



Global X ETFs 리서치

인컴 전망: 2021년 2분기 - 인플레이션은 상승, 그러나 채권 수익률은 하락

Global X의 2021년 2분기 인컴 전망은 [여기에서 볼 수 있습니다](#). 이 보고서는 인컴을 추구하는 여러 자산군 및 전략 전반에 대한 거시적 차원의 데이터와 통찰력을 제공하고자 합니다.

주요 요약:

- 리오프닝이 많이 이루어지고 공급망에 차질이 발생한 가운데 2분기에 인플레이션이 가속화되었다
- 연준은 5월 회의에서 인플레이션 압력을 확인하고 2022~2023년에 좀 더 매파적인 정책을 취할 가능성을 확인하였다
- 장기 채권 수익률은 곤두박질쳤고 성장주는 가치주에 대하여 다시 주도권을 잡았는데, 이는 시장이 지속적이고 구조적인 인플레이션에 대해 별로 우려하지 않는다는 신호이다
- 향후 1~2년 내에 금리가 오를 가능성이 있는 저금리 환경에서 당사는 고인컴을 제공하고 인플레이션 압력을 그 고객에게 전가할 수 있는 MLP 및 REIT와 같은 실물 자산을 선호한다
- 커버드 콜 전략 역시 인플레이션 데이터가 범람하는 변동성이 큰 시장에서 인컴을 창출하는 데 도움이 된다

2분기의 인플레이션 가속화

지난 분기, 2분기에 나타나기 시작하는 리플레이션과 헤드라인 수치를 근거로 이 주제가 현실이 되었다는 점에 대해 논의했습니다. 전년 대비 소비자 물가 지수(CPI)는 4월에 4.2%, 5월에 5.0%, 6월에 5.4% 상승했습니다.¹ 일견, 미국 경제의 경우 수치들이 충격적으로 보일 수 있지만 맥락을 살펴보는 것이 중요합니다. 1년 전인 2020년 1분기에는 미국과 서방 세계 대부분에서 팬데믹으로 인해 상황이 아주 심각했습니다. 효과적인 백신 보급 덕분에 2021년 1분기와 2분기 중에 재개방이 빠르게 이루어짐에 따라 경기 회복이 가속화되어 공급망에 갑작스러운 압력이 가해졌고 1년 전 데이터와는 비교가 되지 않았습니.

2분기 인플레이션 데이터를 좀 더 자세히 살펴보면 인플레이션이 일부 부문에 집중되어 있음을 알 수 있습니다. 6월에, 중고차 가격은 전년 대비 45.2% 상승했으며 에너지 가격은 24.5% 상승했습니다.² CPI 바스켓에서 중고차는 비중이 3.2%이고 에너지는 7.1%입니다.³

작성자:

