

2025. 06. 03

하이투자증권 DGB

[2021 하반기전망] Asset Allocation

로테이션 시즌이 온다

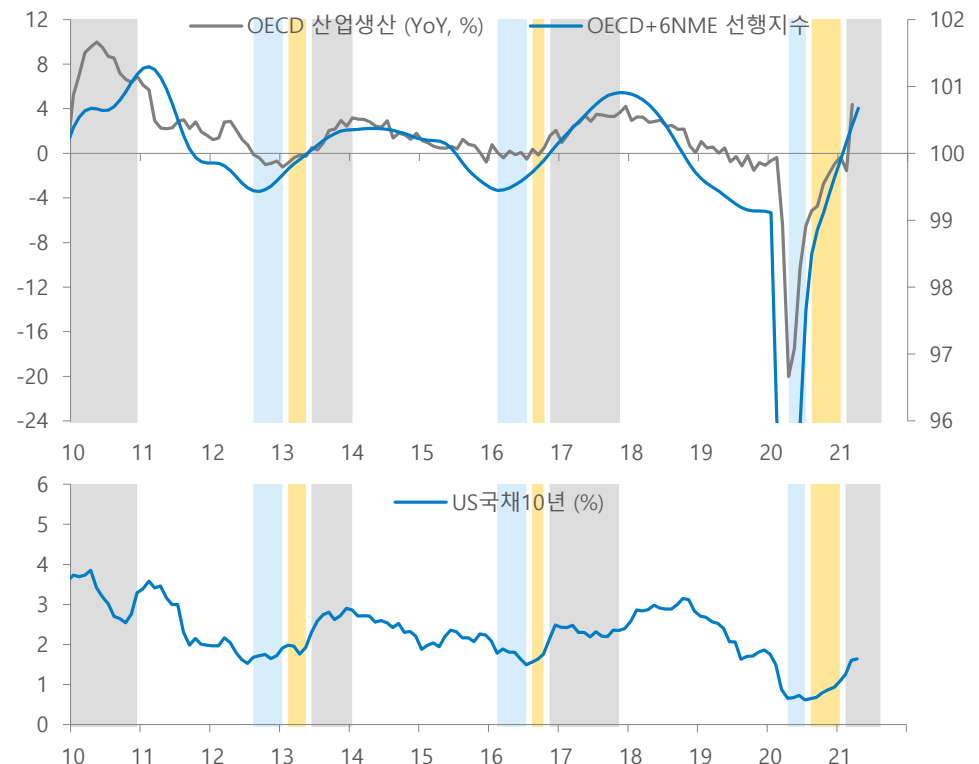
[자산배분] 장희종 02-2122-9182 / hjchang@hi-ib.com
박윤철 02-2122-9201 / nzc888@hi-ib.com



2021 하반기 자산배분 전략: 로테이션 시즌이 온다

- 팬데믹 발발 이후 막대한 유동성 공급과 부양책에 힘입어 증시 전년비 상승률은 역대급으로 높아진 반면, 경기회복 기대와 물가상승 우려 속에 국채가격지수의 전년비 상승률도 역대급으로 낮아져 둘 간의 차이는 극단적으로 벌어진 상황이다.
- OECD+6NME 경기선행지수는 기준선인 100선을 넘어서고 동행지수인 산업생산과 동반 상승이 나타나고 있다. 경기회복 구간을 지나 경기호조 구간(회색 음영)에 진입해 있다. 과거 이러한 경기사이클 구간에서는 증시 상승률의 개선 속도가 둔화되거나 높은 시장금리와 물가상승률을 보이는 게 일반적이었다. 최근 물가상승에 대한 논란은, 경기사이클 위치로 볼 때, 결국 순환적인 물가상승은 인정해야 할 시기로 판단된다.
- 물가상승 부담은 그동안 완화적 통화 스탠스 취해왔던 주요국 중앙은행 정책변화로 나타날 것으로 전망된다. 이는 자산간 로테이션의 계기가 될 것으로 보인다.
- 당장은 팬데믹 이후 경제 정상화 흐름에서 그동안 억눌렸던 소비 회복, 특히 대면 서비스업과 자동차 판매 호조세가 기대된다. 장기 이슈지만, 기후변화 대응을 위한 전세계의 노력도 산업사이클 모멘텀을 강화시킬 것으로 전망한다. 이러한 산업사이클은 위험자산 가격의 하방을 지지할 수 있는 요인이다.
- 경기개선 흐름이 진행 중이라는 점에서 주식 비중 확대를 유지하지만, 물가상승과 이후 중앙은행 정책 스탠스 변화에 대비해 선진국 중심 접근이 유효해 보인다. 증시는 시장 전체 보다 선별적인 접근이 필요한 시점으로 판단한다.

글로벌 경기선행지수는 기준선인 100선을 넘어서고, 동행지수인 산업생산과 동반 생산하는 회색 음영 구간에 진입. 물가 및 시장금리 상승에 대해 관심이 필요한 시점



전술적 자산배분 제안

전술적 자산배분 제안: 경기회복 흐름 감안해 여전히 주식 비중확대 유지하지만, 물가상승과 이후 중앙은행 스탠스 변화 감안해 선진국 중심 비중확대 제안

| 자산 | 지역 | 자산 제안 비중 (%) | 투자가능 ETP | CODE | 투자자산 비중 (%) | 자산배분 포인트 |
|----|--------|--------------|--|---------|-------------|---|
| 주식 | 선진국 주식 | 32 | KODEX 선진국MSCI World | A251350 | 10 | - 경기호조와 선진국 중심 팬데믹 이후 정상화 흐름이 빠르게 진행 중이라 선진국 증시에 Outperform 유지. 유럽증시 호조세 전망에 관련 ETF에도 배분 - 친환경 정책 흐름이 본격화되고 최근 조정으로 매력적인 수준에 도달한 친환경 대표 ETF도 신규 편입 - 배당주에도 긍정적 전망 감안해 관련 ETF 편입 |
| | | | TIGER 유로스탁스50(합성 H) | A195930 | 8 | |
| | | | iShares Global Clean Energy ETF | ICLN | 8 | |
| | | | iShares Core High Dividend ETF | HDV | 6 | |
| | 신흥국 주식 | 14 | iShares Core MSCI Emerging Markets ETF | IEMG | 6 | - 신흥국 증시는 팬데믹에서 회복이 상대적으로 더디고 이전보다 낮아진 성장 전망 감안해 이전 보다 비중 축소. 선별적 접근 관점에서 Asia ex Japan ETF는 유지 |
| | | | iShares MSCI All Country Asia ex Japan ETF | AAXJ | 8 | |
| 채권 | 미국 채권 | 20 | PowerShares 1-30 Laddered Treasury Portfolio PLW | | 10 | - 물가우려로 당장은 부정적이나 향후 중앙은행 정책 스탠스 변화 감안해 이전 보다 채권 비중 소폭 증가 - 시장 이자율 변동에도 손실을 제한할 수 있는 사다리형 채권투자 미국 국채 ETF 편입 |
| | | | Vanguard Total Bond Market Index Fund ETF BND | | 10 | |
| | 신흥국 채권 | 16 | iShares JPMorgan USD Emerging Markets BonEMB | | 8 | - 신흥국 채권 접근은 보수적인 관점에서 달러화 표시 채권 ETF으로 접근 유효 - 국내 채권은 패시브 보다는 유연한 대처 기대되는 액티브 채권 ETF 편입 |
| | | | KODEX 종합채권(AA-이상)액티브 | A273130 | 8 | |
| 대체 | | 18 | TIGER 부동산인프라고배당 | A329200 | 6 | - 막대한 유동성 공급 환경에서 실물자산 중에 REITs에 우호적 환경으로 판단, 여전히 배당수익률이 높다는 점도 매력적 - 친환경 투자와 실물경기의 회복 흐름 감안해 원자재 ETF에도 일부 배분 |
| | | | Schwab US REIT ETF | SCHH | 6 | |
| | | | iShares Commodities Select Strategy ETF | COMT | 6 | |
| 합계 | | 100 | | | 100 | |

