



작성자:

Rohan Reddy

리서치 애널리스트



## Global X ETFs 리서치

# Global X 인컴 전망: 2021년 3분기 -

## 그리 사스에 대한 대비

Global X의 2021년 3분기 인컴 전망은 [여기에서 볼 수 있습니다](#). 이 보고서는 인컴을 추구하는 여러 자산군 및 전략 전반에 대한 거시적 차원의 데이터와 통찰력을 제공하고자 합니다.

채권의 수익률이 금년 초부터 전례가 없는 수준으로 오름에 따라 금리 상승은 3분기에 우려하는 주요 사항 중의 하나가 되었습니다. 전 세계의 주요 중앙은행들은 팬데믹 기간 중 18개월 동안의 전폭적인 지원 조치 후 좀더 매파적인 통화정책을 공개적으로 고려함으로써 이러한 채권의 대량 매도를 촉발시켰습니다. 채권 수익률 급등은 코로나19 델타 변이로 인한 지속적인 여파 속에서 느려지고 있는 현재의 경제 성장 추세와 모순됩니다. 이러한 환경은 채권 시장에만 영향을 주는 것이 아니고 주식 시장에도 불안감을 조성하고 있습니다. 높은 밸류에이션, 느려지는 성장률, 혼란한 공급망 속에서 수익에 대한 우려와 함께 수익률 상승은 주식 투자자들이 신경 쓰는 또 다른 부분입니다. 인컴에 초점을 맞춘 투자자는 이렇듯 금리가 상승하는 환경에서 어려움에 처할 수 있으며 매파 정책과 높아진 채권 수익률의 포트폴리오에 대한 영향에 대비해야 합니다.

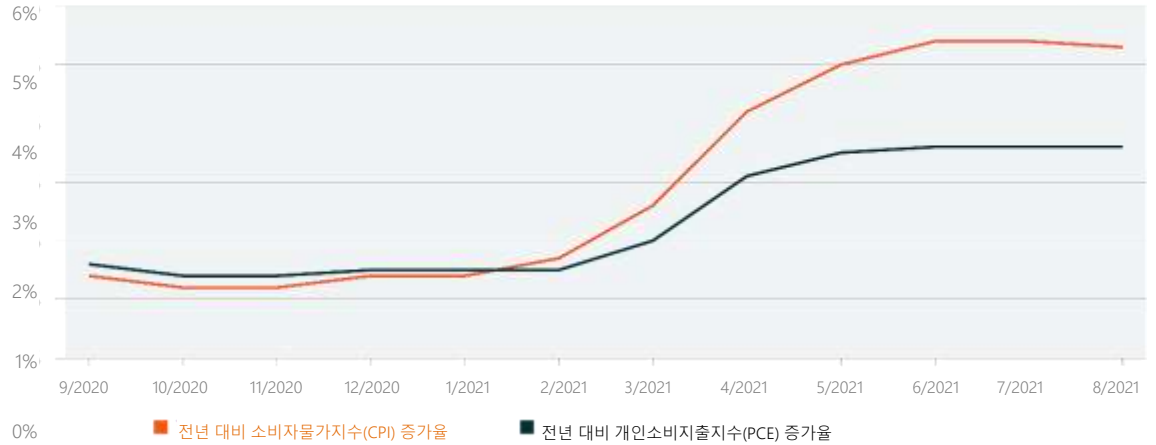
### 주요 요약:

- 지속되는 공급망 혼란, 에너지 가격 상승 및 재개방 계획은 높아진 인플레이션 수준을 영구화할 가능성이 있습니다.
- 연준 및 기타 주요 중앙은행들은 통화량 팽창 정책을 거두어 들이려는 조짐을 보이기 시작하고 있으며, 채권 시장은 이에 반응을 보여 왔습니다.



### 안정화되기 시작한 미국 소비자물가지수(CPI) 및 전년 대비 개인소비지출(PCE) 증가율

출처: 블룸버그, 경제분석국, 노동통계국 2020년 9월 30일부터 2021년 8월 30일까지의 데이터.



명목 수익률과 동일한 만기를 가진 인플레이션 연동 채권 수익률 간의 차이를 바탕으로 기대 인플레이션을 측정하는 브레이크 이븐 인플레이션(Breakeven Inflation, BEI) 역시 지난 수 개월 동안 상당히 안정적이어서 연초의 급등과 대조적입니다. 2.25%와 2.50% 사이의 BEI는 시장은 높은 인플레이션이 오래 지속될 것으로 예상하지 않는다는 점을 암시한다고 말해도 무방할 것입니다.