Rohan Reddy

리서치 애널리스트

날짜: 2021년 7월 23일

주제: **소득**

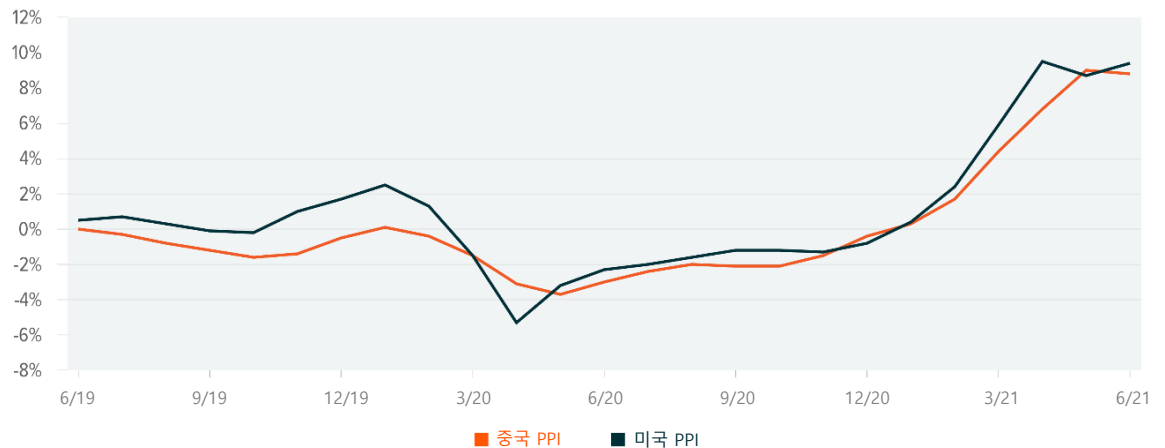


하지만 인플레이션 방정식에서 더 중요한 것은 강력한 소비가 계속될지 여부와 공급망이 더 지속적이며 효율적으로 작동할 수 있는지 여부입니다. 소비 측면에서, 6월의 최근 소매업 매출 수치는 월간 겨우 0.6% 증가에 그쳤습니다. 재개방 열기가 점점 시들해지고 정부가 부양책으로 지급한 수표가 효력이 다해감에 따라 전월에 비해 증가 수치가 느려질 수 있습니다. 또한 소비자의 관심이 재화로부터 서비스로 좀 더 광범위하게 이동했다는 점 역시 이런 이유가 될 수 있습니다. 예를 들어 가구 매출은 6월에 3.6% 하락했지만 술집과 음식점의 매출은 6월에 2.3% 증가했습니다. 5월의 최근 개인 소비 지출(PCE) 서비스 지수 수치는 0.7% 증가하여 PCE 재화 지수의 1.3% 하락과 비교됩니다.⁴ 서비스 인플레이션은 재개방 열기에 의해 심화된 반면에 재화 인플레이션은 주로 공급망 차질 때문일 수 있습니다.

공급 측면 압력은 지속적인 노동력 부족, 만약에 대비한 재화 구매, 델타 변이 확산을 둘러싼 우려로 인해 올해 나머지 기간 동안 악화될 것 같지 않습니다. 이러한 우려 때문에 세계 경제의 2대 대국인 미국 및 중국 모두에서 생산자 가격이 2분기 중에 가파르게 상승했습니다. 북경 당국은 금속 시장의 가격 상승에 대해 심히 우려하여 전략적 비축물 일부를 풀어 공급을 늘렸고 제조업체에 불필요한 구매를 하지 않도록 압력을 가했습니다.

2021년 2 분기에도 계속 오른 미국 및 중국 생산자 물가 지수(PPI)

출처: Bloomberg, 미국 노동통계청, 중국 국가통계청 2019년 6월 30일부터 2021년 6월 30일까지의 데이터



일시적인 인플레이션 신호를 보내고 있는 시장

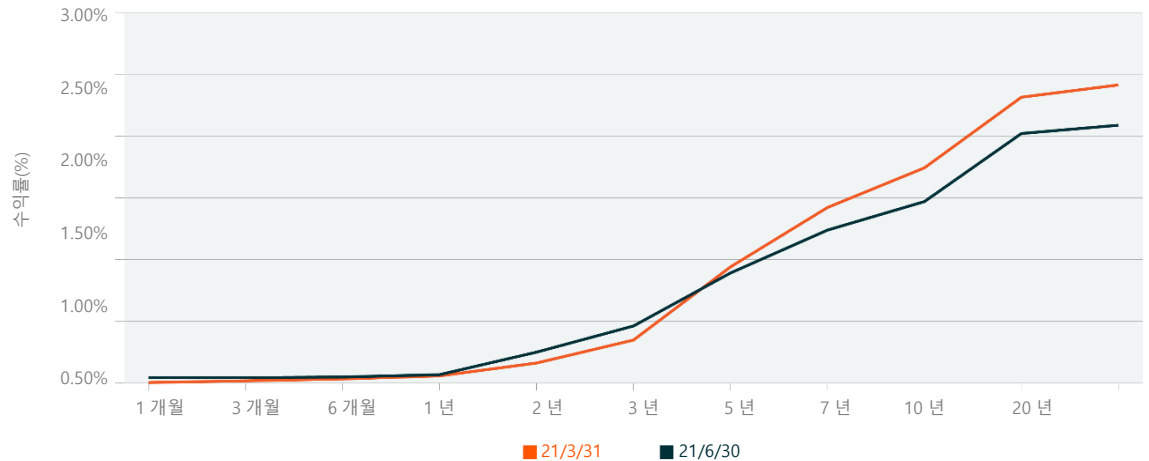
연준은 인플레이션은 일시적 것이라고 계속 주장하지만 분기 중에 그 영향을 늦추는 데 더 큰 우려를 나타냈습니다. 처음에 연준은 2024년에 처음으로 금리를 올릴 것으로 예상했지만 더 큰 인플레이션