2021 하반기 자산배분 전략: 로테이션 시즌이 온다

I. 팬데믹 이후 정상화 기대와 현재 위치

II. 자산가격 상승세 이어질 수 있을까

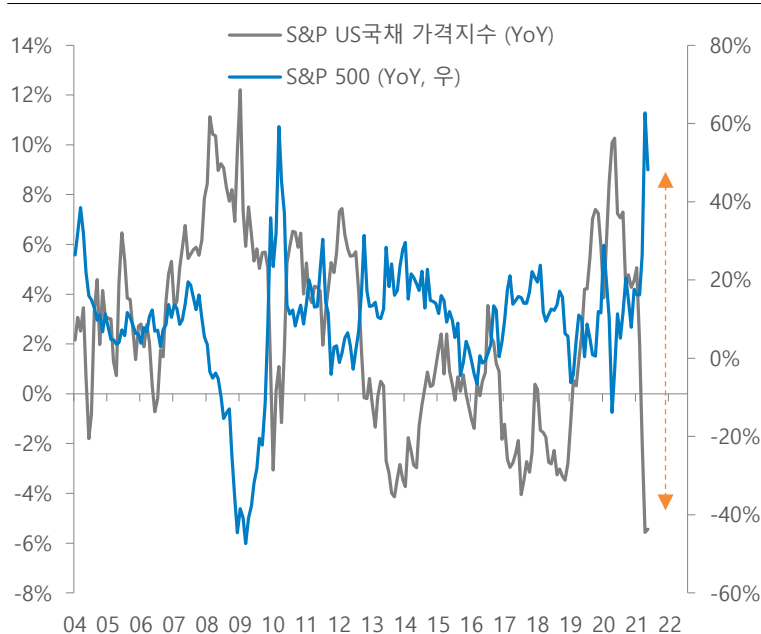
III. 산업별 싸이클 모멘텀

IV. 전술적 자산배분 제안

높아진 주가 상승률 vs 바닥권 국채가격 상승률

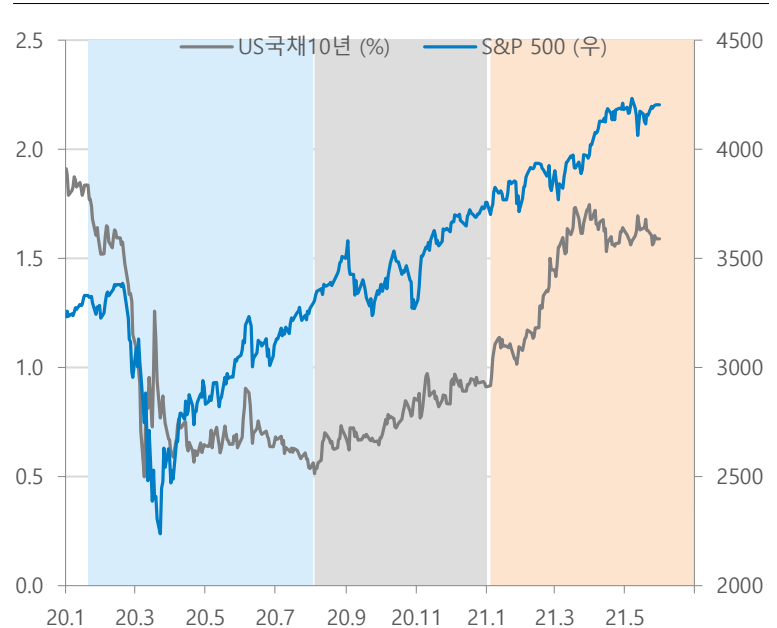
- 작년 3월 팬데믹 발발 이후 막대한 유동성 공급과 부양책에 힘입어 증시 전년비 상승률은 역대급으로 높아진 상황 반면, 경기회복 기대와 물가상승 우려 속에 시장금리 반등이 진행되면서 국채가격지수의 전년비 상승률도 역대급으로 낮아졌음. 주식과 채권의 가격 상승률이 극단적으로 벌어져 있음.
- 그렇다고 증시 하락 및 국채가격 상승(금리 하락)으로 당장 이어질 것으로 보기는 어려움. 기저 및 기고효과가 각각 사라지면서 두 자산 가격 상승률 차이는 좁아질 수 밖에 없음. 하지만, 그동안 가격 상승률이 극단적으로 벌어진 것은 인정할 필요.

그림1. 고점 수준 주가 상승률, 바닥권 국채가격 상승률



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 미국채 10년 금리는 팬데믹 이전 수준, 주가는 이전보다 훨씬 상회