### 목표 인플레이션 수준에 근접하였음을 알려주는 브레이크 이븐 10년 만기 이율

출처: Bloomberg. 2020년 9월 30일부터 2021년 9월 30일까지의 데이터.



그러나 단기적으로 인플레이션 압력은 지속될 가능성이 있습니다. 지속되는 공급망 문제와 경직된 노동 시장 외에도 최근의 주요 에너지 가격의 급등 및 렌트비 상승 역시 최근에 인플레이션 상승에 일조하고 있습니다. 이러한 인플레이션은 일부 더욱 국지화되어 영향을 미치고 있습니다. 천연 가스 가격에 대한

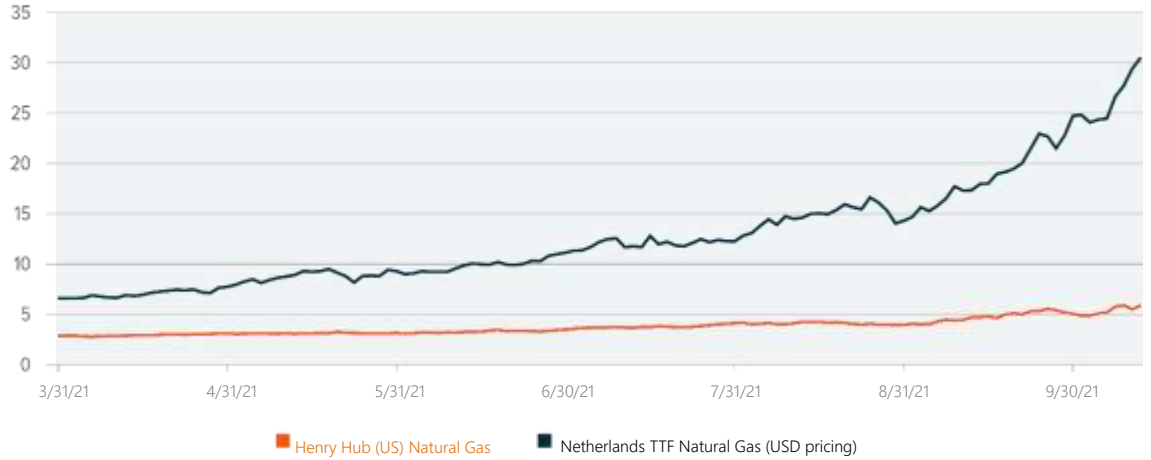


변동성은 미국에 비해 유럽에서 더 확연히 드러나는데 국내 공급이 충분치 않고 러시아 가스를 둘러싼 공급에 대한 경쟁 때문입니다.



## 올해 급등하고 있는 유럽의 천연가스 가격

출처: Bloomberg - 2021년 3월 31일부터 2021년 9월 30일까지의 데이터



GDP의 12.3%에 달하는 유럽연합 가구 지출의 23.5%가 주택 및 유틸리티에 사용된다는 점을 고려할 때, 소비자에 대한 영향은 상당할 것입니다.<sup>1</sup> 스페인, 프랑스, 이탈리아 및 그리스를 포함한 유럽 정부는 가정의 에너지 비용에 대한 보조금을 이미 발표했습니다. 동절기가 다가옴에 따라 이 문제가 더 악화될 가능성이 있어, 정부로서는 지원을 얼마나 해야 할지 결정해야 합니다. 독일의 인플레이션율은 9월에 29년래 최고인 4.1%를 기록했으며, 에너지 가격이 높은 상태를 유지한다면 올해 잔여 기간 동안 유럽 전역에서 비슷한 추세가 뒤따를 것입니다. 투자자들은 더 장기간의 인플레이션 리스크를 염두에 두어야 한다고 생각합니다.

## 소비자 비용의 증가로 인해 생기는 부동산 기회

미국의 헤드라인 인플레이션에서 본 것처럼 인플레이션 문제는 단지 유럽으로 국한되지 않습니다. 급등하는 렌트비가 핵심 우려 사항으로서 8월에 전년 대비 11.5% 상승하였습니다.<sup>2</sup> 이런 환경에서는 실질 인플레이션 압력이 시스템으로 진행되기 때문에 인컴 투자자에게 부동산이 한층 매력적으로 보입니다. 에너지 및 부동산은 투자자들이 고려하기를 원하는 두 분야입니다. 이러한 섹터의 비즈니스는 종종 인플레이션을 전가할 수 있기 때문입니다.

