

2017년 11월

2018년 외환·상품시장 전망

1. 한국 시장금리 급등, 이어지나?
2. 미 달러 강세, 지속 가능한가?
3. 국제유가 Band, 상향 조정할 이유는?
4. Metal, 급락 가능성 없나?



| 키움증권 리서치센터 투자전략팀
| Economist/FICC Strategist 김유미
02) 3787-5161
helloym@kiwoom.com



| Commodity Analyst 안예하
02) 3787-5157
yhahn@kiwoom.com

▶ 한국 시장금리, 상반기 이후 상승 탄력 둔화 전망

수출 경기 개선 및 정부의 '집값잡기' 정책 공조 차원에서 기준금리 인상 가능

하지만 취약한 내수 및 낮은 물가 흐름 감안하면 기준금리 인상은 최대 두 차례 정도에 그칠 전망

▶ 미 달러, 약세 흐름 속 점진적 반등

달러인덱스 핵심 변동범위 90~98pt, 실질 정책금리 움직임에 맞춰 상저하고의 패턴을 보일 전망

달러/원 환율 핵심 변동범위 1,110~1,180원, 상반기 위험자산 선호 강화될 경우 일시 1,100원 하회 가능

▶ 국제유가(WTI) Band, 상단 상향 조정

OPEC의 감산 시기 연장과 글로벌 경기 호조로 2018년 WTI, 배럴당 48~60달러로 전망

다만 최근 미국 생산성 향상이 정체되고 있음에도 미국 원유 수출 급증은 원유 생산 확대 유인책이 되어 국제유가가 60달러 이상 상승하기는 어려울 전망

▶ Metal 가격 급락 가능성, 낮아

중국의 공급측 개혁과 환경 규제, 인프라 확대 정책 등을 감안하면 Metal의 급락 가능성은 낮음

다만, Metal 가격의 상승 탄력은 각국의 투자 증가로 공급이 확대되면서 약화될 것으로 판단

Contents

- I. 한국 시장금리 급등, 이어지나?
- II. 미 달러 강세, 지속 가능한가?
- III. 국제유가 Band, 상향 조정한 이유는?
- IV. Metal, 급락 가능성 없나?

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물입니다. 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사, 배포, 전송, 변형, 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

Part I

한국 시장금리 급등, 이어지나?

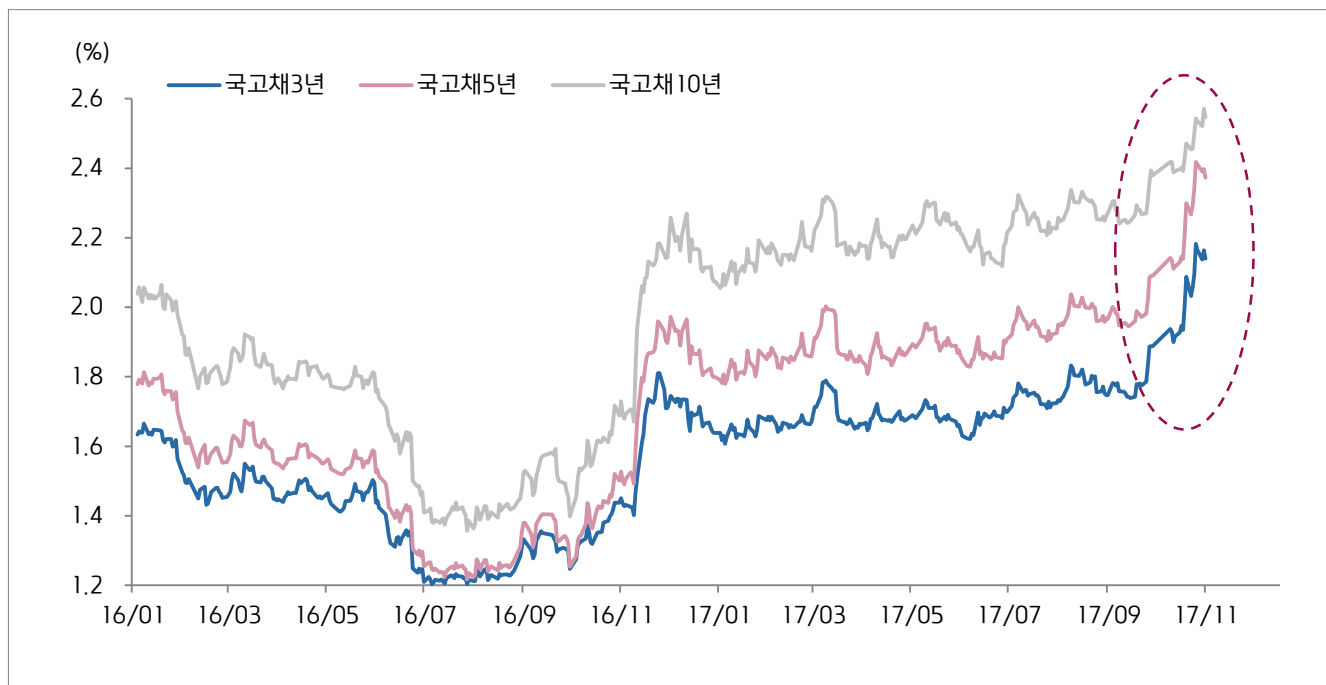


문제제기 – 국내 시장금리 급등, 이어지나?

FICC전망

- ▶ 9월 이후 시장금리 급등하며 변동성 확대, 급등세가 계속될지 여부에 관심 집중
- ▶ 시장금리 급등 배경에는 국내 기준금리 인상이 예상보다 공격적일 수 있다는 우려가 반영
- ▶ 결국, 향후 시장금리 움직임에 있어 핵심 변수는 한국은행의 통화정책 행보

국내 시장금리 추이



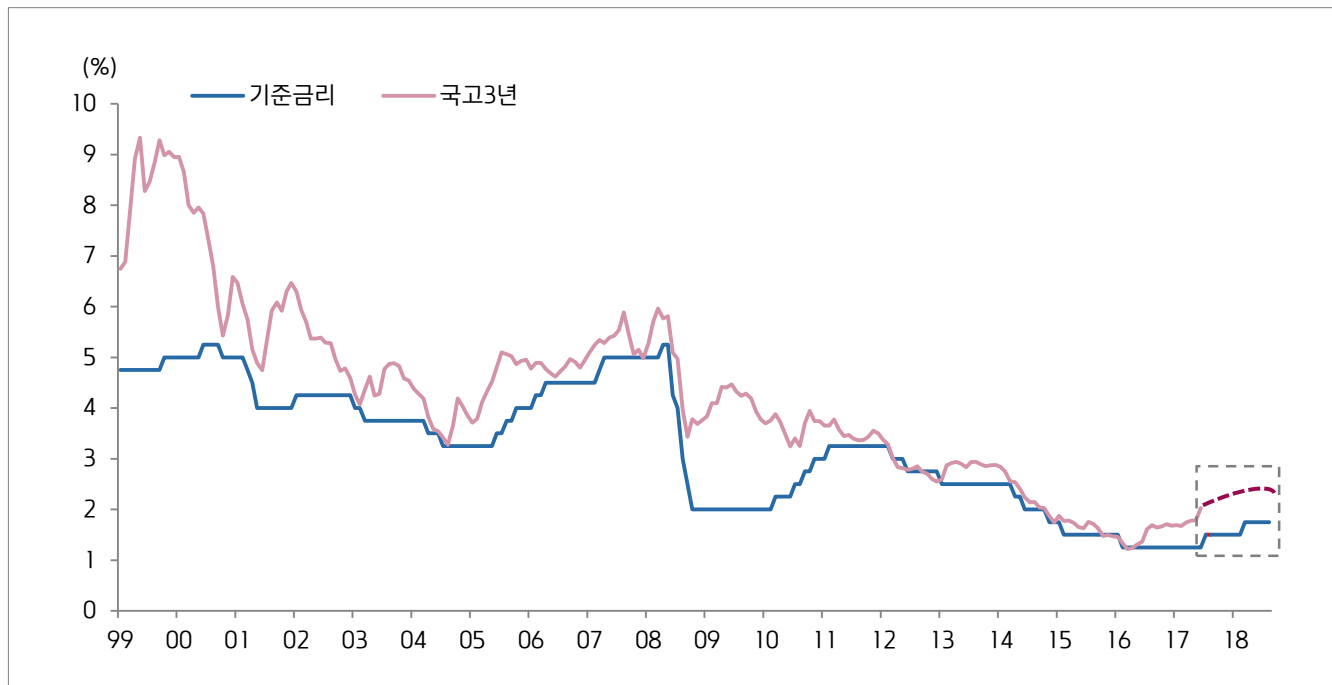
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

1. 한국 금리 인상 전망 ① 구조적으로 인상 가능한가?

FICC전망

- ▶ 11월 기준금리 인상 가능성 높아진 이후 구조적인 금리 인상 가능성에 대한 우려 제기
- ▶ 기준금리 인상은 올해와 내년에 걸쳐 최대 두 차례 정도에 그칠 것으로 전망

국내 기준금리 및 시장금리 인상 경로 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

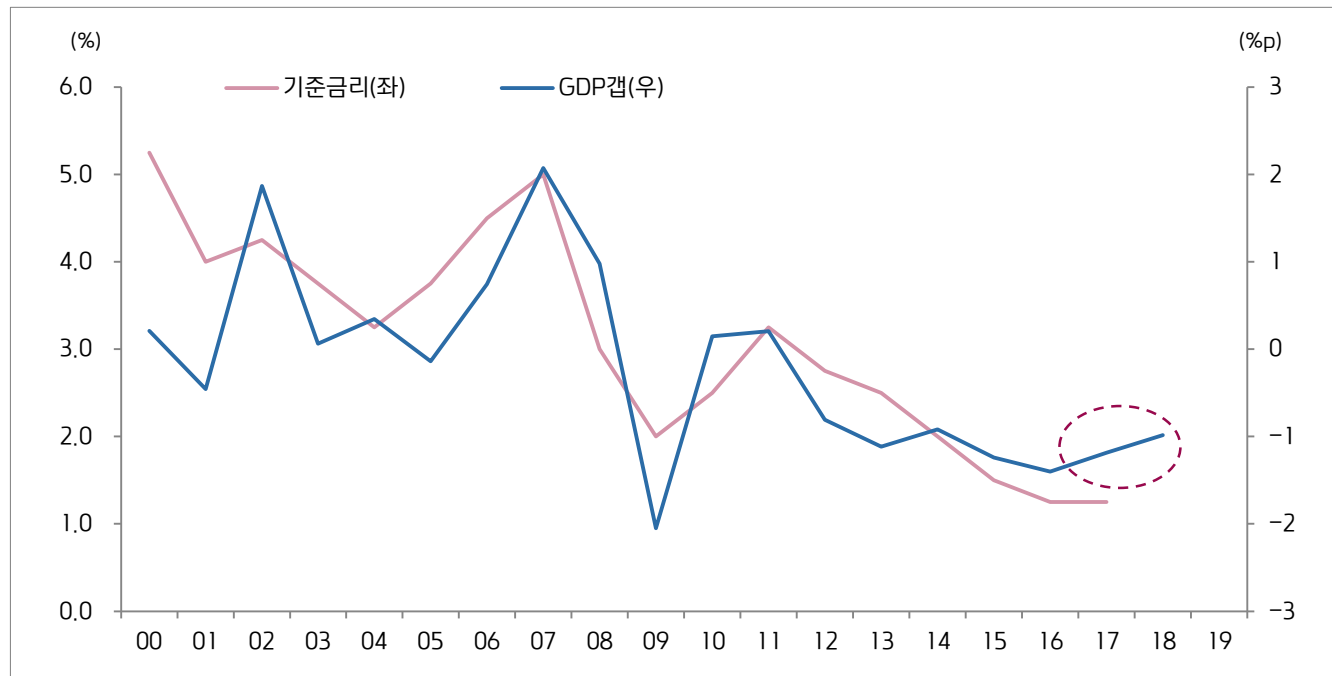
1. 한국 금리 인상 전망 ② 경기 개선은 금리 인상 명분을 제공

FICC전망

▶ GDP갭 축소 전망을 감안하면 금리 인상은 가능한 상황

→ 한국은행 잠재성장률 추정치 2016~2020년 2.8~2.9%, 2018년 경제성장률 전망치 2.9%(10월 전망)

한국 GDP갭과 기준금리



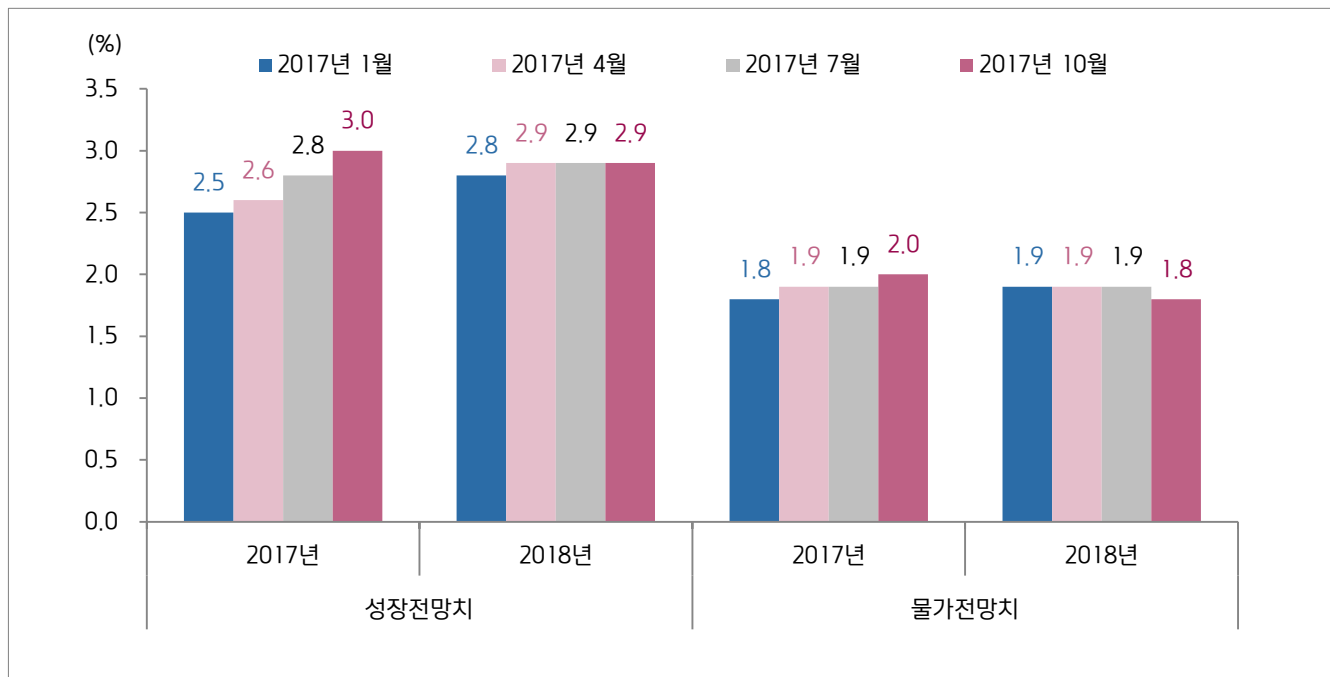
자료: IMF, 한국은행, 키움증권 리서치센터.
주: 붉은색 타원 GDP 갭 전망치는 IMF 수치.

1. 한국 금리 인상 전망 ③ 금리를 공격적으로 올려야 하는 상황인가?

FICC전망

- ▶ 한국은행 10월, 2017년과 2018년 경제성장률을 각각 3.0%, 2.9%로 전망
- ▶ 2017년 경제성장률은 상향 조정했으나 2018년은 유지해 내년도 경제 여건에 대해 신중
- ▶ 특히 2018년 물가 전망치는 7월 전망 대비 0.1%p 하향 조정하며 인플레이션 압력도 제한적

한국은행의 성장 및 물가 전망치 변화

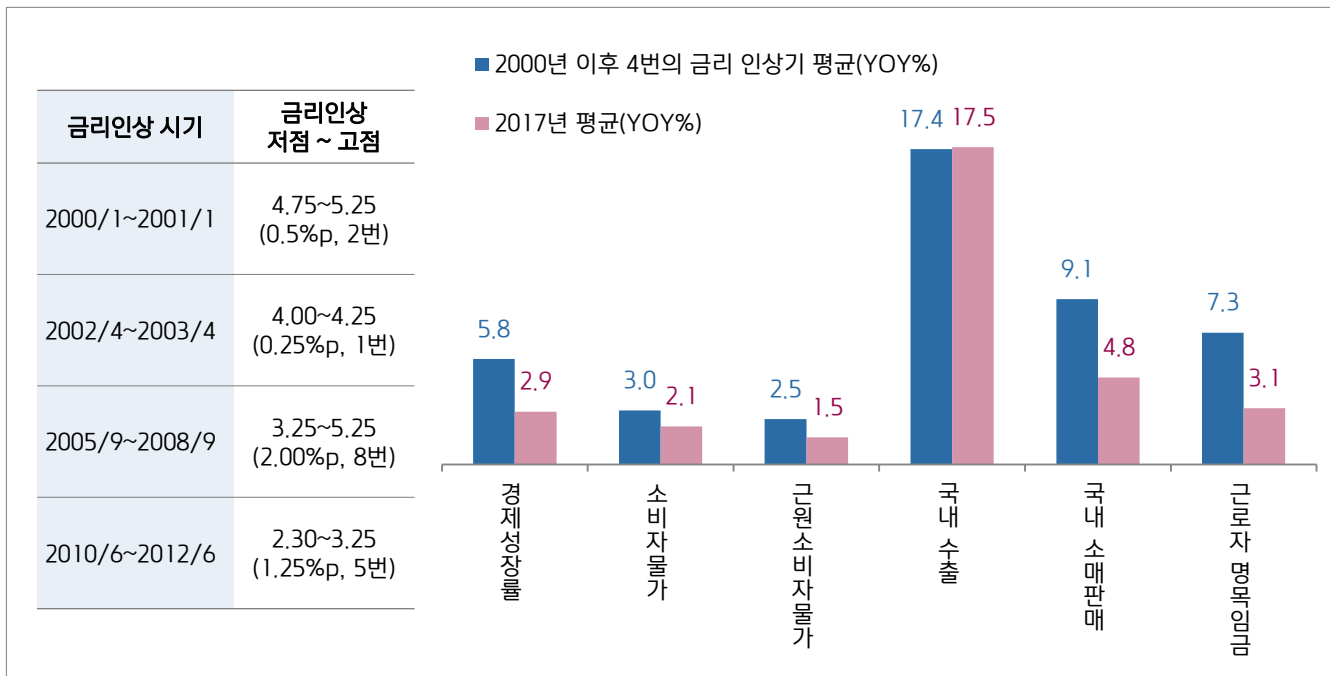


자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

1. 한국 금리 인상 전망 ④ 과거 금리 인상기를 보더라도..

- ▶ 과거 금리 인상기를 보더라도 경제성장률은 평균 5% 이상, 근원물가도 2% 이상은 유지
- ▶ 결국 이번 한국은행의 금리 인상이 경기 과열이나 물가 불안을 우려한 대응으로 보기 어려워

한국은행의 과거 금리 인상기 비교



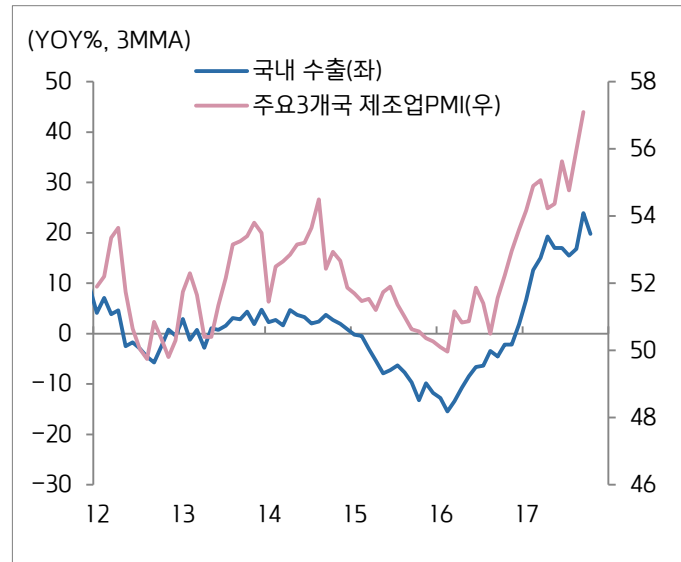
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

1. 한국 금리 인상 전망 ⑤ 수출은 좋지만 내수는 여전히 취약하고..