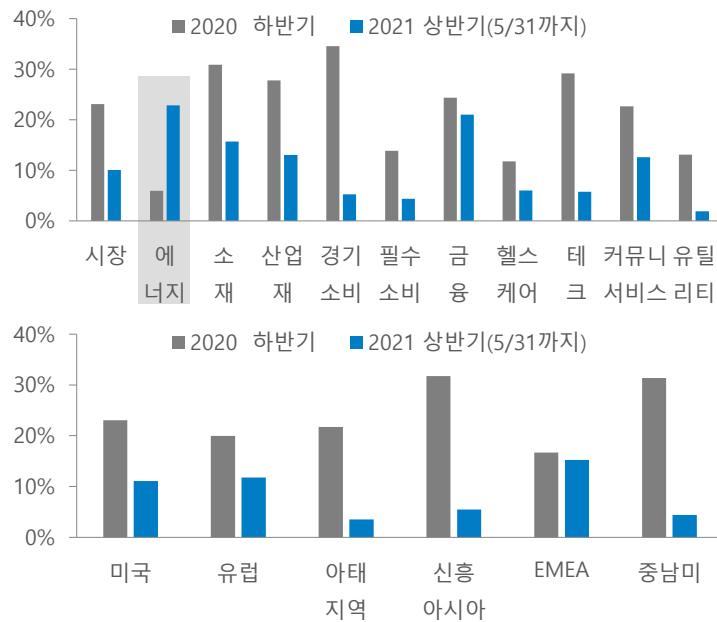


자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

글로벌 증시 에너지 섹터 강세, 소형 가치주는 성장주 역전

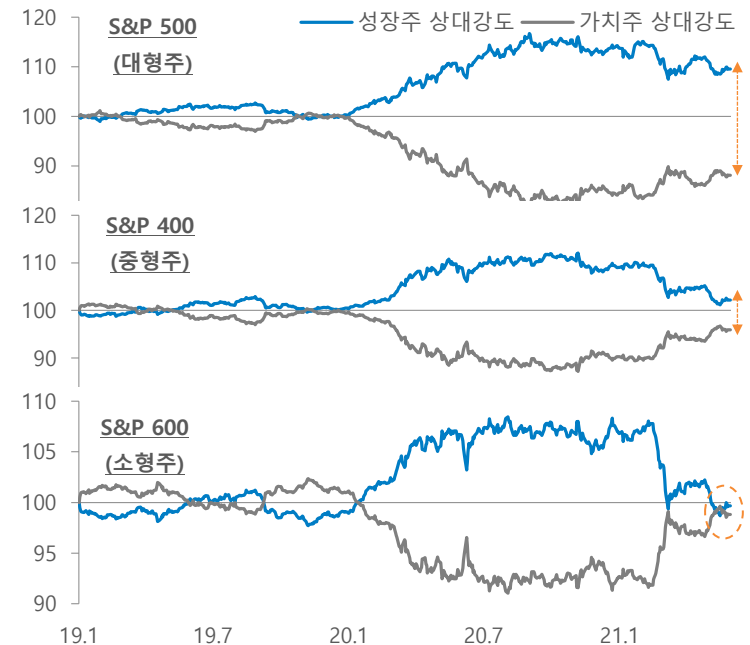
- 증시에서는 대부분 섹터가 올해 상반기 보다 작년 하반기 더 나은 성과를 보였지만, 에너지 섹터는 작년 보다 올해 더 높은 성과 기록 중. 올해 유가 상승 본격화와 작년 연말까지 가장 부진했던 섹터라 기저효과 영향이 큰 듯. 증시부담 따른 섹터별 차별화 이미 시작된 상황. 지역별로는 작년은 상대적으로 팬데믹을 잘 방어했던 아시아 성과가 더 나았지만, 올해는 백신 접종률 빠르게 상승한 미국과 유럽 상승률 상대적으로 높은 편
- 성장주와 가치주의 시장대비 상대성과는 미국 증시 기준으로 대형주는 여전히 성장주와 가치주의 성과 차이가 여전, 중형주는 성과 격차가 크게 줄어들고 소형주는 최근 소폭 역전되기도 했음. 중소형주 베타가 크다는 점도 있지만, 팬데믹 이전부터 중소형주 가치주가 특히 부진했던 점에서 탄력적인 반등이 두드러진 것으로 평가. 대형 가치주는 상대적 가격메리트 바탕으로 여전히 기회는 있는 것으로 판단

그림3. 글로벌 증시 섹터 & 지역별 성과 비교: 에너지 섹터만 올 상반기 더 양호



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 대형주 성장/가치주 성과 차이는 여전하지만, 중소형주는 매우 근접

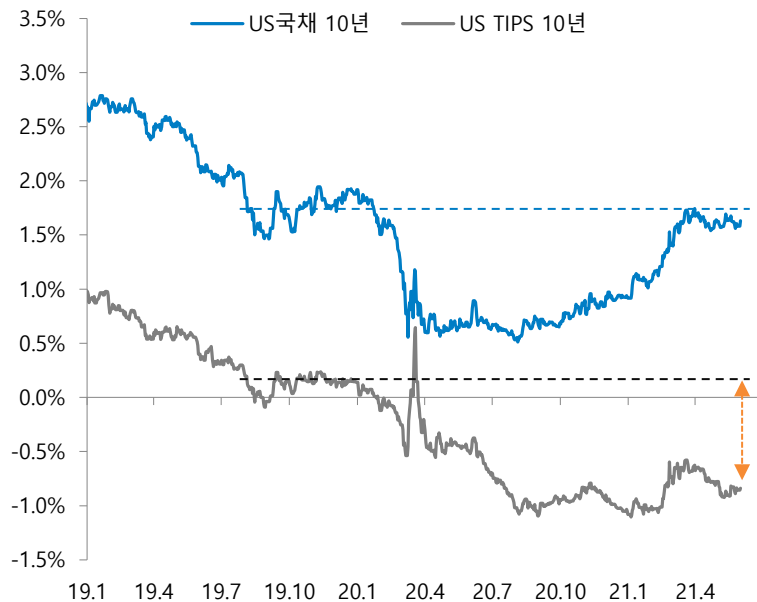


자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그래도 절대 금리는 낮은 수준

- 경기회복 기대와 물가상승 우려 속에 미국 시장금리인 국채 10년 금리는 팬데믹 이전 수준까지 올라섰으나, 실질금리 대응치로 쓰이는 물가연계국채인 TIPS 금리는 여전히 바닥권에서 등락 중. TIPS 금리가 실물경기 흐름을 보여준다는 점에서 아직 본격적인 실물경기 회복세에 채권시장의 의구심을 반영하는 것으로 평가
- 절대 저금리 속에 부동산 가격 상승세는 뚜렷. 특히 최근 상승 속도는 미국 주택버블이 나타났던 2005년과 금융위기 이후 테이퍼 직전 이었던 2013년 초반을 넘어서는 강한 주택가격 상승률을 기록 중

그림6. 미국채 10년 명목금리는 팬데믹 이전 육박, 실질금리는 여전한 격차



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 미국 TIPS 금리와 경기선행지수

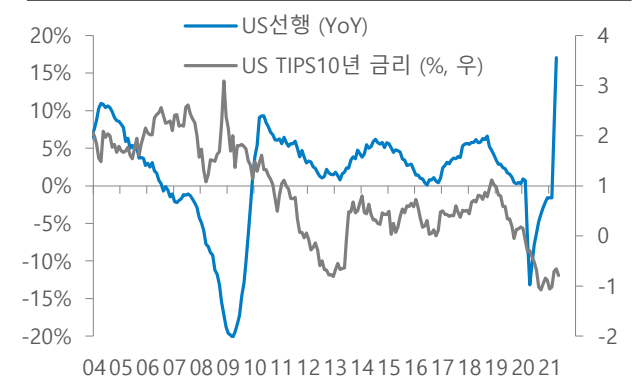
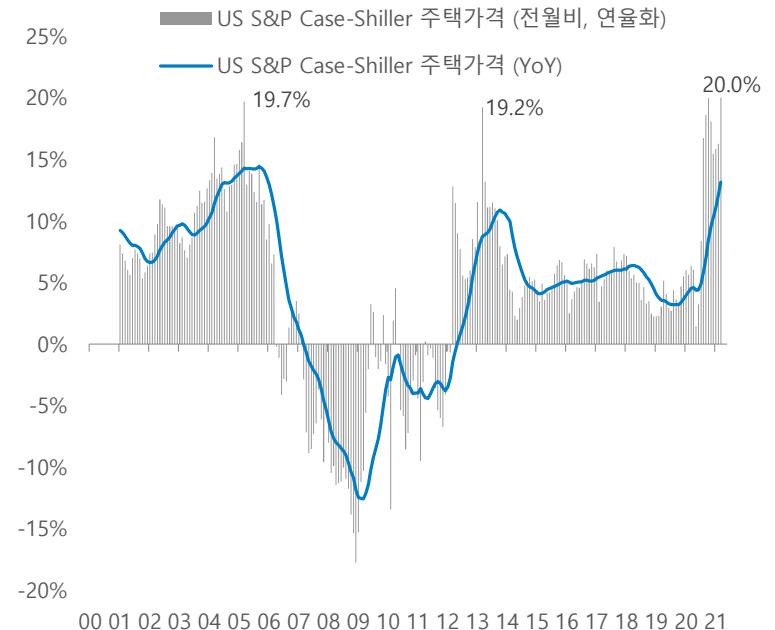


