

거시경제/투자전략

Ongoing Recovery, Overshooting Inflation

박희찬 hcpark@miraeasset.com

[요약]

Economic Outlook

- 경기 회복세 유지
- 인플레이션 오버슈팅, 불확실성
- FRB 출구전략 이슈

- 하반기 경기 회복세 지속. 재고사이클상 경기 상승 국면 2022년 중반까지 기대 가능.
- 백신 보급 확산 및 가속화로 미국 외 지역으로 경기 회복세 확산.
- 인플레이션 오버슈팅 양상. 예외적으로 늘어난 유동성과 재고 재축적 압력 등으로 인플레이션 오버슈팅 상황 하반기 지속 가능. 기대 인플레이션도 금융위기 이후 최고 수준.
- FRB 출구전략 이슈: 기대 인플레이션 통제를 위해 4사분기 QE 테이퍼링 가능성이 높아짐. 관련해서, 미국 일자리 증가 및 실업률 하락 속도가 핵심 변수.
- 하반기 미국 인프라투자 개시로 새로운 경기 상승 동력 형성 기대. 미국의 반도체 산업 육성에 따른 글로벌 반도체 생태계 변화는 중장기 점검 과제이자 투자 테마.

Asset Allocation

- 밸런스와 안정성 지향
- 성장주는 빅테크 중심
- 반도체/소비재/인프라/리츠

- 글로벌 주식에 대한 긍정적 투자 의견 유지.
- QE 테이퍼링 부담이 커진다면 미국 중심으로 압축. 주식 비중 축소 필요성 낮음.
- 금리 및 인플레이션 상승 리스크 헤지 과정에서 성장-가치 리밸런싱 지속 가능성 높음.
- 성장주는 빅테크 중심으로 조금 안정적인 투자를 지향할 필요.
- 미국 중심의 반도체 서플라이 체인, 인프라(미국 정책 방향에 편승), 소비재(소비 정상화 컨셉, 특히 서비스 소비), 리츠(경기 정상화와 추세 성장)에 긍정적 투자 의견.
- 원화 가치는 큰 변화 없을 전망. 단, QE 테이퍼링 전후 신흥국 신용위험 상승 강도 주시.



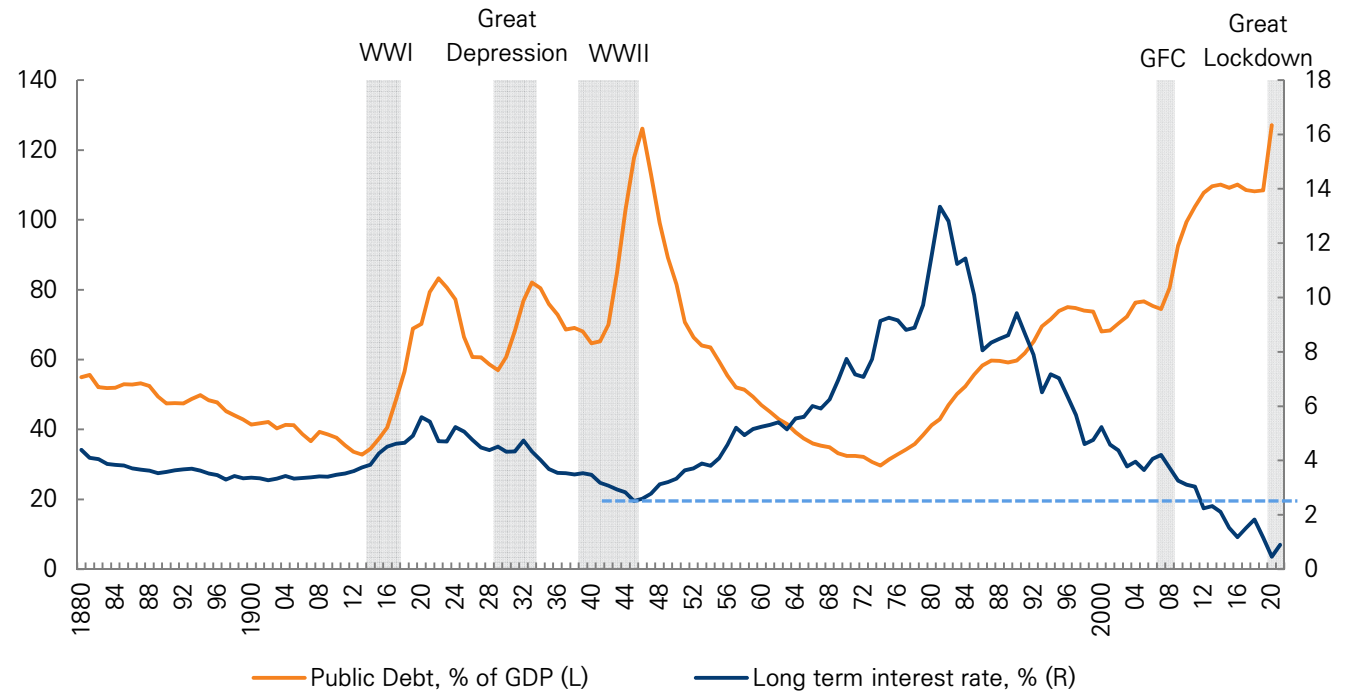
I. 경제환경: 경기 회복세와 인플레이션 불확실성

선진국 부채 부담 증가보다 더 낮아진 금리

인플레이 및 자산가격 자극 + 금리 상승 여력

- 팬데믹 극복 과정에서 전세계 부채가 급증했고, 그 충격을 완충하기 위해 금리는 크게 하락. 이에 따라, 선진국의 GDP 대비 부채 원리금 상환 부담은 오히려 하락.
- 또, 앞으로 선진국의 GDP 대비 공공부채 비율의 추가 상승은 제한될 것으로 예상됨.
- 현재 금리는 충분히 낮은 수준으로 평가 가능 → 추가적인 자산가격 상승을 자극하면서 금리도 오름세를 보일 가능성이 높음.

선진국 공공부채 급증, 시장금리는 역사적 최저 수준으로 하락



자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

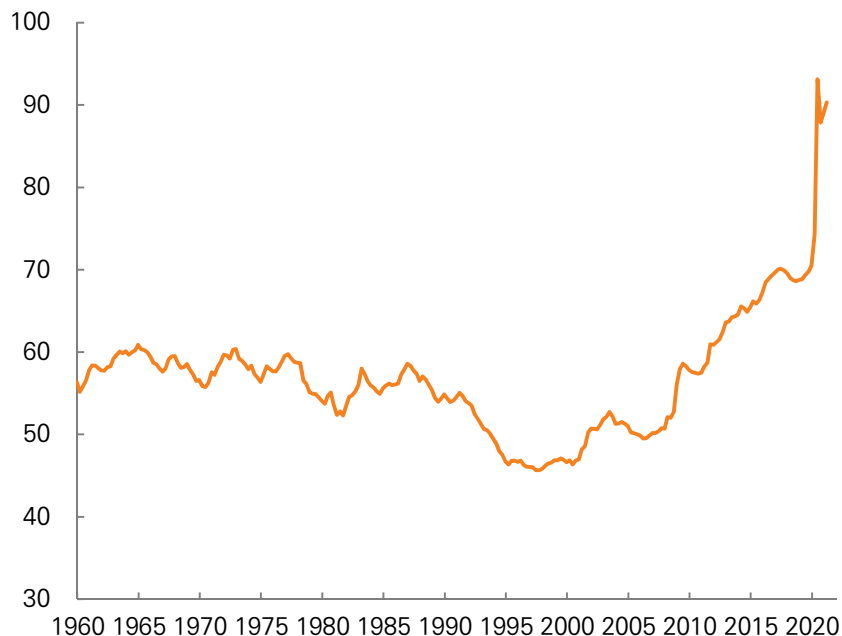
미국의 기록적 유동성 팽창과 사상 최저 재고율

과거에 비해 인플레이션 압력이 더 높을 여건

- FRB는 제로금리와 더불어 월간 최소 1,200억 달러 규모의 자산매입 진행 중.
- QE 테이퍼링이 수개월 내에 시행될 수 있지만 유동성 공급 자체는 적지 않은 규모로 한동안 계속될 것.
- 한편, 미국 공급망 정상화 지연되는 가운데 수요 증가에 따라 재고율은 급락, 사상 최저치.
- 기록적 유동성 팽창과 부족한 재고는 인플레이션 상승 압박으로 작용.

미국 명목 GDP 대비 M2는 70% 수준에서 90%대로 급상승한 상황

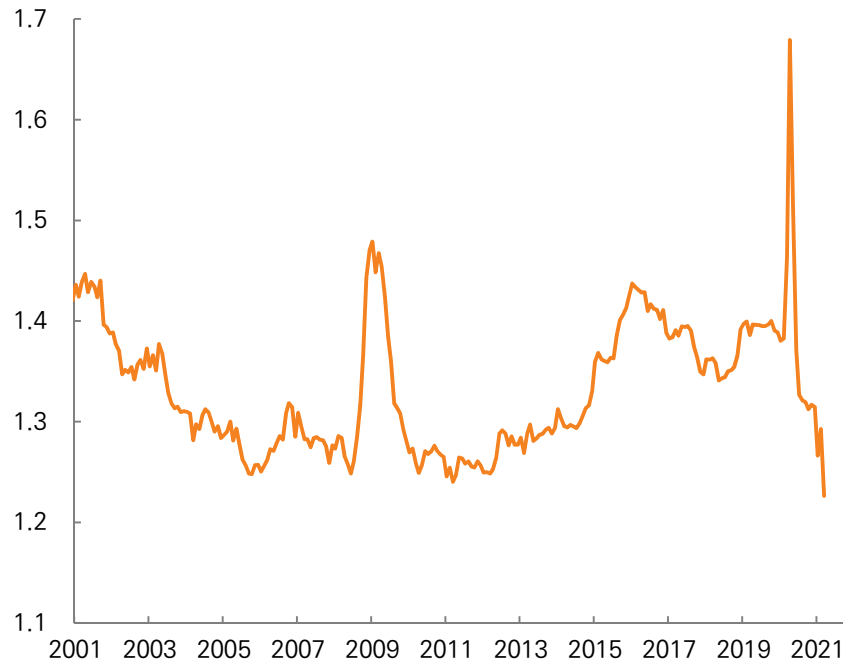
US GDP 대비 M2 비율 (%)



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

미국 총재고율 급락

(x) US total inventory ratio



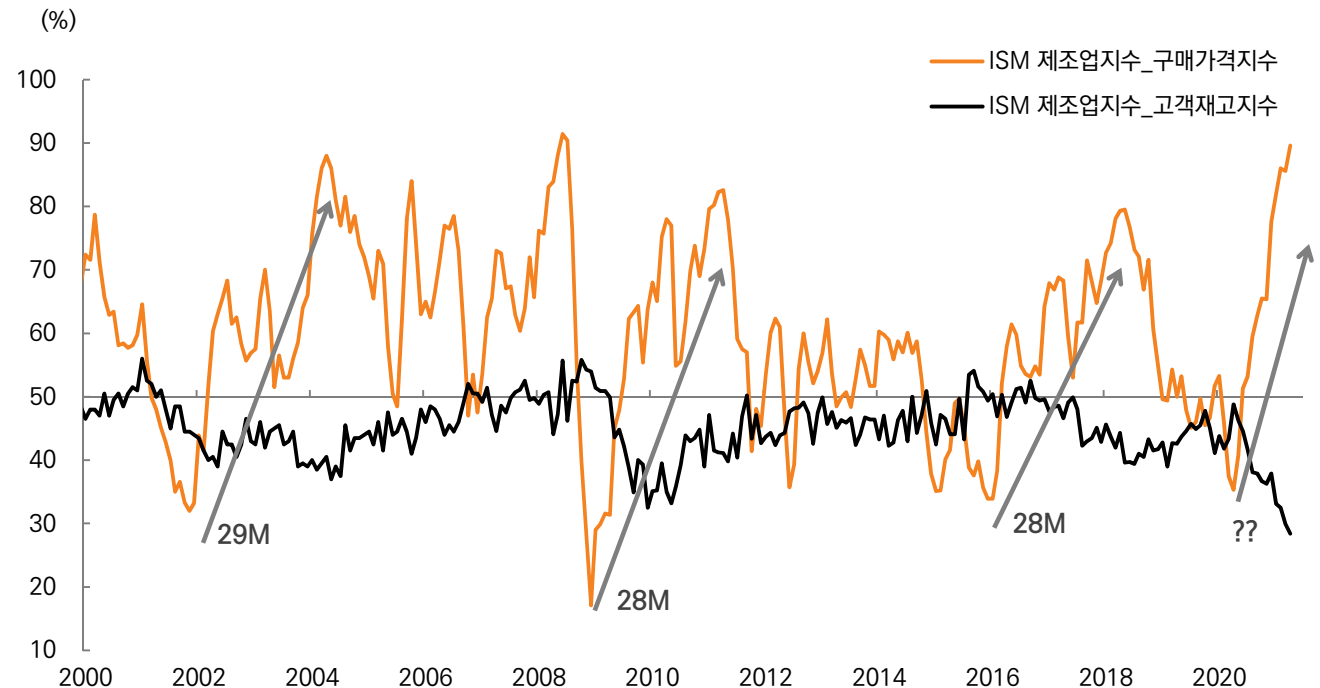
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

Inventory Cycle: 회복 전반부에는 재고 감소와 인플레이 상승

공급망 정상화되어도
재고 재축적에 따른
인플레이 압력 잔존 예상

- 경기 회복 전반부에 제조업 재고 감소와 구매가격 상승 패턴 반복 발생.
- 회복 국면에서 구매가격은 28~29개월 상승. 지금은 12개월 상승한 데 불과함.
- 공급망 정상화 진행되더라도, 경기 정상화와 재고 재축적 과정에서 인플레이 압력은 한동안 잔존하는 양상일 듯함.

미국 제조업자들, 경기 회복 전반부에는 공통적으로 재고 감소와 구매가격 상승 경험



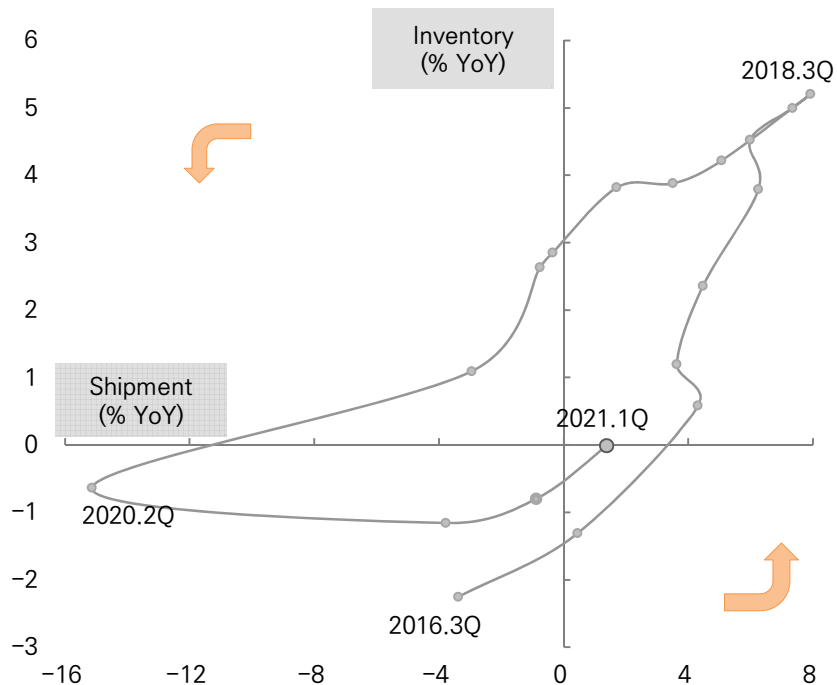
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

Inventory Cycle: 재고 재축적 초기 국면

경기 상승 국면, 2022년 중반까지 기대 가능

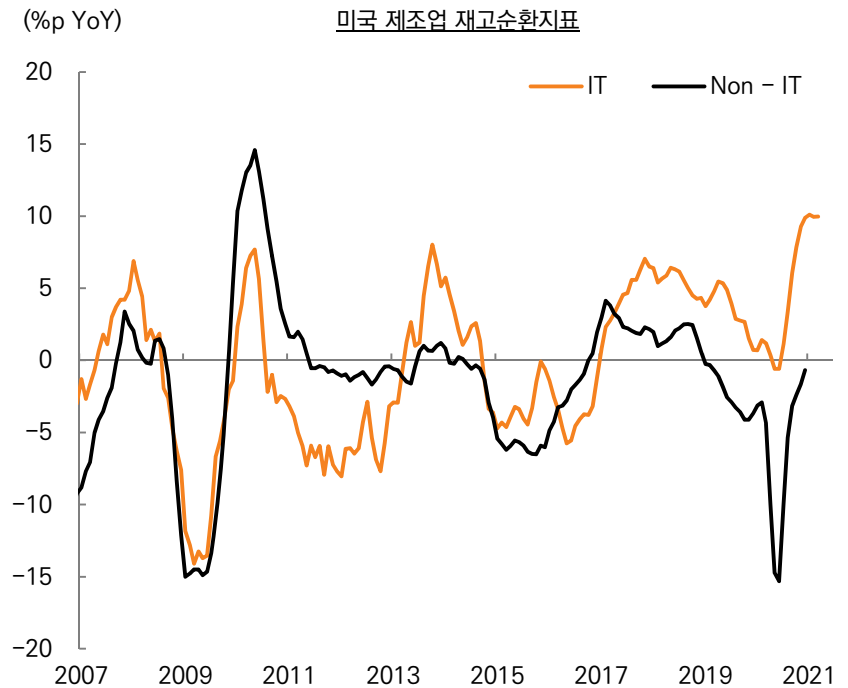
- 미국 제조업은 지난해 4사분기 이후 출하· 재고 동반 회복세로 전환.
- 재고 재축적 국면으로 들어왔지만, 공급망 병목 현상으로 그것이 원활하지 못한 상황.
- 재고 재축적은 경험적으로 1.5년 정도 진행. 앞으로 1년 정도는 경기 회복세 기대.
- IT 경기 정점 통과 논란 있지만, non-IT 전반적으로 회복 여력이 많이 남은 상황임.

