

작성자:

Jon Maier  
Michelle Cluver, CFA  
Morgane Delledonne  
Rohan Reddy, CFA

날짜: 2021년  
12월 9일, 주제:

전망



## 2022년 전망: 균형을 맞추려는 연준

유동성이 최고조에 이른 가운데 2022년을 앞두고 시장은 펀더멘탈에 더 주의를 기울일 것으로 예상합니다. 시장은 수요발 인플레이션, 높은 에너지 비용, 공급망의 정상화 시점에 대한 예상, 계속되는 인플레이션 압력에 대한 연준의 대응 방법 등을 주시하며 상황을 맞추고 있습니다. 당사의 견해로 시장은 특히 높은 에너지 비용과 변화하는 기후 패턴의 관점에서 지속 가능성에 중점을 둘 것으로 생각합니다. 이런 맥락으로 2022년 시장은 더 선택적일 가능성이 높습니다.

### 주요 요점:

- 2022년은 연준이 주목을 받는 해가 될 가능성이 큼. 기대 인플레이션, 테이퍼링과 금리 인상 속도, 궤적에 관한 연준의 추가 지침과 기초가 주식 및 채권 시장의 분위기를 지배할 가능성이 큼.
- 공급망이 정상화되는 동안 2022년 중반까지 인플레이션은 높은 상태를 유지할 가능성이 있음. 현재로서는 스태그플레이션을 걱정할 단계는 아님.
- 코로나19의 오미크론 변이로 인해 바이러스 통제가 더욱 어려워지고 있으며 단기적으로 시장 분위기를 주도할 가능성도 있음. 오미크론과 관련된 리스크로 인플레이션의 수요발 측면이 힘을 잃을 수 있겠지만 공급망 문제가 가중될 수도 있음.
- 높은 에너지 가격은 유럽의 경기 회복에 어려움을 주고 있음. 청정 산업과 디지털 전환에 매우 중요한 전략적 부품 및 원자재의 재유치가 더욱 활발해질 것으로 예상함.
- 소득 투자자는 금리 상승과 지속되는 인플레이션에 대비하여 자산의 듀레이션을 짧게 가져가고 부동산에 관심을 가져야 함.
- 2022년 주식 시장은 밸류에이션, 펀더멘탈 및 질적인 면에 중점을 둬 따라 더욱 선택적이 될 가능성이 있음.
- 투자자들이 가격 결정력 있는 분야에 집중함에 따라 마진이 중요한 요인으로 계속 작용할 것이라고 예상함. 수익률이 상승하는 상황에서 평균 이상의 구매력을 가진 경기순환 섹터가 유리할 것으로 생각함.



## 연준: 외출타기

새해를 앞두고 모든 투자자들은 연례 행사처럼 다가올 해의 시장을 예측해 봅니다. 데이터를 살펴보고 패턴을 분석하며 다양한 관점을 고려한 다음 이러한 정보를 종합하여 결론을 내립니다. 경제 지표와 시장 상황이 해마다 비슷할 수 있지만 사실 매년 고유한 양상을 보입니다.

2022년을 앞두고 현재 투자자들이 가장 궁금해 하는 점은 아마도 글로벌 실질 경제가 계속해서 견고한 성장을 보일지 여부와 연준이 언제 자산 매입을 축소하고 금리를 인상할 것인가 일 것입니다. 개인소비지출(PCE) 인플레이션에 대한 예측 중간값이 10년 기준으로 2.3%인 상황에서 연준이 인플레이션에 효과적으로 대처하기 위해 조만간 기초를 변경할 가능성이 있습니다.<sup>1</sup>



그러나 연준은 섬세하게 균형을 잡으려 하고 있습니다. 현재의 인플레이션의 상당 부분이 일시적인 요인이기 때문에 연준은 이러한 요인 너머를 보아야 합니다. 너무 일찍 조치를 취하면 경기 회복을 망칠 수 있지만 가격 압력이 더 오래 지속될 수 있는 분야에 대해서는 문제가 커질 수도 있습니다. 오미크론 변이가 주요 우려사항이 될지는 지켜봐야 하겠지만 이에 관련된 경제적 리스크도 있습니다.

적절히 균형을 잡으면서 금리 인상 시기를 잡는 것은 결코 쉽지 않습니다. 디스플레이션에 대한 우려가 가득했던 지난 10년을 뒤로 하고 이제 경제는 더욱 더 중요한 시점에 와 있습니다. 연준은 최근 위기에 대한 기억으로 정책 방향을 결정하는 것일까요? 아니면 연준의 신중하고 조심스러운 접근 방식에는 그럴만한 경제적 이유가 있는 것일까요?

연준은 11월에 테이퍼링을 시작하여 1,200억 달러의 월간 채권 매입 규모를 매달 150억 달러씩 줄이고 있습니다. 이런 속도면 6월경에 테이퍼링이 끝나 2022년 하반기에는 더 높은 정책 금리가 시작될 가능성이 있습니다. 하지만, 연준의 최근 발언을 보면 인플레이션에 대한 우려가 더 커지고 있어 테이퍼링 속도는 11월 초에 관리가 언급한 것보다 더 빠를 수도 있어 보입니다.<sup>2</sup> 12월 연방공개시장위원회(FOMC) 회의에서 테이퍼링의 속도와 연준이 통화 부양책 제거를 서두를 필요가 있다고 생각하는지가 분명해질 것입니다.<sup>3</sup> 현재, 시장은 2022년 6월과 12월 사이에 2~3번의 금리 인상이 있을 것으로 예상합니다.<sup>4</sup>

유럽중앙은행(ECB)은 인플레이션이 정상화되려면 전에 예측했던 것보다 더 오래 걸릴 것이라는 점을 인정했습니다. 하지만, 유럽중앙은행은 경기 회복이 늦어지고 있어 핵심 인플레이션이 목표치인 2%를 넘어설 리스크는 낮다고 보고 있습니다. 유럽중앙은행은 양적완화 종료를 금리 인상이 시작되는 2022년 1분기 말경까지는 발표하지 않을 것으로 예상됩니다. 역으로, 높은 인플레이션 및 임금 압력으로 인해 영란은행은 유럽중앙은행보다 더 빨리 금리를 인상할 수 있습니다.