FICC전망

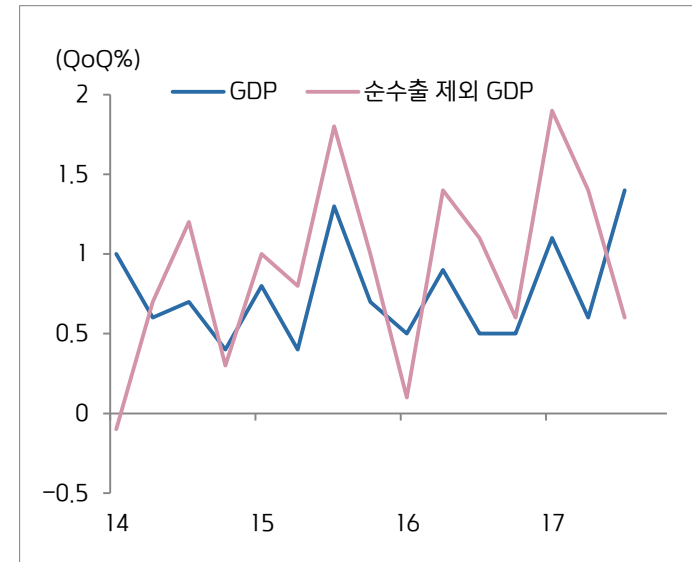
- ▶ 글로벌 경기 개선을 바탕으로 국내 수출은 양호한 상황
- ▶ 특히 3분기 경제성장률 1.4%(QoQ)에서 순수출의 성장기여도는 0.9%p로 성장을 견인
- ▶ 하지만 순수출을 제외하면 내수의 성장기여도는 0.5%p로 하락(2분기 내수 성장기여도는 1.5%p)

한국 수출과 주요국 제조업 PMI



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
주: 주요 3개국은 미국, 유로존, 중국

한국 경제성장률과 순수출 제외 성장률



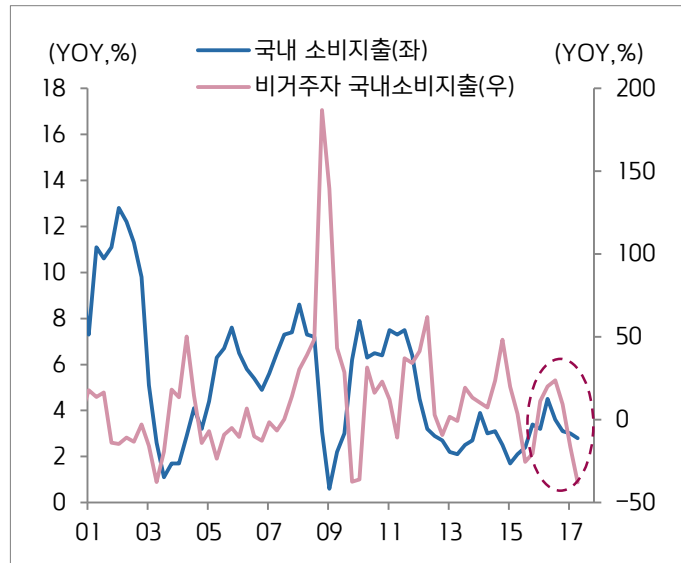
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

1. 한국 금리 인상 전망 ⑥ 내수 소비, 빠른 확대를 기대하기도 어려워

FICC전망

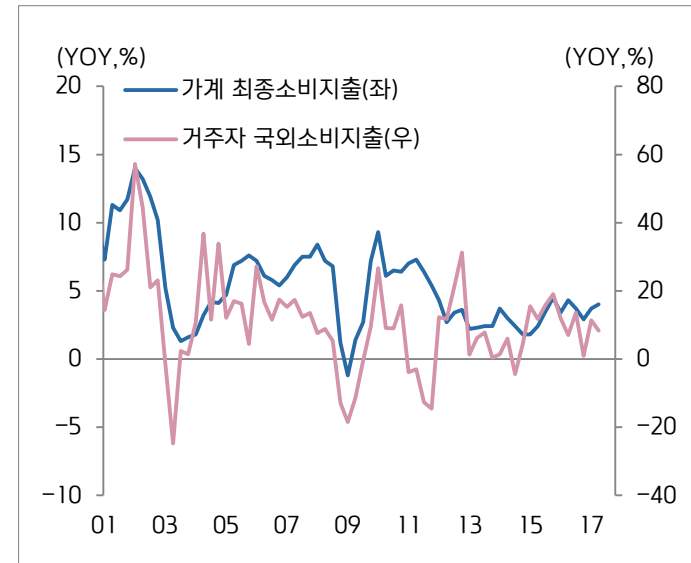
- ▶ 국내 소비지출에서 비거주자 의존도는 높은 상황. 중국인 국내 소비 회복 여부는 여전히 불확실
- ▶ 고소득층의 국내 소비 확대도 크게 기대하기도 어려워
→ 2017년 상반기 국내 소비지출은 2.9%(YoY) 증가에 그친 반면 거주자의 국외소비지출은 9.8%로 높게 유지
- ▶ 추경과 금리 인상은 엇박자. 일자리 추경이라고 해도 결국 고용 증대를 통한 내수 개선이 목적

한국 소비지출과 비거주자 국내소비지출



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

한국 가계 최종소비지출과 거주자 국외소비지출

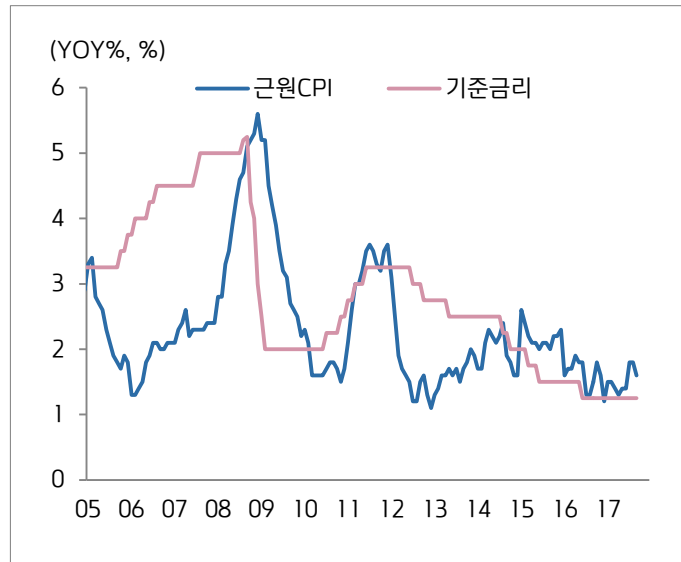


자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

1. 한국 금리 인상 전망 ⑦ 특히 물가가 올라갈 유인도 아직 약하고...

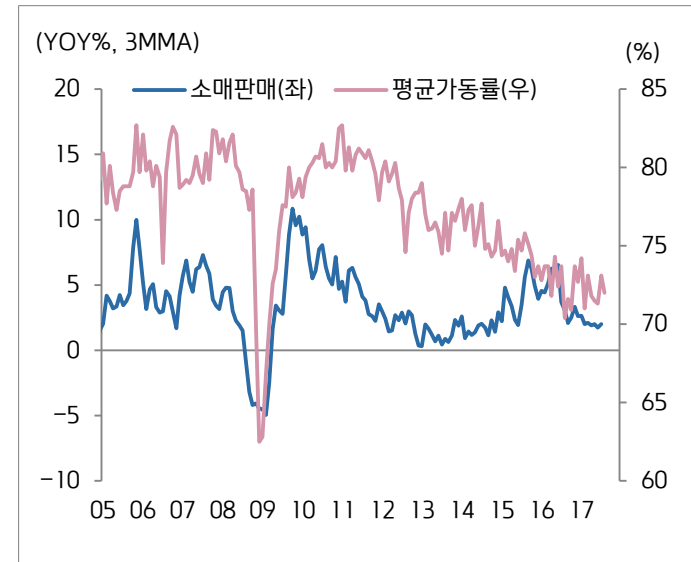
- ▶ 2017년 높았던 기저를 감안하면 2018년 소비자물가는 2% 아래에서 주로 머물 것으로 예상
- ▶ 상품가격 상승을 제외하면 수요를 견인할 만큼 인플레이션 상승 압력도 제한적
- ▶ 낮은 근원물가와 가동률이 낮은 수준에 머물러 있는 등 물가가 구조적으로 오르기 어려운 상황

한국 근원소비자물가와 기준금리



자료: 통계청, 한국은행, 키움증권 리서치센터.

한국 소매판매와 평균가동률



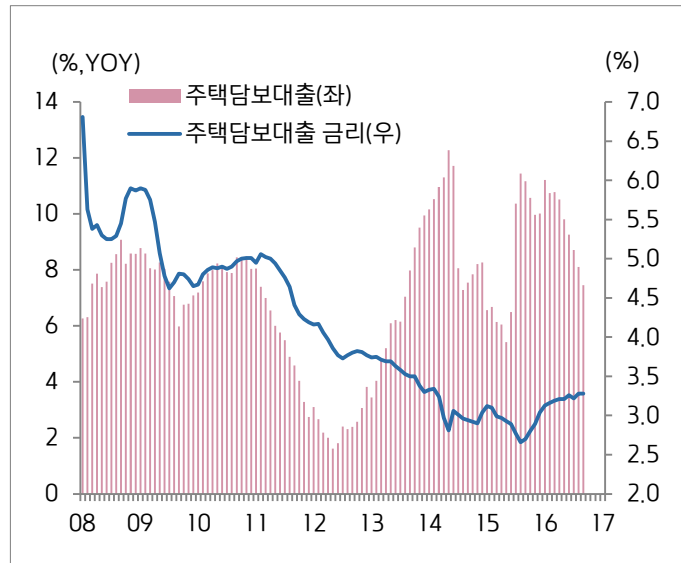
자료: 통계청, 키움증권 리서치센터.

1. 한국 금리 인상 전망 ⑧ 결국 금리 인상 타겟은 집값 잡기?

FICC전망

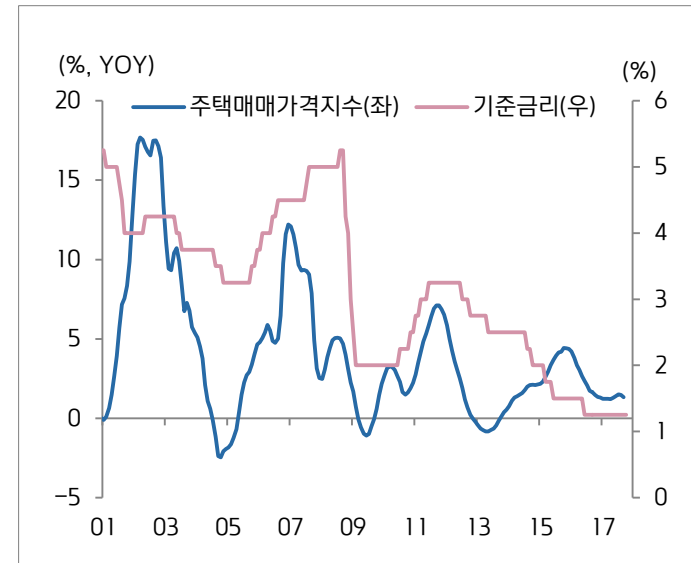
- ▶ 저금리를 바탕으로 늘어났던 가계부채와 부동산 가격 상승, 그리고 높아진 정책당국의 경계감
- ▶ 정부, 가계부채 증가의 주된 원인을 금융완화 기조와 금융권의 가계대출로 지적
→ 가계대출(1,313조원) 중 주택담보대출이 744조원으로 54%를 차지
- ▶ 국내 가계부채 문제에 대한 정부와의 정책 공조 차원에서 금리 인상 가능

한국 주택담보대출금리와 주택담보대출



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

한국 기준금리와 주택매매가격상승률



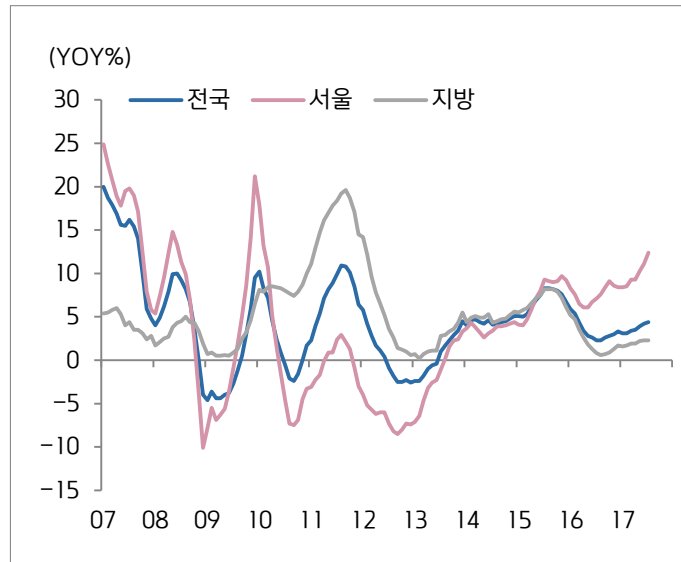
자료: KB국민은행, 한국은행, 키움증권 리서치센터.

1. 한국 금리 인상 전망 ⑨ 하지만 부동산 시장은 양극화

FICC전망

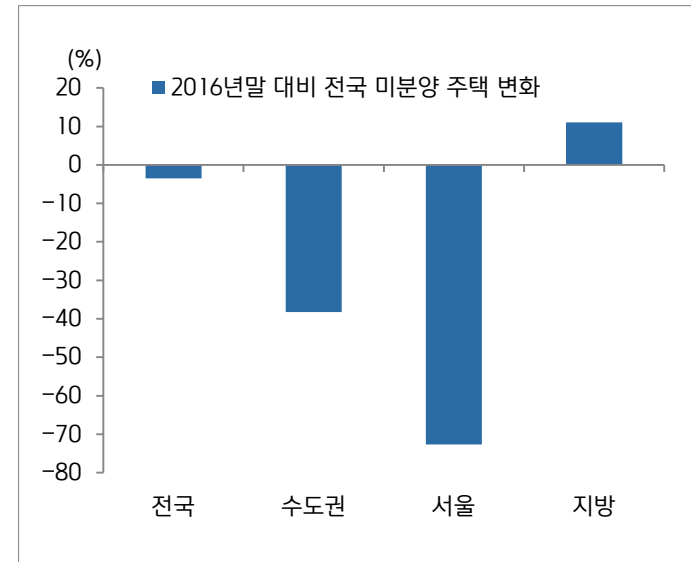
- ▶ 부동산 시장이 현재 서울·수도권과 지방으로 양극화되어 있어
- ▶ 금리 인상은 전국구로 영향 미칠 수 있는 정책 수단, 자칫 경기 위축으로 이어질 수 있음
- ▶ 특히 가계부채 급증에 따른 높아진 이자 지급부담을 고려해야 하는 상황

한국 아파트 실거래 가격지수



자료: 한국감정원, 키움증권 리서치센터.

한국 전국 미분양주택 변화(2017년 9월말기준)



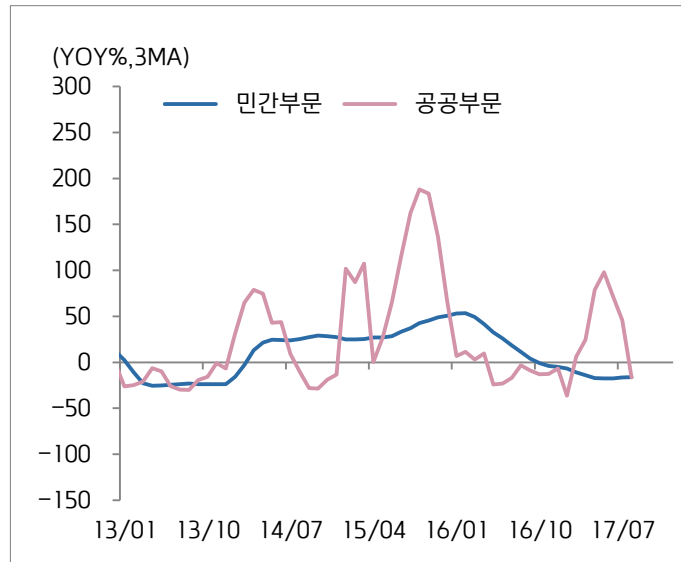
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터.

1. 한국 금리 인상 전망 @ 공격적 금리 인상 가능성 낮아

FICC전망

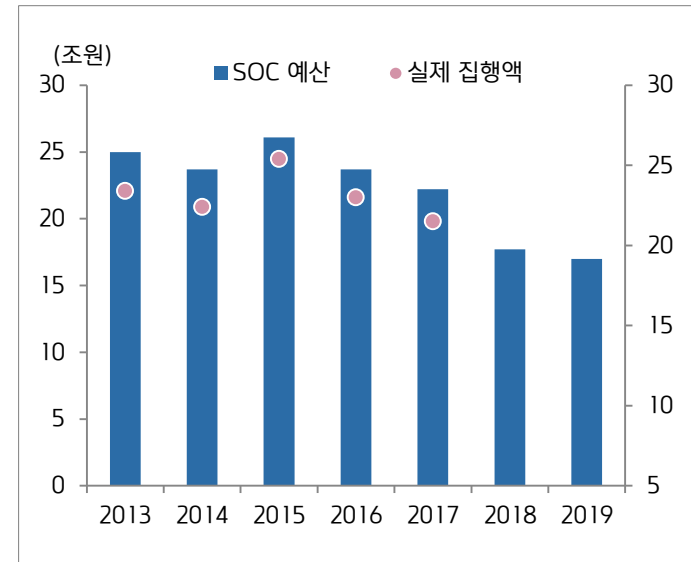
- ▶ 최근 몇 년간 국내 성장의 대부분은 건설투자가 차지했으나 2018년 부동산 가격 둔화 및 SOC 예산 축소 등을 고려하면 증가율은 크게 둔화될 전망
→ 2015년~2017년 3분기까지 평균 경제성장률은 2.9%, 건설투자의 성장 기여도는 1.3%p
- ▶ 부동산 시장을 통한 고용 및 소비 확대 등 간접 효과까지 고려하면 지속적인 금리 인상은 쉽지 않음

한국 주택건설인허가실적



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

한국 중앙정부 SOC 예산과 실제 집행액



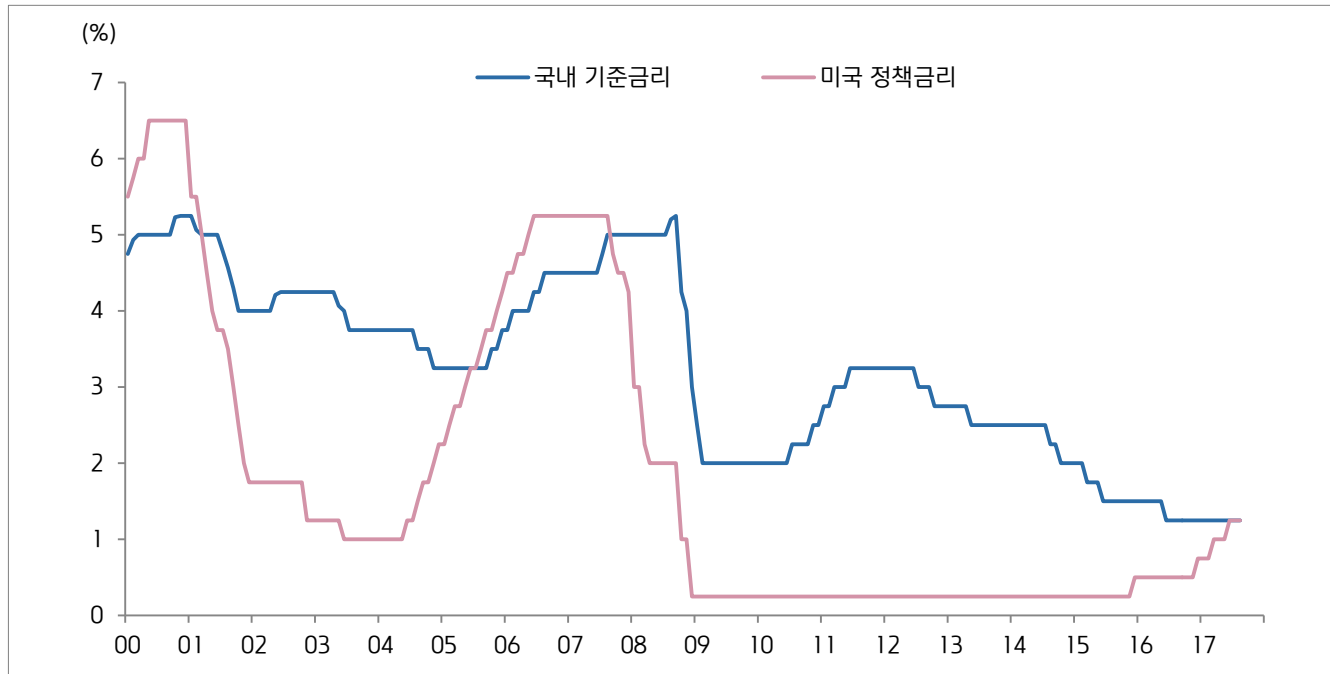
자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터.
주: 추경포함, 2017년 예산 집행액은 추정치

2. 한미 금리역전은? ① 일각에서는 한미 정책금리 역전을 우려하나

FICC전망

- ▶ 2018년 한미 정책금리 역전 예상
- ▶ 금리 역전에도 외국인 자금이 급격하게 유출될 가능성은 낮을 전망
 - 한미 정책금리차뿐만 아니라 투자자들의 '위험 기피심리' 변화도 매매에 큰 영향을 미치기 때문

한국과 미국 정책금리 추이



자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

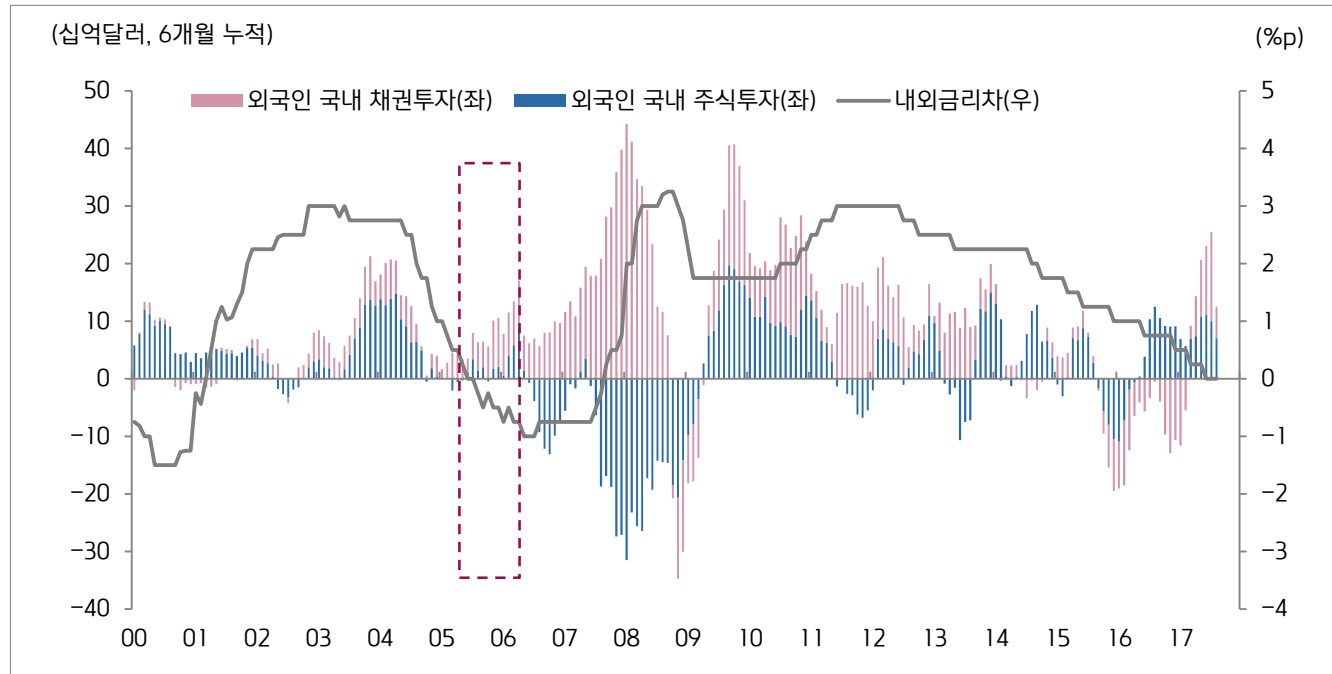
2. 한미 금리역전은? ② 2005년 8월 한국과 미국 금리 역전 사례를 보면

FICC전망

▶ 2005년 한미 정책금리가 역전되었지만, 글로벌 경기여건의 개선 속에 한국 등 신흥국 자산에 대한 선호를 바탕으로 외국인 자금 유입

→ 2005년 8월 미국은 3.50%, 한국은 3.25%로 금리 역전. 2개월 뒤에 2005년 10월 우리나라가 3.50%로 금리 인상, 하지만 미국 금리 인상이 더 빠르게 진행되면서 2005년 8월~2007년 8월까지 약 2년간 내외 금리차 역전 현상 지속

국내 포트폴리오 수지 중 외국인 국내 투자와 한국·미국 정책금리 차이



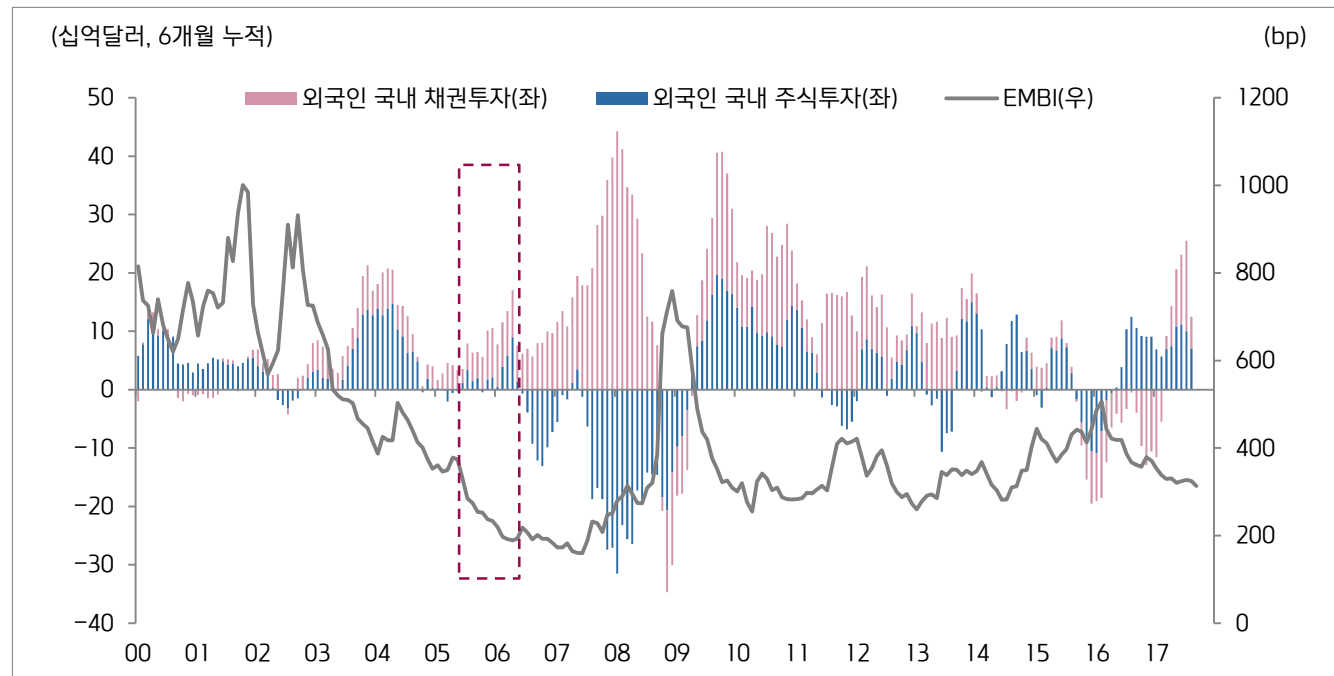
자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