미국 제조업은 재고사이클상 회복 국면에 위치



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

현재로서는 IT보다 Non-IT의 회복 잠재력이 더 큼



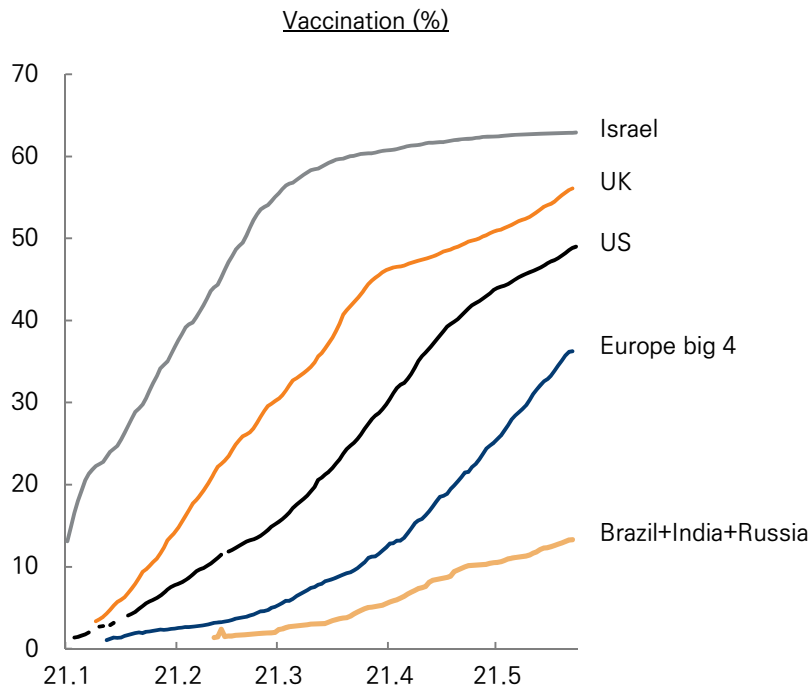
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터
주: 재고순환지표는 출하 증가율에서 재고 증가율을 차감한 것.

유럽 경기 회복 기대도 확산

백신 접종 확대 효과

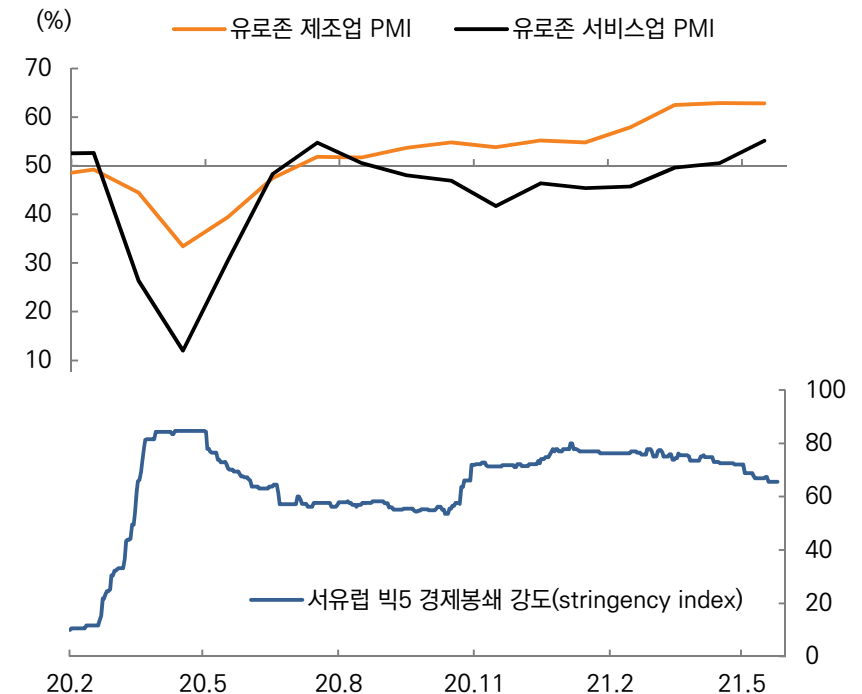
- 강도 높은 경제봉쇄로 인해 유로존 내수 부진이 지속됐지만, 백신 접종 확대/가속화로 상황이 호전되기 시작.
- 3월까지의 서유럽 백신 접종률이 미국 대비 많이 처져 있었지만, 4월 이후로 catch up 진행 중.
- 최근 서유럽 주요국 국채 금리 상승세, 유로화 강세는 높아진 유럽 경제 기대감을 반영.

서유럽 백신 접종률은 4월 이후 빠른 상승세



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

락다운 완화, 유로존 서비스 PMI 50%선 회복, 제조업 PMI와 격차 축소



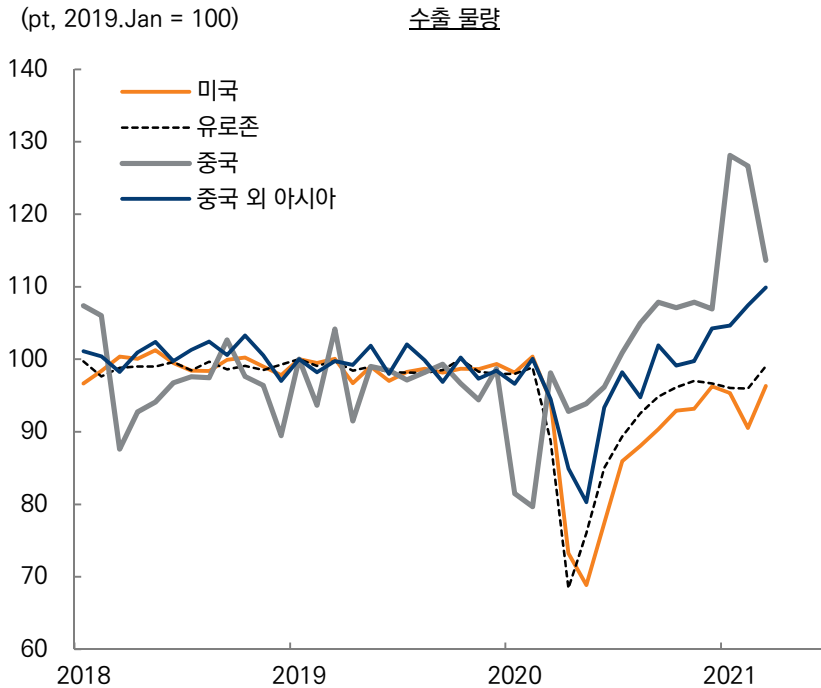
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

팬데믹으로 강제된 세계경제 분업 구도

서구 선진국 소비,
동아시아는 생산

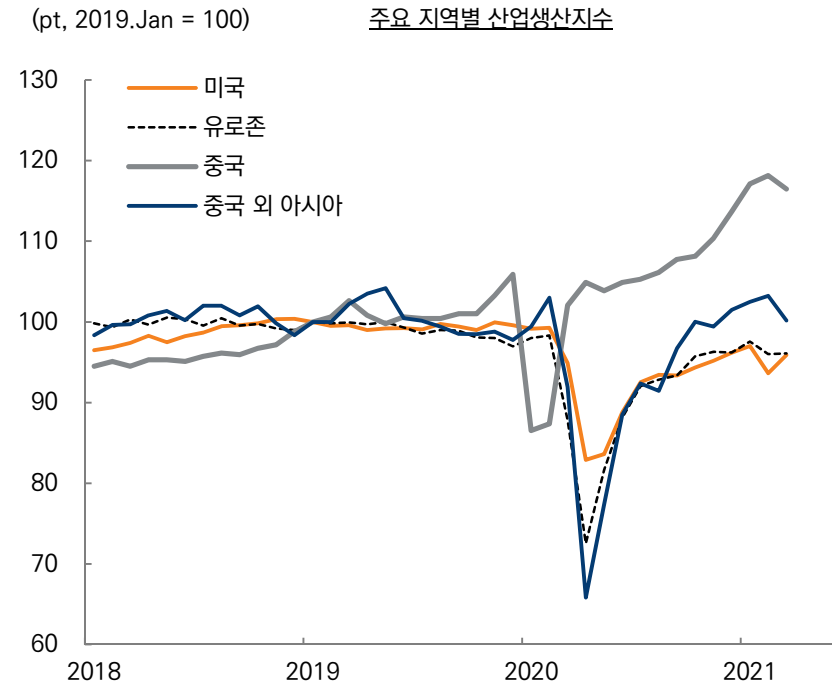
- 미국과 서유럽 공급망 정상화 지연 → 공급망이 정상화 수준에 가까운 동아시아 수출 증가를 자극.
- 서구 선진국 소비의 일부를 동아시아 공업국이 담당하는 분업화된 경제 구도는 선진국 공급망 정상화가 상당히 진행될 때까지 계속될 것.

중국에 이어 아시아 전반의 수출 증가세, 미국 유로존 수출은 회복 지연



자료: CPB, 미래에셋증권 리서치센터

산업생산도 중국과 아시아 국가들이 강세



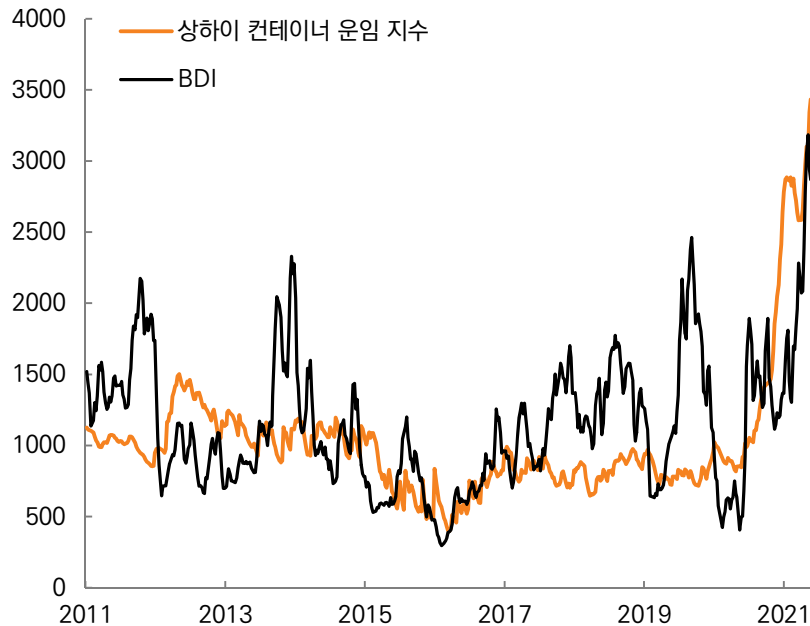
자료: CPB, 미래에셋증권 리서치센터

생산·소비 분업화, 중국 생산 확대 ⇒ 운임 및 원자재가격 상승

미국 인프라투자 정책도 고려할 요소

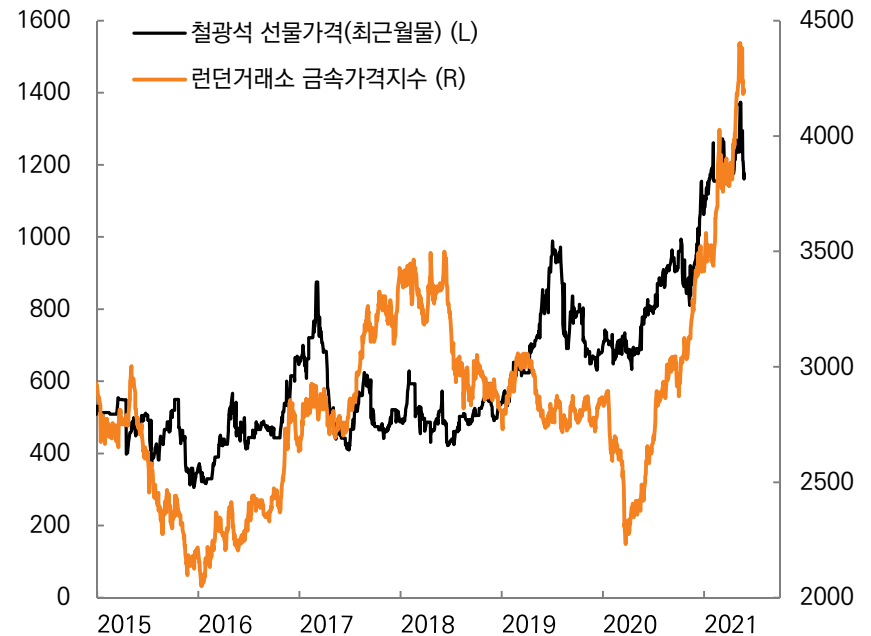
- 중국 등 동아시아에서 서구 선진국으로의 원거리 수출 급증 → 선박 회전율 하락으로 해상운임 급등 야기, 항공운임 상승 동반.
- 또, 중국 산업생산 증가와 미국 인프라투자 정책 기대감은 원자재가격 상승을 자극.
- 최근 중국이 6월 철강생산 감축 계획을 발표하면서 철광석을 중심으로 원자재가격 일부 조정. 하지만, 경기 정상화에 따른 예비적 수요 발생 위험이 여전히 높아 원자재가격 상승세 지속 가능성에 무게.