유럽중앙은행이 다른 중앙은행과 다른 행보를 보이면 유로에 압박을 가하여 중기적으로 유럽의 인플레이션 압력이 강해질 수 있습니다. 또한, 유럽이 탄소 순-제로 경제로 전환함에 따라 에너지 가격은 계속 변동성이 심할 것으로 예상합니다. 지속되는 에너지 가격 인플레이션으로 인해 소득이 급격히 줄어들어 소비자 지출 및 기업 수익이 감소할 수 있습니다. 유럽의 금리 전망 역시 지역에 만연한 최근의 코로나19 사태로 인해 어려워질 수 있습니다.

### 미국 경기: 유동성이 정점은 지났으나 소비자가 시장을 그대로 이끌 수 있다



전 세계적으로 통화 부양책이 어느 정도 줄어들고 재정 지원이 상당히 축소된 가운데 소비자에게는 경기를 부양할 책임이 더 커졌습니다. 미국의 소비 여력이 있는 소비자는 2022년에도 소비를 진작할 만한 유동성이 충분합니다.

미국의 가계에는 팬데믹 이후 2조 3천억 달러에 달하는 초과 저축액이 쌓여 있습니다.<sup>5</sup> 가계 저축률은 팬데믹 기간 내내 높게 유지된 후 9월, 팬데믹 이전 수준인 가처분 소득의 7.5%로 하락하였습니다.<sup>6</sup> 낮아진 저축률과 늘어난 소비는 10월 전월 대비 1.7% 미국 판매 증가로 이어져 전월 대비 1.4% 기대치를 상회하였습니다. 이러한 소매 판매의 증가는 2021년 3월 이후 가장 강력한 것으로 10월의 견실한 고용 지수와 시장의 기대치인 5.8%를 상회하는 전년 대비 6.2% 소비자 물가 인플레이션(CPI)에 뒤이어 나온 것이었습니다.<sup>7</sup>



10월의 소매 판매가 양호했다는 점은 또한 경제가 직면하고 있는 어려움 중 하나인 공급망 병목의 원인이기도 합니다. 소비자들이 연말 선물을 마련하려면 일찍 구매해야 된다는 점을 알기에 연말 쇼핑 시즌이 일찍 찾아왔습니다. 이렇게 연말을 미리 준비하려는 소비자들로 인해 수요가 앞당겨져 12월의 판매는 줄어든 대신에 10월 및 11월 소매 판매가 늘어났습니다.

소매 판매가 늘어나면 인플레이션이 발생합니다. 미국의 명목 소매 판매는 전월 대비 1.7% 증가하였지만 인플레이션에 대하여 조정하면 겨우 0.75% 증가하였습니다. 미국의 M2 통화 공급량은 팬데믹 이전 추세보다 약 3.8조 달러 높은 상태를 유지하고 있습니다.<sup>8</sup> 이러한 높은 수준의 유동성으로 인해 인플레이션이 계속될 가능성이 있으며, 경제와 시장이 공급망 정상화와 금리 인상을 탐색함에 따라 연준이 주목을 받고 있습니다.

### 인플레이션: 일시적인 조짐, 더 오래 지속될 가능성, 그러나 스태그플레이션은 아님

최악의 공급망 병목은 지나갔지만 정점에 달했던 혼란에서 벗어나 정상적인 흐름을 찾으려면 시간이 걸릴 것입니다. 따라서 최소한 2022년 중반까지 인플레이션이 지속될 가능성이 있습니다. 이 기간 동안 인플레이션이 더 지속될 분야에서는 걱정이 커지고 있습니다. 이런 이유로 연준은 '일시적'이라는 표현을 쓰지 않게 되었습니다.

#### 일시적인 부분은 완화될 가능성이 있음

공급망 병목으로 인해 경제 성장은 약화되고 전 세계 인플레이션은 상승했습니다. 이러한 병목이 가격 상승의 주된 원인이지만 인플레이션의 가장 일시적인 부분이기도 합니다. 미국 공급망 위기가 이미 정점에 달했을 가능성도 있습니다.

- 10월에 운송료가 상당히 줄었으며 11월에는 낮아진 상태로 유지되었습니다. 주요 원자재의 해상 운임 지표인 벌크운임지수는 10월에 정점인 5,650에서 11월말에는 6개월내 최저 수준인 3,018로 감소하였습니다.<sup>9</sup>
- 로스앤젤레스 및 롱비치 항의 화물 적체도 완화되고 있습니다. 부두에 배를 대고 하역을 대기하는 컨테이너 선박의 수가 여전히 많지만 9일 이상 항구에 방치된 빈 컨테이너에 대해 벌금을 부과하여 최근 유휴 컨테이너가 29% 감소하였습니다.<sup>10</sup> 이러한 조치로 인해 혼잡이 계속 줄어들 것입니다.