압력을 보여주는 데이터가 많아지자 중앙은행은 2021년 인플레이션 예측을 2.4%에서 3.4%로 올리게 되었고 2021년 GDP 성장 예상치를 6.5%에서 7.0%로 올렸습니다. 더 중요한 점은 연준의 점도표에 따르면 2023년에 두 번의 금리 인상 가능성이 있으며, 심지어 이르면 2022년에 금리를 인상할 가능성도 있습니다. 하지만 연준은 내년까지는 인플레이션이 자신의 장기 목표에 부합하는 2.1%로 돌아오리라고 예상합니다. 채권 및 주식 시장 역시 인플레이션은 일시적인 것이라는 데 점점 더 많이 확신하는 것처럼 보입니다. 단기 국채 수익률이 오르고 장기 국채 수익률이 내림에 따라 수익률 곡선이 평평해졌습니다. 이는 시장의 단기 정책 금리에 대한 기대치는 오르고 장기 인플레이션에 대한 기대치는 내리고 있다는 신호입니다. 다른 자산군들, 즉 스몰캡과 같은 리플레이션 트레이드, 구리와 같은 상품, 그리고 기술주와 같이 듀레이션이 긴 성장주 섹터와 더딘 신흥시장 주식에서 비슷한 반응을 보였습니다.

1 분기와 2 분기에 평평해진 국채 수익률 곡선

출처: Bloomberg.



성과가 좋았던 실물자산 및 일부 재개방 역할

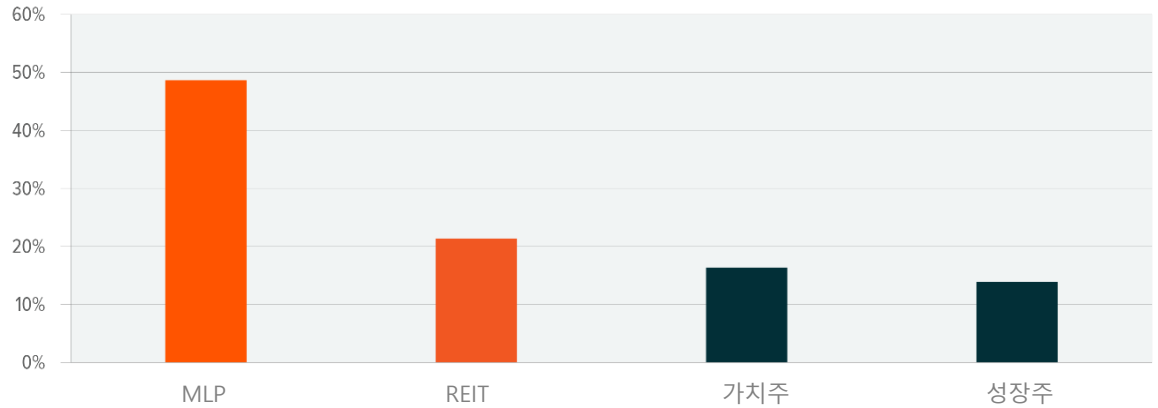
인플레이션이 단기에 그칠 것인지 아니면 상당한 기간 동안 계속될 것인지에 대한 줄다리기는 주식 시장에서도 논쟁거리입니다. 인플레이션에 대한 우려가 더 컸던 1분기에 가치주는 가격이 많이 올라 성장주보다 9.82%만큼 더 성과가 좋았습니다.⁵ 그러나 연준이 2분기에 좀 더 매파적 태도를 취하자 장기 채권이 가격이 오르고 성장주가 가치주보다 7.16% 더 성과가 좋았습니다. 인플레이션이 오랫동안 높게 유지된다면 실물자산과 스몰캡이 최근의 공고한 실적을 계속 이어갈 수 있을 것입니다.



MLP, REIT 와 같은 실물자산은 가치주 특징을 잘 보여주고 있으며, 높은 인컴율과 인플레이션을 고객에게 전가할 수 있는 특징으로 인해 투자자에게 인기를 끌고 있습니다. MLP 의 수익률은 7.63%이었으며, REIT 의 수익률은 2.85%였습니다.⁶ MLP 는 고객과의 많은 계약을 CPI 상승에 맞추어 구조화하는 반면에 REIT 는 인플레이션을 종종 더 높은 임대료를 통해 전가할 수 있습니다. 10 년 만기 국채 수익률이 1.5% 미만인 상황에서 이러한 자산군은 포트폴리오의 인컴을 강화하고 전통적인 채권 소득과 달리 지속적인 인플레이션 영향의 일부를 완화하는 데 도움이 될 수 있습니다.