해상운임 가파르게 상승



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주요 금속 및 철광석 가격도 급등



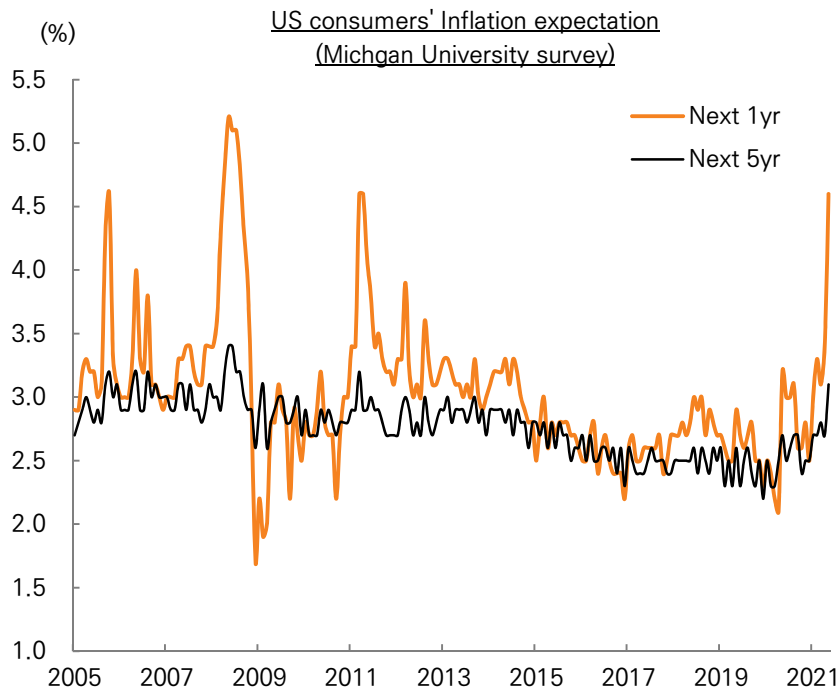
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터
주: 철광석 가격 단위는 CNY/MT

자극된 인플레이 기대심리

FRB의 대응 필요성 증가

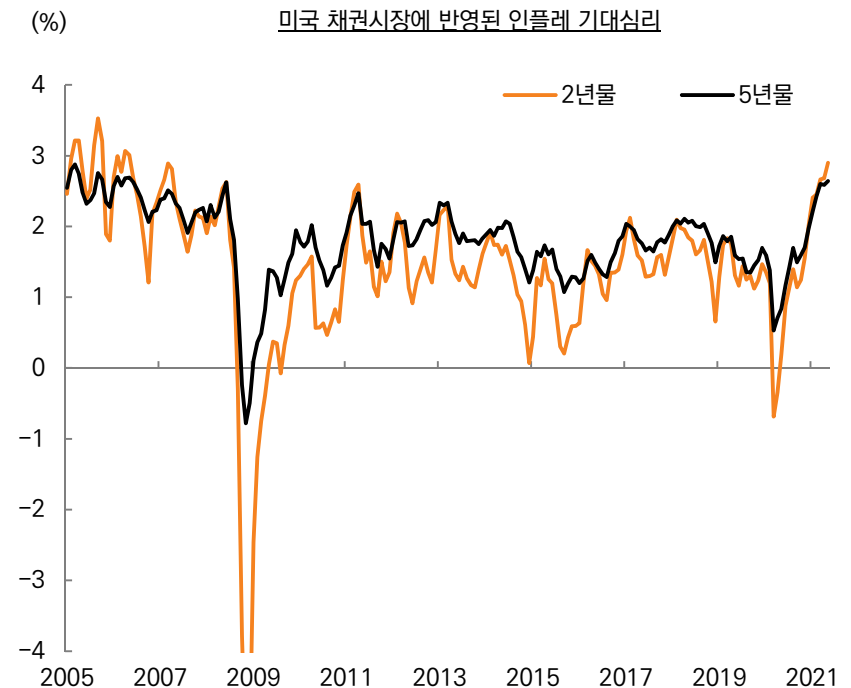
- 실제 인플레이가 높아지면서 기대 인플레이 상승을 자극.
- 기대 인플레이 상승은 향후 다양한 물가 및 임금 결정에 상승 요인으로 작용하면서 인플레이의 전반적 상승에 기여할 수 있음(인플레이 상승 순환고리 형성(eg. 1970년대 인플레이)).
- FRB의 대응이 늦어지면 인플레이 기대심리가 더 확산될 위험이 있어, FRB가 출구전략을 계속 미루지는 못할 듯.

미국 소비자들 인플레이 기대심리는 2011년 이후 최고 수준



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 채권시장에 반영된 인플레이 기대심리는 2007년 이후 최고



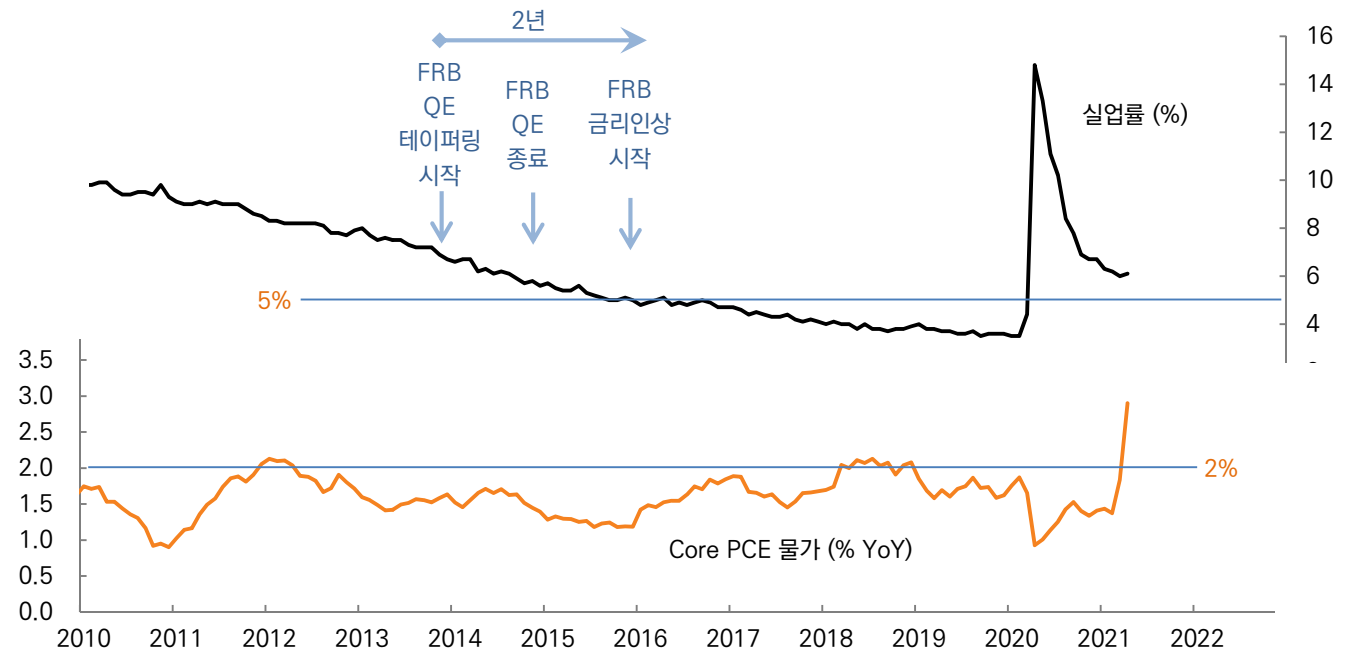
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

QE 테이퍼링, 하반기 가능한 시나리오

실업 상황이 핵심 변수

- 현재 FRB의 정책 수단은 무제한적 QE와 제로금리.
- 제로금리는 당분간 변경 가능성 거의 없음. 단, 제로금리 지속 과정에서 커질 수 있는 인플레이 압력을 관리하기 위해 QE 테이퍼링은 올해 하반기에도 가능.
- 이런 의사결정의 무엇보다 중요한 전제조건은 미국 일자리 상황. 실업률 및 임금 상승률이 핵심 모니터링 지표.

2013년 QE 테이퍼링 당시에 비해 실업률은 더 낮고 인플레이는 더 높음



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

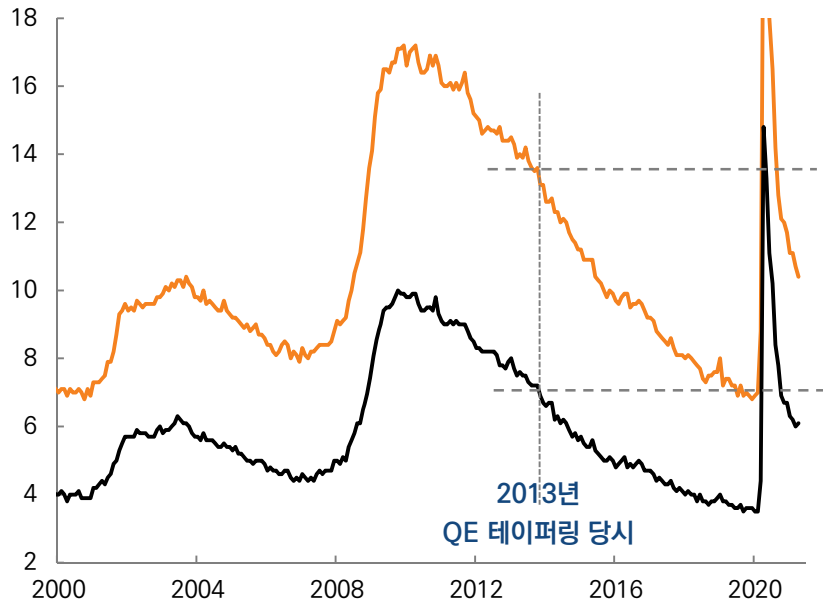
미국 고용시장 점검, 실업상황 개선 기대

하반기 일자리 회복세 빠르게 진행될 수 있음

- 금융위기 때와는 달리 U6가 U3보다 더 빠르게 하락. 실업 상황 과소 평가 문제는 크지 않은 듯.
- 27주 이상 장기 실업자들이 많다는 문제가 제기되나, 이들 중 상당 수는 임금이 낮아서 실업급여를 선택하는 것이 불리하지 않은 케이스가 많은 것으로 파악됨.
- 현재 공급망 정상화를 위한 구인 수요가 큰 것으로 보여, 27주 이상 실업자들도 구직에 큰 어려움이 없을 듯함. 9월 이후 실업급여 규모가 축소되면 실업 상황이 빠르게 호전될 수 있을 전망.

U3보다 U6가 더 빠르게 하락 → 덜 반영된 실업은 많지 않은 듯

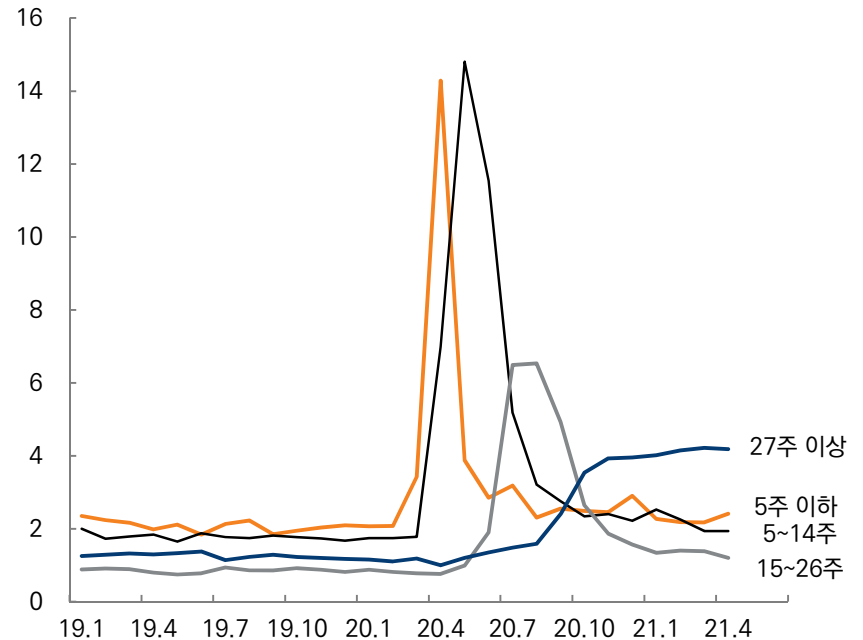
— U6: unemployed, marginally employed, and part time(% of labor force)
— U3: unemployed(% of labor force)



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

27주(반년) 이상 장기실업자들은 줄어들지 않고 있음

실업 기간별 실업자 수 (백만)



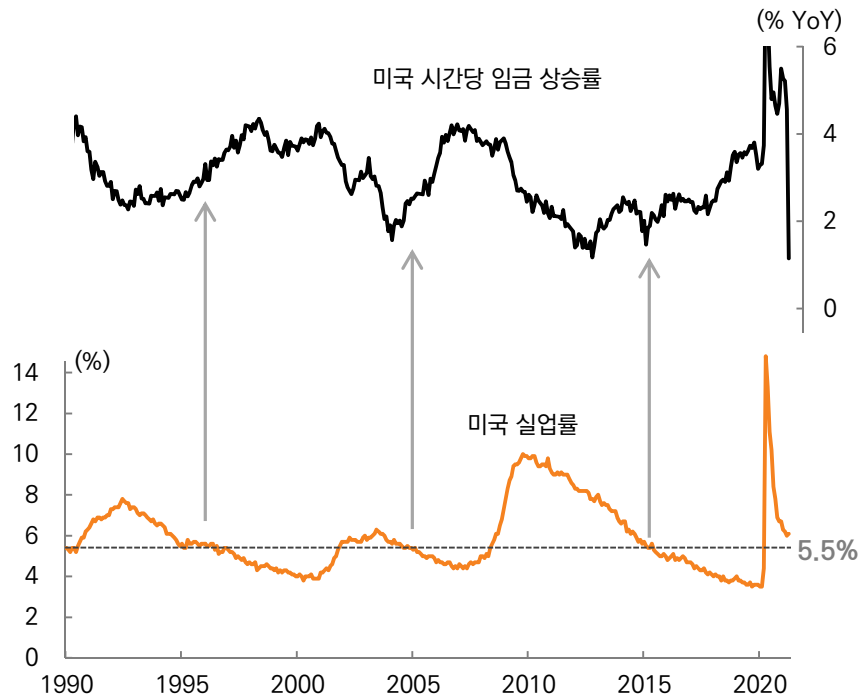
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

실업 감소 이후, 임금 상승과 소비 증가

수요 견인형 인플레이 국면으로 전환 가능

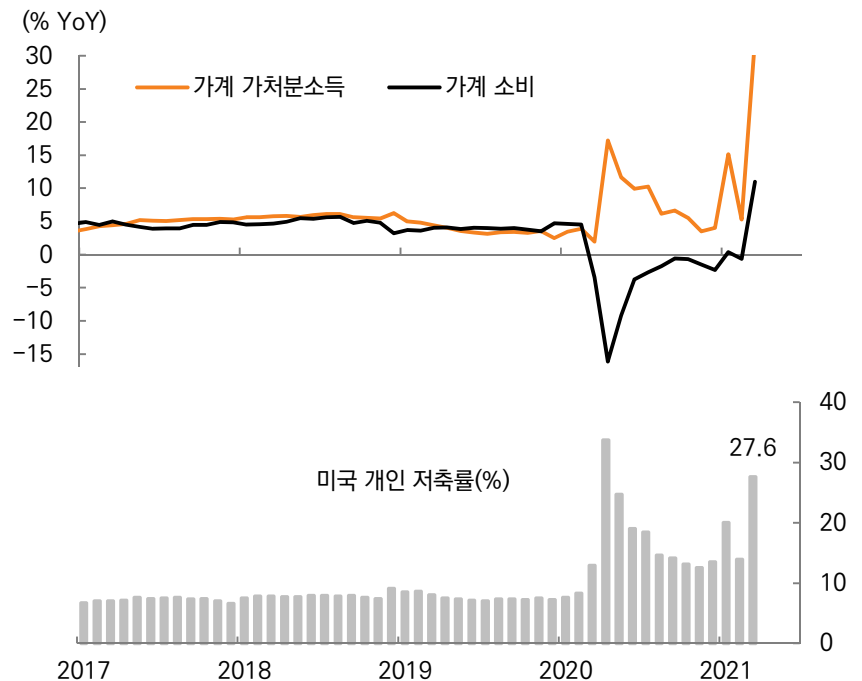
- 경험적으로 실업률 5.5% 아래에서는 임금 상승세가 빨라지는 경향이 확인됨.
- 하반기에는 락다운 완화와 실업급여 축소로 실업률이 빠르게 하락할 수 있음.
- 즉, 하반기에는 실업률이 5.5% 아래로 떨어지면서 임금 상승 가속화가 기대되며, 소비는 그보다 더 빠르게 증가할 수도 있을 듯함.
- 지난 1년간 초과 저축액(예년대비 늘어난 저축액)이 2조 달러 남짓. 일자리가 늘고 경제 불확실성이 낮아지면 초과 저축액의 일부가 소비 증가로 이어질 수 있을 것.