2. 한미 금리역전은? ③금리 역전에도 신흥국 자산 선호로 외국인 순매수 출현

FICC전망

- ▶ 2005년 당시(그림의 '박스' 부분), 중국발 수요에 기대어 신흥시장의 투자 매력도가 부각되면서 신흥시장에 대한 선호 높게 형성, 소규모 개방경제이면서 수출 의존도가 높은 우리나라에 긍정적으로 작용

국내 포트폴리오 수지 중 외국인 국내 투자와 EMBI 스프레드



자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

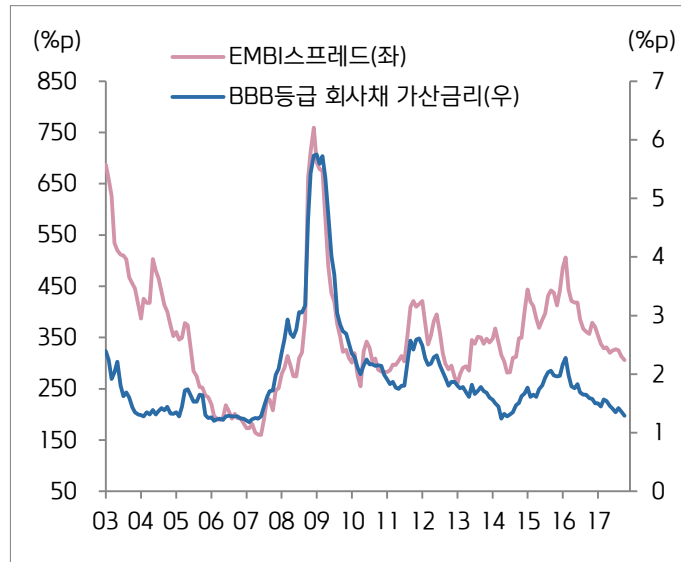
2. 한미 금리역전은? ④ 신흥시장 중심의 위험자산 선호 유지 전망

FICC전망

- ▶ 최근 미국 제조업 경기의 개선이 지속되고 있어, 이머징 자산 등 위험자산에 대한 선호 현상은 강화될 전망

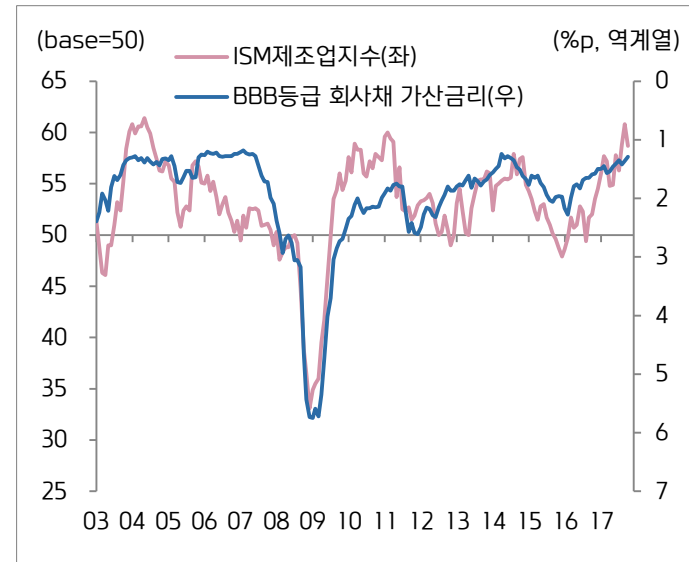
→ 미국 신용여건이 양호한 경우 EMBI스프레드 역시 안정적인 흐름을 보인 바 있음

EMBI스프레드와 미국 BBB등급 회사채가산금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

ISM제조업지수와 미국 BBB등급 회사채 가산금리



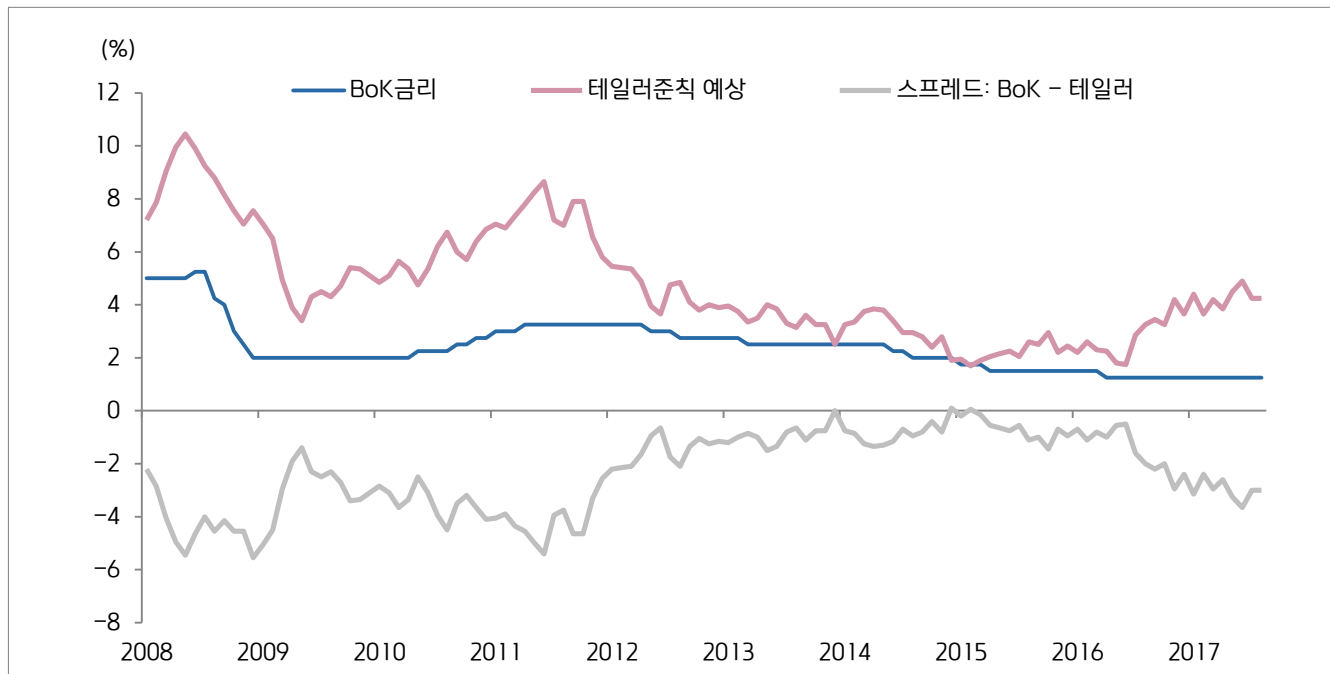
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

3. 적정금리 수준은? 2% 하회. 시장금리 상반기 이후 상승탄력 둔화

FICC전망

- ▶ 테일러 준칙에 의하면 한국은행의 적정금리 수준은 소비자물가 기준으로 4.25%로 추정
- ▶ 하지만 2008년 이후 한국은행과 테일러 준칙의 스프레드 평균오차가 -2.3%p였음을 감안하면 적정금리는 2%보다 낮은 수준일 것으로 판단 → 국내 기준금리 인상은 최대 두 차례 전망
- ▶ 국내 시장금리, 상반기 고점으로 상승 탄력 둔화될 것으로 예상

한국은행 기준금리와 테일러 준칙 예상 적정금리 및 스프레드



자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

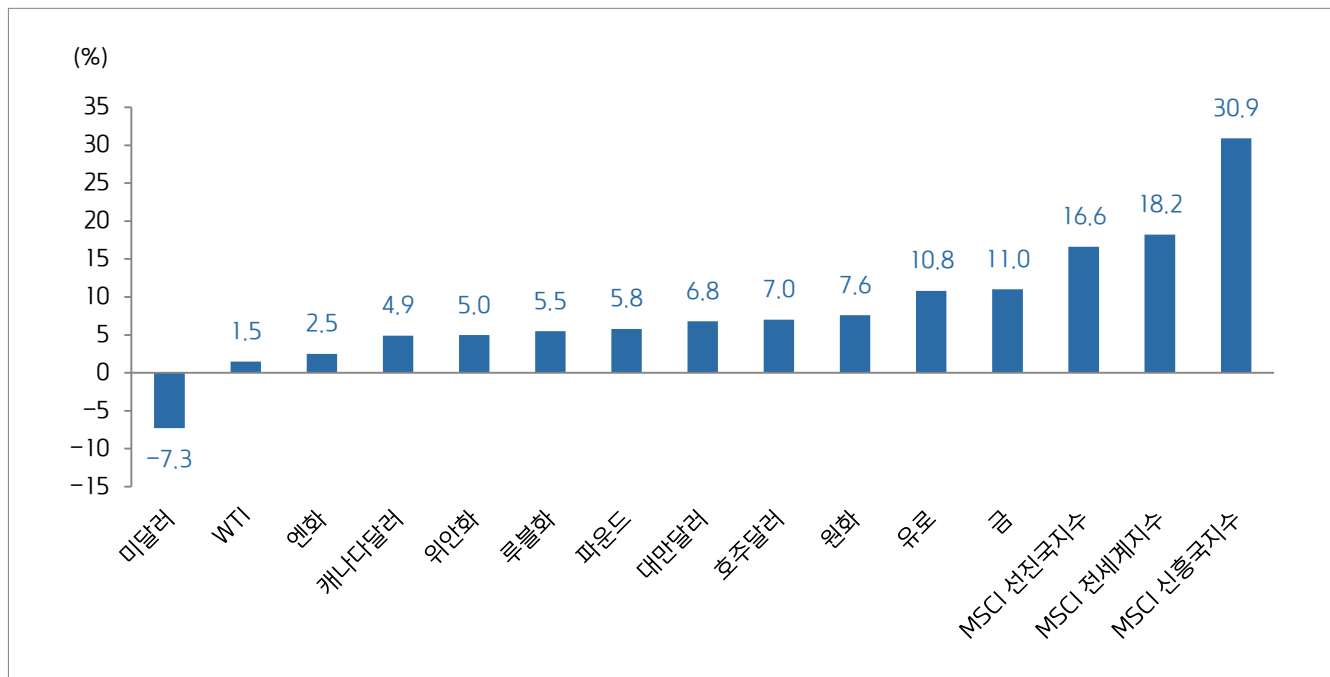
Part II

미 달러 강세, 지속 가능한가?



- ▶ 달러, 9월 FOMC 이후 금리 인상 기대 높아지며 상승 전환
→ 달러인덱스 YTD 기간 수익률 (9/19 기준) -10.7%, (11/2 기준) -7.3%로 축소
- ▶ 2017년 신흥시장 및 상품가격이 달러 약세를 바탕으로 호조를 보였던 만큼 달러 강세의 지속 여부에 관심 집중

미국 달러와 주요 통화, 시장 YTD 수익률(11/2 기준)

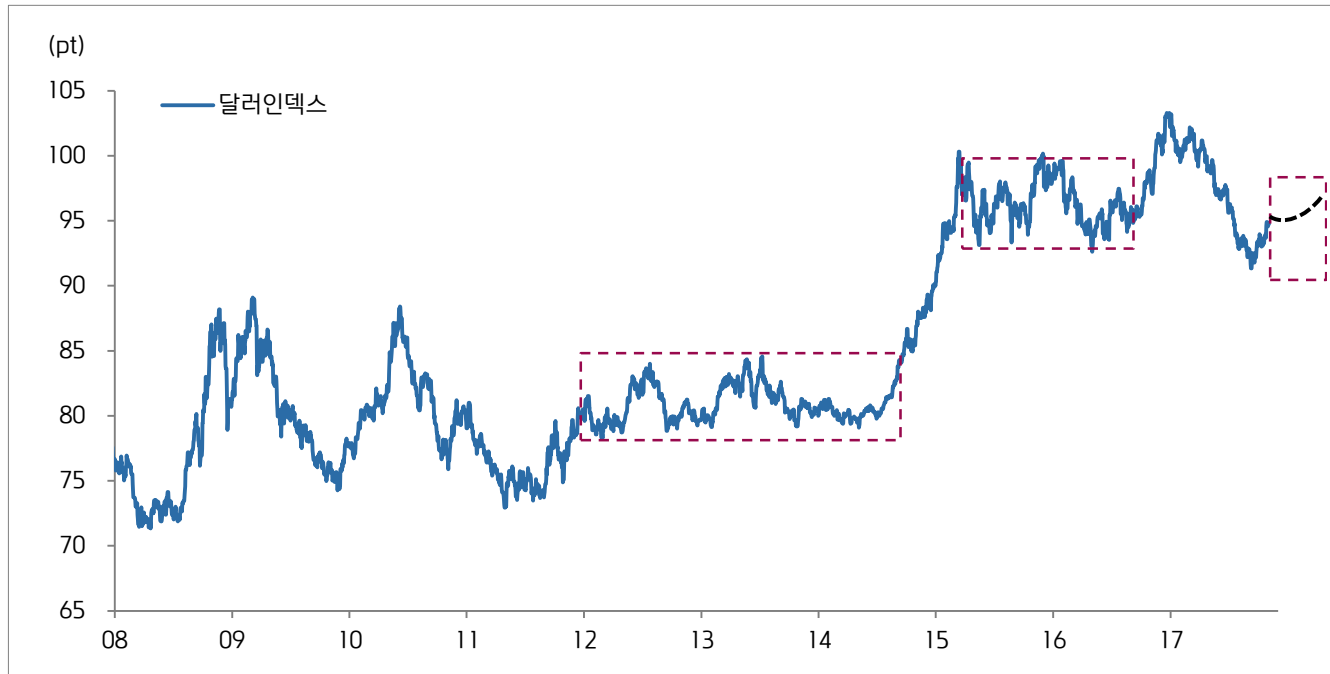


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

1. 달러가치, 약세 흐름 속 하반기 점진적 반등

- ▶ 2018년 달러인덱스의 핵심 변동범위는 90~98pt 전망
- ▶ 상반기 달러 흐름은 미국 정책금리의 점진적 인상과 유로화 강세로 약세를 예상하나 하반기에는 미국 실질 정책금리 상승과 함께 점진적으로 반등할 전망
- ▶ 주요 변수 → 연준의 공격적 금리 인상 여부, 트럼프 세제개편안 영향, 유로화 방향

미국 달러 흐름



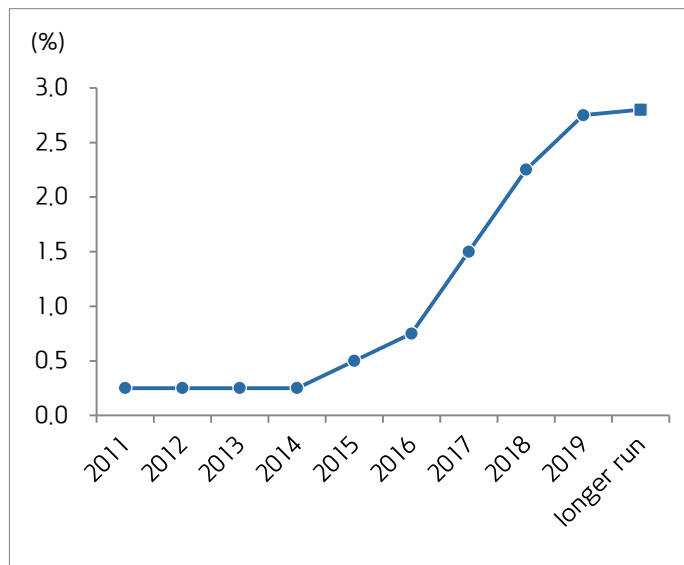
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

2.연준 정책 공격적일까? ① 긴축 경로, 완만하게 진행될 전망

FICC전망

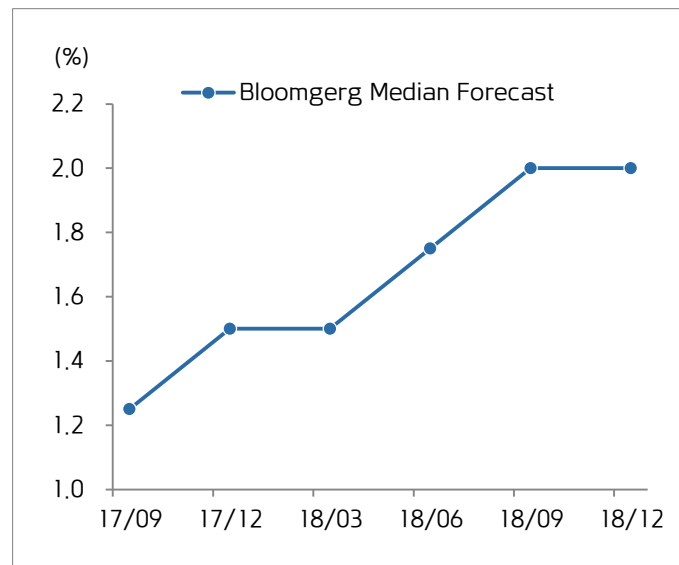
- ▶ 완만한 성장세 전망 하에 점진적 금리 인상 경로 이어갈 전망
- ▶ 연준은 세 차례 금리인상 예상하나, 완만한 물가 흐름 감안할 때 두 차례 인상에 그칠 듯

미국 연준 금리 인상 경로 전망(2017년 9월)



자료: 연준 점도표, 키움증권 리서치센터.

미국 주요 IB 전망치 (2017년 11월)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

2.연준 정책 공격적일까? ② 연준 보팅 멤버 성향도 매파적이기 어려워

FICC전망

- ▶ 2018년 보팅 멤버, 지역 연은 총재가 다소 매파적이거나 연준의장 및 연준이사는 비둘기적일 듯
- ▶ 파월 차기 연준의장, '데이터 의존성'과 '신중한 집행' 등을 강조하며 온건한 성향을 보여

미국 연준위원과 성향 분석

	2018			
	의장	이사	총재	
비둘기파 ↑			카시카리 블라드 (미니에 (세인트 폴리스) 루이스)	
		브레이너드(2026)	에반스(시카고)	
	파월	월스(2032)	카플란(댈러스)	더들리 보스틱 (뉴욕) (애틀란타)
		? (4석)	하커(필라델피아)	메스터 윌리엄스 (클리브랜드) (샌프란시스코)
매파 ↓			조지(캔자스시티)	로젠그렌(보스턴)
			몰리닉스(리치몬드)	

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

주: 음영은 보팅 멤버, 이사회는 3인 공석,

파월이사가 연준의장으로 지명됨에 따라 부의장 포함 연준 이사는 4인 공석이 됨.

과거 파월 연준이사 발언

('14년 3월) 상원청문회. 늦을 경우 통화완화를 거두는 데 리스크가 따른다 조심스럽게 균형을 맞출 필요가 있다."

('16년 5월) "최신 데이터가 계속해서 예상대로 나온다면, 기준금리는 계속해서 점진적으로 올리는 것이 적절하다고 생각한다."

('16년 6월) 겉으로 보기보다 정책은 부양적이지 않고, 통화정책은 계속해서 성장세를 뒷받침할 필요가 있다

('17년 2월) 연준의 인내심을 높게 평가하며 시간이 지남에 따라 통화정책을 점진적으로 긴축하는 것이 적절하다

('17년 8월) 물가가 목표치를 하회하고 있는 점은 수수께끼. 그렇기 때문에 금리 인상과 관련해 참을성 있는 모습을 보여야 함.

('17년 10월) 세계 경제를 낙관하며 글로벌 통화정책 정상화로부터 발생하는 신흥국 경기 우려는 관리 가능 수준. 한편, 미국의 통화정책 정상화는 점진적으로 이루어질 것. 규제가 해야 할 일이 있는 것은 확실하지만 강화만이 모든 문제 해결책은 아님.

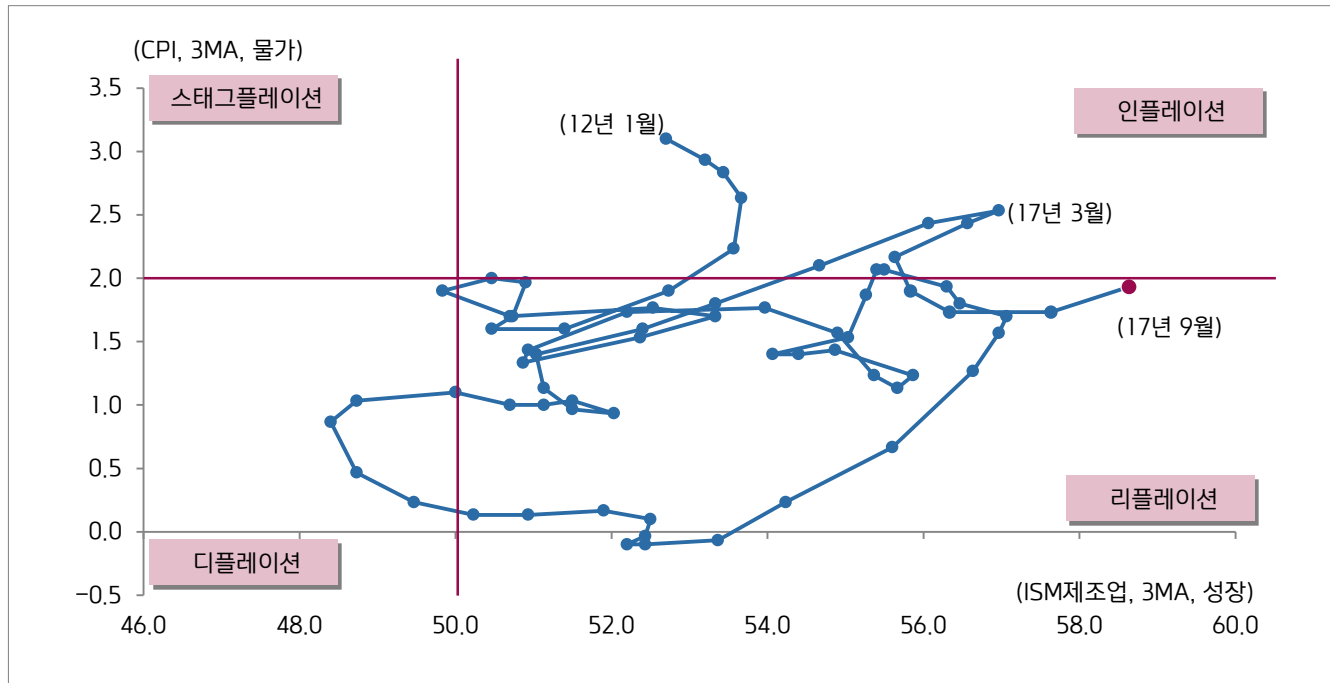
자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터.