2021 년 성과가 좋은 실물 자산

출처: Bloomberg, 2020 년 12 월 31 일부터 2021 년 6 월 30 일까지의 데이터. MLP 는 Solactive MLP Infrastructure Index 가 대표하며, REIT 는 FTSE NAREIT All Equity REITs Index 가 대표함. 성장주는 MSCI USA Growth Index 가, 가치주는



올해 지금까지 성과가 좋았음에도 불구하고 이러한 두 자산군에 대한 밸류에이션은 합리적인 수준을 유지하고 있습니다. 팬데믹 이전인 2019년 연말 선행 EV/EBITDA(기업가치/이자, 세금, 감가상각비 및 상각 전 이익) 밸류에이션과 비교하여 MLP는 9.3% 할인되어 거래되고 있으며 REIT는 10.3% 할증되어 거래되고 있습니다. 하지만 S&P 500은 13.1% 할증되어 거래되고 있습니다.⁷

스몰캡 주식 역시 더 높고 더 장기적인 인플레이션 가능성 시나리오로부터 혜택을 볼 수 있습니다.

스몰캡은 지난해 말 이후부터 좋은 성과를 보이고 있습니다. Russell 2000 지수는 올 현재까지 17.53%, 2020년 9월 말 이후 54.38% 인컴을 냈습니다. 스몰캡의 10년 동안의 성과 부진, 재개방 중의 강력한 GDP 성장을 비롯해 더 많은 국내 인컴 익스포저로 인해 투자자들은 더욱 열광했습니다. 스몰캡 지수의 변동성은 2020년 10월 45%로 정점을 찍은 후 반으로 줄어들었습니다. 인플레이션으로 인한 불확실성에서



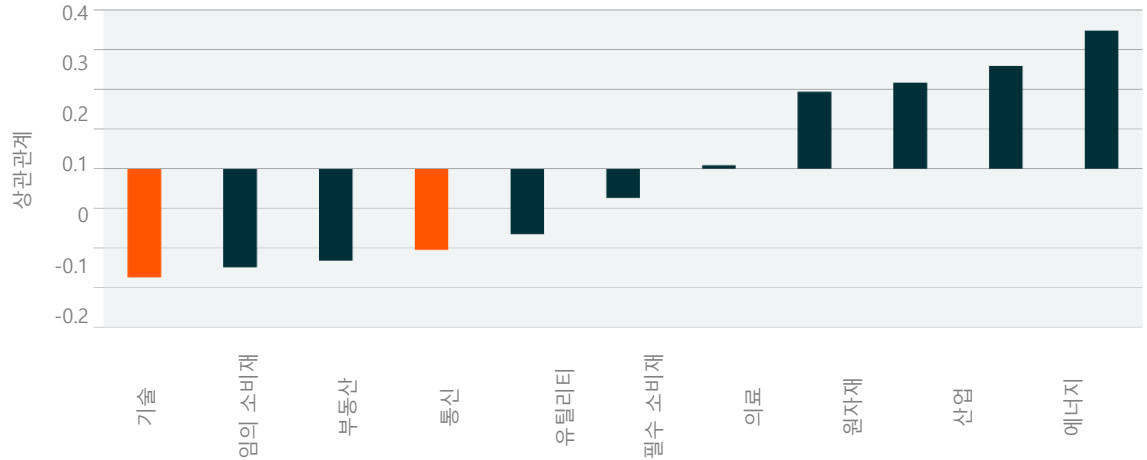
스몰캡에 계속 투자할 수 있는 한 가지 방법은 Russell 2000에 대한 커버드 콜 전략입니다. 변동성이 커지고 지수 추세가 횡보하는 경우, 과거를 살펴볼 때 커버드 콜이 도움이 되는 경향이 있습니다. 채권 분야에서 신흥시장 부채는 현재 상황에서 고려할 만한 자산군입니다. 세계가 코로나19를 극복함에 따라, 신흥시장 경제는 재개방을 이어갈 것이며, 재무 상황이 호전되고 관광이 가속화될 것이 분명합니다. 또한 2021년 전반기 인플레이션으로 인해 상품 가격이 오르면 경제 회복을 가속화하는 데 도움이 될 것이 분명합니다. 현재 신흥시장 부채의 최저 수익률은 3.81%인데⁸, 이는 10년 만기 국채의 수익률 1.47%보다 훨씬 높습니다.