그림7. 미국 주택가격 지수는 절대 저금리 상황에서 최근 두드러진 상승 기록



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

원자재 가격도 전반적인 상승세

- 친환경 소재로 널리 쓰이는 구리가격은 당국의 막대한 유동성 공급책 발표 이후 위험선호 흐름 속에서 강세가 이어졌고, 작년 11월 백신 개발 소식과 함께 팬데믹 이후 경제 정상화 기대 속에 그동안 부진했던 유가도 본격적인 반등 시작. 달러화 약세가 이어지면서 농산물 포함한 전반적인 원자재 가격 상승세 이어짐
- 경기회복세 전망이 가시화되고 경기부양 재정정책의 중심이 친환경으로 맞춰지면서 탄소배출권 가격은 팬데믹 이전 고점을 훌쩍 넘어서는 상승세. 풍부한 유동성 바탕으로 투기적 수요 가세하면서 전반적인 실물자산 가격 상승세 기록

그림8. 작년 초반 강세 이후 달러화는 약세 흐름



그림9. 위험선호 흐름과 경기회복 기대 속에 구리 가격 상승세 지속

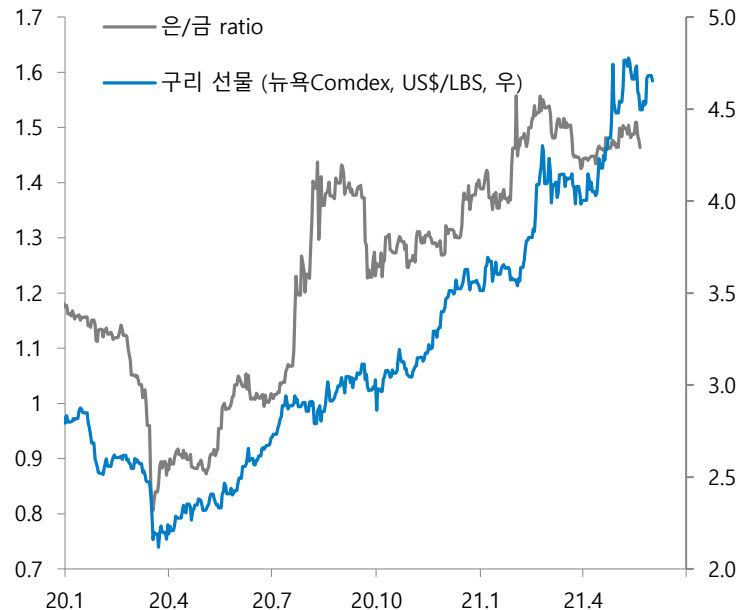


그림10. 백신개발 소식 이후 유가 상승 돋보였으나, 탄소배출권 가격도 상승세



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

2021 하반기 자산배분 전략: 로테이션 시즌이 온다

I. 팬데믹 이후 정상화 기대와 현재 위치

II. 자산가격 상승세 이어질 수 있을까

III. 산업별 싸이클 모멘텀

IV. 전술적 자산배분 제안

경기회복세가 자산가격 상승의 동력

- 팬데믹 영향으로 글로벌 경기지표가 급락하기도 했으나, 정책당국의 발빠른 대응 속에 글로벌 경기반등 시작. 백신개발 소식도 경기회복세 가시화에 기여. 이러한 경기개선 흐름은 글로벌 증시와 원자재와 같은 실물자산 가격 상승을 이끈 동력이 되었음.
- 팬데믹 기간 중에도 내구재 소비가 빠르게 회복되면서 대만 수출주문은 이전 레벨은 넘어서는 강세를 기록 중이고, 인프라 투자 등 재정 부양책 기대 속에 일본 기계수주도 반등. 전반적인 경기지표 개선이 자산가격 상승으로 이어짐

그림11. 뉴욕 연은 WEI와 미국 GDP증가율

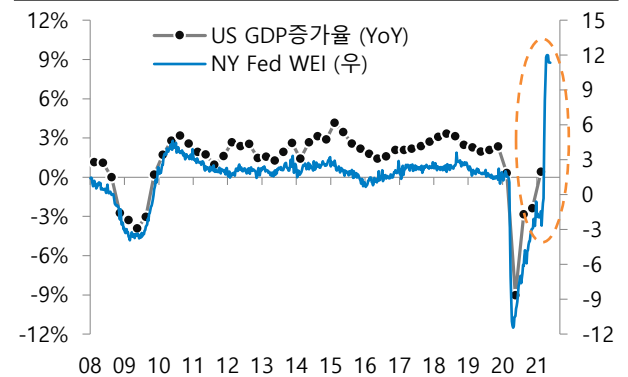
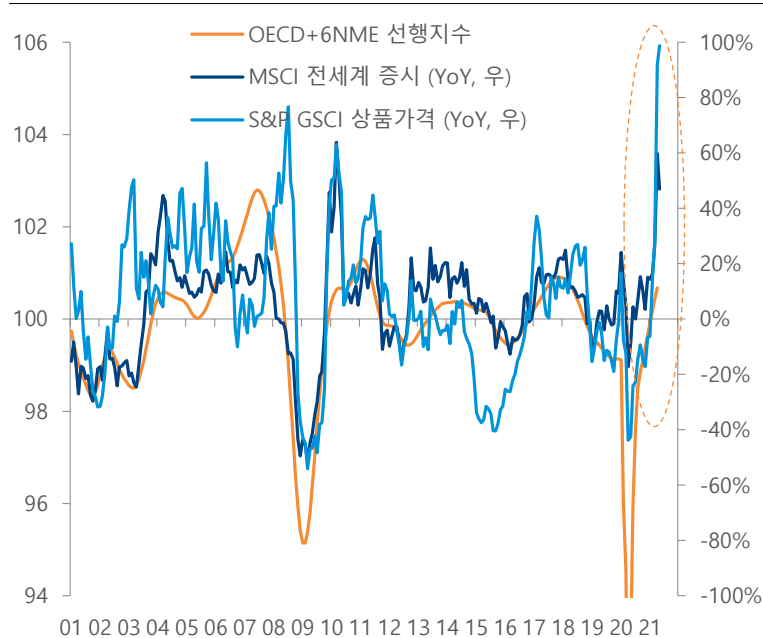
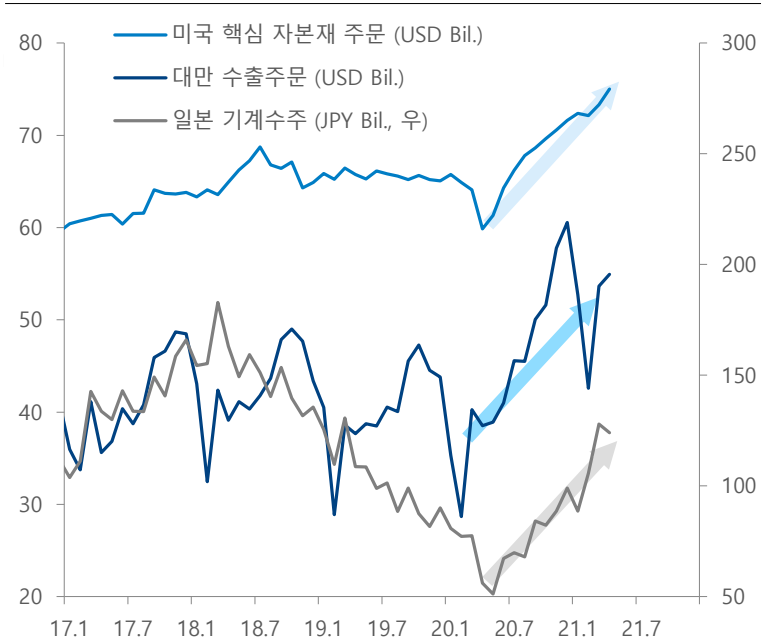