2. 연준 정책 공격적일까? ③ 경기 개선에 비해 물가는 여전히 안정적이고

FICC전망

- ▶ 미국 경기 국면은 물가상승률 둔화로 인플레이션에서 리플레이션으로 후퇴
- ▶ 연준의 전망치를 보면 인플레이션이 과거처럼 가파르게 진행될 가능성은 낮음
 - Core PCE 전망치: 2017년 1.5%, 2018년 1.9%, 2019년 2.0% ('17년 9월 현재 Core PCE 1.3%)

미국 경기국면



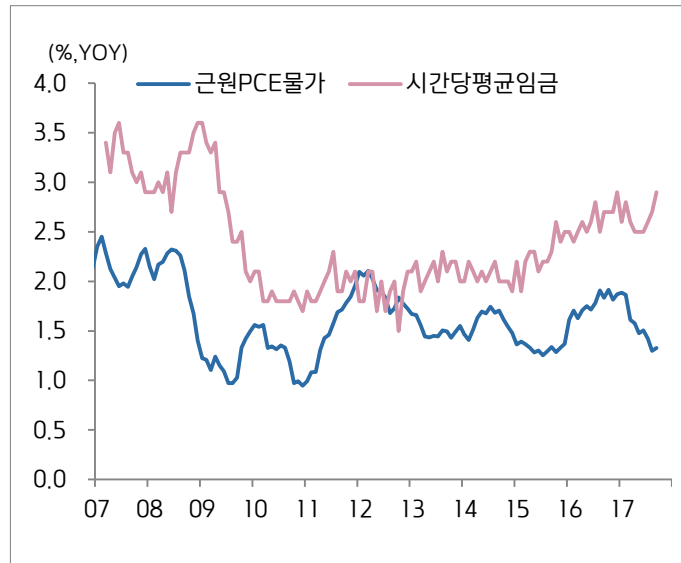
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

2. 연준 정책 공격적일까? ④ 완만한 물가 흐름, 공격적 금리 인상 가능성 낮춰

FICC전망

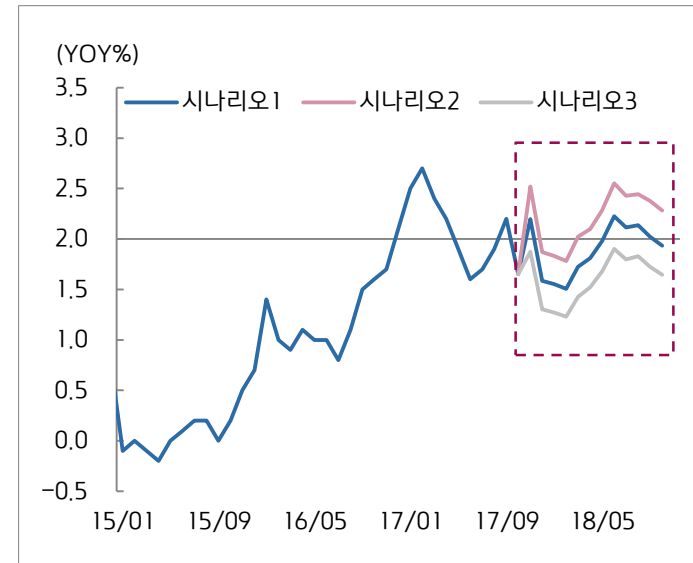
- ▶ 임금과 물가의 괴리 감안할 때 연준의 공격적인 통화정책 긴축 가능성 낮아
- ▶ 특히, 임금 상승의 지속성도 저임금 위주의 고용 및 베이비붐 세대의 은퇴 등을 고려할 때 여전히 의문
- ▶ 물론, 국제유가를 감안하면 헤드라인 물가지수는 상반기를 지나면서 다시 오름세를 보일 전망

미국 근원물가와 시간당임금상승률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 국제유가 시나리오별 소비자물가 상승률



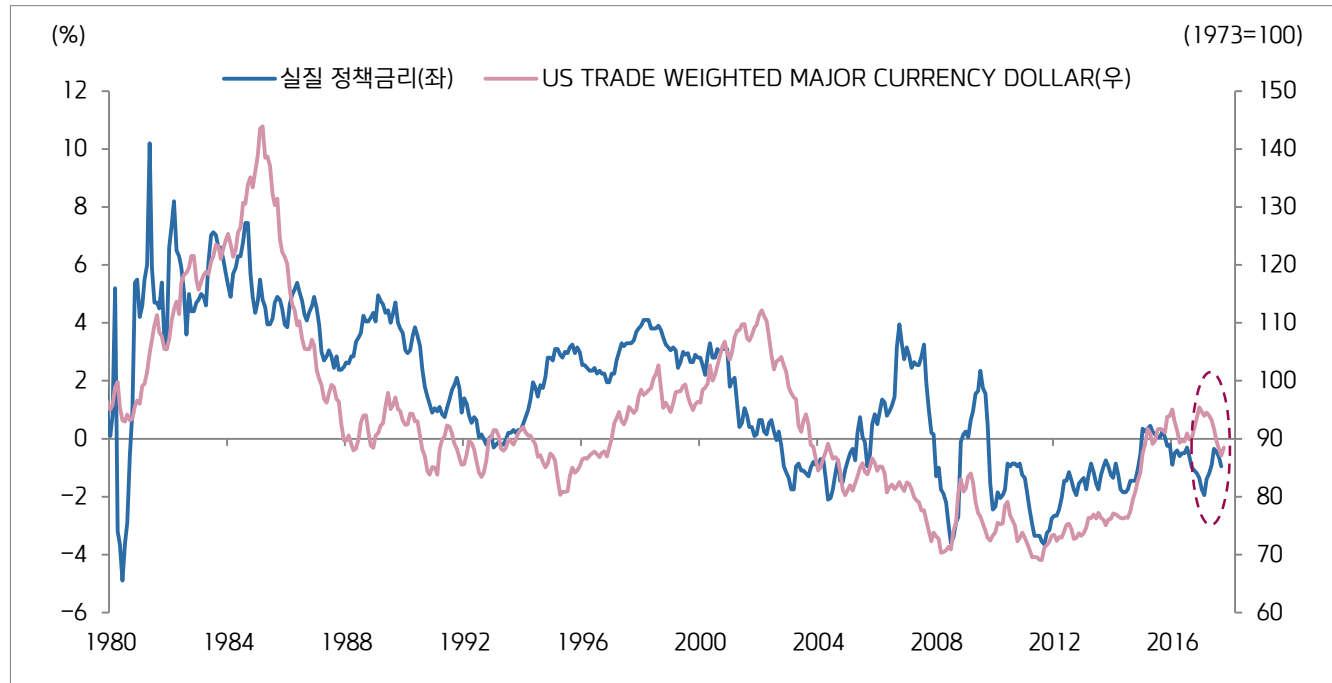
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
 주: 시나리오1(기본) WTI 배럴당 평균 55\$ 가정
 시나리오2 WTI 평균 60\$ 가정
 시나리오3 WTI 평균 50\$ 가정

2. 연준 정책 공격적일까? ⑤ 실질 정책금리, 하반기 정도 플러스 전환 가능성

FICC전망

- ▶ 연준의 공격적 금리 인상 가능성 낮아 2018년 정책금리 첫 인상은 6월을 전망하며 물가 상승도 완만할 것으로 예상
- ▶ 결국, 실질 정책금리는 상반기 마이너스 권에 머물다 하반기 정책금리 인상과 함께 플러스 전환 전망
- ▶ 미 달러화, 실질 정책금리에 연동해 상저하고의 패턴으로 움직일 것으로 예상

미국 실질정책금리와 달러



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

3. 세제개편안 영향은? ① 트럼프 세제개혁 관련 영향도 고려해야 할 변수

FICC전망

- ▶ 2018 회계연도 예산 결의안을 하원에서 가결한 이후 세제개혁 법안의 통과 가능성에 대한 기대 확산
- ▶ 법인세 및 송환세 인하 법안은 연준의 통화정책과 미 달러화에 영향을 줄 수 있는 이슈
→ 다만, 11/2 발표한 하원 공화당 세제개편안은 세수 손실분 보전 방법 및 부자감세 논란 등 쟁점사항이 많아 연내 타결이 쉽지 않은 상황

미국 하원 공화당 세제개편안(11/2)

구분	현행	수정안
법인세	35%	20%
최고소득세	39.6%	39.6% 유지
Path through	39.6%	25%
해외소득세	글로벌과세	영토주의과세
송환세	35%	한시적 현금 등 유동자산 12% 비유동자산 5%
상속세	45%	2024년까지 단계적 폐지

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 세제개편안 관련 일정

11월 10~12일	미 의회 휴원
11월 20일 이전	공화당 세제개편안 구체화
11월 20~26일	미 의회 휴원
11월말~12월초	상원 세제 개편안 초안 발표
12월 8일	세제 개편안 표결
12월 15일	국가부채한도 시한
12월 18일 이후	미 의회 휴원

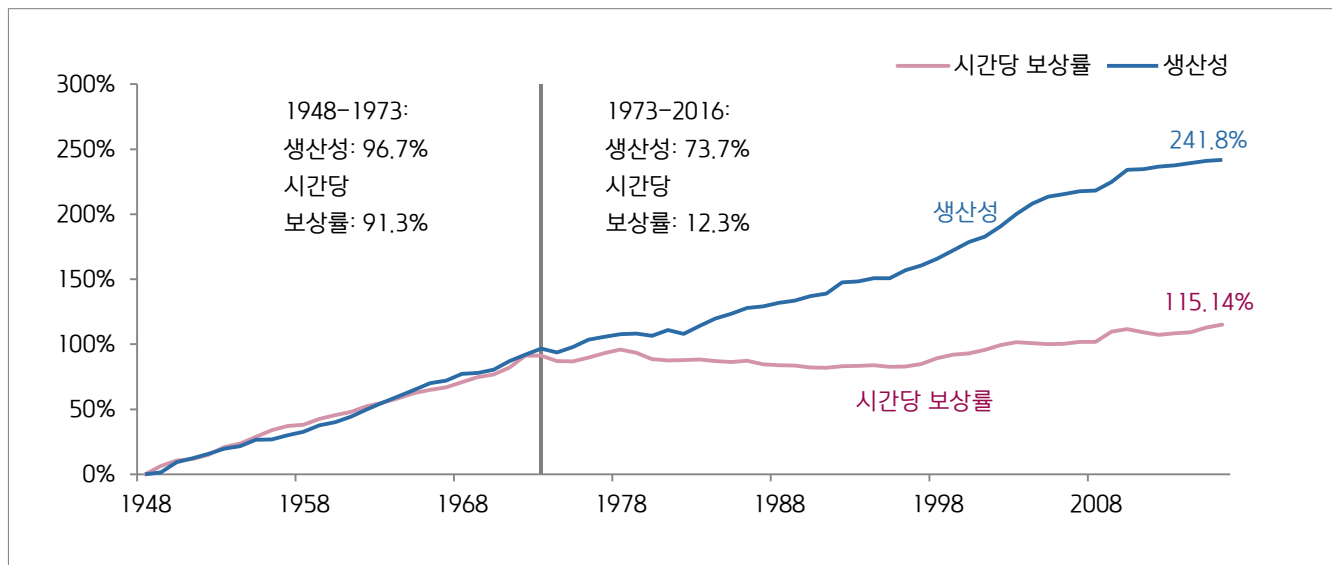
자료: 로이터, 키움증권 리서치센터.

3. 세제개편안 영향은? ② 법인세 감면과 임금 상승 고리 이전보다 약해

FICC전망

- ▶ 법인세 인하를 통해 기업 투자 증가 → 생산성 향상 → 임금 상승이라는 선순환 효과를 기대하나 임금이 가파르게 오르기 어려워 연준의 금리 결정에 미치는 영향력은 크지 않을 전망
→ 기업은 수요 불확실성의 문제이지 현재 투자 이익이 없거나 고금리에 직면한 것이 아니기 때문에 이전만큼 생산성을 높여 임금을 올리려 하는 유인이 약할 전망. 오히려 자본보유에 따른 세후 수익을 추구할 가능성이 있음
- ▶ 특히, 1970년 이후 시간당 보상은 생산성보다 개선 속도가 더디게 나타나고 있음

미국 노동생산성과 시간당 보상



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

3. 세제개편안 영향은? ③ 해외소득 특별세율 인하, 달러 유입 효과 크지 않아

FICC전망

- ▶ 미국 해외소득 특별세율, 자금 유입 효과 제한적임에 따라 달러에 미치는 영향력 낮아
 - 미국 기업의 해외 소득에 대해 기존 35%에서 특별세율(12%)을 적용하는 방안을 제시
 - 미국 자회사로 들어올 수 있는 해외 자금은 약 2.4조 달러로 추정, 하지만 해외에서 기업 운영을 위해 재투자되는 금액은 1.08조 달러, 다국적 기업에서는 수 십 년에 걸쳐 수익을 재투자하는 만큼 세금 정책 변화에 큰 영향을 받지 않음
 - 미국 주요 20개 기업의 미분배된 해외보유이익에서 미국 국채가 차지하는 비중은 32%

미국 다국적 기업의 미분배된 누적 해외 소득

해외 기업운동을 위해 계속해서 투자되는 금액(최소 관세율에 적용되지 않음)	1.08조 달러	45%
해외 자회사가 미국 은행 및 증권을 통해 보유하고 있는 현금 해외 기업 운영시 재투자에 사용 가능한 현금(최소 관세율에 적용되지 않음)	0.72조 달러	30%
해외 자회사가 미국 은행 및 증권을 통해 보유하고 있는 현금(최소 관세율에 적용)	0.36조 달러	15%
해외 자회사가 보유한 특허 등 비유형자산(최소 관세율에 적용)	0.24조 달러	10%
총 미분배된 누적 해외 소득	2.40조 달러	100%

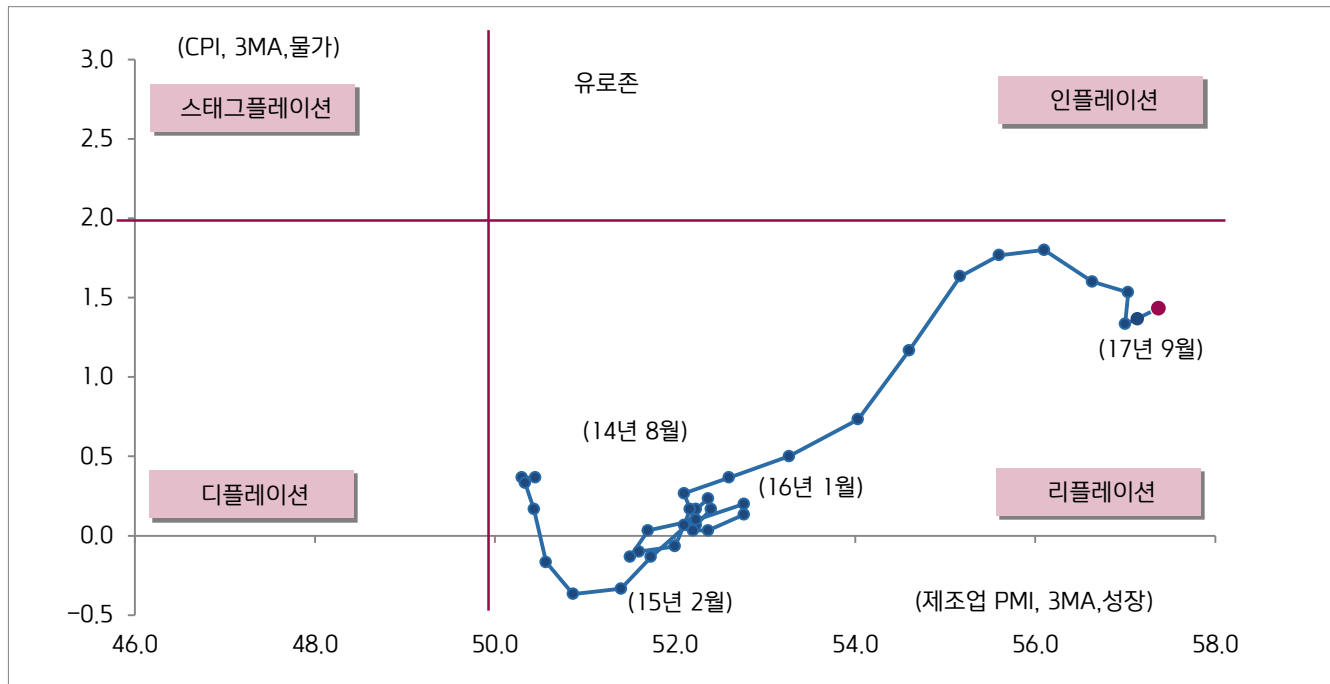
자료: Wilmington Trust, 키움증권

4. 유로화 방향은? ① 상반기 유로화 강세에 의한 달러 약세 유도 가능

FICC전망

- ▶ 유로존 현재 경기 국면은 리플레이션, 경기 개선은 유럽중앙은행의 통화정책 정상화 명분 제공
- ▶ ECB, 2018년 초 자산매입규모 축소 시작하며 상반기 유로화 강세 요인으로 작용할 전망

유로존 경기국면



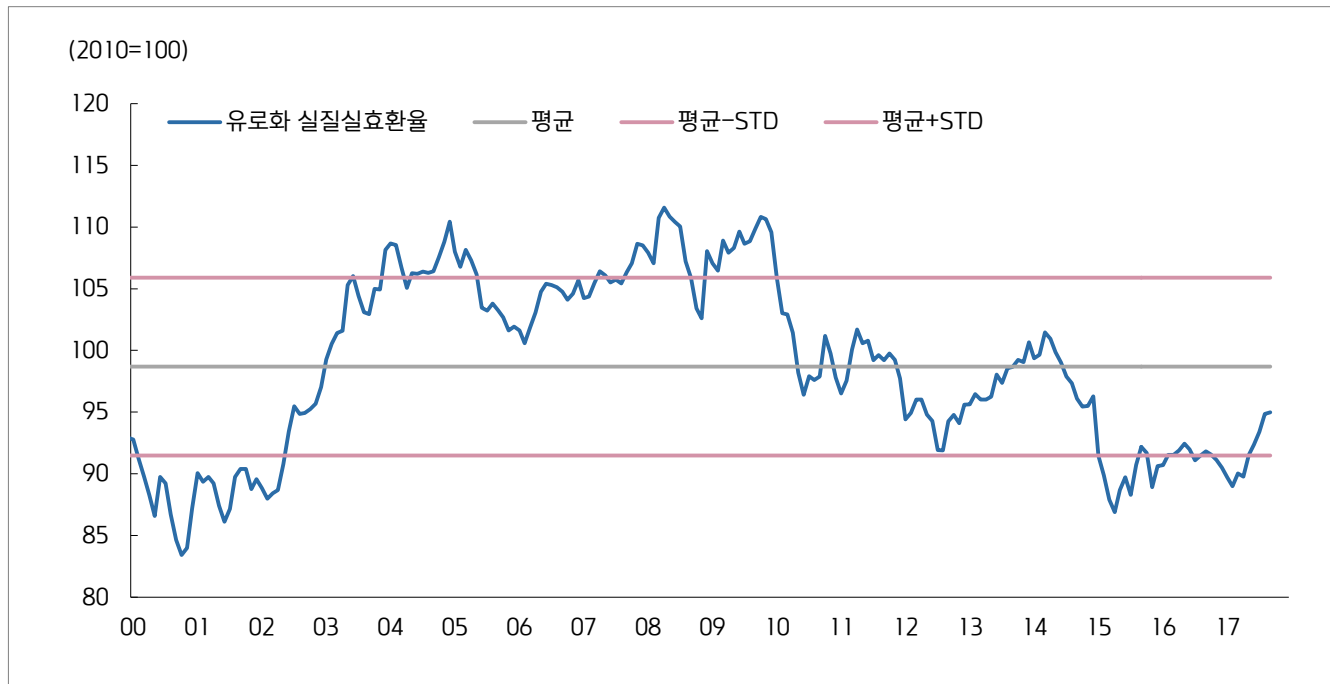
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

4. 유로화 방향은? ② 추가 상승 여력도 남아있어

FICC전망

- ▶ 유로화 실질실효환율을 보면 최근 오름세에도 장기평균(2000년 이후) 수준을 하회하며 저평가 구간에 있음
- ▶ 경기 개선과 유럽중앙은행의 통화정책 정상화 등을 감안하면 추가적인 상승 여력이 남아있어

유로화 실질실효환율 추이



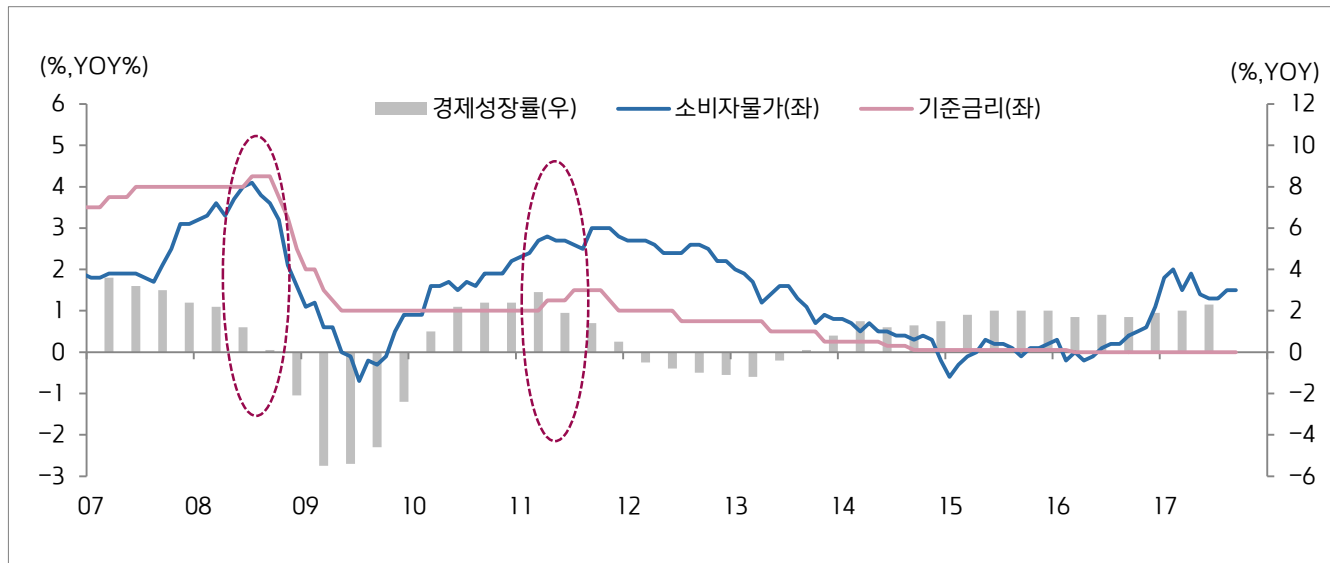
자료: BIS, 키움증권 리서치센터.

