



작성자:

Rohan Reddy  
리서치 애널리스트

날짜: 2021년 4월 12일  
주제: **소득**



## Global X ETFs 리서치

# Income Outlook: Q1 2021 – Resilient Portfolios For Reflation

Global X의 2021년 1분기 소득 전망은 **여기에서 볼 수 있습니다**. 이 보고서는 소득을 추구하는 여러 자산군 및 전략 전반에 대한 거시적 차원의 데이터와 통찰력을 제공하고자 합니다.

### 주요 요점:

- 경제 가속화와 함께 인플레이션 기대가 증가하고 있어 만기가 더 긴 채권의 매도가 이루어지고 있습니다. 단기적으로 인플레이션이 계속 높아질 수 있지만, 비정상적으로 높은 수준에 도달할 가능성은 거의 없어 보입니다. 에너지주, 원자재주 및 산업주는 일반적으로 이러한 리플레이션 환경에서 성과가 좋습니다.
- 소득 지향적인 투자자들은 듀레이션을 줄이는 대신 우선 증권과 같은 신용형 상품에 중점을 두거나 고수익 에너지 투자에 대한 익스포저를 늘리는 것이 현명할 수 있습니다.
- 나스닥 100은 성장주에서 가치주로의 순환 과정에서 수익 전망이 뒤섞여 있으므로 커버드 콜 전략이 소득주 및 기술주 익스포저에 대한 잠재적 대안입니다.

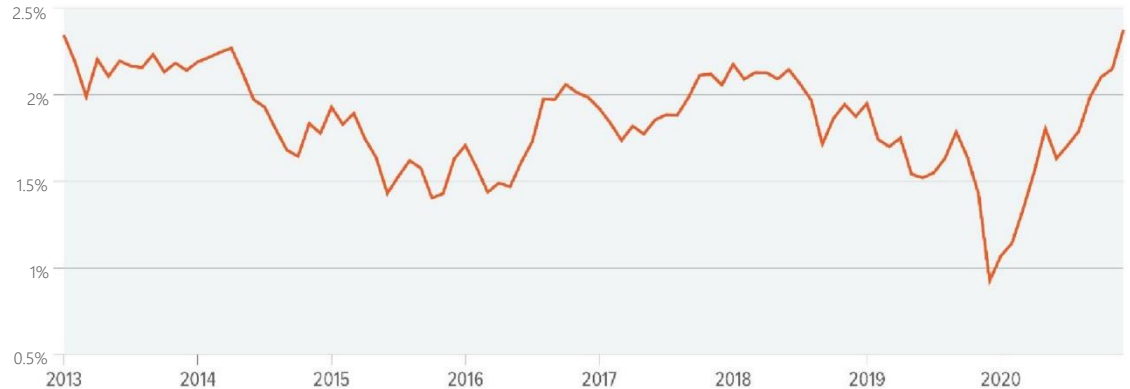
### 인플레이션 기대가 높아지고 있어 2021년에 최고조에 달할 가능성이 있음

2월의 인플레이션 수치는 팬데믹 이후 최고 수준이 되었고 소비자 가격 지수(CPI)는 전년 대비 1.7% 상승하였습니다. 지금부터 인플레이션이 계속 상승할 수 있다고 믿는 데에는 이유가 있습니다. 실제로, 시장은 이를 예상하고 있습니다. 10년 만기 재무부 증권 손익분기 수치는 1분기 말에 2013년 4월 이후 가장 높은 수준인 2.37% 인플레이션에서 가격이 형성되고 있었습니다.<sup>1</sup> 실업률이 높은 가운데 연준의 저금리 약속은 경제 재개 및 재정 부양책과 더불어 소비자 지출을 늘렸으며, 가속화되고 있는 수요를 따라잡을 수 없는 공급망은 인플레이션을 2분기 목표치 2% 위로 끌어 올릴 가능성이 있습니다. 바이든 대통령의 **2조 2,500억 달러 규모의 인프라 계획안**이 2021년 의회에서 통과되는 경우 오랜 기간 인플레이션을 2% 위로 더욱 밀어 올릴 수 있습니다. 참고로 미국 GDP는 21.5조 달러이므로 인프라 패키지는 의미 있는 부양책입니다.<sup>2</sup>



## 10년 만기 수익분기율(%)

출처: 블룸버그, 2013년 3월 31일부터 2021년 3월 31일까지의 데이터



수익분기율은 동일한 만기를 가진 명목 채권의 수익률과 인플레이션 보호 채권 수익률 간의 차이입니다.