- 반도체 부족은 공급이 이루어지면서 2022년 중반부터 개선될 것입니다.<sup>11</sup> 부족 사태는 2021년 자동차에서부터 가전제품에 이르기까지 여러 산업에 영향을 주었습니다. 경제 성장을 위한 혁신의 중요성이 커짐에 따라 칩 설계 및 제조에 더 많은 투자가 이루어지고 칩 산업의 전략적 구성요소를 국내 시장으로 재유치하려는 시도가 있을 것으로 예상합니다. 미국이 중국 기술과 경쟁하도록 하기 위한 목적의 미국 반도체 지원법(CHIPS for America Act)에 이어 유럽연합은 2030년까지 전 세계 반도체 제조에서 20%를 차지하겠다는 목표를 세웠습니다.

이러한 현상이 단기간에 공급 문제를 해결하지는 않지만 고무적입니다. 현재의 추세를 고려하면 2022년 하반기에 공급망 병목은 완화될 것입니다.<sup>12</sup> 이런 현상으로 인해 2022년 전반기의 실질 경제 성장은 축소되고 일부 경제 활동이 하반기로 옮겨갈 가능성이 있습니다. 하지만 오미크론과 관련된 실제적이거나 인식상의 우려가 더 큰 장애물이 될 가능성이 있습니다.



### 인플레이션이 더 오래 지속될 가능성도 있음

예를 들면, 높은 임금과 렌트 비용 상승은 공급망과 관련된 인플레이션보다 더 오래 지속되는 경향이 있습니다. 9월에 1인 가구 렌트 비용이 미국 전역에서 전년 대비 평균 10.2% 올랐으며 일부 도시에서는 전년 대비 25% 올랐습니다.<sup>13</sup> 렌트 비용 상승은 임금을 포함하여 경제의 다른 곳에서 기대 인플레이션에 영향을 미치고 있습니다.

노동 시장은 경제 전반에서 직면하고 있는 팬데믹 관련 혼란에서 빠져 나오지 못했습니다. 미국의 노동 참여율은 상당히 개선되었지만 여전히 팬데믹 이전 수준에 상당히 못 미칩니다. 팬데믹으로 인해 일과 삶의 우선순위와 선택이 바뀌면서 노동 시장 내 마찰이 이전보다 커졌습니다. 예를 들면, 조기에 은퇴하였거나 경력을 바꾼 사람들은 비슷한 조건으로는 노동에 참여하지 않을 것입니다.

노동 시장이 더 경직되고 코로나19에 대한 우려가 계속되면서 새로운 라이프 스타일을 선호하는 직원들은 더 좋은 고용 환경을 찾기에 유리한 입장입니다. 팬데믹으로 상당수의 직원을 임시 해고했던 회사는 직원의 안전에 우선순위를 두었거나 원격 근무가 가능했던 회사보다 직원을 찾는 데 어려움을 겪을 수 있습니다.

이러한 결정으로 인해 여러 산업의 노동 시장과 임금 체계가 재형성되고 있는 중입니다. 이러한 범주의 근로자를 제외한 임금 상승은 일반적으로 찾아들었습니다.<sup>14</sup> 이러한 노동 시장의 마찰이 정상화되려면 몇 분기가 필요하겠지만 현재의 여건을 보면 임금 압력은 더욱 국지화되고 있는 점을 알 수 있습니다. 미국의 임금 압력이 국지화된 성격을 지니고 있기 때문에 임금 인플레이션의 악순환 가능성은 감소합니다.

### 스태그플레이션 위험은 아주 적거나 없음

인플레이션과 에너지 가격 상승은 흔히 1970년대의 스태그플레이션을 떠올리게 합니다. 대부분의 선진국의 경우 70년대 형태의 스태그플레이션이 발생할 가능성은 현재로서는 매우 낮습니다. 미국의 경우 수요 압력이 가장 큰 반면에 영국의 경우는 연쇄적인 임금 상승 위험이 가장 큼니다. 영국의 경제는 오일과 수입에 의존하는데 이러한 분야에 부족 사태가 발생하는 경우 문제가 될 수 있습니다. 또한 브렉시트가 계속될 가능성이 있기에 특히 유럽연합의 노동에 의존하고 있는 산업의 경우 노동력 부족이 더 큰 문제로 부각될 수 있습니다.<sup>15, 16</sup>

### 공급망: 전략을 재고하고 있는 회사들

재무적으로 유연성이 있는 일부 회사들은 공급망 병목에도 불구하고 공급을 유지하는 데 유리한



위치에 있었습니다. 일반적으로 배 또는 비행기를 전세 낼 수 있는 대규모 회사나 생산과 조달을 용이하게 대체할 수 있는 회사들이 여기에 해당합니다. 회사가 종합적으로 공급망을 분석할 수 있으면 공급망 제약에 적응하는 데 도움이 됩니다. 공급망 병목이 일어나기 전 이러한 분석은 주로 환경, 사회 및 지배구조(ESG) 관점에서 영향을 이해하려 했던 회사들의 영역이었습니다.<sup>17</sup>

운영 효율성에 무엇이 포함되어야 하는지에 대한 관점은 확실히 변했습니다. 예전에는 효율성이라 하면 글로벌 공급망에 의존하면서 적시에 주문하여 생산하는 것을 의미하였습니다. 최근의 공급망 병목으로 인해 이러한 시스템의 약점이 잘 드러났습니다. 이로 인해 회사들은 장기적인 관점에서 운영의 지속가능성에 관해 더 조심스럽게 생각하게 되었습니다.