4. 유로화 방향은? ③ 하지만 2018년 금리 인상 어렵다면 하반기 악세 전환

FICC전망

- ▶ 유로화 강세 지속되려면 자산매입 규모 축소 이후 금리 인상 뒤따라야 함
- ▶ 하지만 유럽중앙은행은 물가 상승에 대한 추가적인 근거 확보 이후 금리 인상에 나설 전망
 - 지난 2008년 7월과 2011년 4월 과거 단기 물가 반등으로 ECB 기준금리 인상 이후 경기 위축
 - 2008년 7월 인상(25bp) 이후 그 해 10월 50bp 인하 단행. 2011년에도 4월과 8월 인상 이후 그 해 11월 인하
 - 유로존 9월 현재 CPI 1.5%(YOY), 근원 CPI 1.1%(YOY) 로 물가 안정 목표치(2%) 하회

유로존 기준금리와 경제성장률, 소비자물가



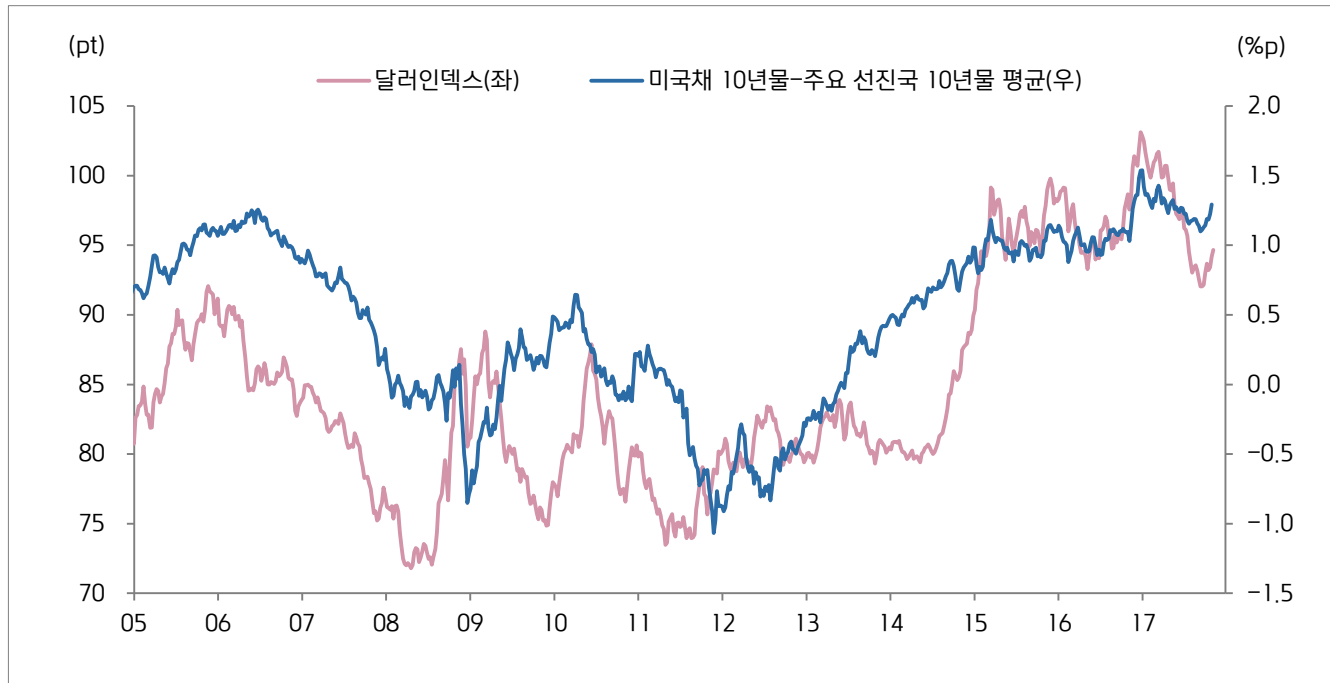
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

4. 결국, 미국 우위의 통화정책은 달러 반등으로

FICC전망

- ▶ 결국, 미국과 주요 선진국간의 성장과 통화정책 차이에 의한 달러 강세 추세는 유효
- ▶ 달러는 실질 정책금리 상승과 함께 하반기 점진적 반등 가능

미국 달러와 주요 선진국과의 금리차



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

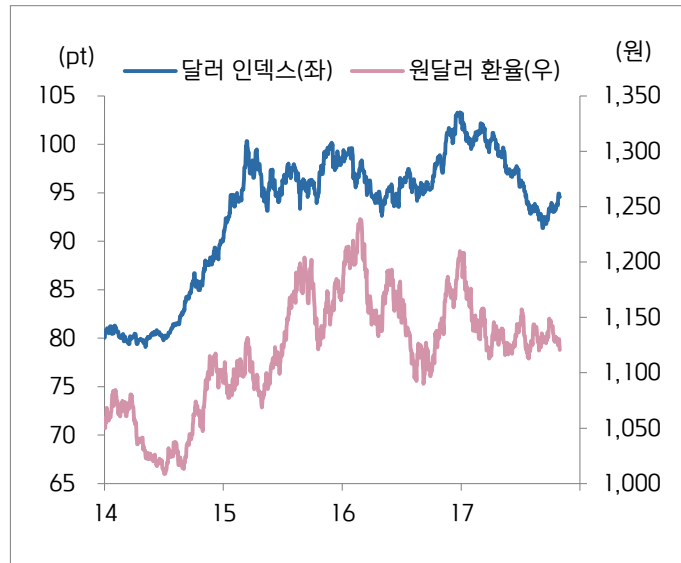
주: 주요 선진국은 독일, 프랑스, 이탈리아, 일본, 영국, 캐나다

5. 달러/원 환율 ① 달러에 연동해 상반기 하락 이후 점진적 반등 전망

FICC전망

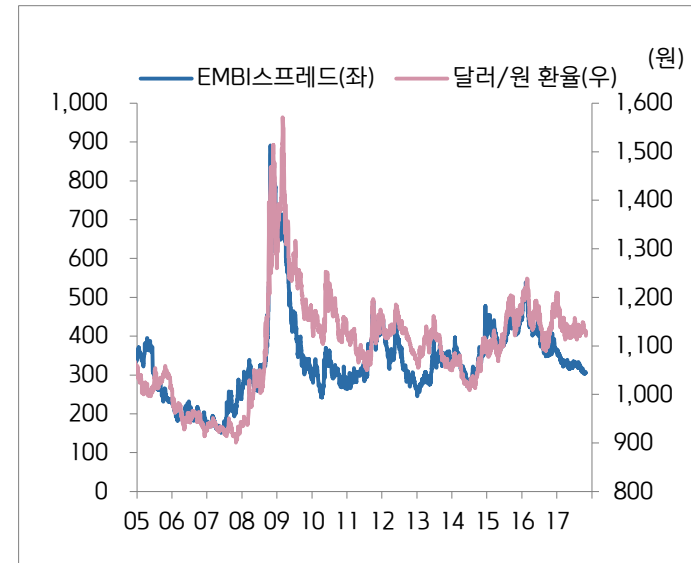
- ▶ 2018년 달러/원 환율 core band는 1,110~1,180원, 평균 1,140원으로 전망
- ▶ 달러 흐름에 연동해 달러/원 환율은 하락 이후 하반기 중 상승 전환될 것으로 예상
- ▶ 위험자산 선호가 강해질 경우 예상보다 상반기 원화 강세 압력 강화되며 일시적으로 1,100원 하회할 수 있음

달러인덱스와 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

달러/원 환율과 EMBI스프레드



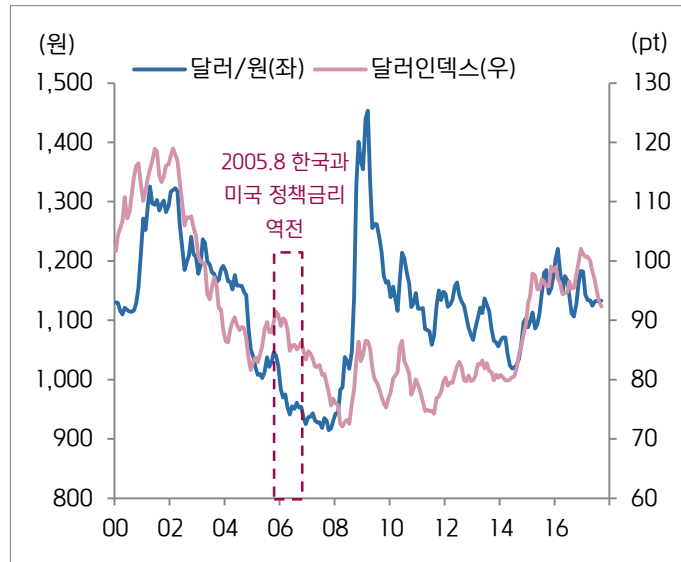
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

5. 달러/원 ② 금리 역전 우려하나 대내외 금리차보다 대외 여건에 민감

FICC전망

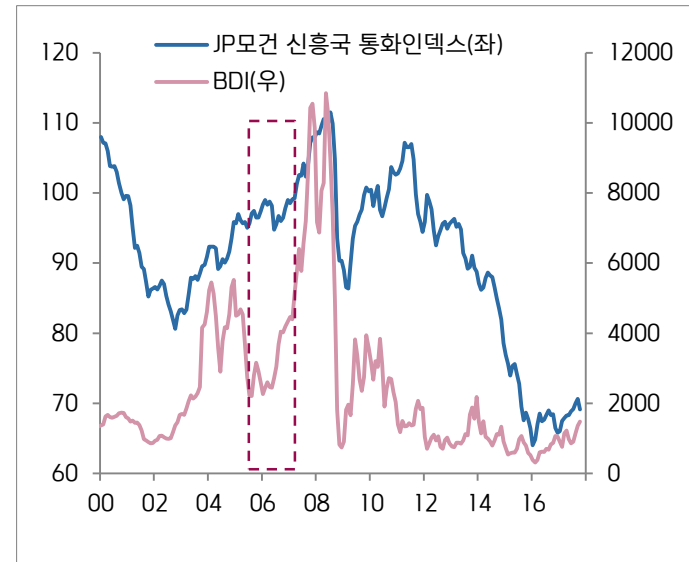
- ▶ 미국과 한국 금리차 역전에 따른 외국인 자금 유출과 환율 급등 가능성을 제기하나
- ▶ 2005년 한미 정책금리 역전 시기에도 원화 가치는 달러 약세와 더불어 강세
- ▶ 달러/원 환율은 대외 여건과 달러화 흐름에 더 민감하게 움직일 것으로 예상

달러인덱스와 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

JP모건 신흥국 통화 인덱스와 BDI지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

Part III

국제유가 Band, 상향 조정한 이유는?

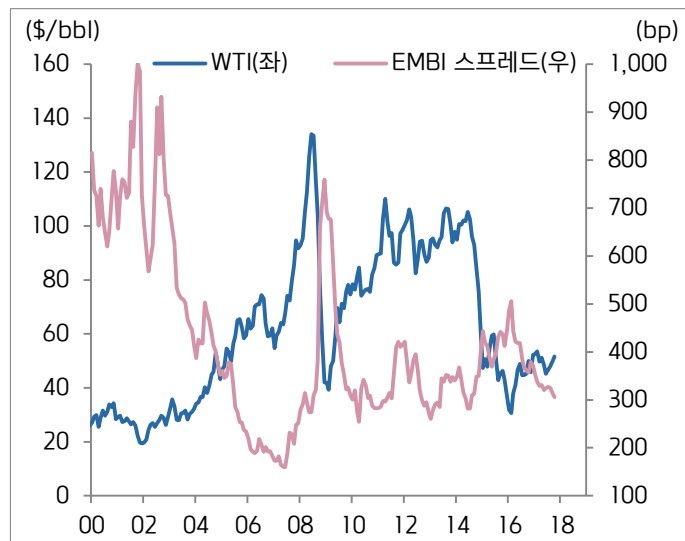


1. WTI Band, 배럴당 48~60달러로 상향 조정

FICC전망

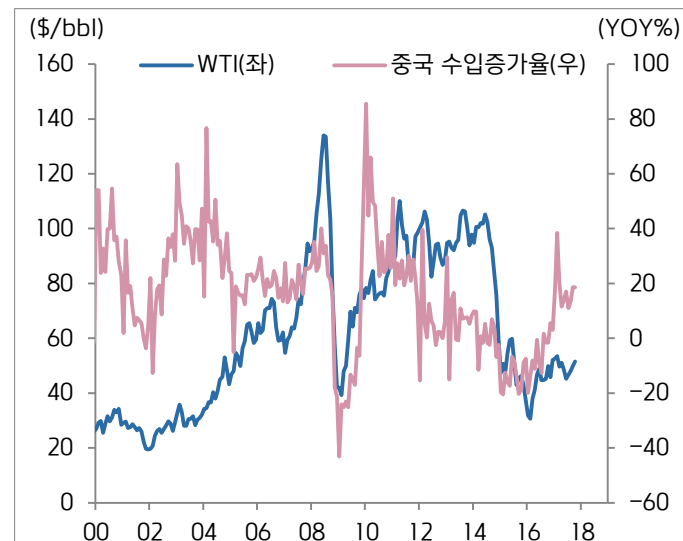
- ▶ 글로벌 경기 호조로 수요가 개선되고 있으며, 주요 산유국의 공급 여건이 변화되고 있어 2018년 국제유가(WTI) Band의 상단과 하단을 상향
→ 기존 45~55달러 전망을 48~60달러로 상향 조정
- ▶ 글로벌 경기 호조로 위험자산 선호심리가 높아지고 있을 뿐만 아니라 원유 시장의 공급 여건이 변화하고 있음을 포착

EMBI스프레드와 WTI



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

국제유가와 중국 원유 수입 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

2. 원유 공급 여건이 바뀌고 있는가? ① 원유시장 Backwardation!

FICC전망

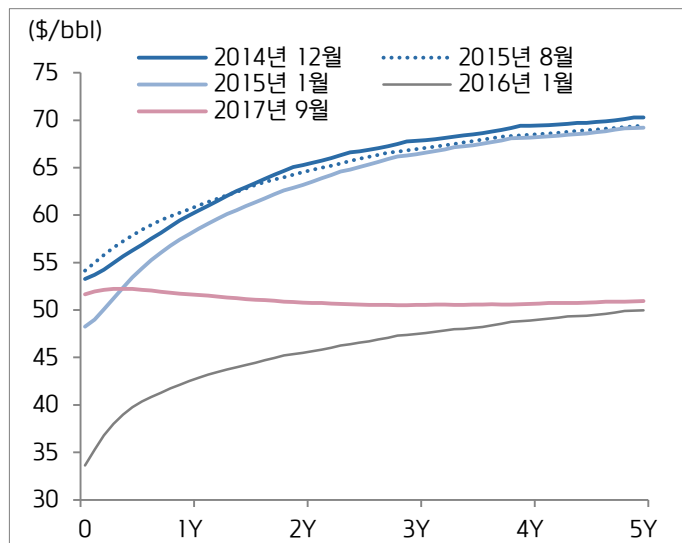
▶ 원유 현물 가격이 선물 가격보다 높은 Backwardation 발생

→ 2017년 들어 좁혀지기 시작한 현선물 스프레드가 최근 들어 더 축소되며 백워데이션 발생('분홍색 선')

→ 재고 감소에 대한 기대가 높아지면서 그림과 같은 현상이 발생했고,

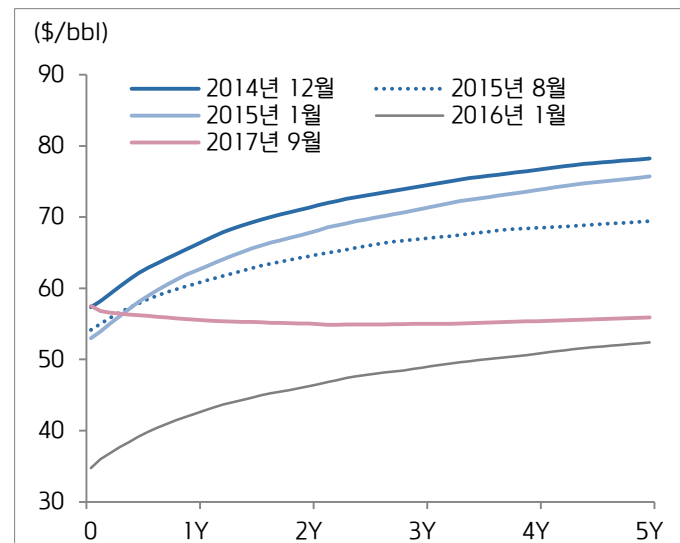
OPEC이 추구하는 '\$60' 선에 안착할지 여부가 시장의 가장 큰 관심사

WTI Forward Curve



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

Brent Forward Curve



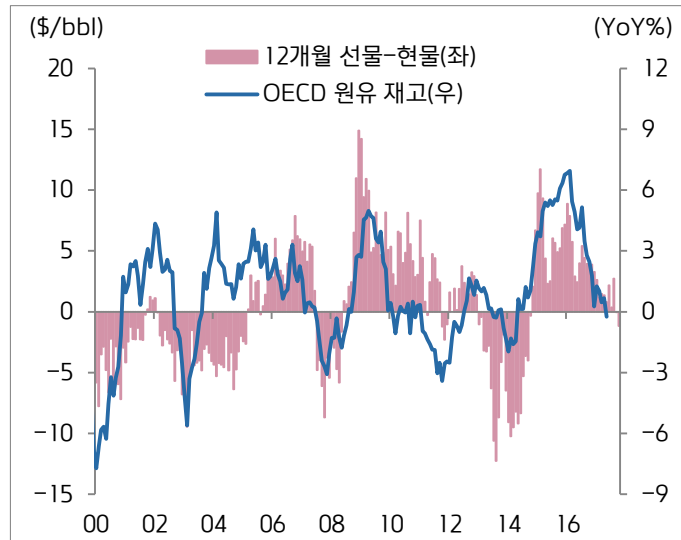
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

2. 원유 공급 여건이 바뀌고 있는가?② Backwardation 지속되나

FICC전망

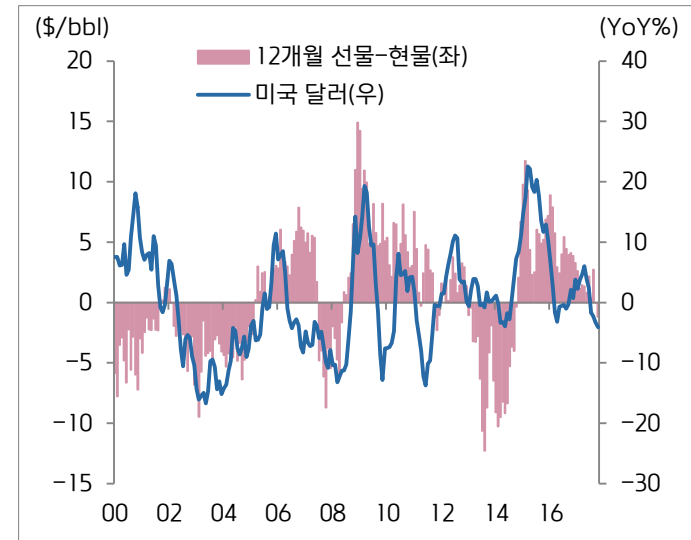
- ▶ 과거 Backwardation은 원유 재고와 달러화가 전년 대비 감소할 때 주로 발생
 - 재고가 감소할 것이라는 기대가 시장에 반영되어 각 지표는 동행하는 성격을 띠
 - ①2018년에도 원유 재고가 감소하는지 ②달러화 약세가 지속되는지 여부를 확인해야 함
 - 2018년 하반기로 갈수록 달러화의 강세가 재개될 것으로 예상되기에 backwardation 지속 가능성은 낮은 것으로 판단

원유 현선물 스프레드와 원유 재고 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

원유 현선물 스프레드와 미국 달러 추이



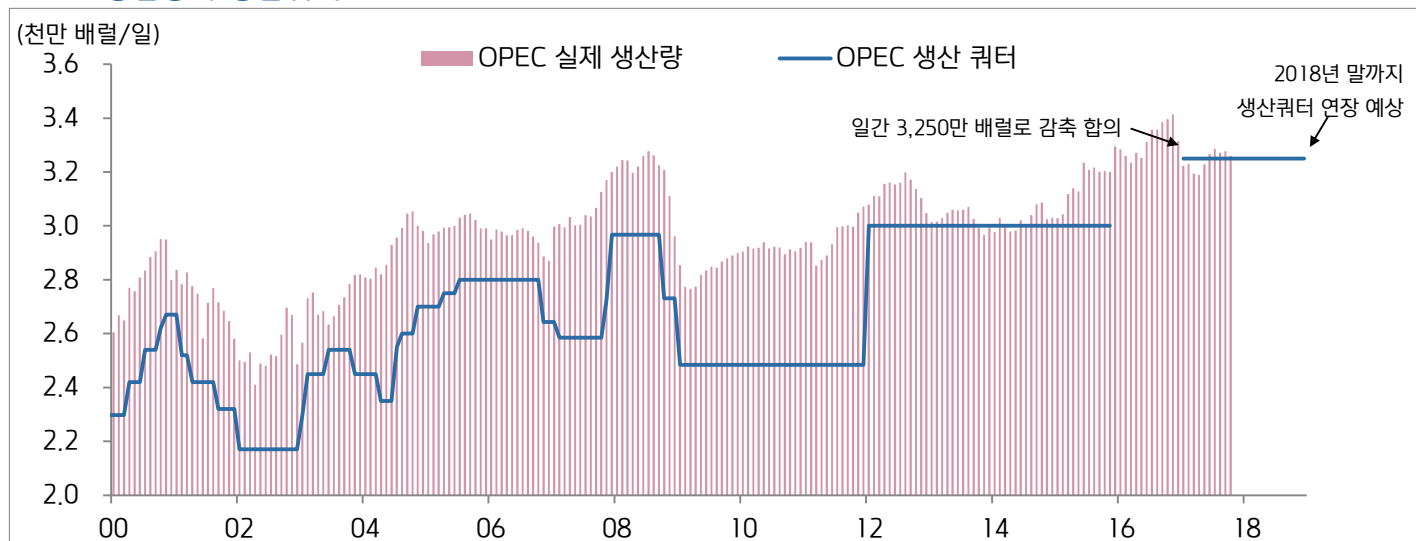
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

2. 원유 공급 여건이 바뀌고 있는가?③ 예상보다 높은 OPEC의 감산 의지

FICC전망

- ▶ OPEC, 2016년 11월 30일 산유량 감산 합의 / 2017년 5월 25일 감산 시기 연장
 - 오는 2017년 11월 30일 회담에서 “2018년 12월까지 감산안 연장” 합의할 것으로 전망
 - 2017년 초 감산을 세계 감행했던 것과 달리 연말 들어 생산량이 다시 조금씩 증가해 쿼터 연장 합의가 어려울 것으로 판단했으나, 시장의 우려와 달리 2018년 말까지 합의될 것으로 보임

OPEC 생산량과 생산쿼터



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

2. 원유 공급 여건이 바뀌고 있는가?④ 미국의 증산 속도 둔화

FICC전망

▶ 미국 원유 시추공수, 7월 말 이후 감소하기 시작

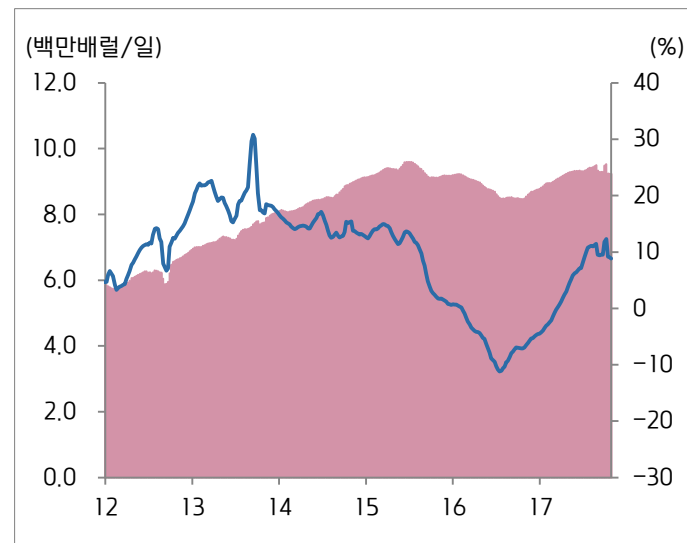
- WTI, 7월중 배럴당 43달러 선까지 떨어진 후 50달러 선으로 회복했음에도 시추공수의 반등이 나타나지 않음
- 8월과 9월 미국의 허리케인으로 생산 차질이 있었던 점을 감안하더라도, 미국의 원유 생산 증가율이 추가적으로 더 상향되지 못하고 있음

WTI와 미국 원유 시추공수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 원유 생산량과 증가율(4주평균)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

3. OPEC의 공급 여건 점검① 2017년 OPEC 감산 이행을 점검

FICC전망

- ▶ 2017년 9월 기준, OPEC 감산 합의 국가 중 6개 국가를 제외하고는 감산안 준수
 - 사우디는 1~8월까지의 쿼터보다 생산량이 낮았지만 9월 들어 생산량이 쿼터를 상회
 - 이라크, UAE, 쿠웨이트를 제외하고는 생산량이 쿼터를 크게 상회하는 국가는 없음

OPEC 회원국 생산량과 생산쿼터(천배럴/일)

국가	2017년 9월	쿼터	생산량-쿼터
사우디아라비아	10,060	10,058	2
이라크	4,470	4,351	119
이란	3,780	3,797	-17
UAE	2,930	2,874	56
쿠웨이트	2,760	2,707	53
베네수엘라	1,970	1,972	-2
앙골라	1,670	1,673	-3
알제리	1,040	1,039	1
카타르	610	618	-8
에콰도르	540	522	18
가봉	190	193	-3
나이지리아	1,770		
리비아	920		
적도 기니	141		

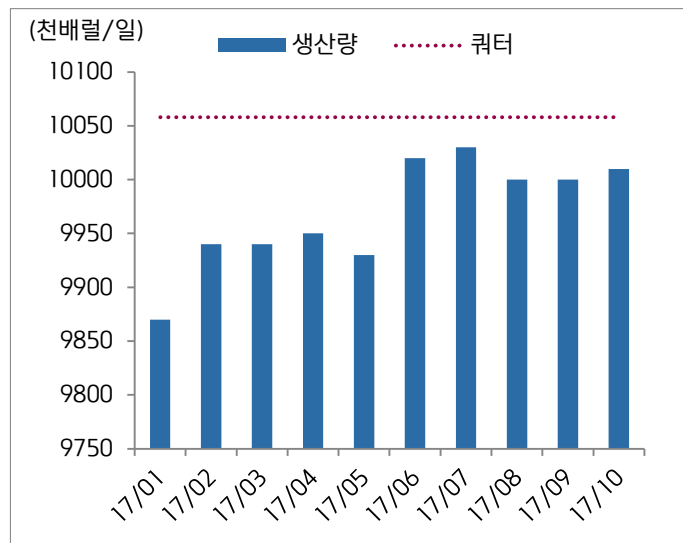
자료: Bloomberg, OPEC, 키움증권 리서치센터.