그러나 여기에서부터 인플레이션이 더욱 상승할 가능성이 있지만, 70년대와 80년대처럼 인플레이션 기간이 길어질 것 같지 않다고 생각합니다. 한 가지 이유는 노동 시장이 경기 침체기 동안만큼 빠르게 회복되지 않는 경향이 있기 때문입니다. U-6 실업률은 현재 10.7%로, 2020년 4월의 22.9% 최고 수치보다 개선되었으나 여전히 2020년 2월 팬데믹 이전 수치인 7.0%를 훨씬 상회하고 있습니다.<sup>3</sup> 이는 여전히 노동 시장에 상당한 여유가 있음을 의미하며, 이는 인플레이션에게는 역풍입니다. 또한, 최근 미국 정부가 3차 부양책을 통과시켰으나 소비자들이 부양책으로 지급된 수표를 사용하는 방법에 따라 대규모 인플레이션이 일어나지 않을 수 있습니다. 2월 17일부터 3월 1일까지 부양책 수표를 받은 사람들의 52%가 대부분 부채 상환에 사용하였고, 또 다른 19%는 대부분 이를 저축했습니다. 미국 인구조사국에 따르면, 28%만이 부양책 수표를 소비에 사용했습니다. 따라서, 부양책 수표는 제목의 수치가 제시하는 것처럼 소비를 크게 증가시키고 있지 않습니다.

더 오랜 기간에 걸친 임금 상승도 크게 변하지 않았는데, 이는 앞에서 설명한 소비자 행동의 일부를 설명할 수 있습니다. 애틀랜타 연준의 임금 상승 추적은 인플레이션이 지난 5년 중 대부분 기간 동안 안정적인 범위에서 유지되었음을 보여줍니다. 금융위기 이후 임금이 상승하였으나 기술혁신으로 인하여 이전 사이클에서 볼 수 있는 수준에 도달하지 못하였습니다. 법인세율을 21%에서 28%로 인상하겠다는 바이든 행정부의 안과 법인세 포탈 차단은 이러한 노동시장에 대한 압박을 더욱 가중시킬 수 있습니다. 소비가 GDP의 68%를 차지한다는 점을 감안할 때, 노동 시장이 훨씬 강력해야 시스템에 상당한 인플레이션을 가할 수 있을 것입니다.<sup>4</sup>



## 애틀랜타의 연준의 임금 상승 추적 수치(%)

출처: 1997년 5월부터 2021년 2월까지의 애틀랜타 연준 데이터.