많은 서구 경제 및 기업들이 아시아를 포함한 일정한 지역을 통해 운영되는 공급망에 대한 의존도를 재평가하고 있습니다. 공급망 혼란은 2018년 관세 및 미중 무역 분쟁의 시작과 함께 반복되는 문제입니다. 미국이 회사들의 국내 복귀를 장려하고 중국을 더욱 고립시키려 하는 가운데 무역 분쟁은 계속되고 있습니다. 특히, 중국의 개인 데이터 보호에 대해 중점을 많이 두면서 선적 데이터가 감소하여 서구 회사들에게는 공급망 가시성이 줄어들 수 있습니다. 중국에는 세계에서 가장 바쁜 컨테이너 항구 10곳 중 6곳이 있어 선적 데이터가 부족하면 특히 연말 쇼핑 시즌과 같은 기간에 공급망 문제가 발생할 수 있습니다.<sup>18</sup>

회사는 책임 있는 자원 조달에 대한 높아진 관심을 바탕으로 회사 공급망 전반에서 자원 조달이 미치는 영향을 추가적으로 고려해야 합니다. 공급망을 더 짧고 더 스마트하게 해야 한다는 회사에 대한 압박감은 계속해서 커지고 있습니다. 이러한 유형의 압박감은 로봇공학과 인공지능 기술의 사용 증대에 긍정적인 영향을 미칠 수 있습니다.

### 높은 에너지 가격: 피할 수 없는 현상, 친환경적이 되어야 할 필요성을 강조

전기 수요는 2020년에 1% 감소한 후 2021년에는 5% 증가하고 2022년에는 4% 증가할 것으로 예상됩니다.<sup>19</sup> 하지만 팬데믹으로 인해 계속해서 공급 측면이 지장을 받아 미국, 유럽, 중국 및 인도를 비롯한 주요 경제국에서 글로벌 에너지 위기가 형성되고 있습니다. 인도와 중국의 석탄 재고가 적고, 유럽 전역의 천연가스 비축량도 매우 적습니다. 그 결과 글로벌 에너지 가격이 상승하였습니다. 지난 1년 간 서부 텍사스산 원유, 천연가스 및 석탄 가격이 각각 40.7%, 263.3%, 146.0% 올랐습니다.<sup>20</sup> 높은 에너지 가격은 글로벌 인플레이션을 5% 위로 밀어 올릴 가능성이 있습니다.<sup>21</sup>

전기료의 급격한 상승 역시 사회경제적 위기입니다. 많은 유럽 국가가 경제 회복에 지장을 줄 수 있는 심각한 가계 소득 축소로부터 시민을 보호하기 위해 임시 조치를 시행하였습니다. 유럽 정부는 에너지 공급업체에게 보조금을 지급하면서 가격 상한제를 실시하고 있습니다. 아시아에서는 석탄 부족으로 인해 경기 회복이 위협을 받고 있으며 정부는 공장에 전력을 할당하여 공급하고 있습니다.

효율성 개선 및 재생에너지의 사용 증대를 통해 화석 연료에 대한 의존도를 줄일 수 있을 것입니다. 현재 화석 연료가 글로벌 에너지 생산의 60%를 차지하고 있습니다.<sup>22</sup> 더욱 환경 친화적인 미래를 추구하는 현재의 추세에 맞춰 화석 연료 수입에 의존하고 있는 지역의 에너지 독립을 촉진할 수 있을 것입니다. 향후 수십 년 동안 상당한 투자가 필요하지만 그 어느 때보다 전 세계의 경제 리더들은 디지털 및 클린에너지로의 전환을 지원해야 합니다. 산업혁명을



추진했던 화석 연료 에너지와 마찬가지로, 클린테크 및 재생에너지는 녹색 혁명을 추진할 수 있을 것입니다.

에너지의 전략적 중요성이 글로벌 경기 및 지정학적 역학을 이끌고 있습니다. 모든 주요 경제국들은 녹색 경제를 지배하기 위해 경쟁하고 있는 중입니다. 2020년 유럽의 녹색 전환은 중요한 이정표를 달성했습니다. 처음으로 전기 생산량에서 재생에너지가 화석 연료 발전소를 38% 대 37%로 추월했습니다.<sup>23</sup> 그러나 전력망의 취약성을 줄이는 것 역시 중요합니다. 클린 에너지원으로의 전환을 촉진하기 때문입니다. 현재 대부분의 전력망은 클린 에너지원의 간헐적인 성격 때문에 어려움을 겪고 있습니다.

재생 에너지원으로 전환하는 동시에 석탄이 아닌 더욱 깨끗하고 더욱 믿을 수 있는 기저 부하 에너지가 필요합니다. 원자력 발전소는 화석 연료와 비슷한 비용과 규모로 전기를 생산할 수 있는 반면에 온실가스 배출이 없습니다.<sup>24</sup> 하지만, 원자력이 청정 에너지로 간주될 수 있느냐를 두고 주요 이해관계자들 사이에 여전히 논란이 한창입니다.



원자력 발전소는 유럽에서 생산되는 전기의 25%를 차지하고 있어 유럽연합이 2030년까지 배출가스를 55% 감축하고 2050년까지 탄소 중립을 달성하겠다는 약속을 지키는 데 도움이 될 수 있습니다.

장기적으로 배터리 저장, 수소 및 기타 여러 청정 에너지 기술이 에너지 조달에 대한 솔루션이 될 수 있습니다.