에너지 섹터의 최근 부활은 심각한 공급 부족 속에서 상품 가격의 상승이 주도하였습니다. 10월에 열린 OPEC 회의에서 증산을 안정적으로 유지하기로 결정함에 따라 가격이 한층 높아졌습니다. 미국의 생산업체들은 빈 자리를 메우고 미국 전역에 원유 및 가스를 운반하는 미드스트림 에너지 회사들이

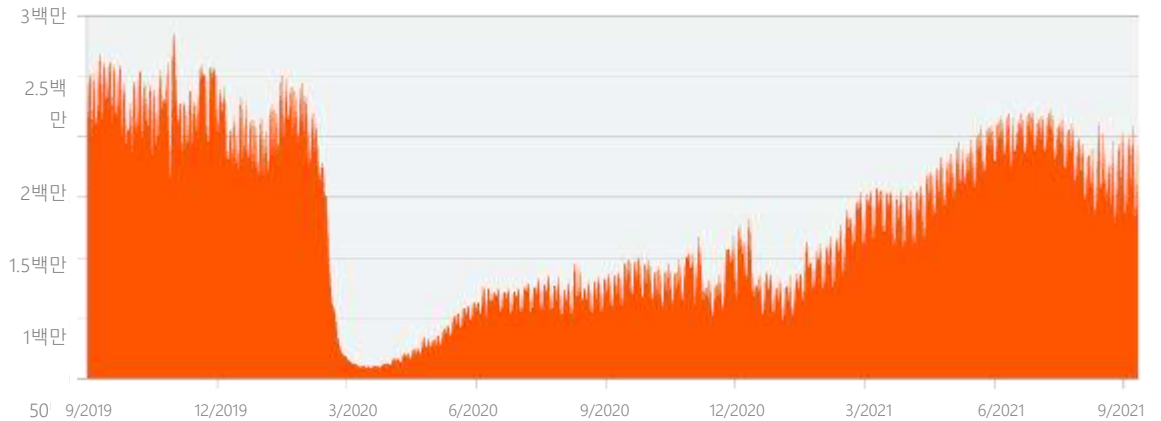
기회를 잡게 될 수 있습니다. 미드스트림 회사들이 6.1%라는 매력적인 배당 수익률을 제공한다는 점을 감안하면 인컴 투자자에게는 이 상황이 반가운 일입니다.<sup>3</sup>

---

올해 경제 재개방, 낮은 모기지 금리 및 경직된 주택 시장으로부터 부동산 시장이 급부상하고 있습니다. 그러나 투자자들이 부동산 내에서 더욱 신중하게 섹터를 선택해야 할지도 모를 일부 취약한 조짐도 있습니다. 델타 변이 가능성 때문에 경제 성장이 늦어지고 있으며, 소비자들의 여행 감소는 부동산 시장에 더욱 영향을 주고 있습니다. 아래 교통안전국(TSA)이 발표한 여행자 감소 데이터가 보여주는 바와 같이 이동 인구는 3분기에 큰 영향을 받았습니다.

### 미국 TSA 일일 여행자 데이터

출처: TSA. 2019년 9월 30일부터 2021년 9월 30일까지의 데이터.



이 데이터에 따르면 항공 및 호텔 가격은 8월에 각각 12.6% 및 3.3% 하락하였습니다. 유럽과 미국 간의 여행 제한이 감소의 원인이었지만 이동 제한 조치의 중단과 개시의 특성상 감소는 일시적일 것입니다. 유럽, 호주 및 미국은 최근에 11월부터 제한 조치를 해제한다고 발표하였습니다. 투자자들은 호텔 및 게임/숙박 REIT와 같은 관광 위주의 부문을 회피하려 들지도 모릅니다. 지금과 같이 렌트 비용이 상승하는 경직된 주택 시장에서는 주거용 REIT가 더 매력적일 수 있습니다. 모기지 REIT 역시 상승 중인 장기 듀레이션 수익률 및 강력한 대출 시장 환경에서 고려할 만한 분야입니다. 주거용 REIT는 현재 3.0%의 배당 수익률을 제공하고 있으며, 모기지 REIT는 레버리지의 특징으로 8.2% 배당 수익률을 제공하고 있습니다.