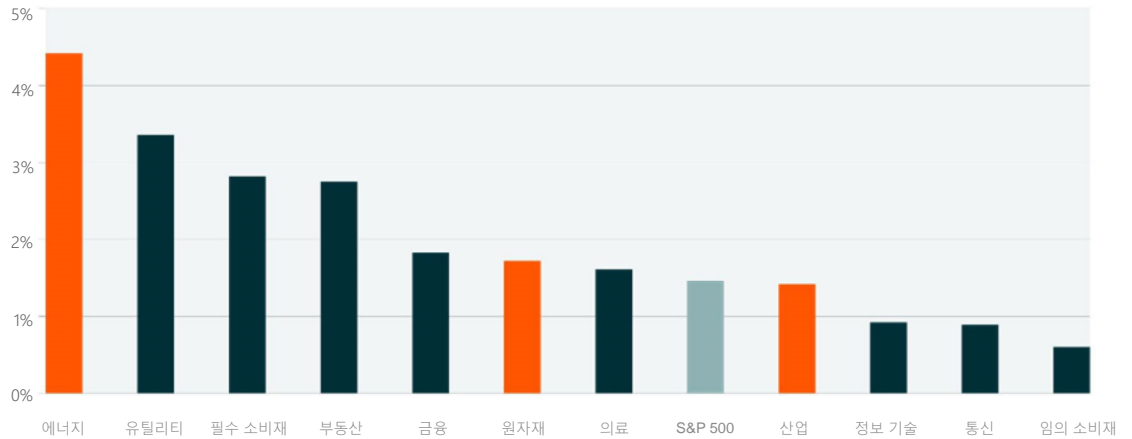
제품 파월 연준 의장은 인플레이션이 더 높아질 수 있지만 통제 불가능한 수준은 아닐 것이라고 생각합니다. 3월에, 연준은 2021년 인플레이션이 2.4%에 달할 것이지만 이러한 움직임은 "일과성"이 될 것으로 예상한다고 파월은 말했습니다. 따라서 연준은 2023년까지 금리를 급하게 인상하지 않을 것입니다. 2021년 GDP 성장 예상치는 12월 4.2%에서 3월 6.5%로 증가했으나, 전 세계적으로 성장을 위해 노력 중입니다. 중국은 2021년 GDP 성장 목표를 6%로 설정했는데, 이는 전년도 6~6.5% 목표의 하한입니다. 유럽은 코로나19가 진행 중인 나머지 세계와는 극명한 대조를 이룹니다. 프랑스는 세 번째로 전국적인 봉쇄에 진입했으며, 서유럽 대부분이 봉쇄 또는 활동 제한 상태에 있습니다. 이는 계속되는 봉쇄 조치 중에 소비자 지출이 통제됨에 따라 인플레이션이 잠복 상태로 유지되고 있다는 것을 의미합니다.

전반적으로 볼 때, 인플레이션이 최근 기준 이상으로 상승할 가능성이 있지만 초인플레이션 환경을 야기할 만큼은 아니라고 생각합니다. 대신에 투자자들은 높아진 인플레이션이 강력한 경제 성장과 결합되는 리플레이션 기간에 대비해야 합니다.

바이든 대통령에 따르면 미국인의 90%가 4월 중순까지 백신을 접종받을 수 있는데, 이는 중요한 발표입니다. 현재 전망에 따르면 미국의 모든 성인인 7월 4일까지 백신을 접종받게 됩니다. 광범위한 백신 접종으로 사무실, 기업 및 학교가 완전히 다시 열 수 있으며, 소비자들은 외식, 여행 및 행사 참석과 같은 대면 활동을 재개할 수 있습니다. 에너지, 원자재 및 산업과 같은 경기순환 부문은 이러한 상황 진전으로부터 가장 혜택을 볼 수 있습니다. 경제 재개방이 효과를 나타내고 석유 수요가 증가함에 따라 에너지 가격이 이미 상승하고 있습니다. 원자재는 투입 비용 상승, 산업 활동 증가, 그리고 더 중요하게는 바이든 대통령의 2조 2,500억 달러 규모의 인프라 법안 가능성으로 인해 상승할 것입니다. 건설 및 엔지니어링 회사와 같은 원자재 및 산업 회사는 이 패키지 제안의 직접적인 수혜자가 될 것입니다. 이러한 회사들은 일반적으로 에너지 부문과 같은 고수익을 제공하지 않지만, 시장 수준의 수익 잠재력이 있는 총수익 전략을 투자자에게 제공합니다.



## 섹터 수익률



출처: Bloomberg. GICS 섹터로 표시. 2021년 3월 31일 기준 데이터.

자산군 대표는 다음과 같습니다. 정보 기술, S&P 500 정보 기술 섹터 GICS 레벨 1 지수; 임의 소비재, S&P 500 임의 소비재 섹터 GICS 레벨 1 지수; 부동산, S&P 500 부동산 섹터 GICS 레벨 1 지수; 통신, S&P 500 통신 서비스 섹터 GICS 레벨 1 지수; 유틸리티, S&P 500 유틸리티 섹터 GICS 레벨 1 지수; 필수 소비재, S&P 500 필수 소비재 섹터 GICS 레벨 1 지수; 의료, S&P 500 의료 섹터 GICS 레벨 1 지수; 원자재, S&P 500 원자재 섹터 GICS 레벨 1 지수; 산업, S&P 500 산업 섹터 GICS 레벨 1 지수; 에너지, S&P 500 에너지 섹터 GICS 레벨 1 지수; 금융, S&P 500 금융 섹터 GICS 레벨 1 지수. S&P 500은 12개월 배당 수익률로 표시됩니다.