### 코로나19: 최근 사태에 대해 글로벌 대응은 각양각색임

코로나19에 대한 언급 없이 전망을 쓸 날을 고대하지만 확진자가 다시 급증하고 오미크론 변이가 출현하고 있는 상황에서 공급망 개선이 지연될 가능성이 있다는 점을 논의해야 합니다. 단기적으로, 오미크론에 대응하기 위한 여행 제한 및 유럽의 봉쇄 조치 두 분야를 주목해야 합니다.

여행 제한은 연말 휴가 시즌 중 전 세계 여행에 부정적인 영향을 주며 2022년 경제 성장에도 영향을 줄 수 있습니다. 남아프리카에서 처음 확인되어 세계보건기구가 우려스러운 변이로 분류한 오미크론은 여행 섹터에 큰 부담으로 작용하고 있습니다. 미국은 영국, 유럽연합 및 여러 아시아 국가들과 같이 남아프리카로부터의 여행에 제한을 가했습니다.

유럽의 코로나19 상황은 현재 5차 유행을 겪고 있는 중입니다. 오스트리아는 서부 유럽 국가들 중 처음으로 이런 유행에 대응하기 위하여 전국적인 봉쇄를 다시 실시하고 백신을 의무화했습니다.<sup>25</sup> 오미크론으로 인해 유럽 전역의 우려가 높아졌습니다. 네덜란드는 야간 활동에 제한을 가하고 슬로바키아는 더 엄격한 제한 조치를 취했습니다.<sup>26</sup> 이제 관심은 독일이 제한을 확대할 것이냐로 집중되었습니다.

의료 자원이 다시 부족해지면 대부분의 유럽 국가들이 사회적 거리두기 등의 더 엄격한 조치를 시행하고 백신을 장려하는 비상 계획이 발표되겠지만 전면적인 봉쇄는 없을 것입니다. 따라서 이러한 유행의 경제적 효과는 이전 유행보다는 적을 것입니다.

미국의 경우 당사는 봉쇄가 실시될 가능성이 매우 낮다고 보고 있습니다. 하지만 높은 경계감은 여전히 소비에 부정적인 영향을 미칠 수 있습니다.

- 상품으로 집중되는 소비 전환을 현재의 공급망이 계속 감당할 수 없기 때문에 봉쇄 조치가 폭넓게 실시되면 경제적으로 지탱하기 어려울 것입니다.
- 정책입안자들은 이러한 문제를 해결하기 위해 더 많은 돈을 쓰려고 하지는 않을 것입니다.



- 선진국들은 바이러스 전파를 차단할 수 있는 방책을 더 많이 보유하고 있습니다. 백신을 통해서든 출시가 임박한 바이러스 치료 알약을 통해서든, 엄격한 봉쇄 없이도 코로나의 위험을 해결할 자원이 점점 많아지고 있습니다.

선진국에서 이용할 수 있는 옵션에 상관없이 중국의 코로나 제로 정책은 글로벌 공급망에 의미하는 바가 큼니다 중국 국경은 2022년까지 봉쇄가 지속될 가능성이 있습니다.<sup>27</sup>

### **투자자 가이드: 연준의 발표로 인한 갑작스러운 변화에 조심스럽게 준비할 것**

금리 인상 속도와 연준의 자산 축소 시점에 대한 예상의 변화가 주식 및 채권 시장 분위기를 지배할 것으로 예상합니다.



2021년 4분기까지<sup>28</sup> 더 빠른 금리 인상 가능성에 대하여 주식시장보다 채권 시장이 더 많은 반응을 보였습니다. 테이퍼링이 시작되면서 국채 시장의 유동성이 줄었으며, 이로 인해 MOVE 지수에서 볼 수 있는 바와 같이 2020년 3월 이후 전례 없는 수준으로 금리 변동성이 높아졌습니다.<sup>29</sup>

역으로, 예상보다 견조한 어닝 시즌은 주식 시장의 변동성을 잠재우는 데 도움이 되었습니다.<sup>30</sup> 오미크론 변이가 출현하기 이전, 예상보다 견조한 어닝으로 S&P 500 지수 변동성은 팬데믹 이후 저점 수준을 유지했습니다. 주식시장이 높은 수익을 내면화하고 종목 간 수익이 더 선택적으로 뚜렷이 구별되는 양상을 보임에 따라 변동성이 증가할 것으로 예상합니다. 2022년의 경우 평균 주식시장 변동성이 2021년 평균보다 높을 것으로 예상합니다.

