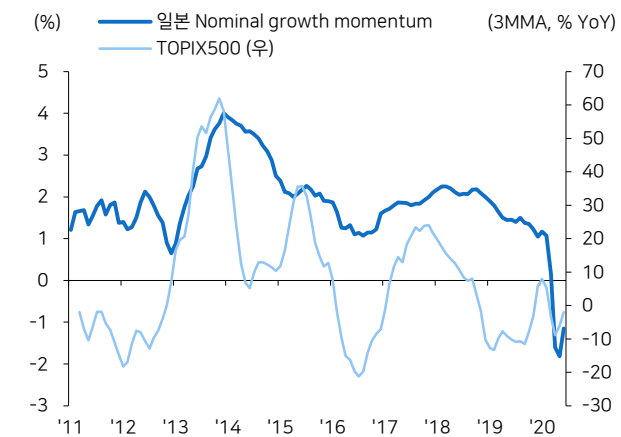
아래 표 2는 전술한 성장 모멘텀과 12개월 선행 EPS, 그리고 주가간 상관관계를 나타낸 것이다(2011년 이후 현재까지). 이를 보면 해당 국가의 성장 모멘텀이 기업이익이나 주가에 영향을 미치는 국가의 수는 손에 꼽을 정도이다. 한편, 일본이나 멕시코의 경우는 명목 성장 모멘텀과 주가간 상관관계수가 0.5를 상회한다. 주의해야 할 것은, 상관관계수가 방향성을 보여 주는 지표이기에 명목성장 모멘텀과 주가 등락폭에는 상당한 차이가 존재한다는 점이다.

표2 명목 성장 모멘텀과 해당국가의 12개월 선행 EPS, 주가상승률과의 상관관계 (2011년 1월 ~ 현재)

	미국	유로존	독일	프랑스	이탈리아	스페인	일본	중국	한국	인도	멕시코	브라질	러시아	인도네시아	태국
Nominal growth momentum vs 12MF EPS growth (각국 대표지수)															
2m lag	0.68	0.51	0.11	0.39	0.19	-0.11	0.08	0.81	0.10	-0.29	0.20	-0.24	0.01	0.73	0.69
1m lag	0.81	0.63	0.22	0.56	0.22	-0.03	0.01	0.80	0.07	-0.19	0.22	-0.20	0.01	0.75	0.75
No lag	0.84	0.67	0.26	0.62	0.24	-0.01	-0.06	0.80	0.05	-0.12	0.24	-0.21	0.01	0.76	0.77
1m lead	0.73	0.57	0.18	0.52	0.18	-0.12	-0.13	0.78	0.07	-0.12	0.23	-0.29	-0.04	0.72	0.76
2m lead	0.61	0.39	0.05	0.33	0.06	-0.28	-0.20	0.76	0.08	-0.09	0.21	-0.37	-0.09	0.67	0.74
Nominal growth momentum vs 주가상승률 (각국 대표지수)															
2m lag	0.27	0.03	0.32	-0.02	0.03	0.15	0.66	-0.31	0.45	0.42	0.51	-0.45	-0.29	0.48	0.68
1m lag	0.38	0.11	0.37	0.06	0.09	0.18	0.64	-0.30	0.45	0.46	0.57	-0.39	-0.23	0.50	0.70
No lag	0.39	0.13	0.36	0.09	0.12	0.18	0.59	-0.29	0.42	0.48	0.61	-0.37	-0.19	0.50	0.69
1m lead	0.34	0.05	0.29	0.02	0.08	0.12	0.53	-0.30	0.37	0.48	0.59	-0.42	-0.17	0.45	0.66
2m lead	0.29	-0.08	0.18	-0.09	0.00	0.02	0.48	-0.31	0.33	0.47	0.57	-0.49	-0.17	0.40	0.64