## 리플레이션 중에 듀레이션보다 신용을 선호함

10년 만기 재무부 증권의 수익률이 83 베이스 포인트 상승하면서 1분기에 더 긴 만기의 채권 수익률이 상당히 상승했으며, 올해 수익률 곡선의 변동이 지속될 것으로 예상합니다. 투자자들에게 인플레이션 상승 위험은 장기 채권과 같이 듀레이션에 민감한 자산에 어려움을 줍니다. 대신에 당사는 이러한 유형의 리플레이션 환경에서는 듀레이션 대비 신용 리스크에 비중을 더 두는 것을 좋아합니다. 신용 스프레드는 연준 정책의 지원과 경제 확장으로 인해 계속 타이트할 가능성이 높습니다.

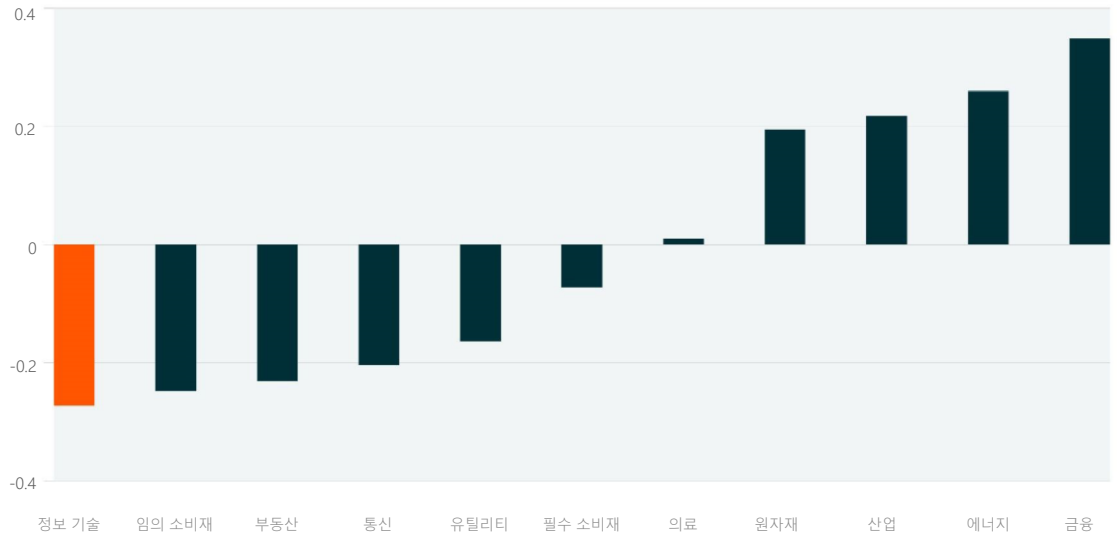
우선주가 이러한 논쟁을 실행하는 한 가지 방법입니다. 우선 증권은 듀레이션이 4.6년이며 ICE BofA 다각화 핵심 미국 우선 증권 지수의 평균 신용 등급은 BBB로서 겨우 투자 등급입니다.<sup>5</sup> 또한 우선 증권 발행사는 금융기관에 61%의 가중치를 부여하므로 금리 상승 환경으로부터 혜택을 받을 수 있습니다.<sup>6</sup> 이는 실제 우선 증권 자체의 듀레이션 민감도를 일부 상쇄할 수 있습니다. 우선 증권은 1분기에 오직 0.27% 하락하여 더 광범위한 채권시장에서의 3.37% 하락 및 투자등급 회사채의 4.65% 하락과 비교됩니다.<sup>7</sup> 변동 금리 우선 증권은 신용에 대한 익스포저가 생길 수 있지만 듀레이션을 더 단축할 수 있습니다. 변동 금리 우선 증권은 보다 광범위한 우선 증권 수준에서의 4.6과 비교해 2.5 듀레이션을 제공합니다.<sup>8</sup>