### 주식 소득에 있어서의 기회

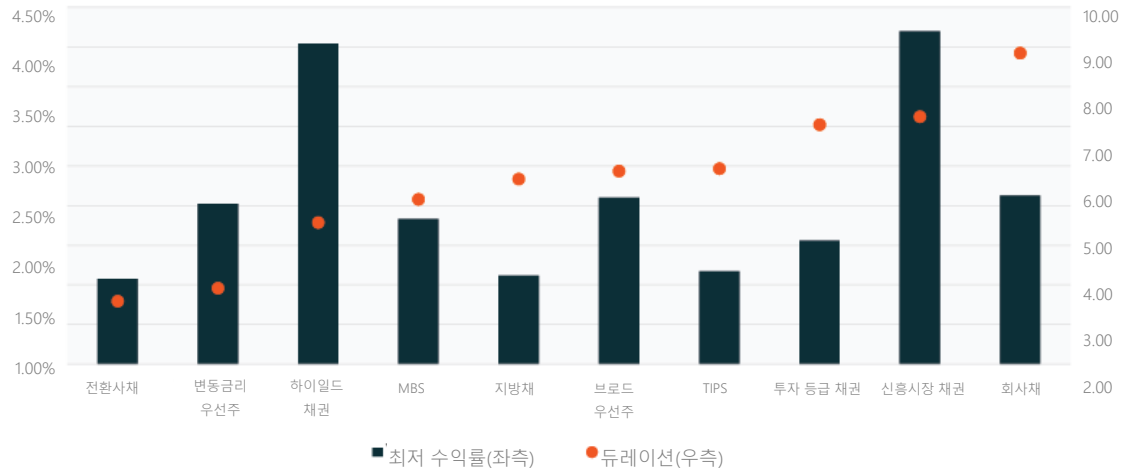
소득 투자자들에게 유의미한 수익률을 찾는 것은 오늘날과 같은 인플레이션을 고려할 때 여전히 어려운 일입니다. 투자자들은 높은 금리와 지속되는 인플레이션에 대비해야 합니다. 이런 상황에서는 듀레이션이 짧은 자산과 부동산이 더 매력적입니다. 우선주가 하나의 대안이 될 수 있습니다. 금융 섹터에 대하여 익스포저를 높이면 금리가 상승하는 환경에서 완충 역할을 할 수 있습니다. 은행과 같은 금융기관은 대출 이자율이 높아지면 혜택을 보는 경향이 있기 때문입니다.

우선주는 대부분의 전통적인 채권 투자자들이 적절하다고 여길 수 있는 듀레이션과 수익률 사이의 균형을 제공합니다. 신용 스프레드 확대는 우선주에 대한 리스크로 작용하지만 경제 재개 모멘텀과 현재의 인플레이션 추세를 고려할 때 신용 스프레드가 대규모로 확대될 가능성은 낮아 보입니다.



## 채권 수익률 vs. 듀레이션:

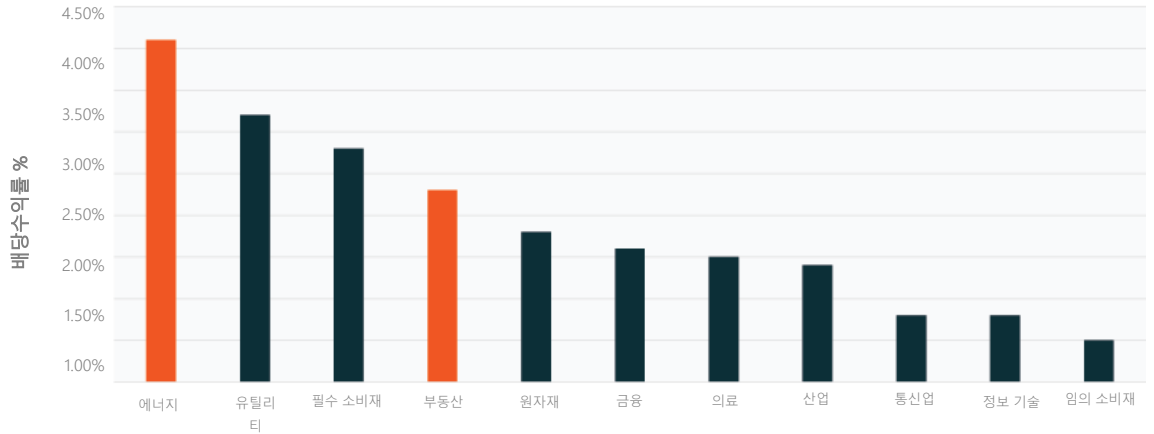
출처: 2021년 9월 30일 현재 브로버그 데이터



주식 시장에서 부동산은 인플레이션을 헤지하는 특성 때문에 여전히 매력적으로 보입니다. 에너지 및 부동산은 투자자들이 고려해 봐야 할 두 분야입니다. 이러한 섹터의 비즈니스 모델은 종종 인플레이션 비용을 고객에게 전가할 수 있기 때문입니다. 이러한 섹터는 일반적으로 시장보다 높은 소득 수준을 제공한다는 점에서 소득 투자자들에게 추가적인 혜택을 제공합니다.

## GICS 섹터별 배당수익률

출처: 2022년 9월 30일 현재 브로더링 데이터



상품 및 부동산은 경기 상승 후반부에 주목할 만한 것으로 간주되지만 글로벌 성장에 대한 기대감은 2022년 하반기 즈음에는 무뎠을 수 있습니다. 주식의 수익률은 최근 몇 년 동안 보았던 수준보다 낮을 가능성이 있지만 상품 및 부동산은 지속되는 인플레이션 압력으로부터 수혜를 볼 가능성이 있습니다.

### 펀더멘탈과 수익의 질에 대한 초점

미국 주식시장의 밸류에이션은 높아졌습니다. 통화 부양책이 축소되고 실질 GDP 성장이 느려지는 점을 고려할 때 2022년에는 상당한 경기 호황의 가능성은 낮아 보입니다. 이런 이유로 관심이 회사의 펀더멘탈로 집중됩니다. 밸류에이션을 뒷받침하려면 견조한 어닝과 매출 추세가 필요합니다.