미국 실업률 5.5% 아래로 내려갈 때 임금 상승세가 빨라지는 경향



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

미국 가계는 소득 급증에 못 미치는 소비 증가 → 저축이 크게 늘어남



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

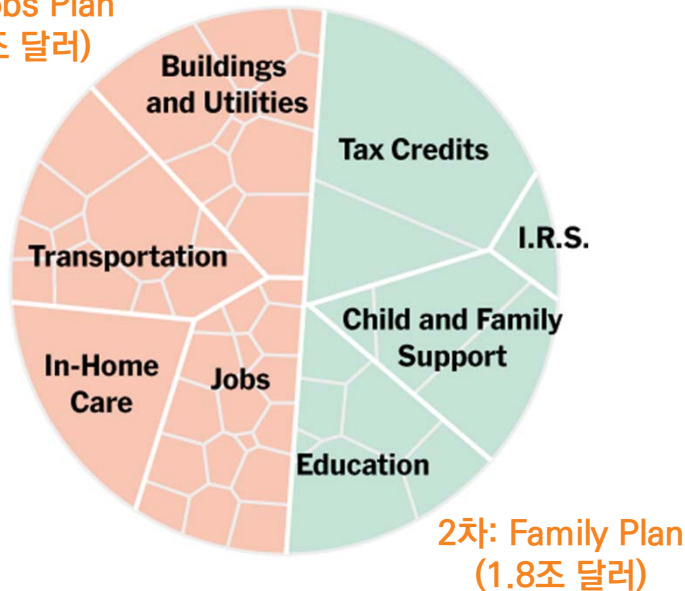
인프라투자에 의한 추가적인 경기 자극

하반기 경기 상승의 핵심 요소 중 하나

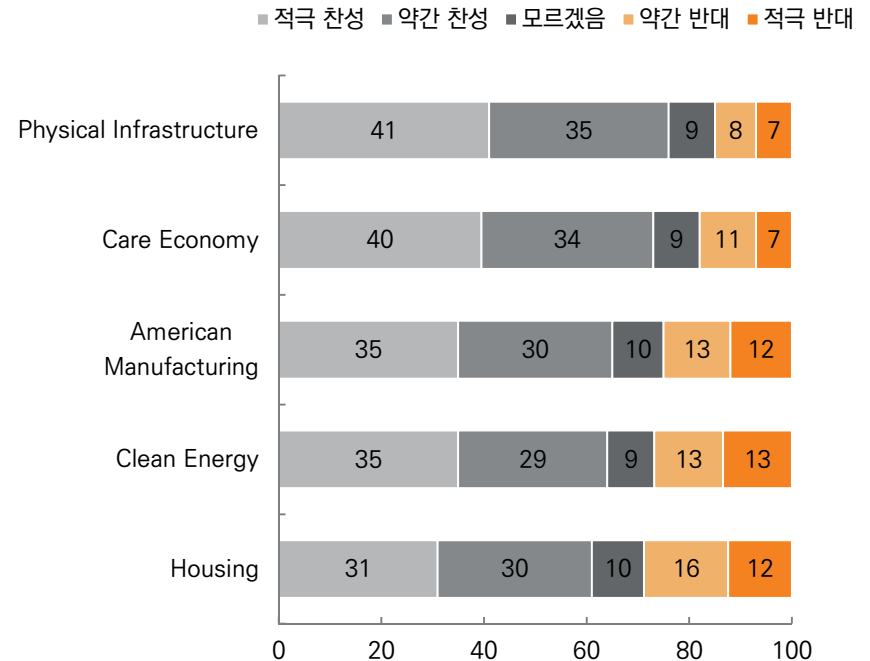
- 큰 경제적 위기가 닥쳤을 때, 비주거용 건설투자가 다른 지출항목들 대비 가장 큰 충격을 받고 회복도 가장 느리게 진행. 여기에 정부의 역할이 요구되며, 미국 등 각국의 인프라투자 노력도 같은 맥락.
- 바이든 정부는 1차(American Jobs Plan) 2.3조 달러, 2차(American Family Plan) 1.8조 달러, 도합 4조 달러 규모의 인프라투자 정책 발표.
- 민주-공화 양당간 큰 의견 차이로 계획 규모 축소 가능성 높지만, 양원 다수 의석을 차지한 민주당 주도로 머지 않아 합의가 도출될 것으로 기대되며, 경기 및 인플레이에 플러스 요인이 될 것.

바이든 정부가 발표한 1, 2차 인프라투자 계획 주요 지출 구성

1차: Jobs Plan
(2.3조 달러)



1차 인프라투자 주요 내역에 대한 찬성 의견이 우세하다는 서베이 결과



자료: New York Times, 미래에셋증권 리서치센터

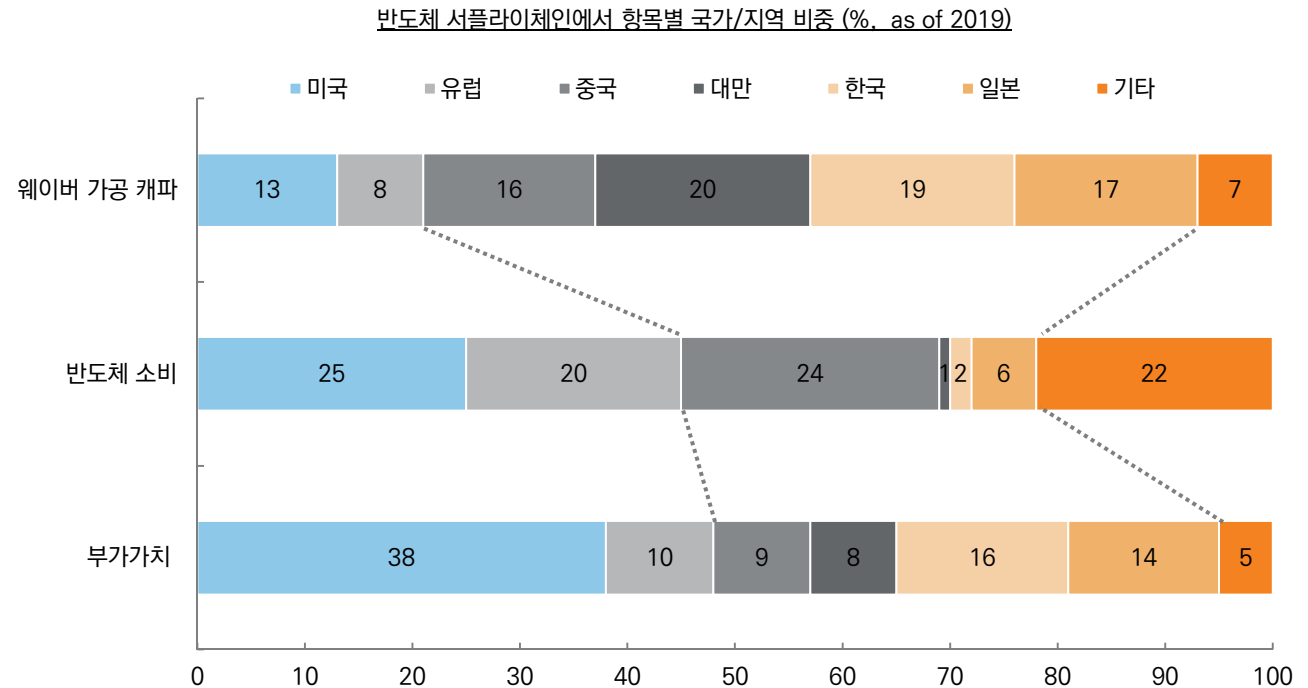
자료: Data for Progress, 미래에셋증권 리서치센터
주: 4월 2~5일 서베이

미국의 반도체 인프라 재구축

미국 제조업 인프라 투자의 핵심 골자

- 반도체 설계, 디자인 단계에서 미국은 높은 경쟁력을 갖고 있지만, 웨이퍼 가공 단계에서는 유럽과 함께 점유율이 크지 않음.
- 과거에는 이런 분업 구조에 큰 문제 의식이 없었지만, 바이든 대통령은 반도체 산업을 안보 문제로 인식. 미국 내부에 반도체 서플라이체인을 안정적으로 구축하기를 희망.
- 미국 내 새로운 반도체 생산 설비 투자가 기대되는 바, 당장은 미국 GDP에 플러스 요인. 중장기적으로는 반도체 서플라이체인, 생태계 변화 방향을 면밀히 트래킹 해 나가야 할 것임.

미국과 유럽은 반도체 웨이퍼 가공 단계에서 절대적으로 낮은 비중을 차지



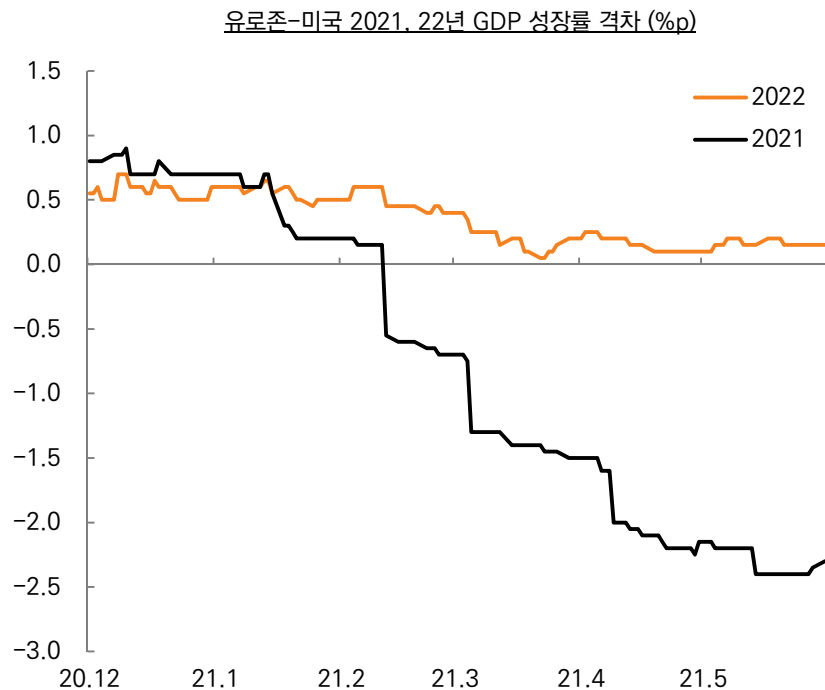
자료: 미국반도체협회, 보스턴컨설팅, 미래에셋증권 리서치센터

유럽 경기 회복 강도도 인플레이 중요 변수

달러 약세 경로를 통한 인플레이 상승 압력

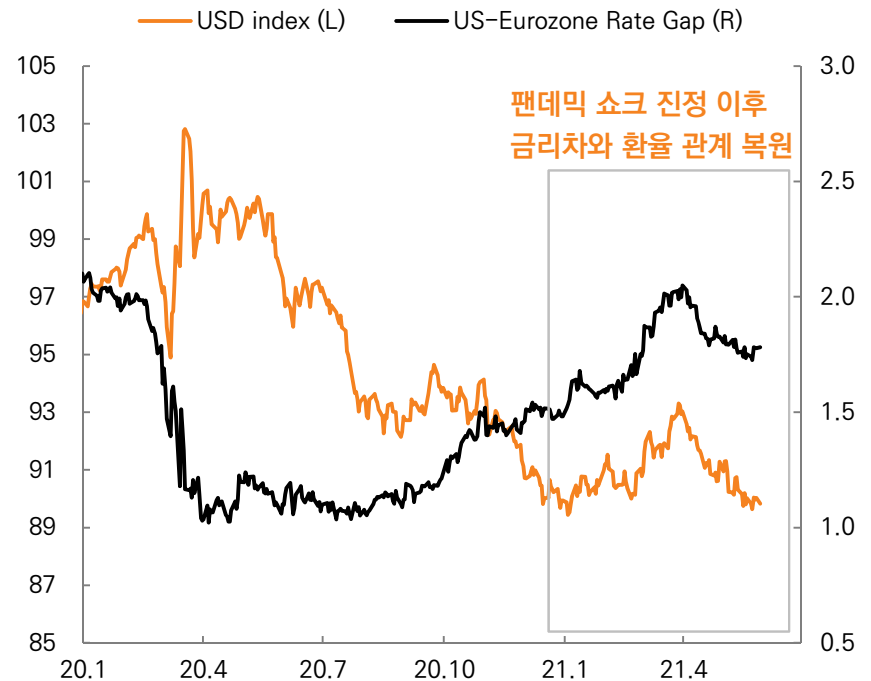
- 유로존 백신 보급 가속화, 경제봉쇄 완화 등으로 내수 회복세, 경기 전망도 개선되기 시작.
- 유로존 경기 회복세가 좀더 완연해진다면 유로화 추가 강세, 그에 따라 달러 인덱스 추가 하락 기대 가능.
- 이는 글로벌 수요에 플러스 요인일 뿐 아니라, 달러 약세 경로까지 작동하면서 인플레이 상승 압박이 더해질 것.
- 따라서, 유로존 경기 회복 강도는 FRB QE 테이퍼링을 앞당길 수 있는 변수.

상반기에 유로존 경기 전망이 미국 대비 위축, 최근 안정화



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

지난해 연말 이후로는 유로-달러 환율과 양국 국채 금리차가 동조화



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



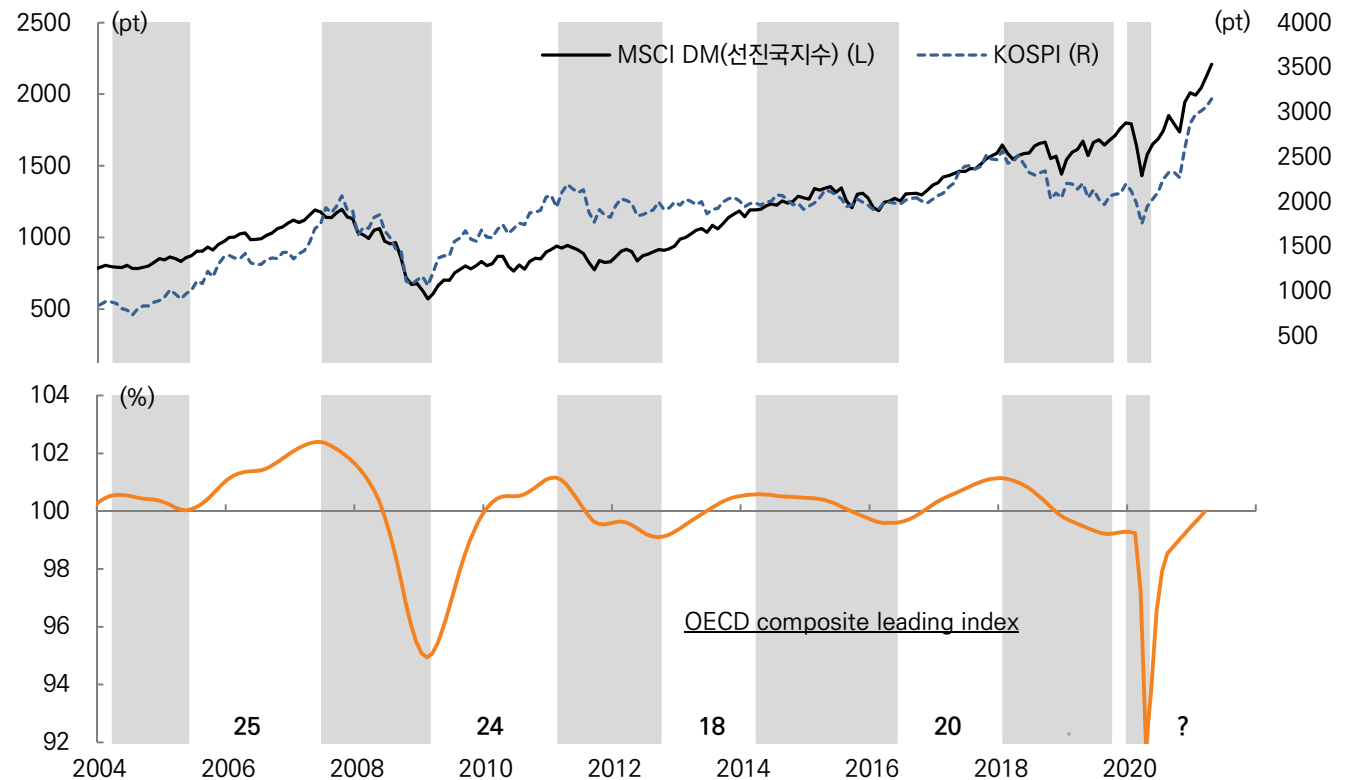
II. 투자전략: 인플레이 및 테이퍼링 리스크 헤지

주식시장: 강세 지속

경기방향 > 금리 부담

- 경기 소순환 상승 국면에 주가 상승 경향. 금리, 밸류에이션보다 경기 방향이 더 중요했다는 의미.
- 재고사이클 주기, 현재 재고 상황 고려할 때, 소순환 상승 국면은 2021년 중반까지 이어질 전망.
- 경기 상승에 대한 불확실성 크지 않으므로 주식 오버웨이트 포지션 계속 유지. 인플레이션 상승 및 FRB QE 테이퍼링 이슈 등으로 인해 기대수익률은 조금 낮게 설정.