그림12. 경기회복세가 글로벌 증시 및 원자재 가격 상승 동력



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그림13. 미국 내구재 주문, 대만 수출주문, 일본 기계수주 개선세 뚜렷



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

유동성에서 시작한 자산가격 상승세, 다만, 최근 개선 모멘텀은 둔화

- 경기회복은 유동성 반등에서 시작. 전통적으로 선행지수 구성항목에서 M2와 같은 유동성 항목의 비중은 상당히 높은 편. 연준을 비롯한 글로벌 정책당국의 막대한 유동성 공급이 경기회복으로 이어진 것은 자명한 사실
- 다만, 올해 들어 중국은 자산가격 거품 우려와 미중 대립에 대비한 선제적 대응 차원에서 유동성 공급 축소 흐름 이어가고 있음. 미국과 중국의 명목 시장금리는 모두 팬데믹 이전 수준에 도달, 중국 금리는 최근 둔화세가 이어지고 있는 점은 주목

그림14. 팬데믹 이전 수준에 도달한 미중 시장금리

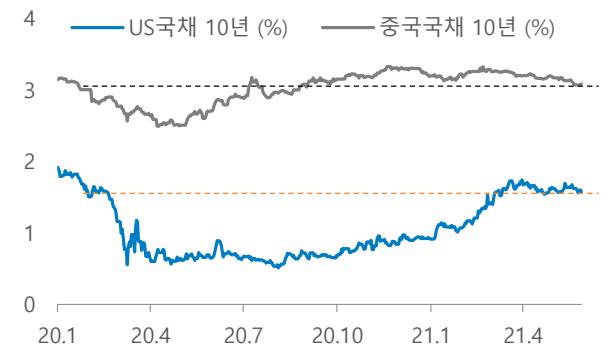
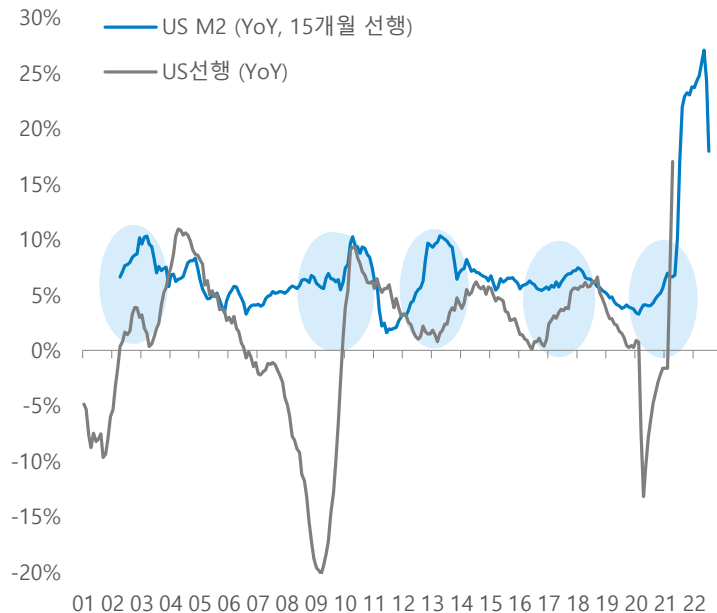
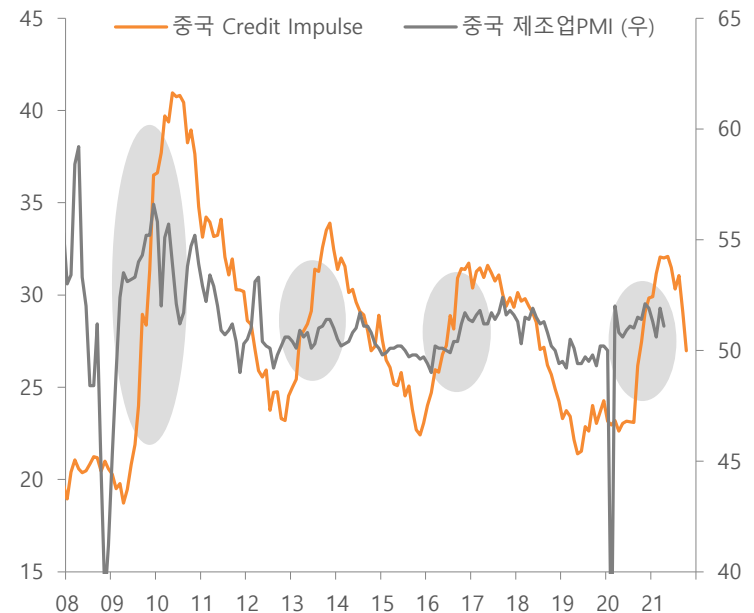


그림15. 통화당국의 막대한 유동성 공급이 선행지수 회복에 절대적 기여



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그림16. 중국도 유동성 긴급 지원으로 경기회복 성공, 최근에는 긴축 전환