2021년 3분기 어닝 시즌은 미국의 대기업 및 소기업 모두 일반적으로 주가가 상승한 가운데 놀라울 정도로 좋았습니다. 그러나 높은 비용이 재무 상태에 나쁜 영향을 주기 전에 회사가 소비자에게 전가할 수 있는 것은 높은 투입 비용뿐입니다. 마진 압박이 2021년 4분기에 영향을 줄 것으로 예상되는 가운데 S&P 500 순이익률은 12.9%에서 11.8%로 축소될 것으로 예상됩니다.<sup>31</sup>

이러한 추정치는 9월의 추정치 11.9%보다 약간 밑돕니다. 임의 소비재 및 산업 섹터의 예상 순이익률 감소가 추정치 감소의 원인이었습니다. 역으로, 에너지 섹터의 마진 확대는 2021년 4분기에도 계속될 것으로 예상됩니다.<sup>32</sup> 공급 상황을 볼 때, 이러한 시나리오는 소기업에 영향을 훨씬 클 수 있습니다. 2021년 3분기 컨퍼런스 콜에서 공급망에 대한 언급은 대기업보다 소기업에 대해 훨씬 많았는데, 이는 더 적은 수의 주요 공급업체에 대한 의존도 또는 공급망



변경에서 유연성이 적다는 점에 대한 반영일 수 있습니다.<sup>33</sup>

S&P 500 지수의 경우에는 현재 산업 및 섹터의 가격 결정력과 이러한 각 시장 부문의 상대적 벨류에이션 사이에 균형이 유지되고 있습니다. 당사의 **11월 섹터 관점**에서 섹터 선호도와 각 섹터에 영향을 주는 긍정적, 부정적 요인에 대해 대략적으로 살펴보았습니다. 본 월간 보고서 역시 벨류에이션을 분석에 반영하면서 상이한 S&P 500 GICS 섹터 전반에 대한 가격 결정력을 상세히 분석합니다.





수익률이 상승하고 있는 환경에서 분석을 요약하자면 당사는 평균 이상의 가격 결정력을 가진 경기 순환 섹터를 선호합니다. 금융, 에너지, 산업 및 원자재 섹터가 실질 수익률 상승과 가장 양의 상관관계를 가진 섹터입니다. 이러한 경기 순환 섹터가 경제 성장 개선 및 높은 수익률로부터 가장 많이 혜택을 봅니다. 에너지, 금융 및 원자재가 당사의 분석에서 두각을 보였습니다. 이러한 섹터는 높은 수익률과 상품 가격에서 혜택을 볼 가능성이 높은 반면에 밸류에이션은 보다 적절합니다.

높은 금리와 지속적인 경제 성장이 당사의 기본 시나리오이지만 경제 성장에 민감한 시장 부문과 경제와 상관없이 성장할 수 있는 시장 부문과의 균형을 유지하는 것이 중요합니다. 오미크론이 경제와 시장에 미칠 전체적인 영향은 아직 불확실합니다. 에너지 섹터는 여전히 여행 금지와 지역사회의 이동 축소 또는 글로벌 경제 성장 예상에 가장 민감합니다.

그와 달리, 정보기술섹터는 가격 압력을 가장 잘 전가할 수 있는 것으로 나타났습니다. 또한 정보기술은 일반적으로 공급망 병목에 의한 영향이 적으며 소프트웨어와 같은 산업은 지속적으로 규모의 개선에서 혜택을 보고 있습니다. 하지만 일반적으로 밸류에이션이 높아졌습니다.

오미크론에 대한 우려가 커지는 경우 연준에 대한 관심이 적어질 것이고, 그렇게 되면 예상했던 금리 인상 속도가 늦춰지고 밸류에이션에 대한 관심도 줄어 들 수 있습니다.

### *성공으로 향한 길: 2022년에는 보다 선택적으로*

팬데믹이 영원한 것으로 인식되지 않는다면, 시장은 어려운 기간 너머를 볼 수 있다는 점을 팬데믹은 잘 보여주었습니다. 현재의 공급망 혼란과 에너지 가격 상승을 고려할 때 이 메시지는 여전히 중요합니다. 당사의 견해로는 대부분의 혼란은 일시적인 것이고 해결될 것입니다. 하지만 최근의 코로나19 양상과 오미크론을 고려하면 공급망이 정상화되는 데 시간이 더 걸릴 수 있습니다.

공급망 혼란은 이런 환경에 처해 있는 회사와 그러한 회사의 상대적 경쟁력에 상당한 영향을 미칠 것입니다. 일부 회사는 재무적 유연성을 활용하여 공급을 확보할 수 있었던 반면에 다른 회사들은 공급망을 더 잘 분석하여 그 보상을 받고 있는 중입니다.

결국 2022년에는 시장이 더 선택적이 될 것으로 예상합니다. 당사의 견해로 내년에는 포트폴리오 포지셔닝에서 마진, 펀더멘탈과 수익의 질이 중요한 역할을 할 것입니다.



각주:

1. BofA Securities, Even economists believe in inflation(경제학자마저 인플레이션을 믿다), 2021년 11월 19일
2. WSJ, Two Fed officials weigh prospect of speeding bond-buying taper process(연준의 두 관리자는 채권 매입 테이퍼링 과정 속도 전망에 비중을 두다), 2021년 11월 19일
3. Bloomberg, Fed looks likely to consider faster drawdown in asset purchases(연준은 자산 매입 축소의 가속화를 고려할 가능성이 있다), 2021년 11월 20일
4. CME, CME FedWatch Tool, 2021년 11월 19일
5. Bloomberg, \$2.7 trillion in crisis savings stay hoarded by wary customers(조심스러운 소비자들은 위기에 대비하여 2조 7천억 달러 저축을 쌓아놓고 있다), 2021년 10월 17일
6. BEA, Personal saving rate(개인 저축률), 2021년 11월 19일
7. 2021년 11월 16일 현재 무역 경제 데이터
8. 2021년 11월 16일 현재 블룸버그 데이터
9. 2021년 11월 30일 현재 블룸버그 데이터
10. Bloomberg, Container glut eases as Los Angeles Port threatens penalties(로스앤젤레스 항구의 벌금 도입으로 컨테이너 적체가 완화되다), 2021년 11월 16일