마지막으로 인플레이션이 일시적인 것으로 밝혀지고 장기 금리가 낮은 상태를 유지하는 경우, 성장주는 10년 동안의 지배적인 역할을 계속할 가능성이 있습니다. 성장주의 가격 상승은 전반기의 비정상적으로 높은 인플레이션 기록이 팬데믹과 단기적인 공급망 문제가 야기한 '기저 효과'라는 점에 기인한 것입니다. 연준이 2022년에 대하여 예상하는 것처럼 인플레이션이 2~2.5% 정도로 정상화된다면 장기 채권은 팬데믹 이전 수준에 머무를 수 있습니다. 하지만 인플레이션 수치가 더 높은 상태나 변동적인 상황을 지속한다면, 성장주는 평탄치 않을 수 있습니다. 인플레이션의 불확실성이 성장주 변동성을 야기하는 동안에도 스몰캡과 마찬가지로 나스닥 100에 대한 커버드 콜은 인컴을 창출하는 데 도움이 될 수 있습니다. 민감한 기술 및 통신업 섹터에 거의 70%의 익스포저를 취하는 인덱스는 국채 시장의 예측하지 못한 변동성을 제어할 수 있는 또 다른 방법이 됩니다.



기술주 섹터의 10년 만기 국채 움직임에 대한 높은 민감도

출처: Bloomberg. 데이터는 GICS 레벨 1 섹터의 10년 만기 국채 수익률 움직임으로 표시됨. 2020년 12월 31일부터 2021년 6월 30일까지의 데이터. 자산군 대표는 다음과 같습니다. 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



결론

인플레이션에 대한 불확실성은 모든 투자자들에게 어려움이지만 아마도 포트폴리오에 의존하여 인컴을 얻는 사람들에게 가장 큰 어려움일 것입니다. 강력한 경기 데이터는 중앙은행의 조치, 코로나19 변이, 공급망 차질과 같이 인플레이션 방정식에서 고려해야 모든 요인 중 한 부분일 뿐입니다. 당사의 견해로는 투자자들이 여러 시나리오에 대비하기를 원할 수 있습니다. MLP 및 REIT와 같은 실물 자산은 현재 높은 인컴을 제공하고 있으며 투입 비용을 고객에게 전가할 수 있어 비용 증가로부터 보호하는 데 도움이 됩니다. 가치주 및 스몰캡은 인플레이션이 상승하는 경우 좋은 성과를 보이는 반면에 기술주 및 성장주는 인플레이션이 잠잠해지는 경우에 성과가 좋을 수 있습니다. 논쟁이 되는 데이터에 대하여 어느 방향으로 준비하든 변동성을 매도하는 커버드 콜 전략을 통해 이를 해결할 수 있습니다. 미국 이외의 지역에서 글로벌 경제가 나아지면 신흥시장 채권에 수혜를 줄 가능성이 있습니다.

정의

- 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.
- FTSE NAREIT All Equity REITs Index:** NYSE, AMEX 및 NASDAQ 전국시장에 상장된 모든 세금 적격 주식 REIT를 포함하는 유통 주식 조정 시가총액 가중 지수입니다.
- Solactive MLP 및 에너지 인프라 지수:** Solactive MLP 및 에너지 인프라 지수는 MLP 및 에너지 인프라 회사의 성과를 추적합니다.



블룸버그 바클레이 신흥시장 미달리 집계 총수익률 지수: 신흥시장의 정부, 준정부 및 기업이 발행한 미국 달러 표시 고정금리 및 변동금리 부채를 포함한 대표적인 태환 통화 신흥시장 부채 벤치마크.

Endnotes:

1. Bureau of Labor Statistics. Data for April to June 2021.
2. Bureau of Labor Statistics. Data for June 2021.
3. Bureau of Labor Statistics.
4. Bloomberg.
5. Bloomberg. Growth represented by MSCI USA Growth Index and Value represented by MSCI USA Value Index.
6. Bloomberg. MLPs represented by Solactive MLP Infrastructure Index and REITs measured by FTSE NAREIT All Equity REITs Index. Data as of 6/30/21.
7. Bloomberg. Data comparing 6/30/21 to 12/31/19. MLPs represented by Solactive MLP Infrastructure Index and REITs by FTSE NAREIT All Equity REITs Index. Based on forward EV/EBITDA metrics.
8. Bloomberg. EM Debt measured by Bloomberg Barclays EM USD Aggregate Total Return Index. Data as of 6/30/21.

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. 고인컴 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 소득세 목적상 파트너십으로 간주되느냐에 달려 있습니다. MLP가 법인으로 간주되는 경우, 그 소득은 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. 고인컴 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.