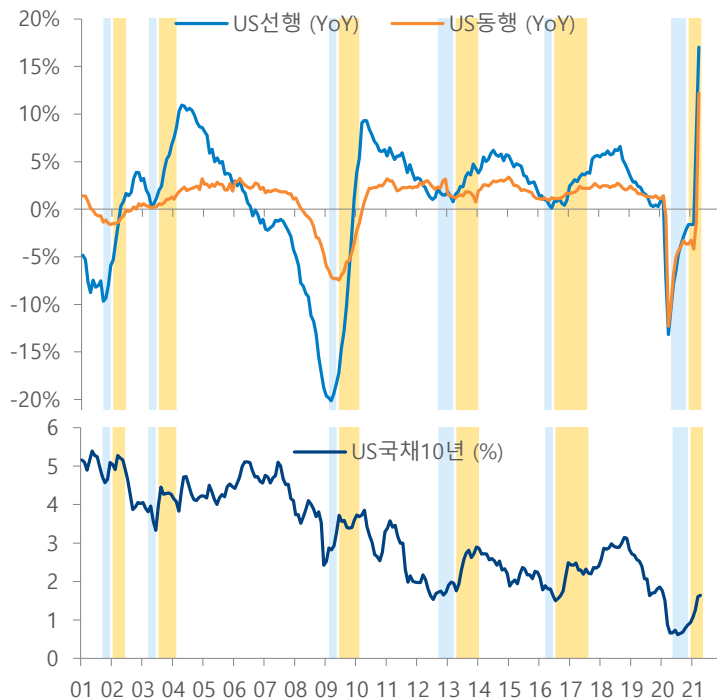


자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

경기회복 구간 동행지수와 선행지수 반등이 동시에 나타날 때

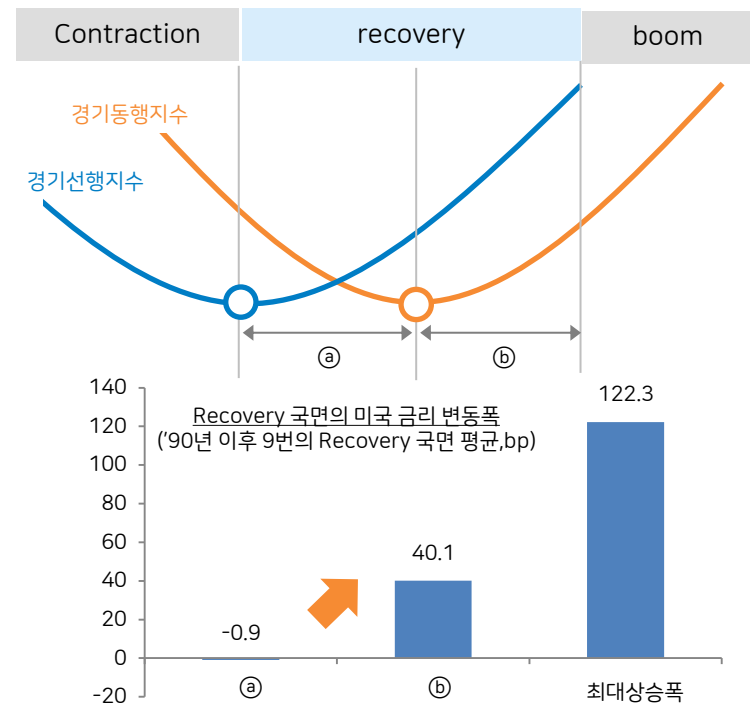
- 미국과 유럽을 중심으로 백신 접종률이 과반 전후를 기록하고 있고 실물경기 회복세가 진행되면서 경기 선행지수에 이어 동행지수의 회복세도 확인되고 있음. 유동성 개선에 힘입은 경기개선 흐름이 실물경기 개선으로 이어지면서 시장금리 반등이 나타나는 것은 일반적 현상. 자금 수요가 늘어나고 물가상승에 대한 기대가 높아지기 때문
- 경기회복 구간에서 동행지수 반등 시작을 기준으로 구분하면, 일반적으로 시장금리 반등이 두드러진 것을 볼 수 있음. 시장금리 상승에도 불구하고 아직 초반이고 실물경기 회복 흐름 진행 중인 점이 높아진 가격부담에도 자산가격을 지지하고 있음

그림 17. 경기선행지수와 동행지수 전년비 증가율과 시장금리: 최근 선행지수 회복에 이어 동행지수 반등이 본격화되고 있음



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그림 18. 경기회복 국면에서 시장금리는 경기동행지수 증가율 반등 이전(㉠)에는 못 오르다가 반등이 시작되면(㉡) 본격적으로 상승

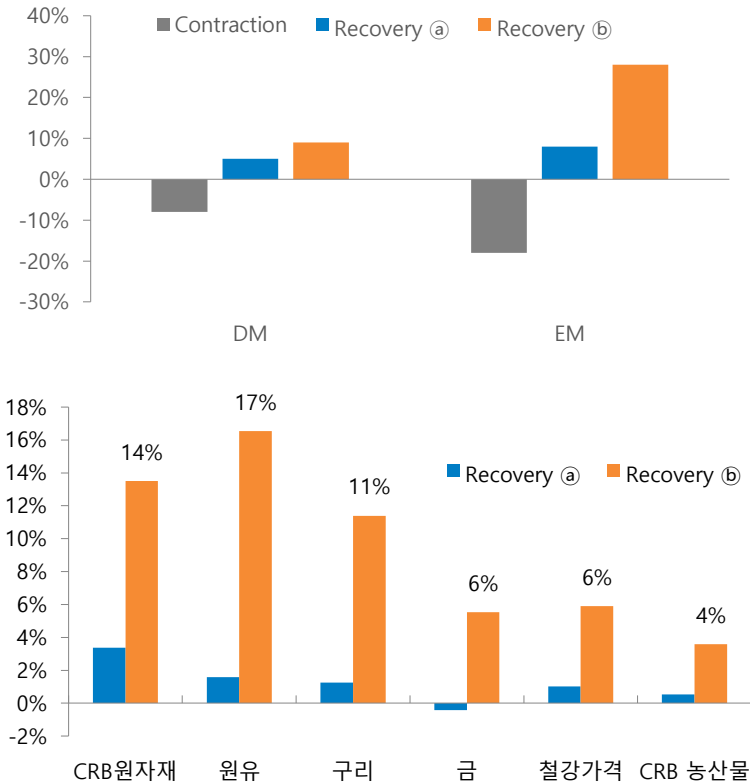


자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

실물자산 강세 구간

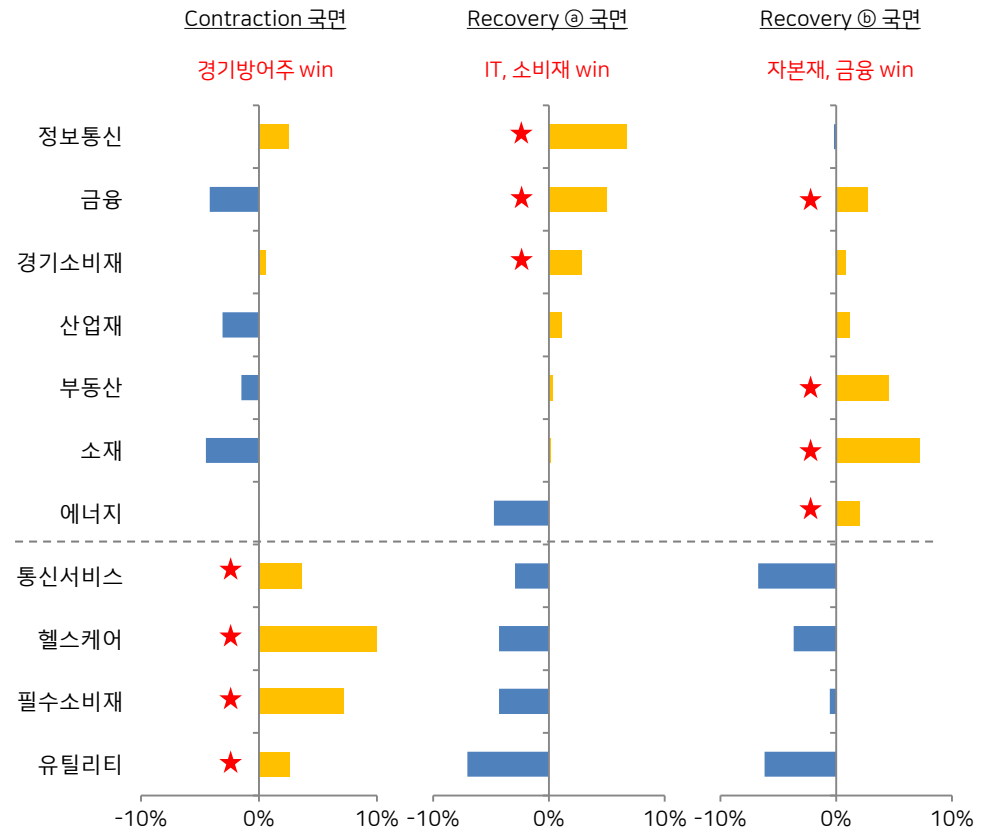
- 경기동행지수 반등은 실물경기 회복을 의미하므로, 증시 상승세는 좀 더 이어지고 대표적인 실물자산인 원자재 가격 상승세 두드러짐
- 증시 섹터별로도 동행지수 반등 이전 ㉠구간의 소프트한 섹터의 상대적 강세에서 동행지수 반등 이후인 ㉢구간에서 경기민감 섹터 강세