3. OPEC의 공급 여건 점검② 높은 감산 이행을 지속되나?

FICC전망

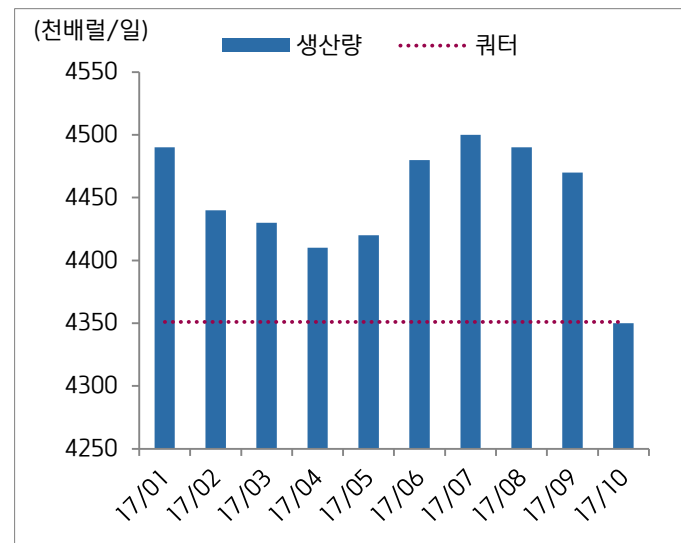
- ▶ 하지만 OPEC 내 생산량이 가장 많은 1, 2위 국가의 생산량이 다시 증가하고 있어
 - 사우디는 1~9월까지 꾸준히 생산량을 조금씩 확대시킴
 - 원유 생산량 2위 국가인 이라크는 10월을 제외하면 2017년 1월~9월까지 쿼터를 준수한 적 없음
- ▶ 감산안에 포함되지 않은 나이지리아와 리비아는 지난해 말 대비 생산량 일간 56만 배럴 증가
 - OPEC의 감산(일간 120만 배럴) 효과를 절반 이상 상쇄하는 역할
 - 2017년 11월 30일 OPEC 정례회담에서 두 국가의 감산안 포함되어야 OPEC의 감산 신뢰도가 높아질 듯

사우디 원유 생산량과 쿼터



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

이라크 원유 생산량과 쿼터



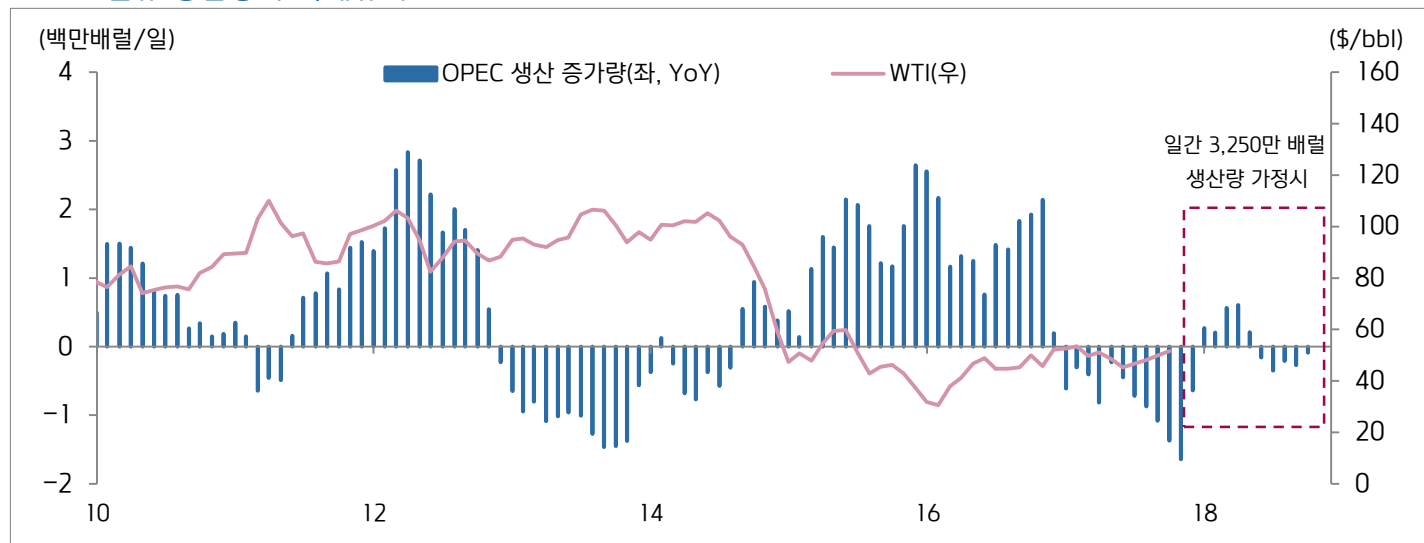
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

3. OPEC의 공급 여건 점검③ 2018년 말까지 감산한다면

FICC전망

- ▶ OPEC, 2018년 3월까지의 감산 기한을 2018년 말까지 연장하는 안을 논의 중
 - 9개월 더 연장해 원유 재고를 과거 5년 평균 수준으로 돌리려는 것
 - 2017년 상반기 감산 규모가 하반기 대비 컸던 것을 감안, 일간 3,250만 배럴의 쿼터를 유지한다면 2018년 상반기 OPEC의 원유 공급량은 전년대비 증가, 공급을 확대시킨다는 압박을 받을 듯
 - OPEC의 생산량만을 감안했을 때 OPEC이 2018년 상반기 중 쿼터 이행률을 높이지 못하면, 상반기에는 상대적으로 국제유가의 하방 압력이 높을 수 있음

OPEC 원유 생산량과 국제유가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

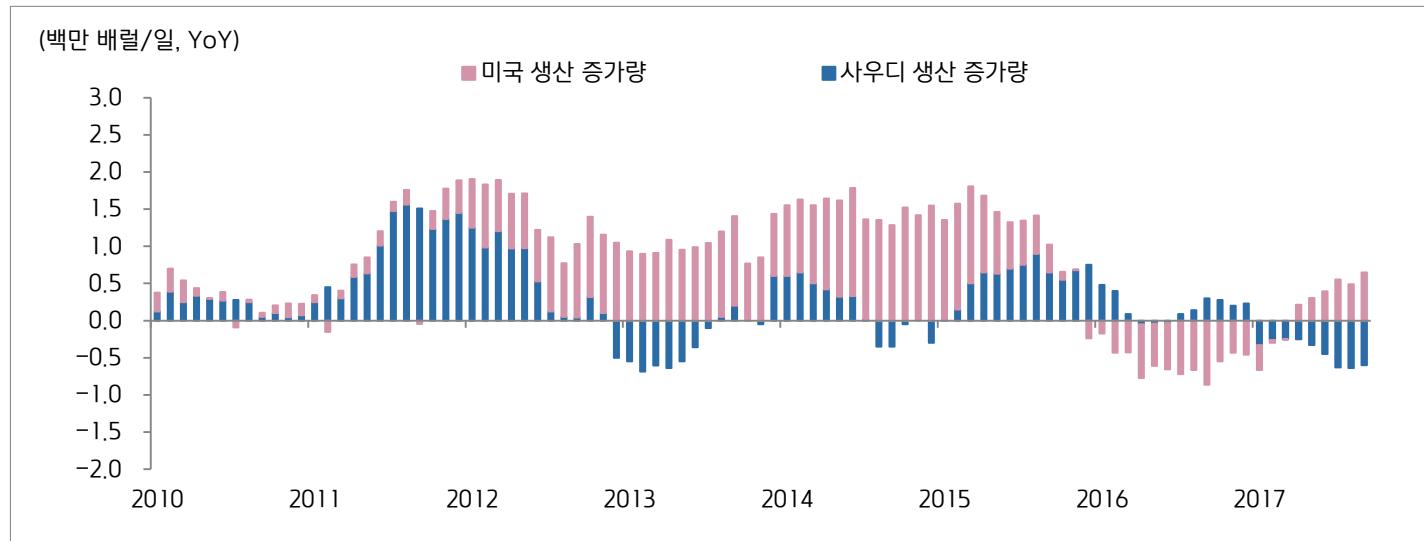
3. OPEC의 공급 여건 점검④ 감산 합의 종료, 그 이후는?

FICC전망

▶ OPEC, 2018년 말 이후 생산량은 어떨까?

- OPEC은 '점진적인(gradual)' 출구 전략을 계획하고 있다고 발표
- OPEC의 생산량 확대 규모와 속도는 미국의 생산량에 따라 달라질 것으로 판단
- 미국의 생산량이 2018년 이후에도 계속해서 확대되어 시장점유율을 높여나간다면, OPEC은 시장점유율을 의식해 인내심을 유지하기 어려울 수 있음

미국과 사우디 원유 생산량 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

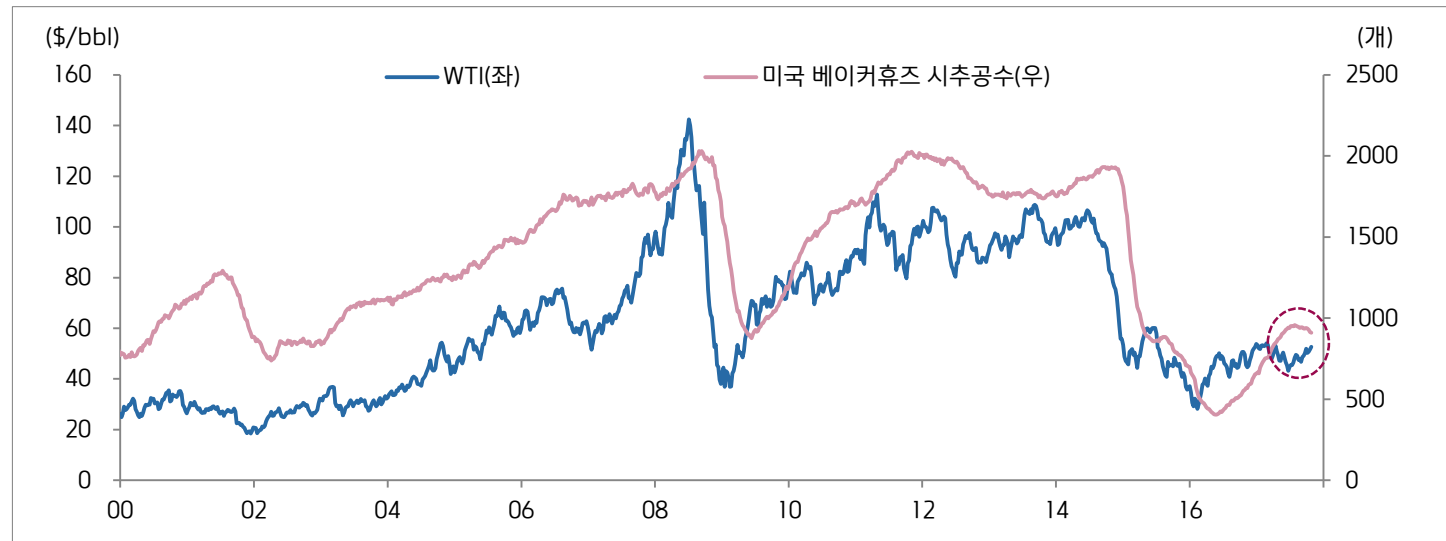
4. 미국의 공급 여건 점검① 미국의 리그수 감소 + 생산량 증가 둔화

FICC전망

▶ 2016년 중순 이후 증가하기 시작한 원유 리그수, 올해 7월 말 이후 감소

→ 시추공수 감소는 셰일 기업들의 투자 감소 신호로 해석되어 향후 미국의 원유 생산량 감소 가능성이 높아짐

국제유가와 시추공수 추이



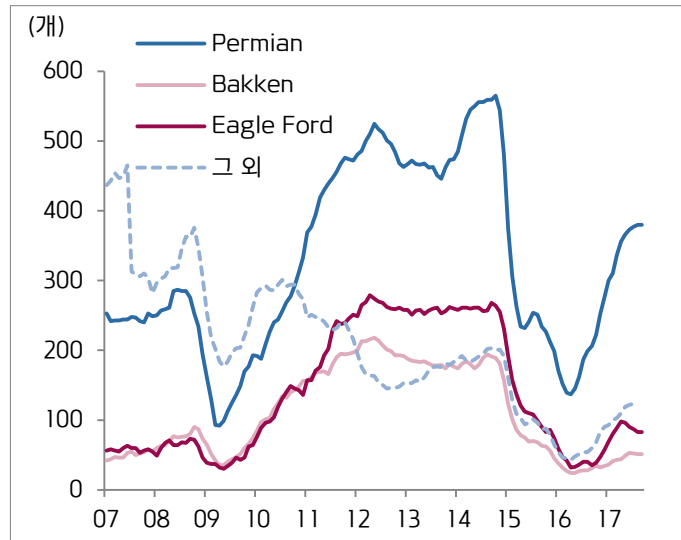
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

4. 미국의 공급 여건 점검② 리그수 감소가 생산량 감소로 이어질까?

FICC전망

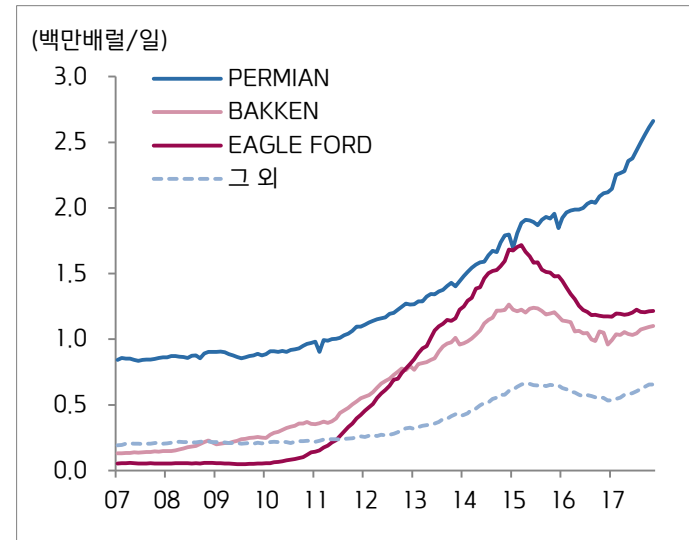
- ▶ 리그수가 감소하고 있지만 미국의 일간 생산량은 계속해서 증가
 - Permian은 2015년 시추공수가 급감했지만, 생산량은 꾸준히 증가
 - Bakken 지역과 그 외 지역은 2016년 이후 시추공수 증가와 함께 생산량도 소폭 증가
 - 단, Eagle Ford는 2016년 이후 리그수가 증가했음에도 생산량은 크게 증가하지 않고 일정 수준을 유지

셰일지대별 시추공수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

셰일지대별 원유 생산량 추이



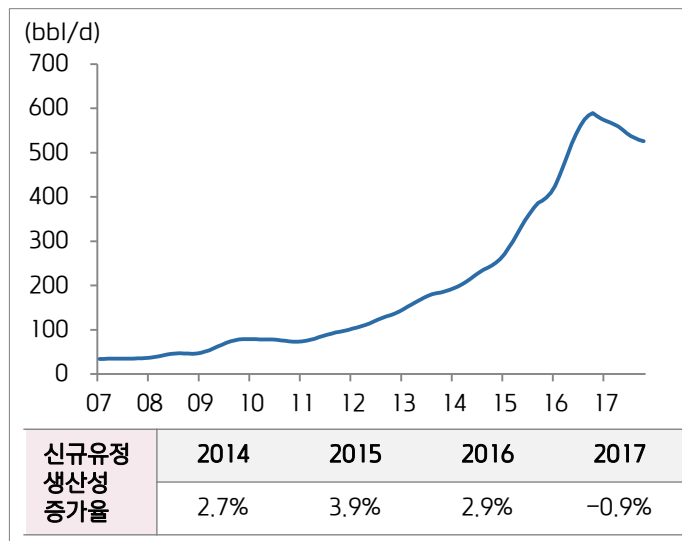
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

4. 미국의 공급 여건 점검③ 생산량은 유지되나, 생산성 둔화에 집중!

FICC전망

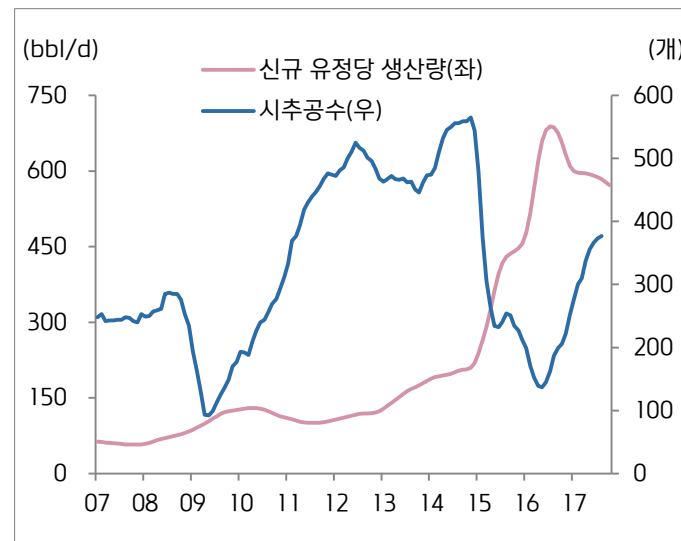
- ▶ 미국의 원유 생산량이 감소하기보다는 생산 증가 속도가 둔화
 - 신규 유정의 생산성이 더 이상 향상되지 못하고 둔화되고 있음
 - 유정당 시추거리를 확장하는 기술을 도입했지만,
국제유가가 박스권에 갇힌 상황에서 **생산비용**이 증가한 결과라고 판단

미국의 신규 유정의 생산성



자료: EIA, 키움증권 리서치센터.

투자가 활발했던 Permian 신규 유정 생산성 둔화

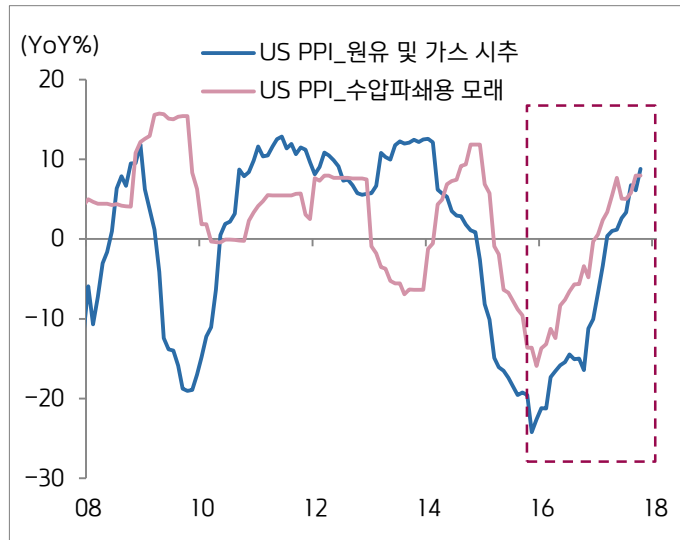


자료: EIA, 키움증권 리서치센터.

4. 미국의 공급 여건 점검④ 어떤 비용이 증가했나?

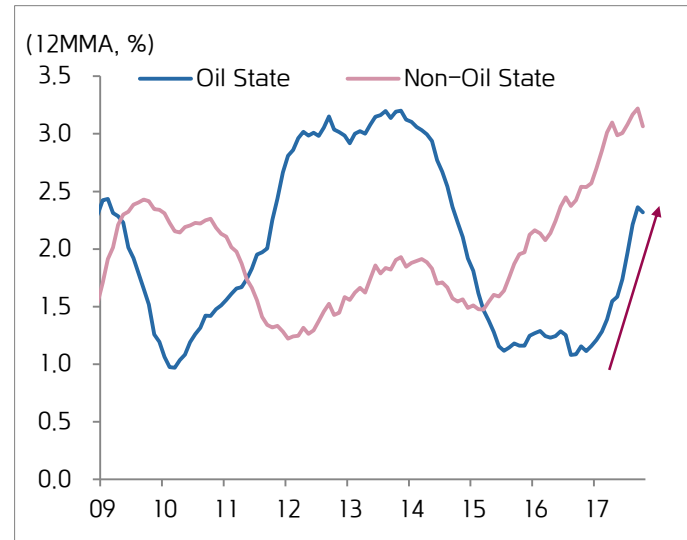
- ▶ 미국 원유 생산 비용에는 시추 관련 설비 비용, 원자재, 부동산, 임금 등이 포함
 - 그 가운데 변동성이 가장 큰 비용이 임금과 설비 비용
 - 생산량 확대/축소를 결정할 때 설비 임대 및 고용의 변화가 가장 빠르게 나타나고 변동이 잦음
 - 생산자물가지수(PPI) 중 원유 및 가스 유정 시추 비용이 16년 이후로 반등하기 시작했으며, 주요 원유 생산 지역의 임금은 2017년 이후 꾸준히 상승

미국 생산자물가_시추 관련 비용



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 내 원유 생산 및 비생산 지역 임금 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

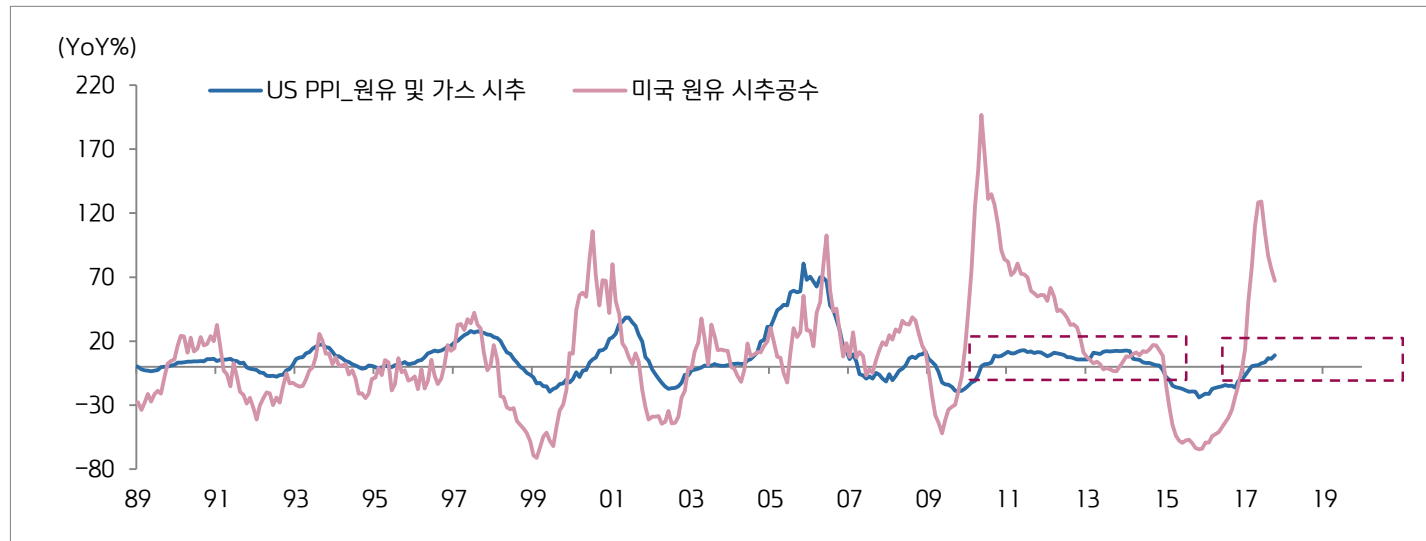
주) Oil State는 원유 생산이 주로 이루어지는 미국 주(州)를 지칭
- Alaska, Montana, West Virginia, Wyoming, Texas, Oklahoma, New Mexico, North Dakota, Louisiana, Colorado의 임금을 단순 평균함

4. 미국의 공급 여건 점검⑤ 리그수가 감소하는데, 비용도 계속 증가하나?