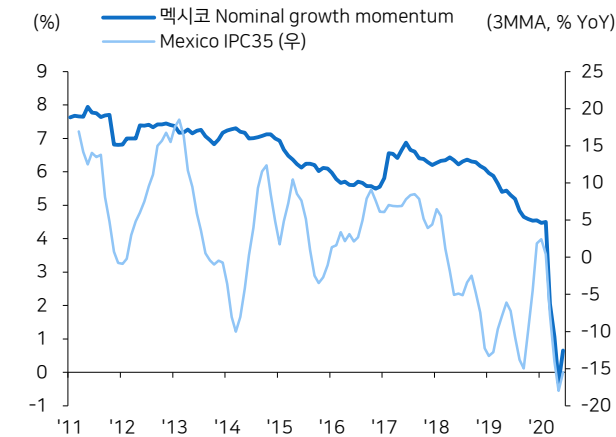
자료: Refinitiv, IBES, 메리츠증권 리서치센터

그림11 일본 명목성장 모멘텀과 주가상승률



자료: Bloomberg, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림12 멕시코 명목성장 모멘텀과 주가상승률



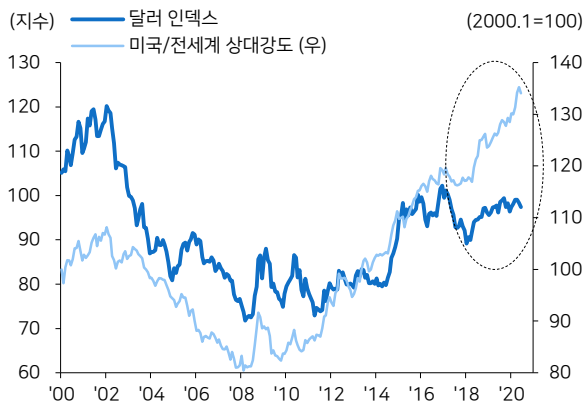
자료: Bloomberg, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

3. 환율, 그리고 신흥국 취약성 검토

달러화 약세는 신흥국 비중 확대를 의미해 왔음

달러화의 경우, 그림 13에서처럼 달러화 강세가 통상 전세계(혹은 선진국) 증시 대비 미국 증시의 outperform으로, EM 대비 DM(선진국) 증시의 outperform으로 해석되어 왔다. 달러화가 강세일 때 신흥국 대비 선진국 성과가 우수하다는 것은 현재에도 유효한 움직임으로 보인다. 그러나, 2018년 이후로는 달러 강세가 멈췄음에도 불구하고 미국 증시가 전세계와 선진국 증시를 공히 아웃퍼폼하고 있다. 이는 다른 구조적인 요인이 작용하고 있을 가능성이 높다는 의미이며, 뒤에서 다루도록 한다.

그림13 달러 인덱스와 미국/전세계 증시 상대강도



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 달러 인덱스와 DM/EM 증시 상대강도

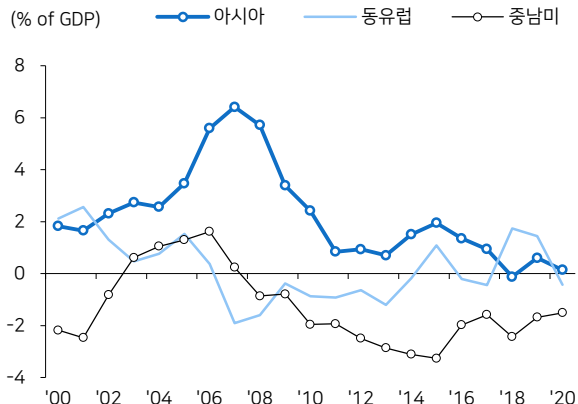


자료: 메리츠증권 리서치센터

그러나 달러 약세를 이유로 EM비중을 똑같이 늘리는 것은 위험

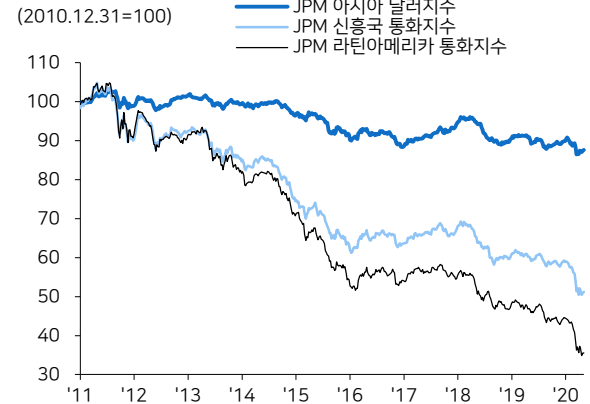
과거의 흐름을 고려하면 달러화가 약세일 때, 신흥국 증시를 편입해야겠으나 환위험에 노출시키는 경우라면 다른 변수도 고려해야 한다. 바로 신흥국의 펀더멘털이다. 신흥국 위기 이슈가 부각될 때마다 이에 취약한 경상적자국의 통화 가치 절하가 심화되며 절하 이후 복원도 거의 이루어지지 않는다. 전술적으로는 주가 조정 폭이 큰 취약국 비중 확대가 대안이 될 수는 있으나 장기적인 관점에서는 위험성이 부각될 소지가 있다.