그림19. 경기 동행지수 반등과 함께 증시 상승세가 가속화 되고 실물자산의 가격 상승세도 확대



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그림20. 1995년 이후 과거 각 국면별 섹터 성과: Recovery ㉠ 국면에서 항상 IT와 소비재가 좋았고, 산업생산 반등이 확인되면 자본재와 금융 섹터 상대적 강세가 일반적

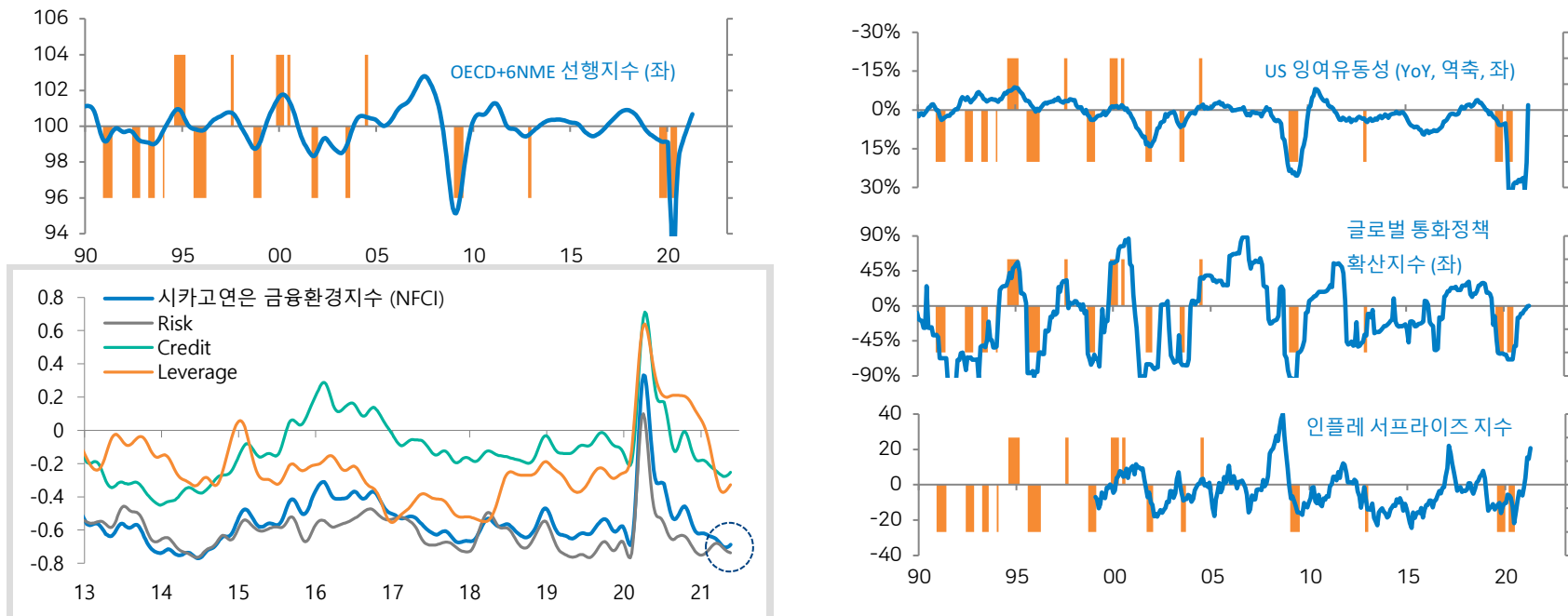


주: MSCI AC World 기준 섹터지수 등락률을 의미
자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

아직은 금융환경 완화적이지만...

- 글로벌 유동성 환경 체크를 위한 당사의 hawkish-dovish 지수는 작년 상반기 완화적 금융환경을 가리켰으나, 이후 잉여유동성 하락과 인플레이 서프라이즈 반등으로 완화 신호는 사라진 상황. 아직 통화정책 확산지수가 (-)권에 머무르고 있지만, 캐나다 중앙은행의 테이퍼 발표와 영국 BOE의 태도 변화 등이 확인되고 있어 향후 (+)권 진입 가능성이 높은 것으로 판단
- 금융환경의 현재 레벨을 보여주는 시카고 연은의 금융환경지수는 위험 항목의 하향 안정세에 힘입어 완화적 수준에 여전히 위치. 다만, 크레딧과 레버리지 항목의 반등이 경기개선과 함께 최근 확인되고 있고, 향후 금융환경지수의 반등 예상. 당장은 완화적 금융환경에 위치해 있지만, 지금 경기흐름이 이어진다면 계속해서 현재 레벨에 있을 수는 없을 것으로 보임.

그림21. 작년 상반기 완화적 금융환경 두드러졌지만, 이후 당사 hawkish-dovish 지수에서 완화 신호는 사라짐. 금융환경의 레벨을 보여주는 시카고 연은 NFCI는 아직 완화적 위치