FICC전망

- ▶ 과거 추세를 감안할 때, 최근 비용 상승세는 좀 더 이어질 것으로 판단됨
 - 최근 리그수 상승세가 둔화되기 시작했지만, 과거 2010~2015년에도 비슷한 추세를 포착
 - 시추공수가 증가하기 시작한 후 뒤따라 시추 비용이 상승 전환한 후 안정적인 흐름을 보임
 - 이를 감안할 때, 리그수가 급격히 감소하지 않는 한, 시추 비용의 상승세는 유지될 전망

미국 원유 및 가스 시추 비용과 미국 원유 시추공수 추이



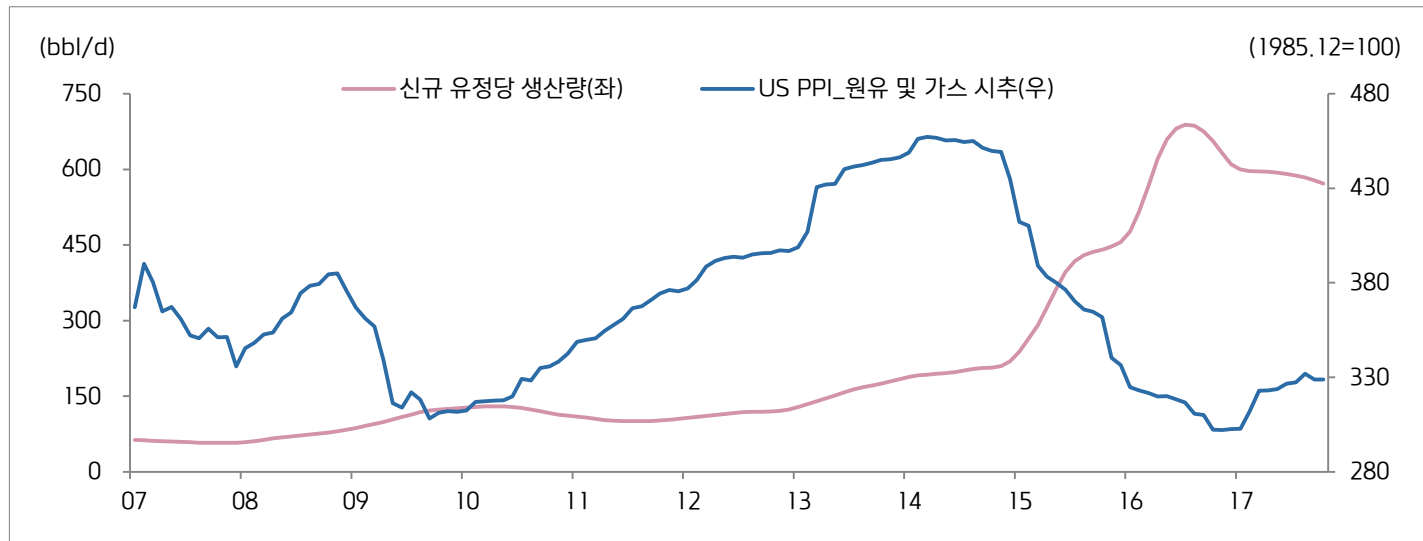
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

4. 미국의 공급 여건 점검⑥ 비용 상승은 어떤 영향을 미치는가?

FICC전망

- ▶ 글로벌 경기 회복기에 수요 증가 속, 임금 상승 및 원자재 가격 상승은 불가피
 - 국제유가의 적정 수준을 가늠하기는 어려운 부분이나, 각종 비용 상승으로 생산 단가가 높아지게 되고 이로 인해 국제유가의 상승이 나타나게 됨
 - 한편, 경기가 악화될 때는 수요가 부진하고, 고용이 줄어들면서 각종 비용은 하락하게 되며, 이로 인해 BEP가 하락하는 효과가 나타나 원유 생산이 지속될 수 있는 여건이 만들어짐
 - 경기 호조로 미국 원유 생산이 급감할 가능성은 제한적이지만, 비용 증가로 신규 유정 생산성이 떨어지게 된 것

Permian 지역 신규 유정당 생산량과 원유 및 가스 시추 비용



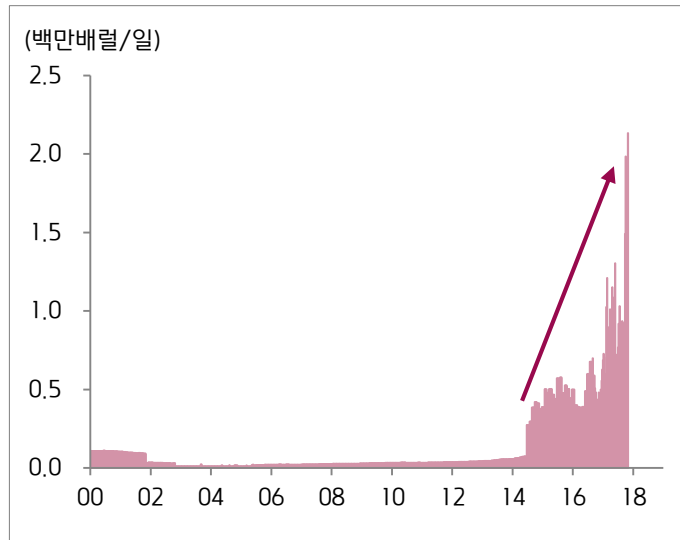
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

5. 미국의 생산이 둔화되기만 할까?

FICC전망

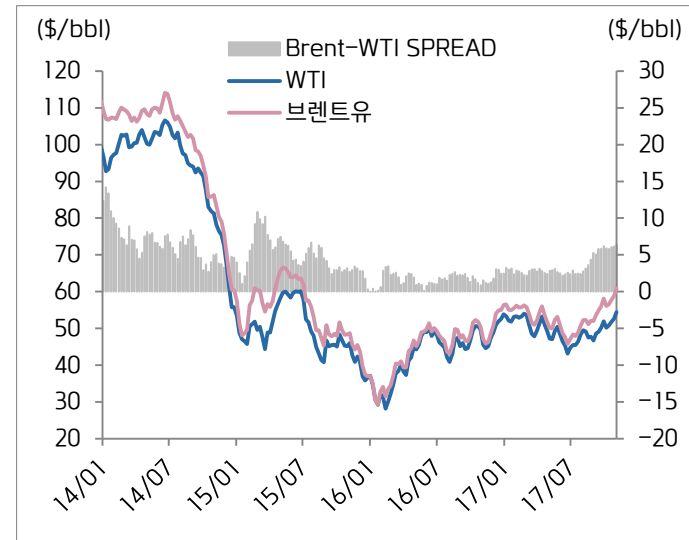
- ▶ 2015년 12월, 미국 정부의 원유 수출 금지 조치 해제 후 2017년부터 미국 원유 수출 본격화
→ 2017년 8월 이후 Brent-WTI 스프레드가 확대됨에 따라 상대적으로 싼 WTI 수요 증가 가능성이 제기
- ▶ WTI의 수요가 증가할 경우, 셰일 기업에서는 생산량을 계속해서 확대시킬 유인이 생김

미국 원유 수출량



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

Brent-WTI spread



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

6. 결론: 2018년 WTI, 배럴당 48~60달러 전망

- ▶ 미국의 생산 증가율 둔화와 OPEC의 재고 감축 노력을 감안해 국제유가의 상단과 하단을 상향
→ 기존 45~55달러 전망을 48~60달러로 상향 조정함
- ▶ 하지만 여전히 셰일을 중심으로 한 미국의 원유 생산은 국제유가 상단을 제한시킬 것으로 전망
→ 미국의 원유 수출 시장 점유율이 계속해서 높아진다면, 미국내 원유 생산량이 급격히 줄어들 가능성은 제한

2018년 중 원유 투자 포인트

	예상 주요 현안	Bull Factor	Bear Factor
1분기	<ul style="list-style-type: none"> OPEC의 생산량이 2017년 초만큼 크게 감소할까? 	<ul style="list-style-type: none"> 2017년 1분기보다 생산량을 축소시킬 경우 OPEC에 대한 신뢰도 높아질 듯 	<ul style="list-style-type: none"> 2017년 1분기만큼 생산량을 축소시키지 못하면 시장은 OPEC의 공급 증가로 인식할 가능성 높음
2분기	<ul style="list-style-type: none"> 미국의 드라이빙 시즌 시작 (4월~9월) 	<ul style="list-style-type: none"> 자동차 주행거리가 사상 최고치를 기록한 2017년보다 증가할 경우 	<ul style="list-style-type: none"> 휘발유 가격 상승에 따라 수요가 위축될 가능성도 배제 못함
3분기	<ul style="list-style-type: none"> 달러 방향 	<ul style="list-style-type: none"> 드라이빙 시즌 수요 여전히 유효 	<ul style="list-style-type: none"> 하반기 들어 미국 달러의 강세는 달러 자산에 대한 수요를 위축시킬 것
4분기	<ul style="list-style-type: none"> OPEC 감산안 출구 전략 	<ul style="list-style-type: none"> 점진적 출구 전략 	<ul style="list-style-type: none"> 달러 강세가 지속될 경우 상품 가격 상승 탄력은 약화될 것 미국의 생산량 증가를 의식한 급작스러운 OPEC 증산은 수급 밸런스를 악화시키게 될 것

Part IV

METAL, 금락 가능성은 없나?

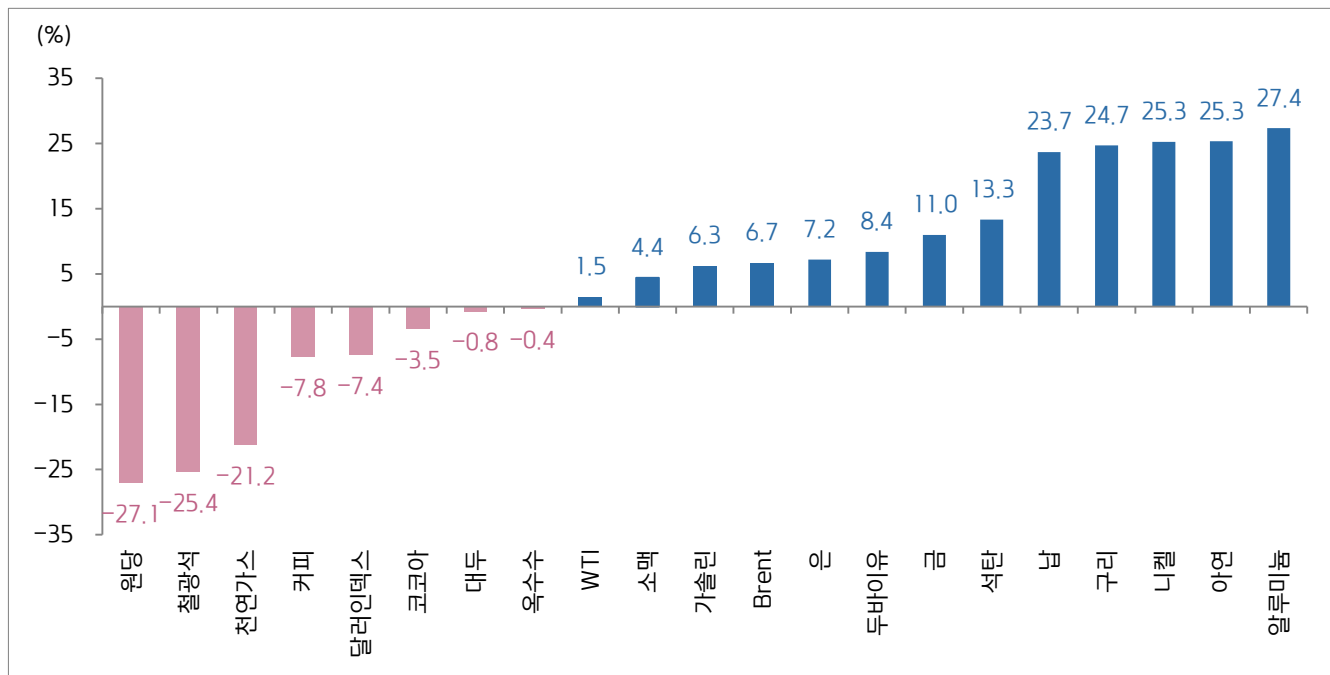


1. Metal 급락 가능성은 없나? 2017년 비철금속 시장 강세

FICC전망

- ▶ 2017년 연초 대비, 알루미늄, 아연, 구리 등 산업재 금속을 중심으로 수익률 상위 기록
 - 재고가 여전히 많고, 과잉 공급 이슈가 있는 곡물 및 원유는 상대적으로 부진
 - 수급 요인과 더불어 투기 매수가 유입된 만큼 급락할 가능성은 없는가에 대해 살펴볼 필요

주요 상품가격 연초대비 수익률 (11/2 기준)

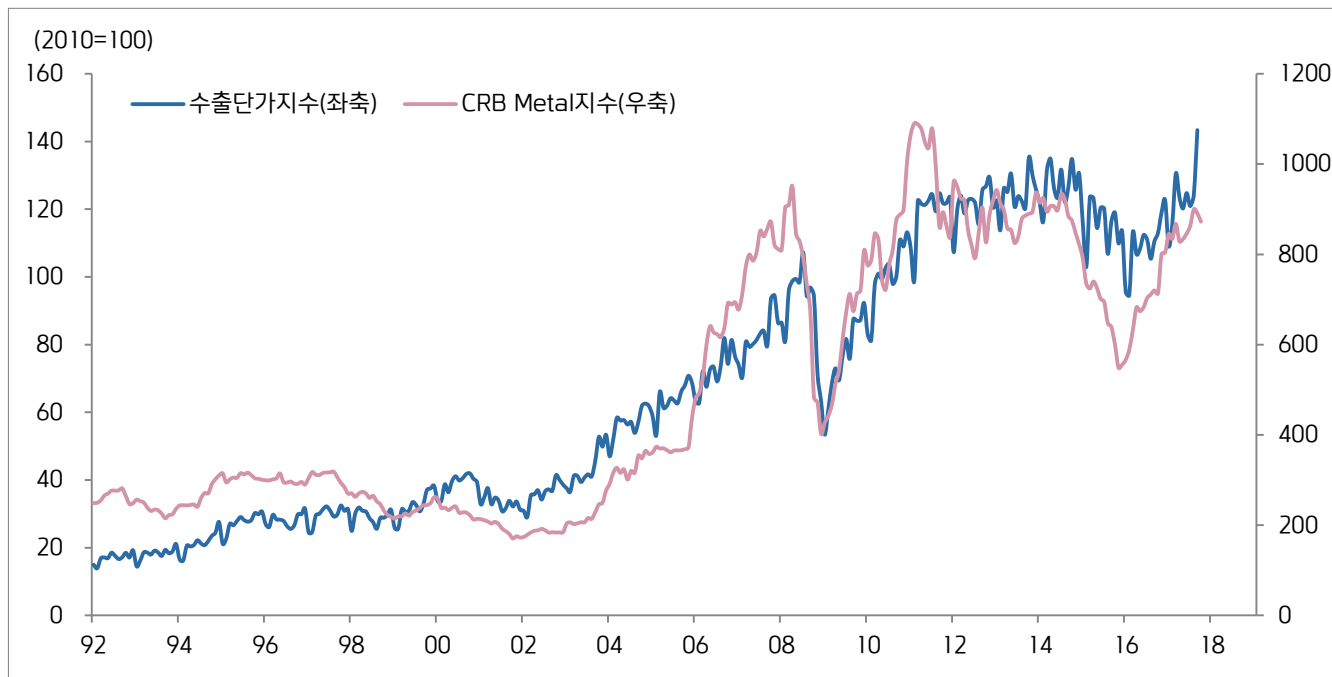


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

2. Metal 가격을 주목해야 하는 이유

- ▶ 2017년 한국 수출 증가는 수출 단가지수 상승과 함께 나타남
 - 한국 수출 단가지수가 CRB Metal 지수와 동행하는 만큼,
향후 Metal 가격의 방향이 한국 수출의 방향성을 결정할 수 있어 주목할 필요
 - 수급 측면에서, 2018년 상반기까지는 공급 부족 상황이 지속될 것으로 판단

한국 수출단가지수 vs. CRB Metal Index



자료: Bloomberg, 한국은행, 키움증권 리서치센터.

3. 공급 Side① 중국 시진핑 정부 2기에 거는 기대

FICC전망

- ▶ 19차 당대회 후, 시진핑 1인 집권 체제가 강화될 것으로 예상
 - 시진핑, 후계자 지명 없는 지도부 공개
 - 다음 세대 지도자를 미리 낙점하는 전통적 방식이 무너지고, 2022년 추가 연임 시도 가능성 제기
 - 결국, 1인 집권체제를 강화시키고자 하는 시그널이며, 기존 시진핑의 정책 추진이 강력해질 것으로 전망

중국 공산당 19대 정치국 상무위원 7인

	시진핑 당 총서기 국가주석 중앙군사위주석 태자당		리커창 국무원 총리 공청단
---	---	---	---------------------------------

				
리잔수	왕양	왕후닝	자오려지	한정
상무위원장	부총리	중앙서기처 서기	중앙조직부장	상하이시 서기
시진핑 측근	공청단	시진핑 측근	시진핑 측근	상하이방

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

시진핑 집권 2기에 예상되는 개혁 조치

분야	주요 내용
공급측 개혁	(방향) 공급체계 품질향상을 핵심목표로 삼아 경제 질적 성장 도모 (조치) 제조강국 건설, 전통산업 업그레이드, 현대 서비스업 발전, 인프라 네트워크 건설 가속화 등
생태환경 감독관리	(방향) 관리체제 개혁을 통해 중앙차원의 통일관리제 도입 (조치) '국유 자연자원 관리 및 자연생태 관리감독 기구' 설립, 환경단속 강화
인프라투자	<ul style="list-style-type: none"> • 송안신구, IT·바이오 중심지로 개발 예정 • 2022년까지 유럽과 아시아, 아프리카, 남아메리카를 잇는 철도, 도로, 항만, 전력망 등 인프라를 구축하는데 1조 2000억 달러를 투자할 계획
환경 정책	환경보호부 "2020년 까지 중국의 제 2급 지방행정 단위 이상의 도시가 깨끗한 하늘을 볼 수 있는 날이 1년의 80%가 되도록 할 것"이라고 언급

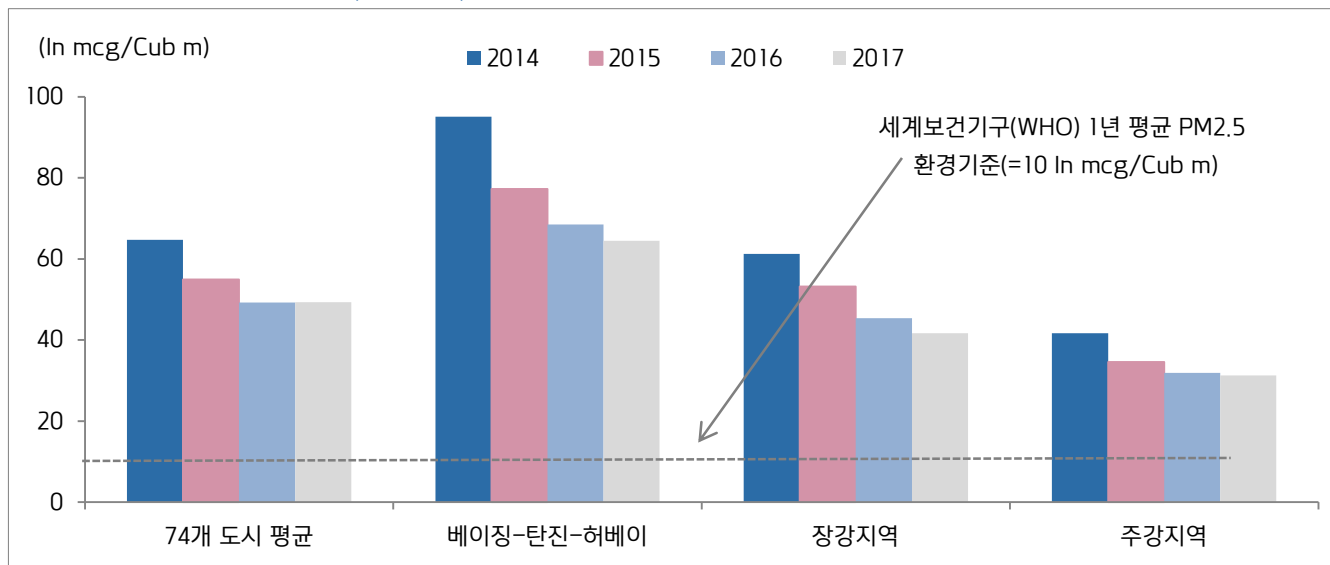
자료: KOTRA 자료 참고, 기사 정리, 키움증권 리서치센터

3. 공급 Side② 기존 환경 규제 정책 추진되며 공급 축소 예상

FICC전망

- ▶ 19차 당대회에서도 ‘환경 단속 강화’를 언급해 규제 정책 지속 예상
 - ‘생태 환경의 총체적 개선’은 중국 13차 5개년 계획(2016-2020)의 주요 목표 중 하나
 - 중국 환경부, “2035년까지 초미세먼지(PM 2.5) 농도를 35 마이크로그램까지 줄이는 것이 목표”
 - “2020년까지 중국의 제2급 지방행정단위 이상의 도시가 깨끗한 하늘을 볼 수 있는 날이 1년의 80%가 되도록 할 것”

중국 주요 지역 초미세먼지(PM 2.5) 수치



자료: CEIC, 키움증권 리서치센터.