### 금융기관이 다시 환영할 만한 증양은행의 조치들

증양은행의 매파 조짐이 금년 초에 있었지만 관리들은 지난 몇 달 동안 더 구체적으로 언급했습니다. 마침내 연준은 테이퍼링 프로그램 가능성을 인정하기 시작하였고, 12~18 개월 동안 금리가 더 상승할 가능성이 더 높아졌습니다. 지속되는 인플레이션 압력, 경직된 노동 시장과 공급망 문제로 인해 매파적인



기조로 돌아서게 되었습니다. 그러나 매파적인 자세는 전 세계적인 현상입니다. 중국인민은행, 유럽은행 및 브라질 중앙은행 역시 금리를 인상하였거나 통화 지원을 줄이려는 계획을 내놓았습니다. 성장 둔화 예측과 중앙은행의 후반 경기 정책 기조로 인해 미국의 수익률 곡선이 평평해졌습니다. 오랫동안 높은 인플레이션이 지속될 조짐이 있으며, 평평해진 수익률 곡선을 보면 시장은 연준이 이러한 인플레이션 압력에 대처하기 위하여 더 매파적인 자세를 취하리라고 예상한다는 점을 알 수 있습니다.



### 10년 만기와 2년 만기 국채의 수익률 간 스프레드(BPS)

출처: Bloomberg, 블룸버그 하이일드 지수 및 10년 만기 국채 수익률로 표시  
2019년 12월 31일부터 2021년 9월 30일까지의 데이터



최근의 평평해진 수익률 곡선은 위에서 논의한 여러 이유 때문에 글로벌 성장이 느려지는 현상을 반영한 것이지만, 부정적인 경제적 영향에도 불구하고 신용 스프레드가 의미 있을 정도로 확대되지 않아 상승되는 신호를 보내고 있습니다.

### 10년 만기 국채 대비 하이일드의 스프레드(%)

출처: Bloomberg, 블룸버그 하이일드 지수 및 10년 만기 국채 수익률로 표시

2019년 12월 31일부터 2021년 9월 30일까지의 데이터.



제롬 파월 연준 의장이 연말까지 테이퍼링 프로그램을 실시할 수도 있음을 시사하는 언급을 함으로써 분기 말경에 가장 중요한 시장 상황이 전개될 가능성도 있습니다. 이는 전례 없던 양적 완화 여건과 대규모 통화 정책의 지원이 야기했던 타이트한 신용 스프레드의 종료를 암시하는 것입니다. 테이퍼링의 정확한 시점과 별개로,





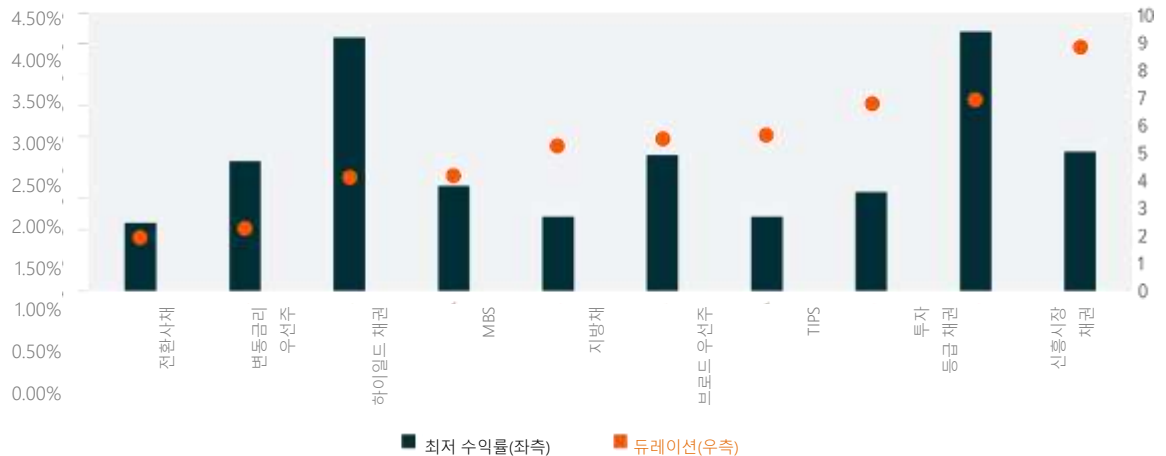
투자자들은 2022년이 다가옴에 따라 중앙은행의 지원이 최고조에 달한 후 약해질 가능성이 있는 현실에 대비해야 합니다. 인컴 투자자들은 금리가 상승하고 경제 성장이 둔해지는 상황에서 더 긴 듀레이션을 통한 수익률과 신용 리스크 사이에 균형을 어떻게 맞출 것인가에 대한 영원한 질문에 놓이게 됩니다.