OECD 경기선행지수 상승 구간에는 주가 상승 경향(선행지수 하락 구간에 선진국 주가가 반드시 하락하진 않음)



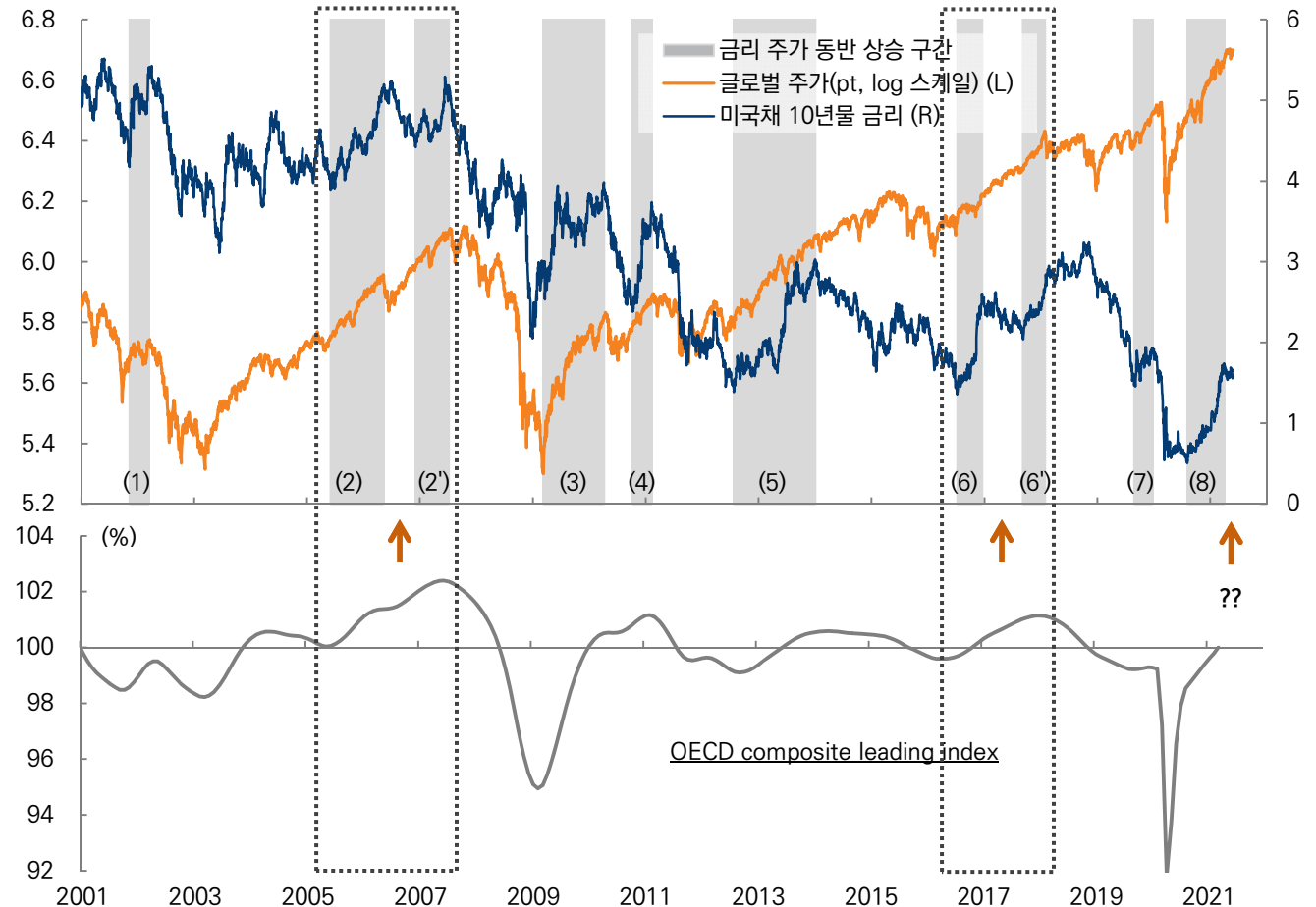
자료: Bloomberg, OECD, 미래에셋증권 리서치센터

금리 2차 상승 가능성

금리 고점을 벌써
통과했을 가능성 낮음

- 미국 성인 백신 접종률 70% 목표 달성된 이후에는 경제봉쇄가 크게 완화될 것이고, 그에 따라 주가·금리 동반 상승세가 재개될 가능성에 대비하기 위한 선제적 포지셔닝에 나서야 할 필요.

경기 및 주가 상승세 속에서도 금리가 하향 안정됐던 경험 참고(2006년 하반기와 2017년 상반기)



자료: Bloomberg, OECD, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 글로벌 주가는 MSCI AC World Local Currency Index를 사용함.

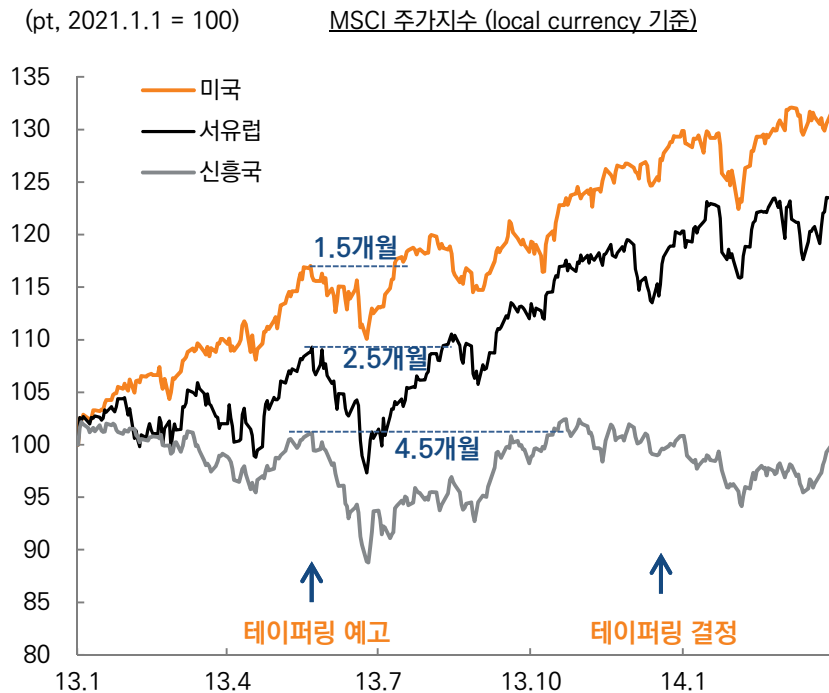
투자전략 (1), QE 테이퍼링 대응 방향: 미국 주식 중심으로 압축

테이퍼 탠트럼?

그리 심하지 않을 듯

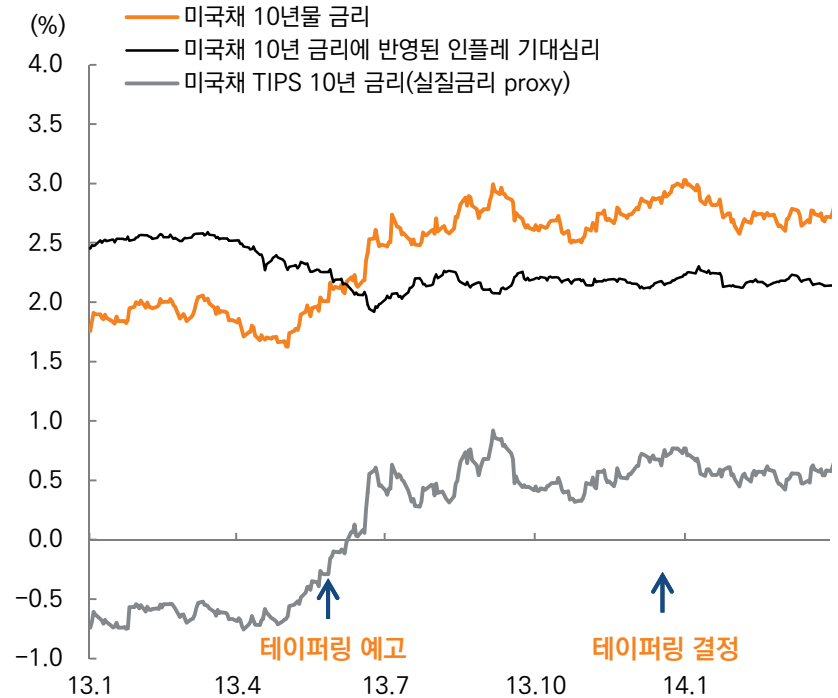
- 2013년에 이미 한번 겪었던 현상이라, 지금은 생소함이 덜함 → 시장 불안감이 덜할 것.
- 또, 당시 미국 증시 충격이 그리 크지 않았던 점도 고려 사항. 미국 주가 조정은 1개월간 7%에 그쳤고 주가 복원 빠르게 진행. 유로존과 신흥국은 10% 남짓 조정됐고 신흥국 증시 반등은 지연.
- 당시 미국채 금리도 실질금리가 상승하면서 오름세(인플레 기대심리는 소폭 약화).
- 결론적으로, 테이퍼링 리스크가 임박했다고 판단될 때는 미국 주식 중심 압축 투자가 좋을 것(주가 조정 발생 시에는 선진국 주식부터 매수).

2013년 테이퍼링 예고 및 실행 당시 주가 동향



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

2013년 테이퍼링 예고 및 실행 당시 미국채 금리 동향



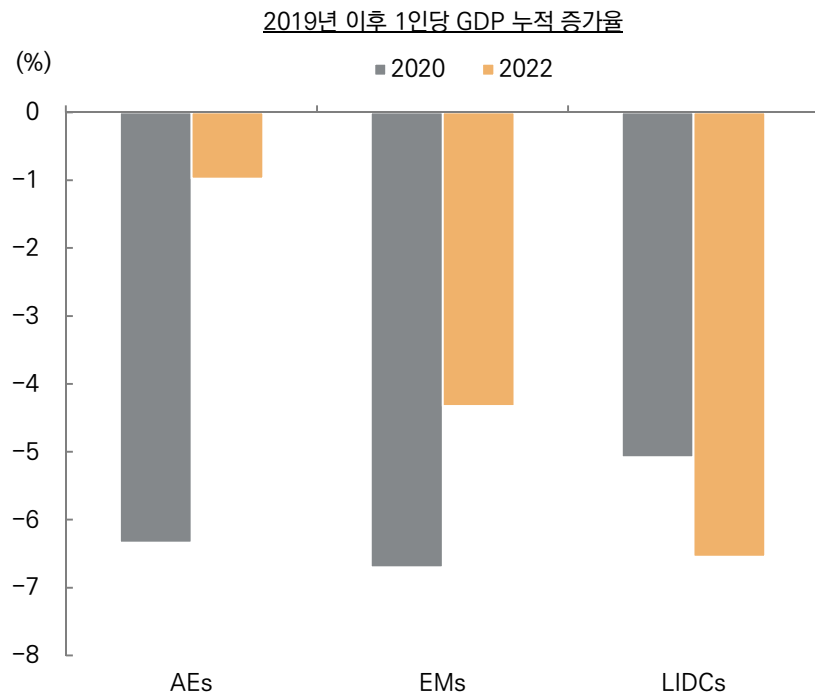
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

신흥국에게 FRB 출구전략 시행은 다소 큰 부담

펀더멘털 격차에 따른 신흥국 위기 우려

- 선진국은 적극적 경기부양책과 빠른 백신 보급으로 빠르게 경제적 손실 만회.
- 반면, 신흥국은 위기 극복이 빠르게 진행되지 않으면서 경제적 손실이 쌓여갈 것이 우려됨.
- 이런 상황에서 FRB가 QE 테이퍼링에 나서게 되면 신흥국에서 유동성 유출 압박이 커지게 될 것.

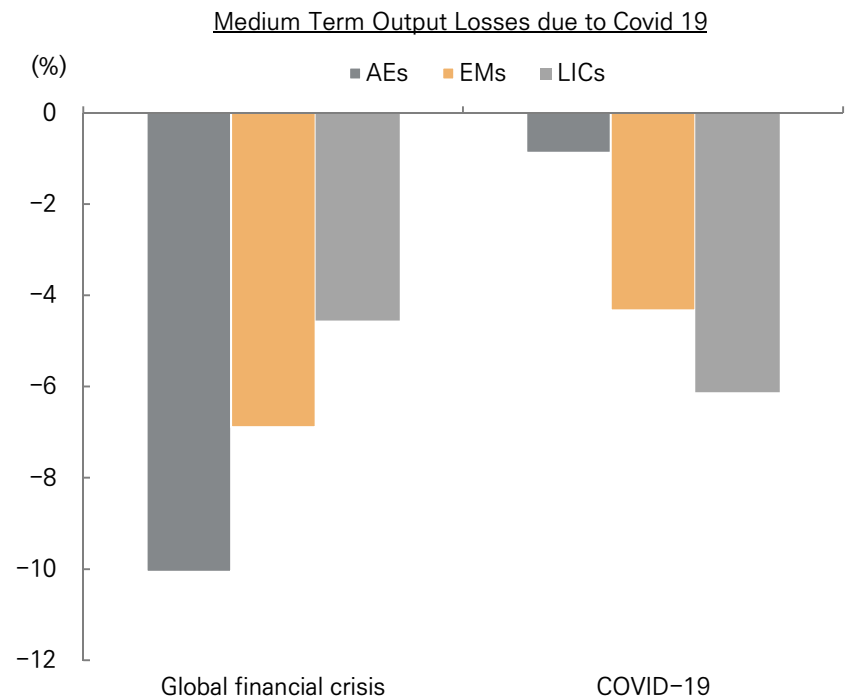
선진국은 단기 충격 이후 빠르게 극복, 빈곤국가는 손실 누적



자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

주: AE = Advanced Economies, EM = Emerging Economies, LIDC = Low Income Developing Countries

금융위기 때는 선진국이, 팬데믹 쇼크에는 빈곤국가가 더 큰 경제 손실



자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

주: AE = Advanced Economies, EM = Emerging Economies, LIDC = Low Income Developing Countries

신흥국 위험 국가 선별

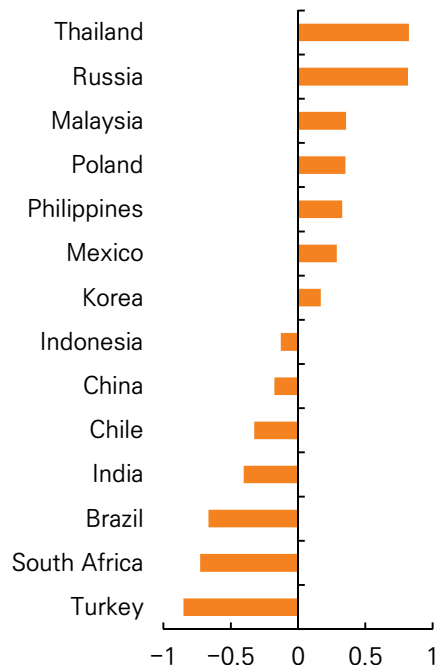
터키, 남아공, 브라질 순

- 터키는 외환보유액이 특히 부족하고 인플레이가 다른 국가들 대비 압도적으로 높음. 외채 부담도 다른 국가들에 비해 큰 것으로 나타남.
- 남아공은 민간부채, 정부부채가 동시에 많다는 단점, 외환보유액도 상대적으로 부족한 편.
- 브라질은 무엇보다 정부부채 부담이 크고 외채 부담도 꽤 큰 것으로 확인됨.