## 기술 섹터 포지셔닝



정보 기술 섹터의 경우 2021년은 최근 과거보다 더 어려워질 것입니다. 1분기 대부분 동안 섹터 수익이 마이너스와 제로 사이를 오갔습니다. 2020년 놀라운 성과를 낸 후 수익 실현, 경제 재개방, 채권 수익률 상승 등 모두가 이 섹터에 어려움을 주고 있습니다. 올해 IT 섹터는 채권 수익률 변동과의 상당한 부정적 상관관계를 보였습니다. 1분기 10년 만기 채권 수익률의 일일 변동과 IT의 상관관계는 -0.27이었습니다.<sup>9</sup>

### 1분기 10년 만기 재무부 증권 수익률 변동과의 상관관계



출처: Bloomberg. GICS 섹터 지수로 표시. 2020년 12월 31일부터 2021년 3월 31일까지의 데이터.

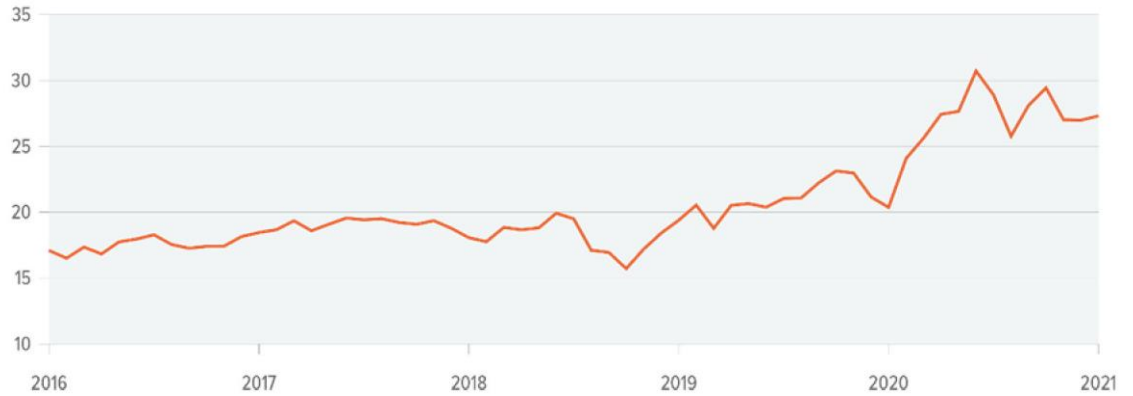
자산군 대표는 다음과 같습니다. 정보 기술, S&P 500 정보 기술 섹터 GICS 레벨 1 지수; 임의 소비재, S&P 500 임의 소비재 섹터 GICS 레벨 1 지수; 부동산, S&P 500 부동산 섹터 GICS 레벨 1 지수; 통신, S&P 500 통신 서비스 섹터 GICS 레벨 1 지수; 유틸리티, S&P 500 유틸리티 섹터 GICS 레벨 1 지수; 필수 소비재, S&P 500 필수 소비재 섹터 GICS 레벨 1 지수; 의료, S&P 500 의료 섹터 GICS 레벨 1 지수; 원자재, S&P 500 원자재 섹터 GICS 레벨 1 지수; 산업, S&P 500 산업 섹터 GICS 레벨 1 지수; 에너지, S&P 500 에너지 섹터 GICS 레벨 7 지수; 금융, S&P 500 금융 섹터 GICS 레벨 7 지수.

밸류에이션이 더 낮지는 않더라도 2020년 하반기와 비슷함에도 불구하고 최근의 나쁜 IT 성과는 수익을 실현하고 있고/있거나 순환 거래를 하고 있다는 사실을 암시합니다.