채권 수익률이 계속해서 상승하는 경우 채권 자산군은 상당한 압박을 받을 수 있습니다. 2020년 중반부터 2021년 1분기 말까지 채권 수익률은 현재와 비슷하게 상승하였고 듀레이션이 긴 자산의 성과는 아주 나빴습니다. 블룸버그 미국 종합 지수는 3.70% 하락하였고 20년 이상의 만기를 가진 미국 국채는 20.13% 하락하였습니다.<sup>4</sup>채권 투자자는 수익률이 상승하는 환경에서 듀레이션을 줄이는 것을 고려해야 합니다. 역사적으로 타이트한 신용 시장 상황에서 신용 스프레드가 크게 확대될 가능성은 일반적인 재개방 모멘텀과 현재의 인플레이션 추세를 감안할 때 크지 않습니다. 그러나 신용의 질을 높이는 것은 신중한 조치가 될 수 있습니다. 고 수익률 채권에 대하여 우려하는 투자자에게는 우선주가 하나의 대안입니다. 금융 섹터에 대하여 우선주 비중을 높이면 금리가 상승하는 환경에서 완충 역할을 할 수 있습니다. 이런 환경에서 금융 섹터는 대출 이자율이 높아져 혜택을 보는 경향이 있기 때문입니다.<sup>5</sup> 인컴 투자자들에게 유의미한 수익률을 찾는 것은 오늘날과 같은 인플레이션율을 고려할 때 여전히 어려운 일입니다. 따라서 채권 투자자들이 듀레이션 리스크를 완전히 회피한다는 것은 거의 비현실적입니다. 우선주는 대부분의 전통적인 채권 투자자들이 적절하다고 여길 수 있는 듀레이션과 수익률 사이의 균형을 제공합니다.

### 채권 수익률 vs. 듀레이션:

출처: Bloomberg, 2021년 9월 30일 기준 데이터.



채권 이외의 투자 상품을 고려하는 투자자들에게 수익률과 리스크 관리 가능성 모두에 대하여 듀레이션이 없는 대안은 매력적입니다. 예를 들어, 방어적인 풋과 결합된 커버드 콜 전략은 인컴을 창출하면서도 가격 하락 리스크를 완화할 수 있습니다. 나스닥 100에 기초한 이러한 전략은 포트폴리오에 추가적인 다각화를



제공할 수 있습니다. 기술 섹터는 전통적으로 인컴 포트폴리오 내에서 비중이 적으므로 이러한 지수에 기초한 인컴 창출 옵션 전략을 활용하면 유틸리티, 에너지, 부동산 및 금융과 같이 인컴 포트폴리오에서의 전통적으로 비중이 높았던 섹터와 함께 다각화가 가능합니다.

---

## 결론

높아진 인플레이션이 경기에 스며들고, 소비자 가격 상승이 인플레이션의 지속 가능성을 높이고 있습니다. 연준이 주의를 기울이는 상황에서 정책 변화로 인해 채권 수익률이 상승할 수 있습니다. 인컴 투자자들에게는 그 영향이 상당하므로, 투자자들은 수익률 상승시에도 인컴을 창출할 수 있는 데 집중하기를 원할 수 있습니다. 여기에는 미드스트림 에너지 및 REIT와 같은 부동산, 우선주, 그리고 기술 섹터에 대한 리스크 관리 전략이 포함될 수 있습니다.

말미의 주:

1. Europa. 2019년 데이터.
2. Zillow. Zillow 관찰 렌트 지수 데이터.
3. Solactive MLP 및 에너지 인프라 지수. 2021년 9월 30일 기준 데이터.
4. Bloomberg. 2020년 8월 4일부터 2021년 3월 31일까지의 10년 만기 국채 수익률 데이터.