주요 신흥국 신용위험지수 구성 내역들 현황(각 항목의 z-score를 단순 평균해서 신용위험지수 도출)

Country	Reserve (% of GDP)	Current Account (% of GDP)	Gov't debt (% of GDP)	CPI (%)	Private debt (% of GDP)	External debt /Exports (%)
Brazil	24.5	-0.60	98.41	4.64	63.9	305.6
China	22.0	1.64	69.61	1.19	165.4	68.8
Chile	15.5	0.34	33.64	3.10	122.5	284.3
India	20.3	-1.19	86.60	4.89	50.2	204.3
Indonesia	12.4	-1.30	41.37	2.05	37.8	255.7
Korea	26.8	4.24	53.17	1.36	151.7	106.0
Malaysia	31.1	3.82	55.25	2.00	120.9	102.1
Mexico	17.8	1.82	54.54	3.55	36.6	110.7
Philippines	27.2	-0.41	37.88	3.40	48.0	151.1
Poland	23.6	2.02	49.14	3.20	50.8	139.6
Russia	31.0	4.45	14.09	4.50	52.4	140.8
South Africa	15.7	-3.82	61.80	4.28	139.3	198.6
Thailand	49.6	5.77	42.32	1.29	143.5	82.8
Turkey	6.9	-1.09	28.09	13.60	65.4	265.2

신흥국 신용위험지수



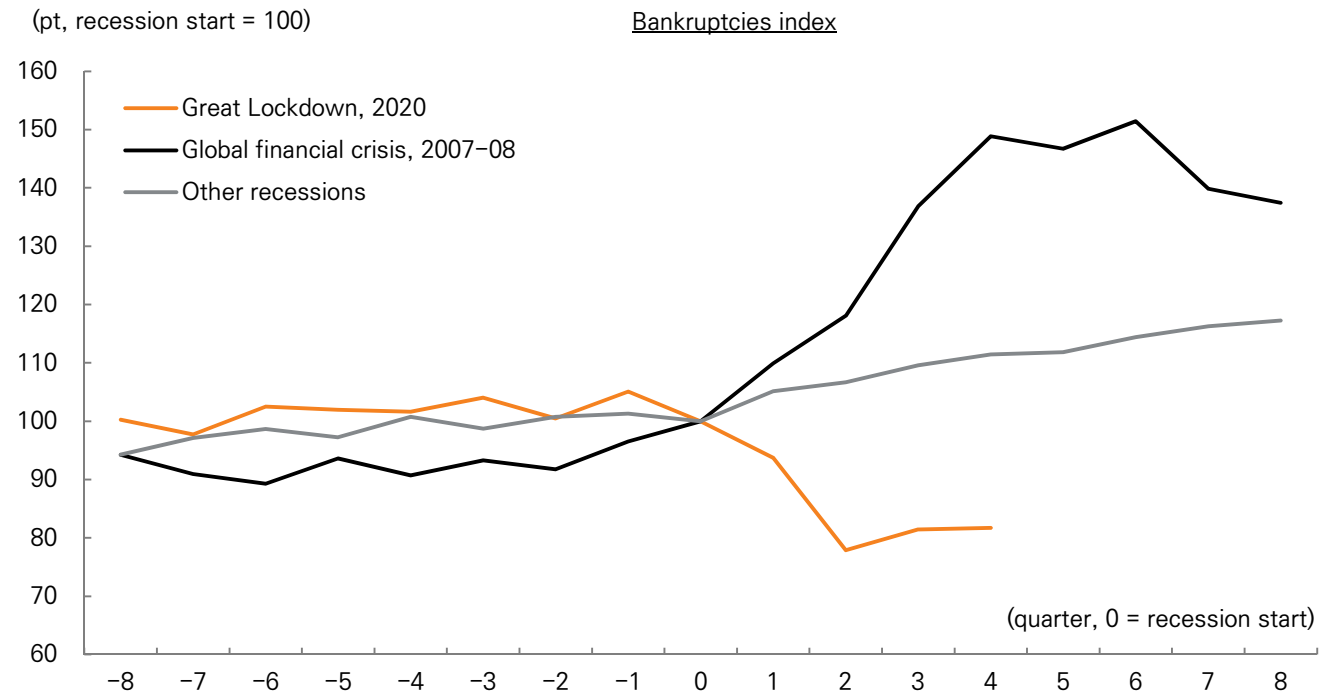
자료: IMF, Bloomberg, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: Private Debt은 2019년 데이터, 인플레이는 2021년 예상치, 나머지는 2020년 데이터 기준

FRB 출구전략 시행 이후에는 선진국도 신용위험도 경계

출구전략 시행 시 잠복된 신용 위험 표면화 우려

- 통상적으로 경기 침체 국면에는 기업파산 건수 증가.
- 하지만, 이번에는 위기 초입 단계부터 강력한 유동성 공급과 재정 확대 조치가 동원되어, 기업파산 건수가 오히려 감소.
- 하지만, K-shape 회복이 전개되고 있음을 감안하면, 정책 지원이 줄었을 때 신용위험이 빠르게 상승할 가능성 배제 못함. 이 경우, 금융시장 변동성 확대도 뒤늦게 야기될 수 있음.

금융위기나 다른 리세션 때와는 반대로, 이번 팬데믹 쇼크 국면에서는 기업파산 건수 감소



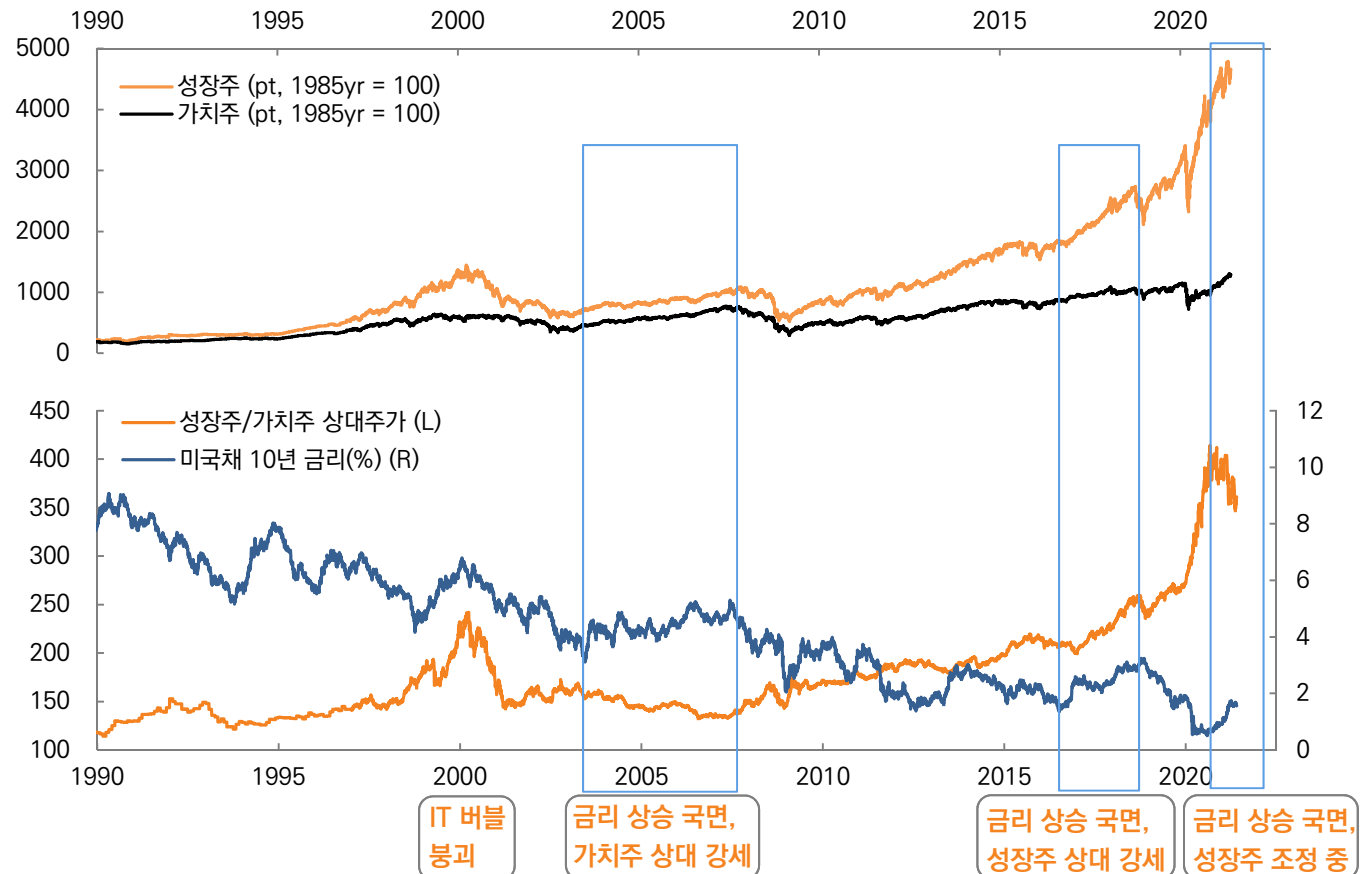
자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터
주: 선진 13국 데이터로 집계.

투자전략 (2), 금리 상승 리스크 헤지, 밸런스 지향

성장주 일부는 지난해 급등에 대한 부담 잔존

- 2004~07년 금리 상승 국면에는 성장주 상대 약세, 2016~18년에는 금리 상승에도 성장주 상대 강세.
- 이번에는? 현재까지는 금리 반등에 성장주 상대 약세. 인플레 기대심리가 지난 10년간 최고 수준임을 감안할 때, 지난해 급등으로 밸류에이션 부담 큰 성장주 그룹에서는 차익실현 압박 계속될 리스크.

장기적으로 미국채 금리 하락과 성장주 상대 강세, 부분적으로 금리 상승 시 성장주 조정



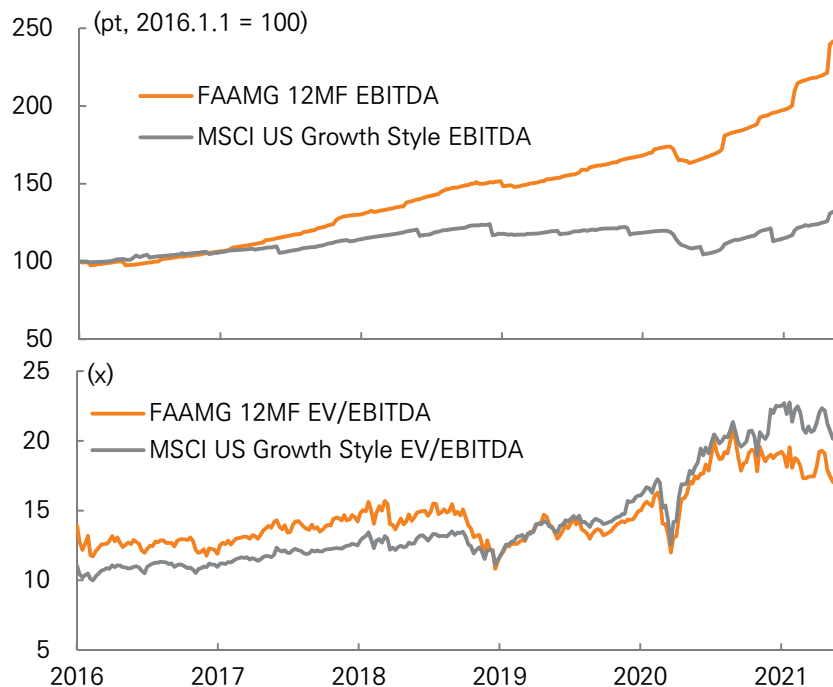
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

투자전략 (2), 금리 상승 리스크 헤지, 밸런스 지향

미국 성장주 투자는 빅테크 중심으로 압축

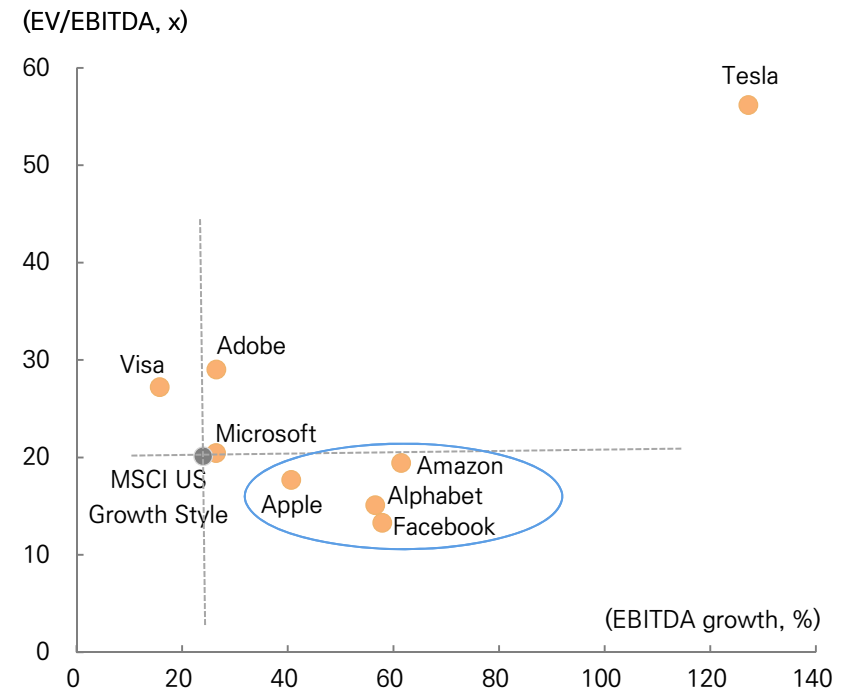
- 상장주 스타일 내에서도 빅테크 기업들은 금리 상승 리스크에 대한 감내력이 높을 것으로 기대됨.
- FAAMG로 대표되는 빅테크 기업들은 먼 미래의 이익 창출력에 대한 기대치도 높지만 당장의 영업이익도 양호하기 때문.
- 테슬라처럼 영업이익 증가율과 밸류에이션이 모두 높은 그룹은 실적이 계속해서 검증되어야 함.

성장주 스타일 전반에 비해 빅테크 기업들 밸류에이션 매력도 높은 수준



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터
주: FAAMG = Facebook, Apple, Amazon, Microsoft, Google(Alphabet)

성장주 대표 기업들의 영업이익 모멘텀과 밸류에이션 분포



자료: Thomson Reuter, 미래에셋증권 리서치센터
주: 12개월 포워드 기준, 가로축은 EBITDA 최근 1년간 증가율.

투자전략 (2), 금리 상승 리스크 헤지, 밸런스 지향

금리 상승 단계별 대응

- 금리 상승 시 주가 수익률이 좋았던 업종을 확보해 두면 관련 리스크 헤지에 효율적.
- 과거 경험상으로는 금리 상승 시에 미국은 금융, 에너지 강세, 한국은 시클리컬 업종 전반적 강세 경향. 올해 현재까지 상황은 과거와 다르지만, 좀더 긴 시간 검증된 데이터의 유효성 무시할 수 없을 것.
- 경험적으로 금리 상승 시에 강했던 섹터 투자 비중을 늘리고, FRB 출구전략 이슈가 확산될 때 필수소비재 등 약간의 방어적 컨셉을 강화해서 대응하면 좋을 듯함.