## 정보 기술 섹터의 포워드 주가수익비율

출처: Bloomberg, S&P 500 정보기술 섹터 GICS 레벨 1 지수. 2016년 3월 31일부터 2021년 3월 31일까지의 데이터.



성장주에서 가치주로의 이동이 계속되고 기술주 이름의 변동성이 계속된다면, 나스닥 100에서 콜 옵션을 매도하는 것이 이 섹터의 부수 수익을 현금화하는 데 도움이 될 수 있습니다. 또한 나스닥에서의 커버드 콜 전략은 전통적으로 정보 기술 섹터에 비중을 낮게 두는 소득 포트폴리오에게는 또 다른 잠재 수익원입니다.

### 결론

세계 경제는 더욱 튼튼해지고 있고 팬데믹의 영향이 가라앉기 시작했지만, 소득 투자자들은 그들의 익스포저에 주의를 기울여야 합니다. 인플레이션은 완만하게 상승하고 있는데, 이는 보다 긴 만기의 채권에 상당한 영향을 미치고 있습니다. 경기순환주와 소형주의 실적은 좋지만 채권과 기술주는 좀 더 세밀한 접근법이 필요할 수 있습니다. 우선 증권과 같은 하이브리드 증권, 커버드 콜과 같은 옵션 전략, 그리고 에너지와 같이 인플레이션과 단절된 섹터는 모두 오늘날 소득 포트폴리오에서 고려되어야 합니다.



정의

**듀레이션:** 금리 변동에 대한 채권 가격의 민감도 측정치.

**포워드 추가수익비율:** 이 비율은 추정 수익 대비 주가를 살핌으로써 주식의 밸류에이션 지표를 제시합니다.

**S&P 500 지수:** S&P 500 지수는 미국의 선도 주식 500개의 성과를 추적하며 미국 시장에서 거래되는 시가총액의 약 80%를 포함합니다. 이 지수는 미국의 대형주를 가장 잘 파악하는 척도로 널리 인정됩니다.

**S&P 500 정보 기술 섹터 GICS 레벨 1 지수:** 이 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS) 정보 기술 섹터의 회원사인 S&P500에 포함된 회사들로 구성됩니다. 이러한 회사에는 정보 기술 섹터를 구성하는 소프트웨어 및 서비스, 기술 하드웨어 및 장비, 그리고 산업 그룹이 포함됩니다.

**S&P 500 임의 소비재 섹터 GICS 레벨 1 지수:** 이 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS) 임의 소비재 섹터의 회원사인 S&P500에 포함된 회사들로 구성됩니다. 이러한 회사에는 자동차 및 부품, 내구 소비재 및 의류, 소비자 서비스 및 소매업이 포함됩니다.

**S&P 500 필수 소비재 섹터 GICS 레벨 1 지수:** 이 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS) 필수 소비재 섹터의 회원사인 S&P500에 포함된 회사들로 구성됩니다. 이러한 회사에는 식품 및 주식 소매업, 식품, 음료 및 담배, 가정용 및 개인용 제품이 포함됩니다.

**S&P 500 부동산 섹터 GICS 레벨 1 지수:** 이 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS) 부동산 섹터의 회원사인 S&P500에 포함된 회사들로 구성됩니다. 이러한 회사에는 리츠 주식(Equity Real Estate Investment Trusts), 부동산 관리 및 개발 등이 있습니다.

**S&P 500 통신 섹터 GICS 레벨 1 지수:** 이 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS) 통신 섹터의 회원사인 S&P500에 포함된 회사들로 구성됩니다. 이러한 회사에는 통신 서비스와 미디어 및 엔터테인먼트가 포함됩니다.

**S&P 500 유틸리티 섹터 GICS 레벨 1 지수:** 이 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS) 유틸리티 섹터의 회원사인 S&P500에 포함된 회사들로 구성됩니다. 이러한 회사에는 전기 유틸리티, 가스 유틸리티, 수도 유틸리티, 독립 전력 및 재생가능 전기 생산업체가 포함됩니다.