지수 수익률은 단지 예시 목적이므로 실제 펀드 성과를 나타내지는 않습니다. 지수 성과 수익률은 운용보수, 거래 비용 또는 제반 비용을 반영하지 않은 것입니다. 지수는 운용 대상이 아니며 직접 투자할 수 없습니다. 과거의 실적이 미래의 결과를 보장하지는 않습니다.

투자에는 원금 손실 가능성을 포함한 리스크가 수반됩니다. 국제 투자에는 통화 가치의 불리한 변동, 일반회계원칙의 차이, 또는 다른 국가의 경제적 또는 정치적 불안정으로 인해 자본 손실을 입을 위험이 수반됩니다.

신흥시장에는 동일한 요인뿐만 아니라 변동성의 증가 및 낮은 거래량과 관련된 고도의 리스크가 수반됩니다. 금리가 상승하면 채권의 가격은 하락할 것입니다. 고수익 채권은 채무불이행 또는 신용등급 하락 리스크가 더 크며, 투자의 투기적 특성으로 인해 투자 등급 증권보다



변동성이 더 큽니다.

부동산은 일반 경기와 현지 경기 여건 및 개발 상황에 매우 민감하며 극심한 경쟁 및 정기적인 과잉 건축이 특징입니다. REIT를 포함하여 많은 부동산 회사들은 레버리지를 활용하므로(일부는 레버리지 비율이 매우 높을 수 있음) 금리가 오르는 시기에는 리스크가 커지고 부동산 회사의 운영 및 시장 가치에 부정적인 영향을 줄 수 있습니다.

MLP 증권에 대한 투자는 MLP에 영향을 주는 사안에 관한 제한적인 통제 및 제한적인 의결권에 관련된 리스크를 포함하여 보통주 투자와는 다른 리스크가 관련됩니다. MLP의 보통 유닛 및 기타 주식은 전반적으로 주식시장에 영향을 주는 거시경제 및 기타 요인, 금리 예상, MLP 또는 에너지 섹터에 대한 투자자 분위기, 특정 발행사의 재무 여건의 변화, 특정 발행사의 불리하거나 예상치 못한 저조한 성과(MLP의 경우 통상적으로 분배 가능한 현금흐름 측면에서 측정됨)에 의하여 영향을 받을 수 있습니다.

MLP 투자로부터의 세금 혜택 가능성은 연방 인컴세 목적상 파트너십으로 간주되느냐에 달려 있습니다. MLP가 법인으로 간주되는 경우, 그 인컴은 법인 차원에서 연방의 과세 대상이 될 수 있어 펀드가 분배할 수 있는 현금 금액이 줄어들고, 그에 따라 펀드 가치가 줄어들게 됩니다.

우선주는 금리 리스크를 포함하여 부채 증권과 관련된 많은 리스크의 영향을 받습니다. 또한, 우선주는 배당금을 지급하지 않을 수 있고, 발행사는 언제든지 우선주 배당금 지급을 중단할 수 있으며, 특정 상황에서 발행사는 우선주를 환매 또는 상환하거나 보통주로 전환할 수 있습니다. 고수익 주식은 종종 투기적이고 리스크가 높은 투자입니다. 이러한 회사들은 감당할 수 있는 것보다 더 많은 금액을 지불하고 언제든지 배당금을 줄이거나 배당금 지급을 중단할 수 있어, 이러한 회사들의 주가에 상당히 부정적인 영향을 미칠 수 있습니다.

옵션이란 특정 기간 내에 또는 특정 날짜에 합의된 가격으로 주식을 매수(콜) 또는 매도(풋)할 수 있는 권리(의무가 아님)를 매수자에게 부여하는, 한 당사자가 다른 당사자에게 매도하는, 계약입니다. 커버드 콜 옵션은 특정 자산에 대하여 롱 포지션을 보유하면서 옵션 프리미엄에서 추가 수입을 실현하기 위해 동일한 자산에 대해 콜 옵션을 발행합니다. 커버드 콜 옵션을 판매함으로써 투자자는 행사가격을 초과하는 기초자산 가격의 상승으로부터 이익을 얻을 기회가 제한되지만 기초자산의 가격 하락 리스크를 계속 부담합니다. 매도자는 콜 옵션 발행 대가로 프리미엄을 받는 반면에 옵션 행사로부터 실현하는 가격은 투자의 현재 시장 가격보다 상당히 낮을 수 있습니다. 모든 투자자들에게 이러한 전략이 적절한 것은 아닙니다.