국제유가 및 미국채 금리의 미국 주요 업종별 주가와와의 상관관계

미국	WTI		UST10Y	
	과거 5년	올해	과거 5년	올해
전체 지수	0.16	0.71	-0.34	0.69
IT	-0.03	0.31	-0.51	0.24
통신서비스	-0.27	0.83	-0.73	0.79
금융	0.67	0.86	0.32	0.86
경기소비재	0.01	0.13	-0.47	0.11
필수소비재	-0.13	0.46	-0.62	0.55
산업재	0.49	0.77	0.01	0.84
소재	0.45	0.69	-0.03	0.69
에너지	0.68	0.93	0.86	0.90
유틸리티	0.04	0.28	-0.42	0.36
헬스케어	0.03	0.37	-0.42	0.29

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주: 과거 5년은 2016~2020년을 의미. 주가, 유가, 금리 변화율이 아닌 절대값으로 상관관계 도출.

국제유가 및 미국채 금리의 한국 주요 업종별 주가와와의 상관관계

한국	WTI		UST10Y	
	과거 5년	올해	과거 5년	올해
전체 지수	0.39	-0.15	0.06	-0.17
IT	0.17	-0.58	-0.25	-0.49
통신서비스	-0.30	0.77	-0.70	0.74
금융	0.65	0.70	0.82	0.77
경기소비재	0.26	-0.18	0.30	-0.31
필수소비재	0.17	0.59	0.37	0.53
산업재	0.40	0.27	0.69	0.19
소재	0.39	0.31	0.30	0.09
에너지	0.76	0.15	0.84	-0.21
유틸리티	-0.05	-0.47	0.30	-0.44
헬스케어	0.29	-0.87	0.04	-0.82

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주: 과거 5년은 2016~2020년을 의미. 주가, 유가, 금리 변화율이 아닌 절대값으로 상관관계 도출.

투자전략 (2), 금리 상승 리스크 헤지, 밸런스 지향

한국 증시, 가치-성장 어닝 모멘텀 격차 완연

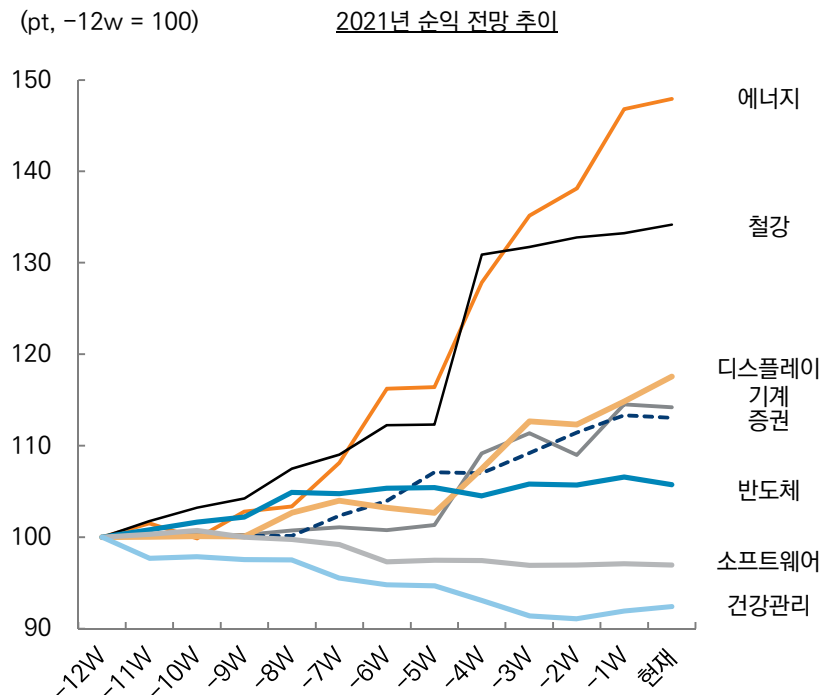
- 한국 증시도 가치주 상대 강세 진행 중. 성장/가치 상대 PER은 팬데믹 위기 직전 수준으로 회귀. 하지만, 성장주의 상대적 반등을 기대할 만한 여건은 아닌 듯.
- 기본적으로, 어닝 모멘텀상 경기민감주의 상대적 강세가 선명함. 경기 여건상 이런 상황은 하반기에도 유지될 가능성 높음. 금리 방향도 당분간은 성장주 밸류에이션 회복에 우호적이지 않음.

한국 주식 성장/가치 상대 PER은 팬데믹 위기 직전 수준으로 복귀



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

KOSPI 업종별 순익 모멘텀 비교



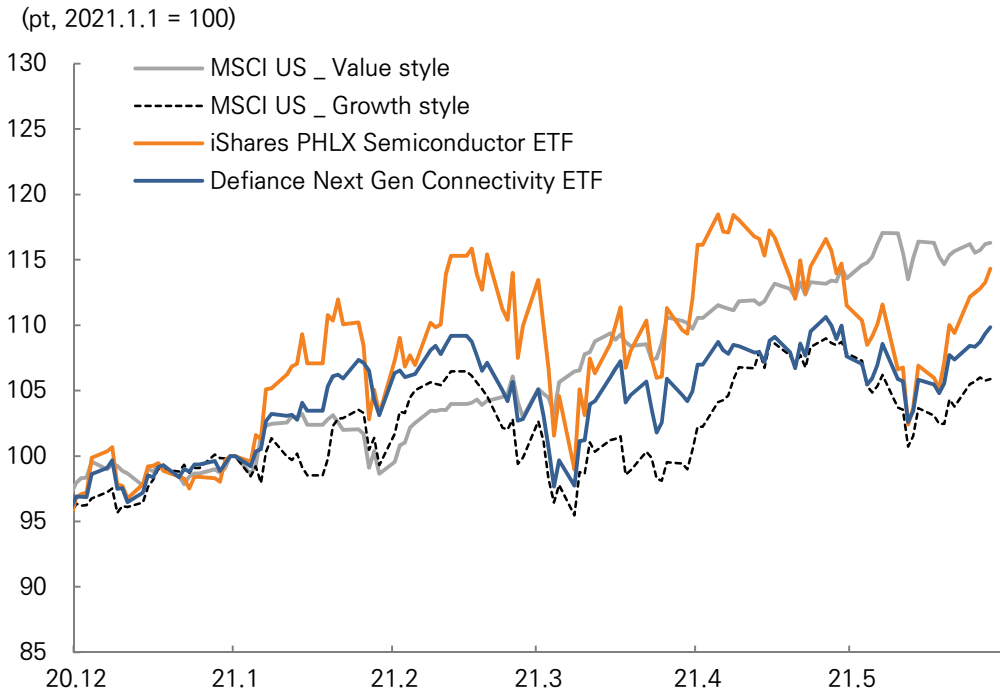
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

투자전략 (3), 반도체 서플라이체인

iShares PHLX Semiconductor ETF(SOXX US)

- 경기 소순환 회복은 물론, 미국내 반도체 서플라이체인 구축에 따른 전반적 설비투자 확대가 기대되는 상황.
- 장기 유망 테마 성장 스토리에 얹이면서도 시클릭 업종으로서 금리 상승에 대한 내성도 있음.
- **Tiger 미국 필라델피아 반도체 ETF**는 동일한 성격의 국내 상장 ETF.
- SOXX의 변동성 부담 → 반도체섹터 비중 1/3에 달하면서 변동성은 덜한 **Defiance Next Gen Connectivity ETF(FIVG US)**가 대안.

SOXX US와 FIVG US는 동조성이 높은 편



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

SOXX US 구성 상위 종목, 국가 배분 현황

Top10 Holdings (top 10 weighting 62.68%)

NVIDIA Corporation	9.04%
Texas Instruments Incorporated	8.70%
Broadcom Inc.	7.76%
Qualcomm Inc	7.75%
Intel Corporation	7.45%
Applied Materials, Inc.	4.52%
NXP Semiconductors NV	4.45%
Lam Research Corporation	4.44%
ASML Holding NV ADR	4.41%
Analog Devices, Inc.	4.14%

Top 3 Countries

United States	91.95%
Netherlands	4.18%
Taiwan	3.86%

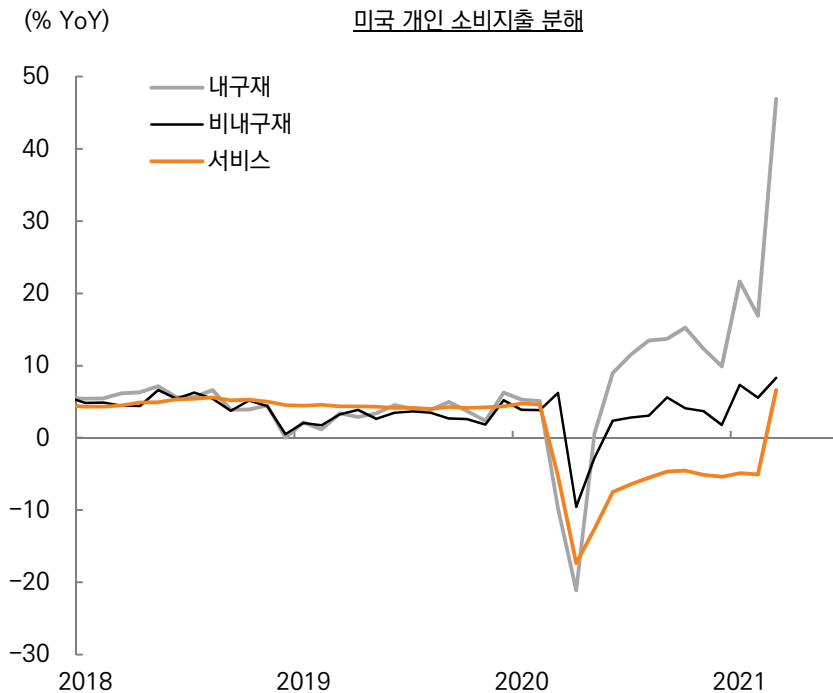
자료: ETF.com, 미래에셋증권 리서치센터

투자전략 (4), 소비재(서비스 소비) 비중 확대

민간소비(컨택트 소비) 정상화 기대감

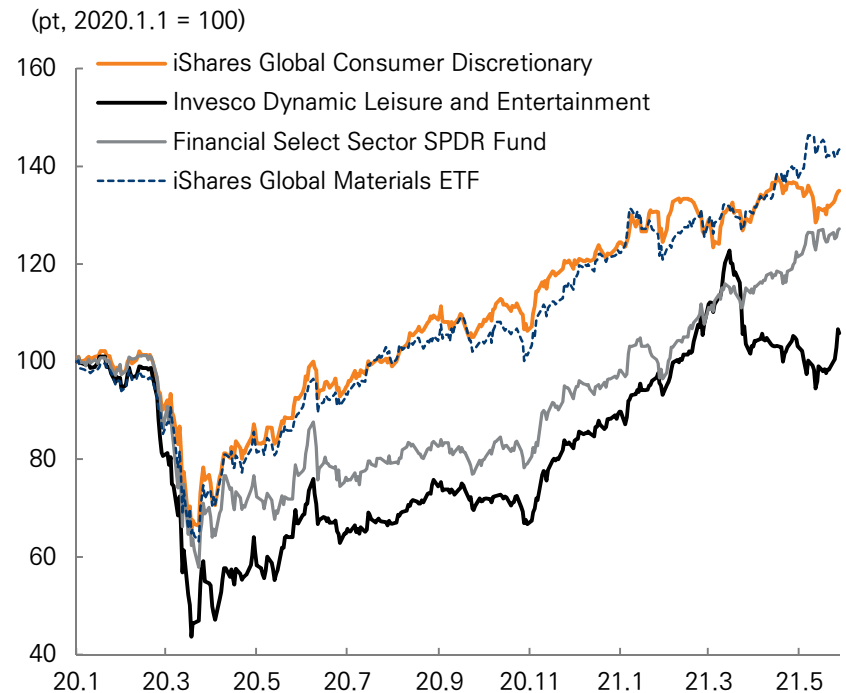
- 미국과 서유럽 락다운 완화, 일자리 회복과 함께 소비 정상화 기대. 일자리 회복은 팬데믹 위기 이후 급증한 저축이 소비로 전환될 개연성 높임.
- 올해 성과가 좋았던 소재, 에너지, 금융 등 시클릭얼 섹터에서 소비재로 포트폴리오 분산 및 이전 권고.
- 특히 상대적으로 뒤쳐졌던 서비스 소비 회복 가능성을 고려하면, 여기에 특화된 **PEJ US(Invesco Dynamic Leisure and Entertainment ETF)**의 상대적 고성능이 기대됨.
- 여행 수요 개선 기대감에 **AWAY US, JETS US** 또는 호텔 REITs에 대해서도 긍정 관점.

미국 가계의 서비스 소비도 뒤늦게 회복세로 전환



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

3월 이후 소비재 ETF 성과 부진



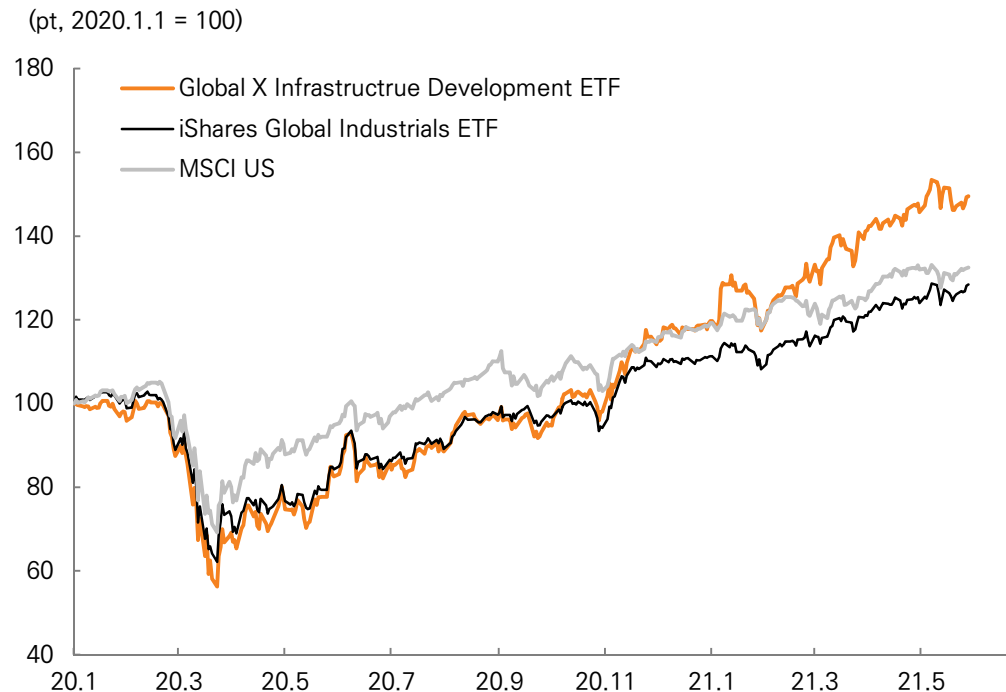
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

투자전략 (5), 인프라투자 테마 긍정적

Global X Infrastructure Development ETF(PAVE US)

- 경기 정상화 컨셉에 투자. 산업재 비중 70%이며, 산업재보다 더 나은 성과 지향.
- 하반기 미국 인프라투자 합의 및 집행 초기 국면에서 양호한 성과가 유지될 것으로 기대됨(미국 기업에 100% 투자).