11. CNBC, The global chip shortage will drag into 2022 – but there are two bright spots, JPMorgan says(글로벌 칩 부족이 2022년까지 지속되겠지만 두 가지 밝은 측면도 있다고 JPMorgan은 말한다), 2021년 11월 19일
12. WSJ, When will the supply-chain strains finally ease?(언제 공급망 부담이 최종적으로 완화될 것인가?), 2021년 11월 5일
13. CNBC, Rent for single-family homes surged 10% in September, boosted by pricey for-sale market and job growth(1인 가구 렌트비가 매매가 상승 및 일자리 성장으로 인해 9월에 10% 상승하다), 2021년 11월 16일
14. UBS, UBS House View(UBS 가계 전망), 2021년 11월
15. Economist, The World Ahead 2022 Conference, 2021년 11월 18일
16. Economist, The World Ahead 2022: Double whammy(이중 타격), 2021년 11월
17. Economist, The World Ahead 2022 Conference, 2021년 11월 18일
18. CNN, China's disappearing ships: The latest headache for global supply chains(중국의 사라지는 선박들: 글로벌 공급망의 최근 골칫거리), 2021년 11월 24일
19. IEA, Global electricity demand is growing faster than renewables, driving strong increase in generation from fossil fuels(글로벌 전기 수요가 재생에너지보다 빠르게 성장하면서 화석 연료 전기 생산이 가파르게 증가하다), 2021년 7월 15일
20. 2021년 12월 2일 현재 블룸버그 데이터 UK natural gas futures. All commodity returns reflected in USD terms(영국 천연가스 선물. 미 달러화로 반영된 모든 상품 수익률).
21. Economist, The World Ahead 2022: Reality check(현실 확인), 2021년 11월
22. Ember, Global electricity(글로벌 전기), 2021년 11월 19일
23. Ember, European electricity generation(유럽의 전기 생산), 2021년 11월 12일
24. Economist, The World Ahead 2022: Reality check(현실 확인), 2021년 11월
25. Bloomberg, Austria imposes lockdown, Germany may follow as Covid rages(오스트리아는 봉쇄를 실시하고 독일도 코로나가 심해지면 따라갈 가능성이 있다), 2021년 11월 19일
26. The Washington Post, 'We let our guard down': Frustrated Europe heads into second pandemic winter(우리는 경계심을 풀다. 유럽은 두 번째 팬데믹 겨울을 맞아 좌절하다), 2021년 11월 26일
27. Economist, The World Ahead 2022: Closed, indefinitely(무한정 폐쇄), 2021년 11월
28. 2021년 11월 19일까지 데이터
29. BofA Securities, Global Research Highlights: Fed can't quit US Treasury market(미국 국채 시장을 떠날 수 없는 연준), 2021년 11월 19일
30. Morgan Stanley, Topics in Portfolio Construction: Taper Tantrum or Taper Tiger? Checking the Cross-Asset Implications of Shifting Monetary Policy(포트폴리오 구성에 관한 주제: 잠깐의 긴축 아니면 지속적인 긴축? 통화정책 전환의 자산군 전반에 대한 영향 확인), 2021년 11월 16일
31. FactSet, Earnings Insight(어닝 들여다보기), 2021년 11월 19일
32. FactSet, Earnings Insight(어닝 들여다보기), 2021년 11월 19일
33. BofA Securities, Earnings Tracker: Week 4: Corporate America delivers yet again(어닝 추적: 4주차: 아직 발표하지 않은 미국 기업들), 2021년 11월 8일

정의

별크운임지수: 이 지수는 주요 원자재의 해상 운송 가격의 지표로서 런던 소재 발틱 해운거래소에 의해 전 세계에



발표됩니다. 이 지수에는 석탄, 철광석, 곡물 및 기타 상품을 운반하는 23개의 상이한 글로벌 항로에서의 주요 해상 운송 규모가 포함됩니다.

개인소비지출지수(PCE): 미국 소비자들이 구매하는 재화 및 용역의 가격 변화를 추적합니다.

M2 통화 공급: 현금, 당좌예금 및 현금으로 쉽게 전환될 수 있는 자금이 포함됩니다. 가격 결정력:

회사가 자사의 제품에 대한 수요를 줄이지 않고 가격을 올릴 수 있는 능력을 말합니다.

S&P 500 총수익률지수(Total Return Index): 이 지수는 미국의 500대 선두 기업을 포함하며 거래되는 시가총액의 약 80%를 차지합니다.

---

지수 수익률은 단지 예시 목적이므로 실제 펀드 성과를 나타내지는 않습니다. 지수 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. 분산투자를 통해 이익이 발생하거나 손실이 발생하지 않는다는 보장은 없습니다. 이 정보는 개인 또는 개인 맞춤형 투자 또는 세무 자문이 아니며, 매매 목적으로 이용할 수 없습니다. 본인의 투자 및 세무 상황에 관한 더 자세한 정보는 재무상담사 또는 세무전문가와 상담하시기 바랍니다.

정보는 Global X Management Company, LLC (Global X)가 제공합니다.