그림15 신흥국 경상수지 추이



자료: IMF WEO (Apr 2020), 메리츠증권 리서치센터

그림16 신흥국 지역별 통화 가치 추이



자료: JPMorgan, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

신흥국의 취약성 유발 검토를 통해 선호 지역 선별

경상수지 흑자 여부에 더해, 개별 신흥국이 지니고 있는 위험인자에 대한 사전 검토도 필요하다. 이러한 접근법이야말로 자본시장의 경제분석가가 수행할 수 있는 유의미한 타당한 전략 중 하나라 생각한다.

아래 표 3은 우리가 2020년 하반기 주식전략, "Take off the bear mask" 에서 제시한 신흥국 취약성 검토 도표이다. 경상수지 변수와 더불어 1) 국가채무비율의 급증 여부, 2) 수출의 원자재 노출 정도, 3) 고질적인 외채위험 보유 여부 등을 고려하여 매력도를 산출한 것이다. 이러한 잣대 하에서, 한국/대만/중국/태국 등 경상흑자 군이 안전한 대안임을 주장한 바 있었다.

표3 신흥국 취약성 검토 사례

(%)	국가채무/GDP			경상수지/GDP		원자재 수출비중 18A	총외채 /GDP 19년말	단기외채/ 외환보유액 19년말	REER val. vs 역사적평균	위험인자 Scoring				환율매력 저평가=1	합계
	'19A	'20E	Chg(%pts)	'19E	'20E					경상적자	재정건전성	원자재	외채위험		
중국	54.4	64.9	10.5	1.0	0.6	1.67	14.4	36.9	26.0	0	0	0	0	0	0
인도	71.9	74.3	2.4	(1.1)	(0.6)	7.43	19.8	25.0	5.4	-1	-1	0	0	0	-2
인도네시아	30.4	36.9	6.5	(2.7)	(3.2)	25.45	36.1	38.5	(0.5)	-1	0	-1	0	1	-1
말레이시아	57.2	63.0	5.8	3.3	(0.1)	6.21	63.4	95.0	(12.3)	-1	0	0	-2	1	-2
필리핀	38.6	42.9	4.3	(0.1)	(2.3)	7.28	22.2	22.0	14.4	-1	0	0	0	0	-1
대만	33.6	32.3	-1.3	10.5	8.2	0.55	30.2	36.5	(6.7)	0	0	0	0	1	1
태국	41.1	48.1	7.0	6.9	5.2	5.80	31.6	23.7	11.1	0	0	0	0	0	0
베트남	56.8	68.8	12.0	4.0	0.7	10.25	43.9	35.6	13.9	0	-1	0	0	0	-1
브라질	89.5	98.2	8.7	(2.7)	(1.8)	46.62	36.7	22.9	(21.6)	-1	-2	-1	0	1	-3
칠레	27.9	32.3	4.4	(3.9)	(0.9)	47.21	70.1	49.2	(17.6)	-1	0	-1	-1	1	-2
콜롬비아	52.9	57.8	4.9	(4.3)	(4.7)	58.79	42.7	32.0	(26.7)	-1	0	-1	0	1	-1
러시아	14.0	17.9	3.9	3.8	0.7	39.01	28.8	13.3	(6.8)	0	0	-1	0	1	0
남아공	62.2	77.4	15.2	(3.0)	0.2	28.69	52.7	75.0	(21.9)	-1	-1	0	-2	1	-3
터키	33.1	39.3	6.2	1.1	0.4	6.93	58.0	159.9	(23.0)	0	0	0	-2	1	-1
한국	40.7	46.2	5.5	3.7	4.9	0.62	28.4	33.8	(4.6)	0	0	0	0	1	1

주: 베트남 원자재 수출비중은 2017년 기준. 실질실효환율은 BIS Broad Index 기준(1994~), JPM(베트남), IMF(콜롬비아)

자료: IMF, World Bank SDDS/WITS, 메리츠증권 리서치센터

4. 경기/경제 이슈를 넘어서는 사회적 변화

달러화 약세에도 미국 증시가 계속 아웃퍼폼하는 이유?