PAVE US 주가는 지난해 11월(바이든 대통령 당선) 이후 산업재 ETF 성과를 압도



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

PAVE US 구성 상위 종목, 업종 배분 현황

Top10 Holdings (top 10 weighting 30.17%)

Nucor Corporation	3.43%
Kansas City Southern	3.12%
Trane Technologies plc	3.07%
Deere & Company	3.07%
Vulcan Materials Company	2.98%
Eaton Corp. Plc	2.96%
Norfolk Southern Corporation	2.94%
Emerson Electric Co.	2.88%
Sempra Energy	2.88%
Fastenal Company	2.84%

Top 5 Industry Groups

Transportation	11.50%
Machinery-diversified	11.02%
Building Materials	10.48%
Iron/Steel	8.35%
Engineering & Construction	8.34%

자료: ETF.com, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

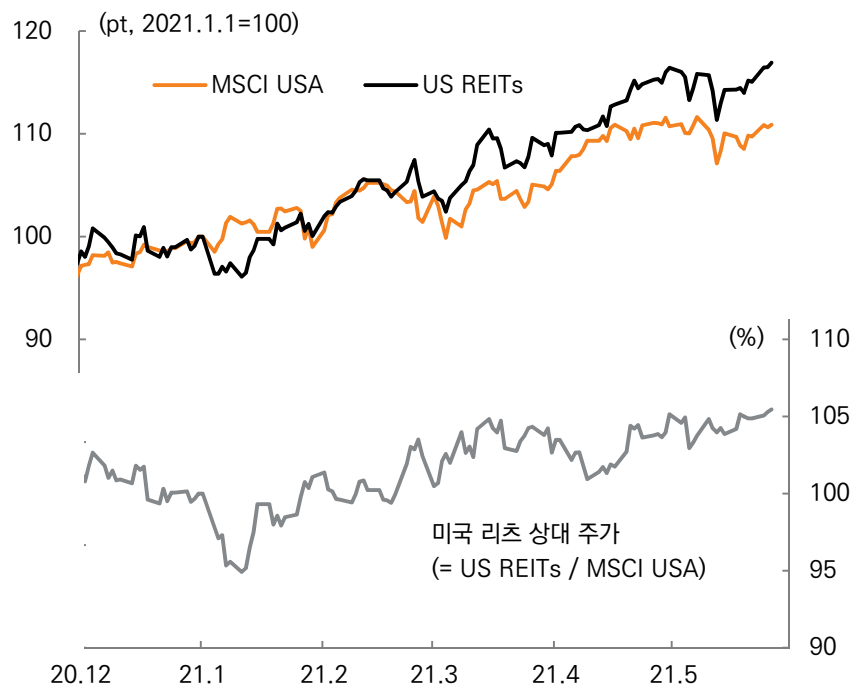
투자전략 (6), US REITs 선호도 유지

유망한 주식이면서

인컴 투자 대안이기도 함

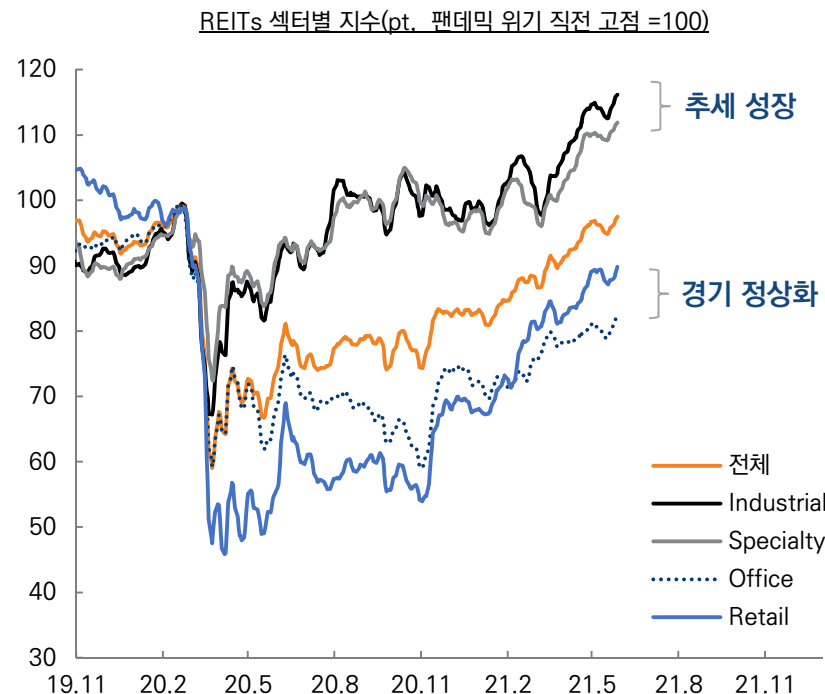
- 미국채 금리 2차 상승 국면이 오더라도 미국 리츠에 대한 긍정 관점 유지.
- 금리 상승세에 REITs 주가가 약해질 수 있다는 우려가 일부 존재하지만, 연초 미국채 금리 상승 국면에서 REITs 주가는 미국 주식시장 전체를 아웃퍼폼.
- 주식 투자 기대수익률이 조금 낮아지면서 배당 투자가 좀더 활발해질 가능성도 REITs에 우호적. REITs 배당수익률 3%대 후반.

연초 미국채 금리 상승 국면에서 미국 REITs 주가 아웃퍼폼



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 REITs 주가 상승세는 투 트랙(추세 성장과 경기 정상화)



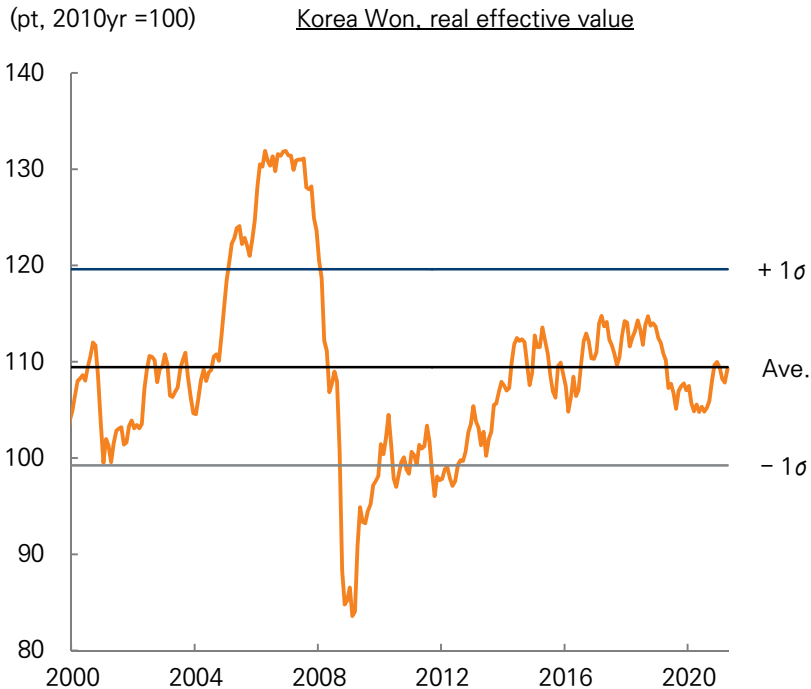
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

FX: 원화 가치 안정성

원화는 절상/절하 어느 한 쪽으로 쏠리지 않는 상황

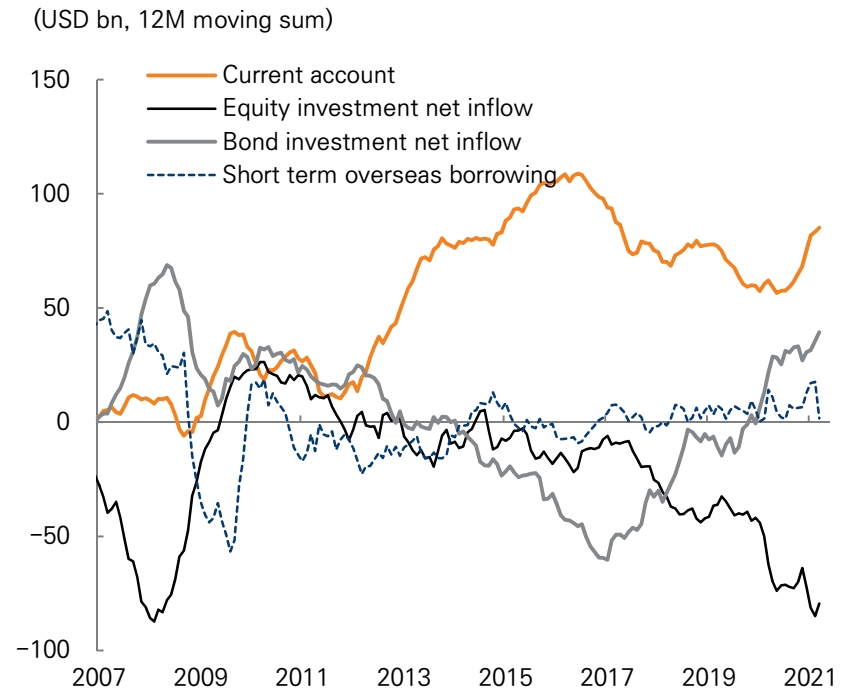
- 원화는 경험적으로 중립적 수준. 따라서, 한국 경제가 다른 나라 대비 얼마나 강한지가 원화 방향 결정.
- 한국은 수출은 양호한데 내수는 다소 부진 → 원화에 중립적.
- 외환수급상으로 볼 때, 주식자금 유출에 따른 원화 약세 요인은 채권 자금 유입 및 경상수지 흑자 확대로 상쇄.

원화 실질실효가치는 장기 평균 수준



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

주식 자금 유출되지만 채권 자금 유입 활발, 경상수지 흑자 확대



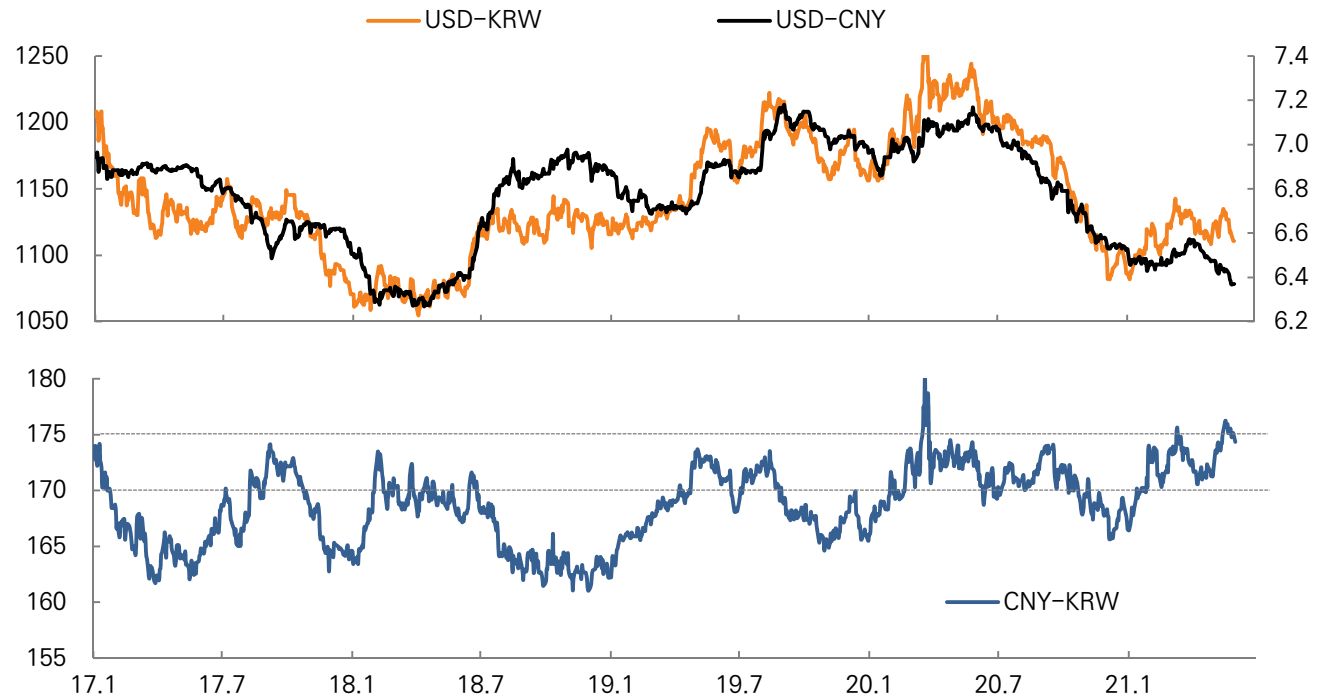
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

FX: 두 가지 체크 포인트 (1), 원화-위안화 디커플링?

미중 갈등 본격화 전까지 CNY-KRW 추가 강세

- 원화는 지난해 4사분기에 위안화 대비 강세를 보였지만, 올해 들어서는 상대 약세.
- 양국 환율 중심축이 1위안당 170원에서 175원으로 높아지는 모습.
- 미중 갈등 우려가 있지만, 공급망 정상화로 대중국 수입 의존도가 낮아지기 전까지는 미국의 대 중국 공세도 제한적일 가능성이 큼.

올해 들어 원화와 위안화 동조성 약화, 위안화의 원화 환율은 1위안당 175원 선으로 상승



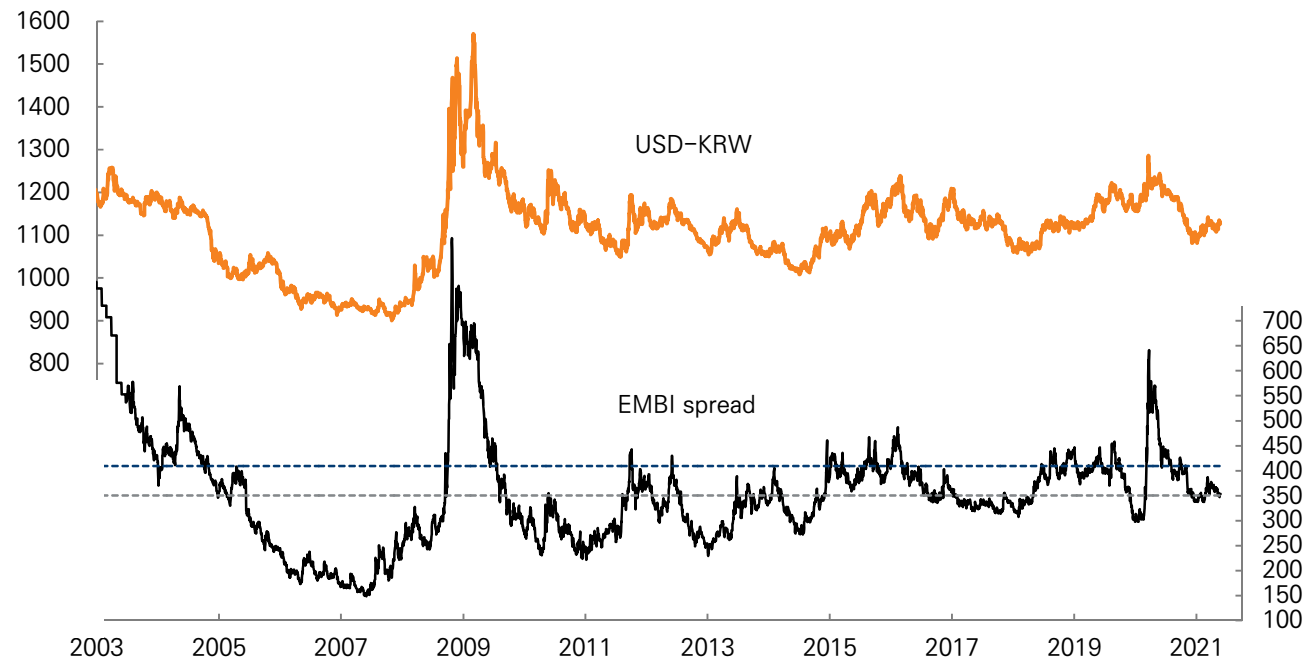
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

FX: 두 가지 체크 포인트 (2), 신흥국 금융시장 불안 가능성에 대비?

EMBI 스프레드 변화를 보면서 대응

- FRB 출구전략 시행으로 신흥국 일부 금융 불안 발생 가능성 있음.
- 신흥국 금융 불안 강도는 FRB의 출구전략 시행 강도에 달린 문제. FRB가 완만한 속도로 출구전략을 시행할 것으로 기대되나, 자국 인플레이 상황에 따라 조금 거친 시나리오도 설정 가능.
- 만약 신흥국 금융 불안이 심해지면 EMBI 스프레드가 크게 상승할 수 있으며, 이 경우에는 한국의 외환자유도가 높기 때문에 원화가 일시적으로 가파른 약세를 보일 수 있음.

EMBI spread 일정 수준 이상 상승 시 원화 추가 약세 대비 필요



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.