**S&P 500 의료 섹터 GICS 레벨 1 지수:** 이 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS) 의료 섹터의 회원사인 S&P500에 포함된 회사들로 구성됩니다. 이러한 회사에는 의료 장비 및 서비스, 제약, 바이오 기술 및 생명과학 등이 있습니다.

**S&P 500 원자재 섹터 GICS 레벨 1 지수:** 이 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS) 원자재 섹터의 회원사인 S&P500에 포함된 회사들로 구성됩니다. 이러한 회사에는 화학, 건축 자재, 컨테이너 및 포장, 금속 및 광업, 제지 및 임산물 회사가 포함됩니다.

**S&P 500 산업 섹터 GICS 레벨 1 지수:** 이 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS) 산업 섹터의 회원사인 S&P500에 포함된 회사들로 구성됩니다. 이러한 회사에는 자본재, 상업적 및 전문적 서비스, 운송이 포함됩니다.



**S&P 500 에너지 섹터 GICS 레벨 1 지수:** 이 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS) 에너지 섹터의 회원사인 S&P500에 포함된 회사들로 구성됩니다. 이러한 회사에는 에너지 장비 및 서비스, 석유, 가스 및 소모성 연료가 포함됩니다.

**S&P 500 금융 섹터 GICS 레벨 1 지수:** 이 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS) 금융 섹터의 회원사인 S&P500에 포함된 회사들로 구성됩니다. 이러한 회사에는 은행, 다각화된 금융기관 및 보험사가 포함됩니다.

말미의 주:

1. Bloomberg. 2021년 3월 31일 데이터.
2. Federal Reserve of St. Louis. 2020년 4분기 GDP 데이터.
3. Bloomberg, Bureau of Labor Statistics. 2021년 3월 현재 가장 최근의 데이터. U-6 실업률은 더 이상 일자리를 찾지 않는 근로자와 정규직을 찾는 시간제 근로자를 측정합니다.
4. Federal Reserve of St. Louis. 2020년 4분기 GDP 데이터.
5. Bloomberg. ICE BofA 다각화된 핵심 미국 우선 증권 지수. 2021년 3월 31일 기준 데이터. 신용 품질 방법론: 신용 등급은 Moody's, S&P, Fitch 및 DBRS의 평균입니다. 한 증권이 이러한 기관들 중 하나 이상에서 등급을 받은 경우, 이 분석 목적상 배정된 가장 낮은 등급을 고려합니다. 등급은 일반적으로 AAA(최고)에서 D(최저)까지의 척도로 측정됩니다.
6. Bloomberg. ICE BofA 다각화된 핵심 미국 우선 증권 지수. 2021년 3월 31일 기준 데이터.
7. Bloomberg. ICE BofA 다각화 핵심 미국 우선 증권 지수에 의해 대표되는 우선 증권, 블룸버그 바클레이즈 미국 종합 총수익률 지수에 의해 대표되는 보다 광범위한 채권, 그리고 블룸버그 바클레이즈 미국 기업 총수익률 지수에 의해 대표되는 회사 채권. 2020년 12월 31일부터 2021년 3월 31일까지의 성과.
8. Bloomberg. 2021년 3월 31일 기준 데이터. ICE BofA 다각화된 핵심 미국 우선 증권 지수에 의해 대표되는 광범위한 우선 증권. ICE 미국 변동 금리 우선 증권 지수에 의해 대표되는 변동 금리 우선 증권.
9. Bloomberg. 10년 만기 채권 수익률 대 GICS 정보 기술 지수는 매일 변동합니다. 2020년 12월 31일부터 2021년 3월 31일까지의 데이터.





투자에는 원금 손실 가능성을 포함한 리스크가 수반됩니다. 기술 테마 투자는 기술의 급격한 변화, 치열한 경쟁, 제품과 서비스의 급속한 노후화, 지적재산 보호의 상실, 진화하는 산업 표준 및 빈번한 신제품 생산, 비즈니스 사이클 및 정부 규제의 변화에 영향을 받을 수 있습니다.

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.

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.

본 자료는 투자 자문용이 아닙니다. 추가 정보는 담당 금융 상담사와 상의하시기 바랍니다.