이 부분은 경제분석가의 영역이 아닐 수 있다. 그러나 앞서 언급한 1) 전통적인 방법론에 더해 과거와 현재의 자산시장 특성이 어떤 측면에서 다른지, 그리고 구체적으로 2) 달러화 약세에도 불구하고 미국 증시의 아웃퍼폼이 지속되고 있는 사안을 설명하기 위해 다룰 필요가 있다는 점에서 추가하였다.

구조적 변수, 사회적 변화 고려

현재는 구조적 성장산업과 4차 산업혁명으로 일컬어 지는 기술발전 등이 주식시장의 중요한 화두이며, 당사 투자전략 이진우 연구위원이 전략공감2.0과 전략에세이를 통해 여러 차례 언급한 대로, CoVID-19 이전의 주도주가 계속 주도주 역할을 하는 한편, 글로벌 주식시장 내 신경제로의 빠른 전환이 이루어지고 있는 상황이다. 표 5는 2020년 6월 말 현재 EM지수의 시총 상위 10개 종목을 나열한 것이다. 우리가 EM이라고 하면 흔히 떠올릴 만한 굴뚝산업은 전무하며, 10개 종목 중 5개가 플랫폼 비즈니스나 E-commerce에 해당되는 회사이다.

이는 전통적인 관점 하에서 시행되고 있는 국가별 자산배분 전략의 유효성이 반감되고 있음도 시사한다. 과거 1년간 한국과 선진시장, 신흥시장 수익률 상관계수가 각각 0.89와 0.92에 달했다는 점의 함의와도 유관하다.

현재 증시 상승을 이끄는 주도주
의 국가별 비중 차이 고려

표 4는 각국 주가지수 내 섹터별 비중을 나타낸 것이다. 최근 주도 업종인 IT, 커뮤니케이션, 헬스케어 업종만의 비중을 계산해 보면 선진국 전체가 44.2%인 반면, 미국은 53.2%에 해당한다. 달러화 약세나 투자시계가 시사하는 것과는 무관하게 미국 증시의 선전이 지속되는 요인을 설명할 수 있다. 이를 EM에 응용해 보면 한국, 대만 등 Tech 국가가 대안일 수 있다는 시사점을 내릴 수 있다.

표4 각국 주가지수 내 섹터별 비중 (2020년 6월 현재)

(%)	EM	KOREA	TAIWAN	DM	US
IT	16.9	46.8	65.5	21.3	27.9
커뮤니케이션	13.5	9.2	3.5	8.8	10.7
헬스케어	4.3	7.0	-	14.1	14.6
소계	34.7	63.0	69.0	44.2	53.2
경기소비재	17.4	8.4	3.1	11.0	11.2
금융	19.1	7.8	15.8	12.7	10.0
산업재	4.7	7.4	1.7	10.1	8.0
소재	6.9	6.2	7.0	4.3	2.5
필수소비재	6.5	5.1	2.6	8.3	6.7
에너지	6.0	1.5	0.5	3.2	2.6
유틸리티	2.3	0.7	-	3.3	3.0
부동산	2.6		0.3	3.0	3.0

자료: MSCI Fact Sheet (accessed from website), 메리츠증권 리서치센터

표5 MSCI EM 구성 상위 10개 종목: 우리가 알던 그 EM?

종목	국가	비중 (%)	섹터	비고
Alibaba Group Holding ADR	CN	7.00	경기소비재	플랫폼
Tencent Holdings LI (CN)	CN	6.37	통신서비스	플랫폼
TSMC	TW	4.51	IT	
Samsung Electronics	KR	3.62	IT	
Naspers N	ZA	1.40	경기소비재	플랫폼
Meituan Dianping	CN	1.36	경기소비재	플랫폼
China Construction Bank H	CN	1.34	금융	
Reliance Industries	IN	1.11	에너지	
Ping An Insurance H	CN	1.03	금융	
JD.Com ADR	CN	0.88	경기소비재	플랫폼

주: 2020년 6월

자료: MSCI Fact Sheet (accessed from website), 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.