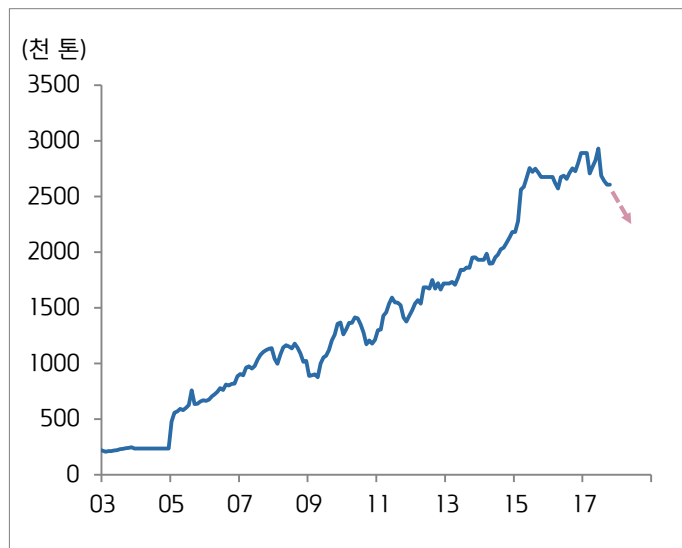
주: 17년은 74개 도시의 경우 1월 부터 7월까지의 평균, 그 외 9월까지의 평균을 기준

3. 공급 Side③ 2018년 1분기까지 중국의 공급 감소 기조는 지속될 전망

FICC전망

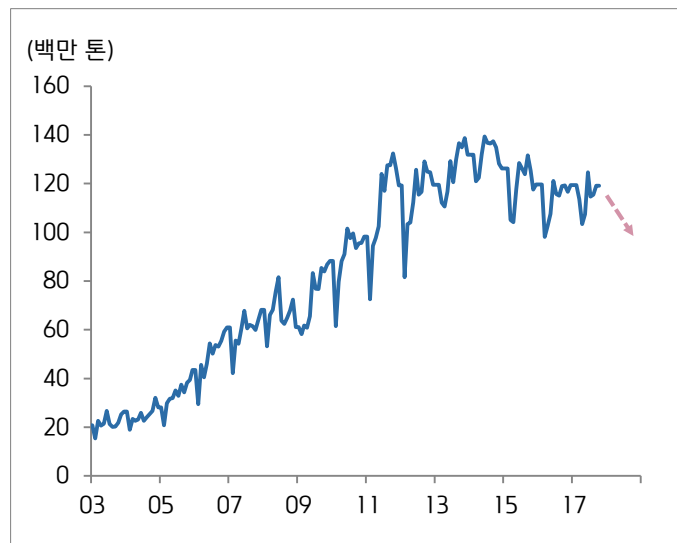
- ▶ 중국 정부, 겨울 난방철(2017년 10월~2018년 3월) 석탄, 알루미늄, 철강 생산량을 축소 명령
 - 초미세먼지 농도를 감축하는 효과를 가져오며, 과잉 생산분을 축소시키는 역할도 함
 - 이와 같은 정책은 2017년에 그치지 않고 일정 수준에 다다를 때까지 지속될 것으로 전망
 - 이미 2015년부터 구조조정을 통해 생산량 증가가 제한되었음

중국 알루미늄 생산량 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

중국 철광석 생산량 추이



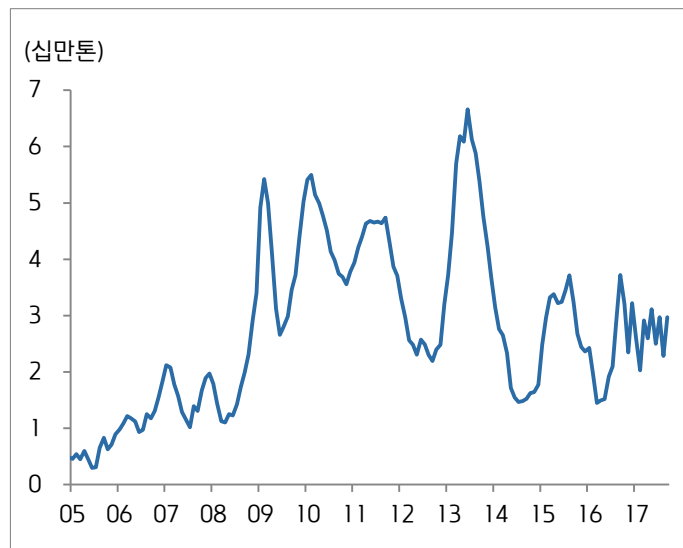
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

3. 공급 Side④ 공급 감소는 재고의 추가 하락을 이끌게 될 것

FICC전망

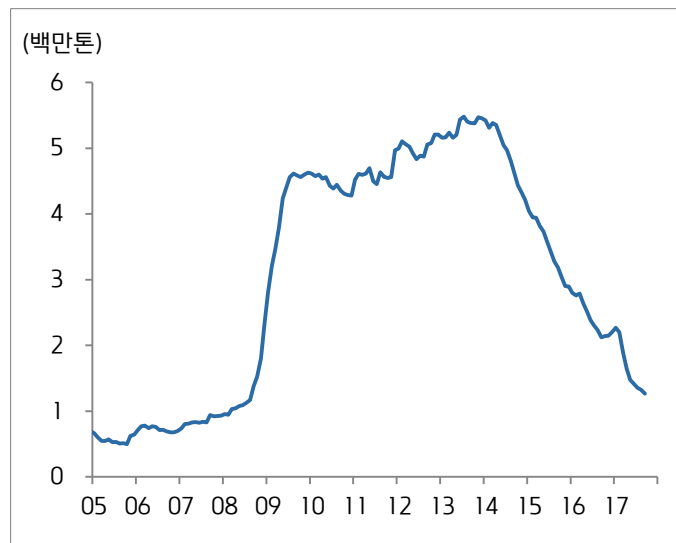
- ▶ 생산 증가와 수요 부진으로 크게 급증했던 각 상품 재고가 2014년 이후 하락세를 보임
 - 구조조정과 수요 증가로 인해 재고의 정상화가 나타남
 - 구리의 재고 감소는 상대적으로 제한적인 한편, 알루미늄의 재고는 크게 감소했기에 알루미늄의 생산량 감축은 여타 원자재 대비 알루미늄의 상승률을 확대시킨 요인

구리 재고 추이



자료: LME, Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

알루미늄 재고 추이



자료: LME, Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

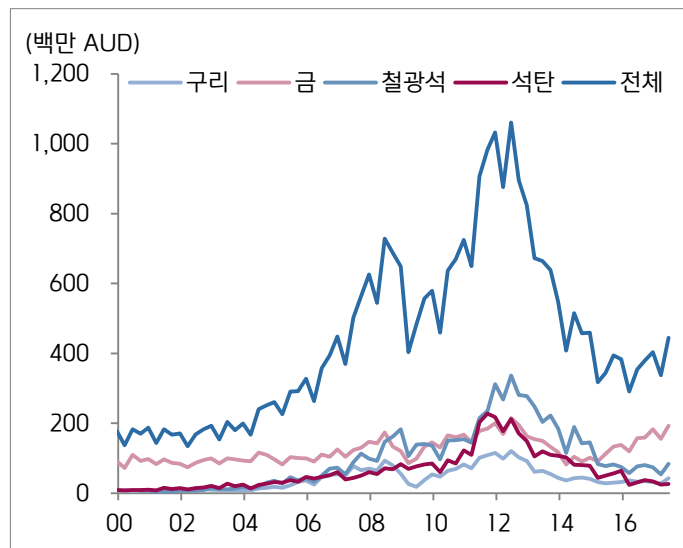
3. 공급 Side⑤ 중국 이외 국가들의 투자 증가로 인한 공급 확대 예상

FICC전망

▶ 금속가격 회복 후, 호주 광산 투자액 반등

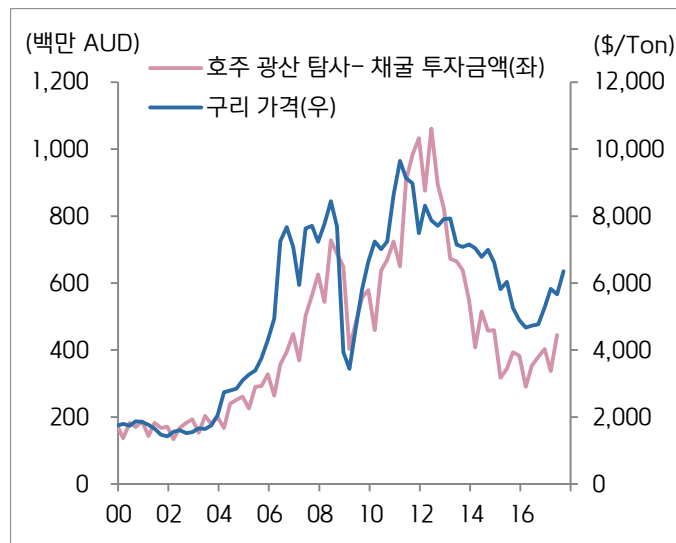
- 가격 하락으로 부진했던 호주의 광산 투자가 가격 반등과 함께 다시 증가할 것으로 전망
- 호주는 석탄을 제외하고는 대부분 원자재 생산 관련 투자가 반등하고 있는 상황
- 투자 증가로 인한 공급 확대는 가격 상승 탄력을 낮추는 요인

자원별 호주 광산 탐사 투자 추이



자료: Australian Bureau of Statistics, 키움증권 리서치센터.

호주 광산 투자 관련 지표



자료: Australian Bureau of Statistics, 키움증권 리서치센터.

3. 공급 Side⑥ 호주를 비롯한 각국 투자 증가는 상승 여력 낮출 것

FICC전망

▶ 호주, 칠레, 페루 등의 투자 회복 진행 중

→ BHP Billiton 등 주요 기업들, 설비 투자 증가 계획 발표

→ 공급이 다시 증가하면서 가격 상승 속도를 둔화시킬 것으로 예상

주요 비철금속 생산 기업 및 국가 투자 계획 발표 내용

발표 기업 / 국가	내용
페루	페루 2017년 7월 기준 (누적) 광업 프로젝트 투자 금액, 전년 대비 28.1% 증가 페루 에너지 광업부 장관, “2018년 광산투자 규모 70억불로 회복세 전환” “향후 4년간 180억불 규모의 투자가 이루어질 것이라고 예측” 페루 환경부, “채굴, 생산 및 서비스 활동에 있어 한층 유연한 새로운 환경 표준 발표” 신규 구리 프로젝트, 2021년까지 계획된 18개 진행시 구리 생산량은 2021년까지 2배 증가 예상
칠레	페세 칠레 국영구리공사, “에과도르 국영광물공사와 합작투자 형식으로 광산 구리 개발 사업추진” “2018년, 매장량 탐사에 1천만 달러 투입 계획” 칠레 하원, “국가 리튬 개발 및 발전을 위해 리튬 산업 전담 국영기업 설립 법령 초안 발표”
BHP Billiton	(호주) Olympic Dam, 2018년 1분기까지 3억 5,000만 달러(호주) 투자 예정, 구리 생산량 증가 예상 (칠레) Escondida, 2017년 시작된 광산 프로젝트로 2018년에는 선광장 3곳의 가동률 상승 전망

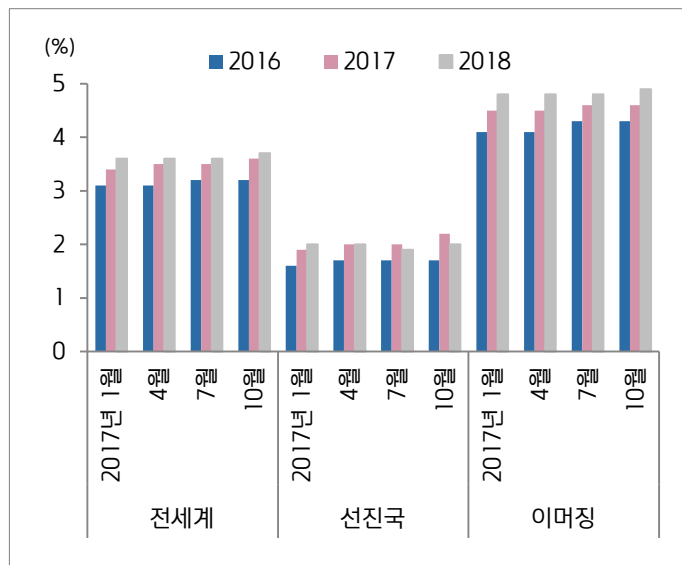
자료: BHP Billiton, 언론사, 키움증권 리서치센터.

4. 수요 Side① 글로벌 경기 회복세로 급락 가능성 낮아

FICC전망

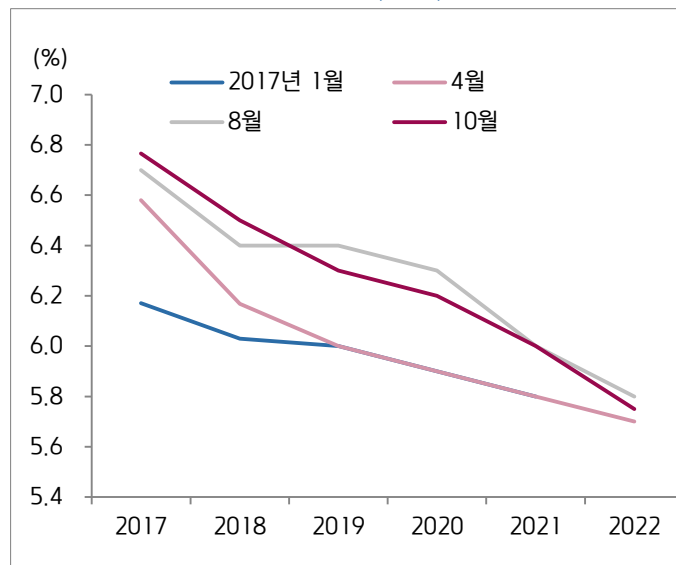
- ▶ 전세계 및 중국의 성장 전망치의 상향 수정이 뒤따르고 있으며, 글로벌 경기 회복세가 지속됨에 따라 비철금속 수요는 양호할 것으로 전망
 - 특히, 중국은 비철금속 수요의 50% 이상을 차지
 - 시진핑 2기 정부의 중국 정부의 인프라 투자 확대 또한 기대되는 부분

IMF 성장 전망치 변화



자료: IMF, 키움증권 리서치센터.

중국 경제 성장 전망치 변화 (IMF)



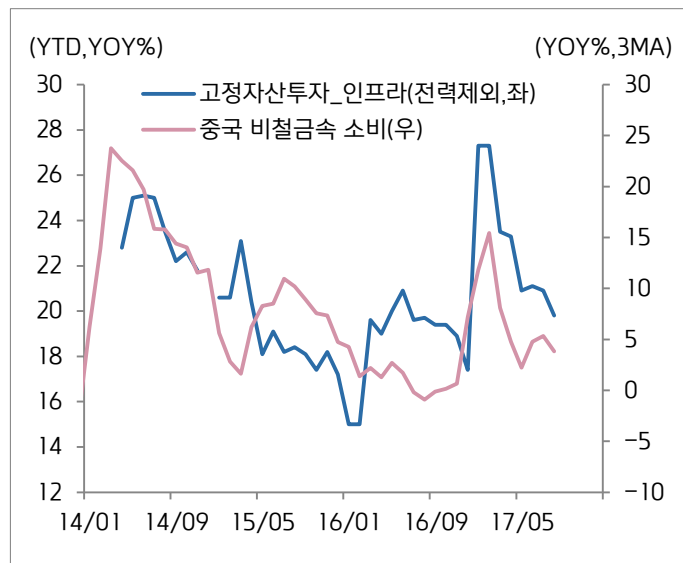
자료: IMF, 키움증권 리서치센터.

4. 수요 Side② 중국 인프라 투자 수요, 지속될 듯

FICC전망

- ▶ 중국 정부, 인프라를 중심으로 고정자산 투자에 속도를 내고 있어
 - 2017년 중 인프라 부문 고정자산 투자 증가율이 둔화되었지만, 일대일로 등 인프라 프로젝트가 예정되어 있는 점은 수요 증가를 기대해볼 수 있음
 - 19차 당대회에서 '질적 성장'을 언급해 향후 인프라 투자도 단순히 철도, 항공 부문에서 벗어나 생태환경, 레저 등을 위한 인프라 투자로 확대될 전망

중국 고정자산투자_인프라와 비철금속 소비



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
주: 비철금속은 구리, 알루미늄, 아연, 납, 니켈 5개 평균

19차 당대회 중 인프라 투자 관련 언급

송안신구	IT·바이오 중심지로 개발 예정
일대일로	2022년까지 유럽과 아시아, 아프리카, 남아메리카를 잇는 철도, 도로, 항만, 전력망 등 인프라를 구축하는데 1조 2000억 달러를 투자할 계획
향촌진흥	향촌 진흥을 목표로 하는 정책 인프라(수리, 철도, 도로, 항공, IT, 물류 등) 확대 기대
질적 성장을 위한 인프라 투자	생태환경, 여행 등 질적 성장을 위한 인프라 투자 기대

자료: 기사 정리, 키움증권 리서치센터.

4. 수요 Side③ 중국의 제조업, 인프라 투자 수요로 구리 수요 견조할 듯

FICC전망

▶ 중국 구리 수요 중 전력 기반 시설, 건설, 가전제품 부문의 수요가 절반 이상을 차지

→ 중국의 인프라 투자 확대 및 부동산 부문 고정자산 투자 증가는 구리의 수요를 견조하게 이끌어갈 것으로 전망

→ 백색 가전 생산도 글로벌 경기 회복과 함께 2017년의 상승세를 이어나갈 것으로 판단

중국 부동산 부문 고정자산투자 증가율과 구리 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

중국 산업생산(전력부문)과 구리가격



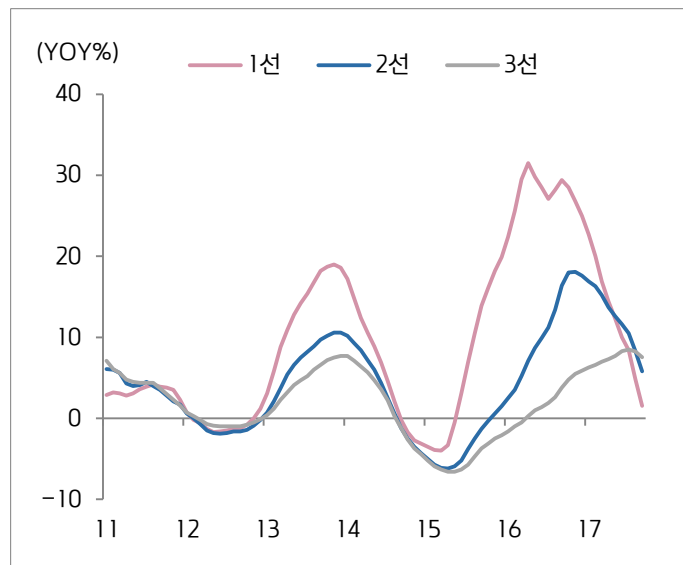
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

4. 수요 Side④ 중국의 부동산 부문 투자도 견조할 전망

FICC전망

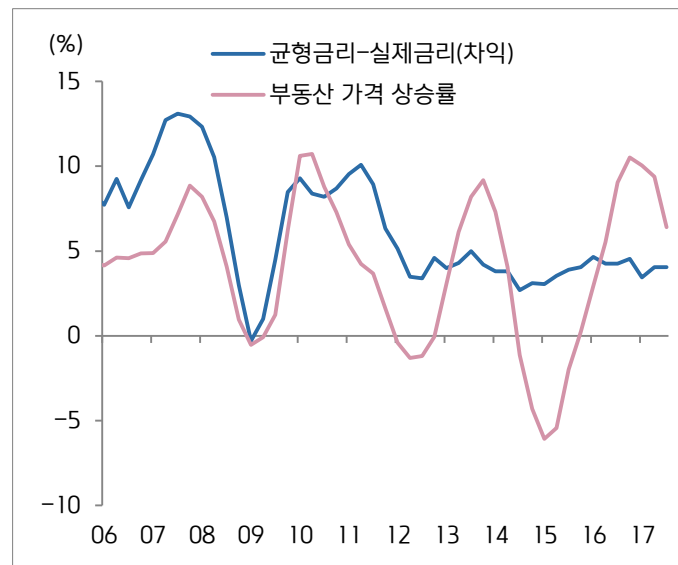
- ▶ 중국 부동산 가격 상승률 둔화는 부담이나, 급격한 통화정책 조정은 없을 것으로 전망
 - 중국 인민은행, 기준금리를 전면적으로 조정하기보다는, '선별적 기준율 인하' 선택
 - 낮은 수준의 금리가 지속되며 부동산 투자에 대한 수요와 함께 가격 급락은 완화될 전망

중국 주요 도시 주택가격 상승률



자료: WIND, 키움증권 리서치센터.

중국 균형금리와 실제금리차, 부동산 가격상승률



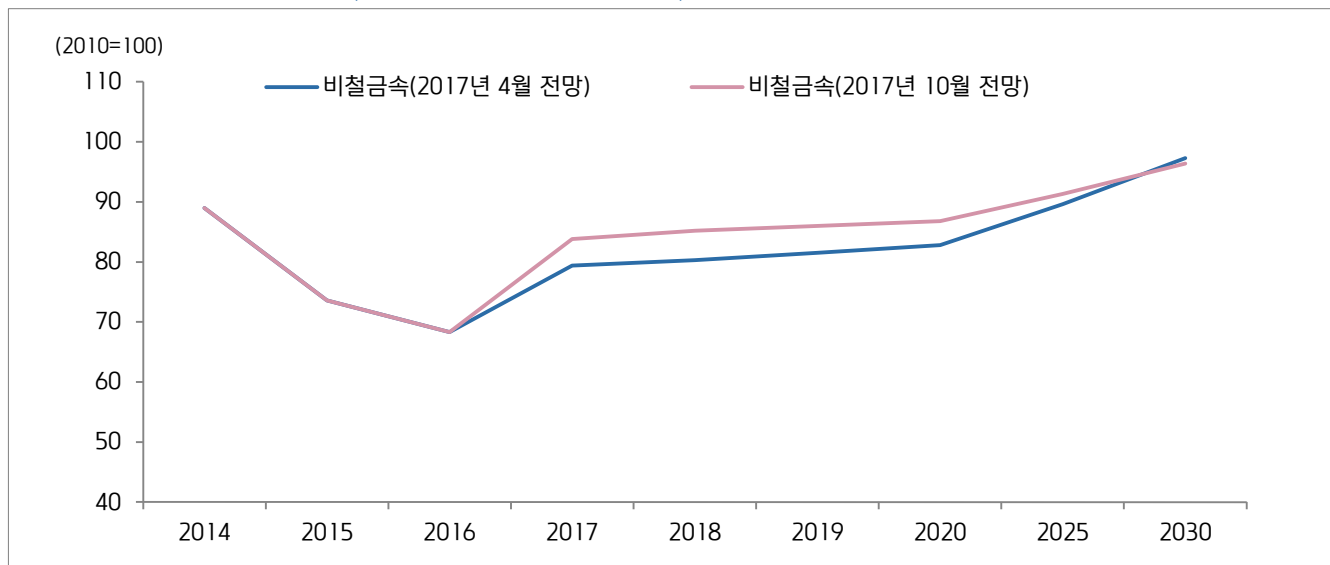
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
주: 균형금리는 경상 GDP 성장률로 대응

5. 결론: 2018년 상반기까지는 완만한 상승 예상

FICC전망

- ▶ 글로벌 수요 개선을 반영해 전반적으로 상품 가격 상승세 전망
 - 경기 개선과 수요 증가 속에 상승 흐름은 지속되겠지만
 - 2017년 비철금속 가격 상승에 따른 후행적 투자 및 공급 증가는 상승 탄력을 낮출 것으로 예상

세계은행 비철금속 전망치 ('17년 4월과 '17년 10월)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.



ONLINE NO.1 KIWOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다