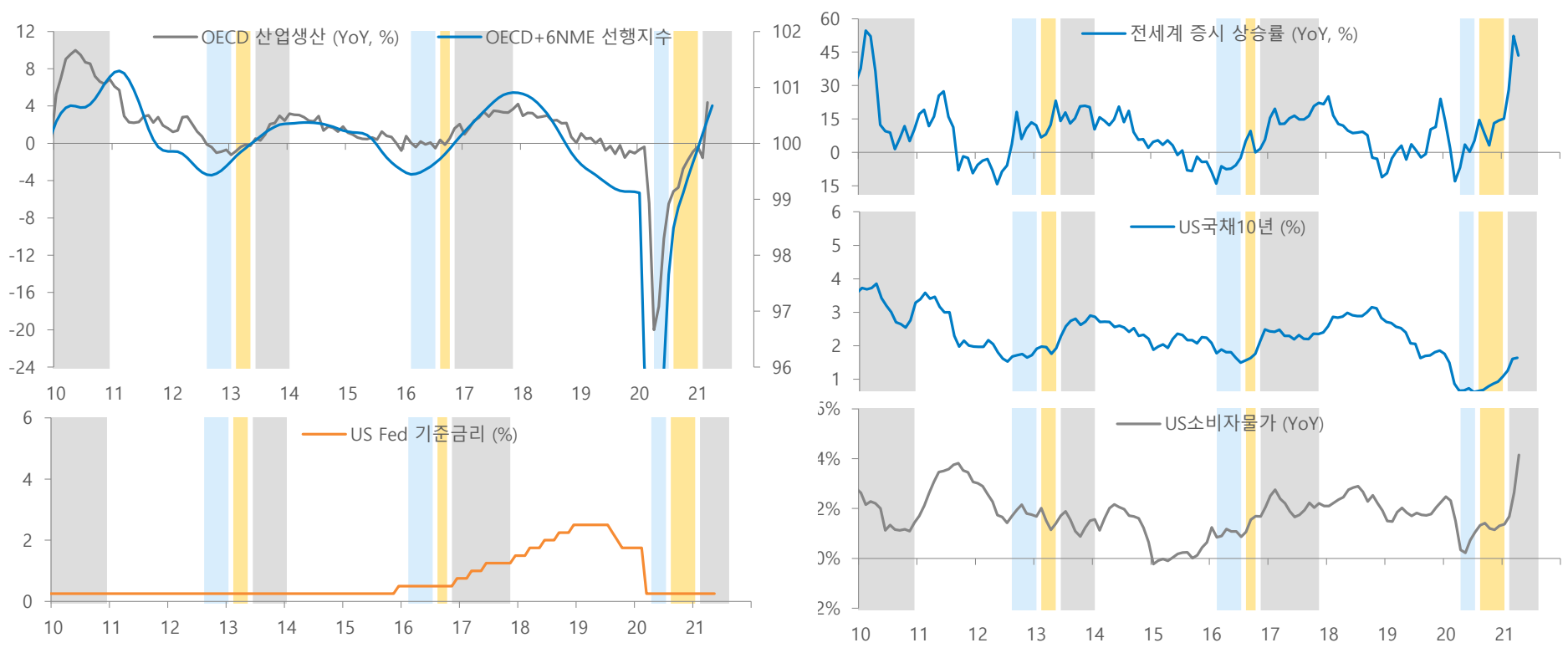


자료: REFINITIV, Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

변화의 시간이 다가온다

- 최근 OECD+6NME 경기선행지수는 기준선인 100선을 넘어서고 동행지수인 산업생산과 동반 상승이 진행 중. 경기회복 구간을 지나 경기호조 구간(회색 음영)에 진입한 상황. 과거 이러한 경기사이클 구간에서는 증시 상승률의 개선 속도가 둔화되거나 높은 시장금리와 물가상승률을 보였음. 최근 물가상승에 대한 논란은, 경기사이클 구간 위치로 볼 때, 결국 순환적인 물가상승은 인정해야 할 시기로 판단
- 물가상승 부담은 그동안 완화적 통화 스탠스 취해왔던 주요국 중앙은행 정책변화로 나타날 것으로 전망

그림22. 글로벌 경기선행지수는 기준선인 100선을 넘어서고, 동행지수인 산업생산과 동반 생산하는 회색 음영 구간에 진입. 물가 및 시장금리 상승에 대해 관심을 가져야 할 시기



자료: REFINITIV, Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

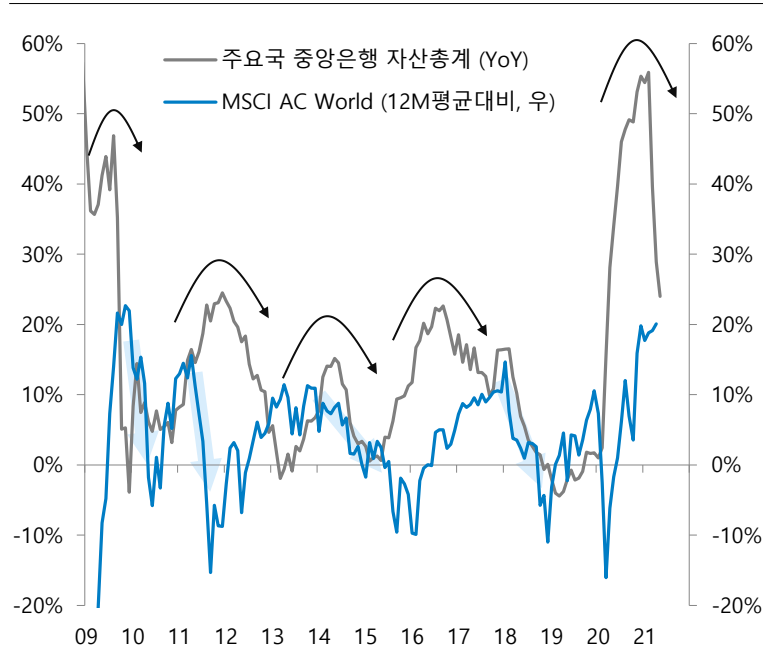
유동성 모멘텀 둔화에 주목

- 이미 주요국(미국, 유럽, 영국, 일본) 중앙은행 자산 증가율은 둔화세에 접어들었고, 이는 지난 금융위기 이후 경험처럼 증시 상승률 둔화로 이어질 가능성. 최근 글로벌 증시 전년비 상승률과 이익전망 변화율이 교차하는 흐름이 나타났는데, 증시 상승률 만큼 이익전망 역시 빠르게 상승했을 때 이후 상승률이 재반등한 경우는 없었다는 점은 주목
- 글로벌 달러 유동성을 보여주는 전세계 금 제외 총준비금의 전년비 증가율도 최근 둔화세. 이는 글로벌 증시 밸류에이션과 등락 폭의 차이는 있어도 방향성은 유사했다는 점에 서 이익증가 뿐만 아니라 유동성 둔화도 증시 밸류에이션 하락 요인으로 작동 중

그림23. 글로벌 증시 이익증가율과 주가상승률 최근 교차

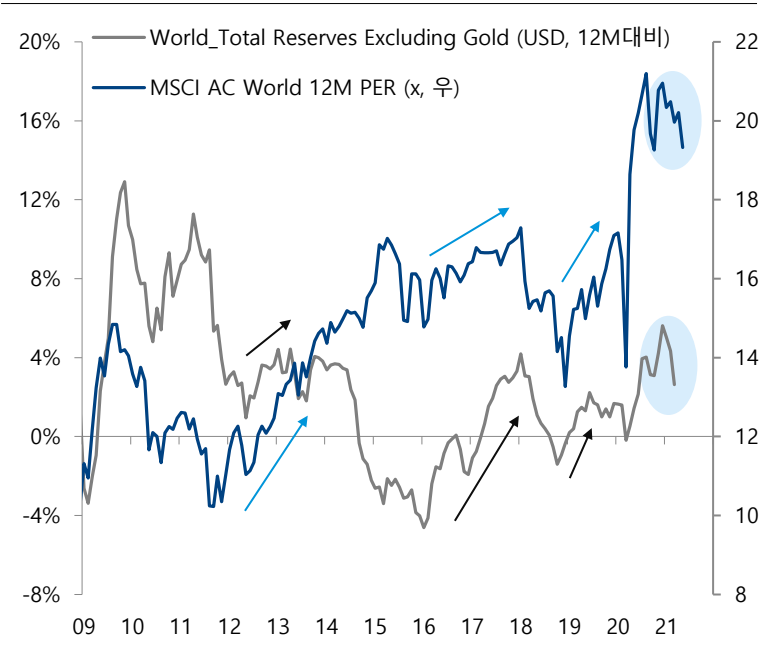


그림24. 주요국 QE강도가 둔화되면, 증시 상승률도 둔화 불가피



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그림25. 글로벌 유동성과 증시 밸류에이션은 변동 폭 차이에도 등락 흐름은 유사



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

2021 하반기 자산배분 전략: 로테이션 시즌이 온다

I. 팬데믹 이후 정상화 기대와 현재 위치

II. 자산가격 상승세 이어질 수 있을까

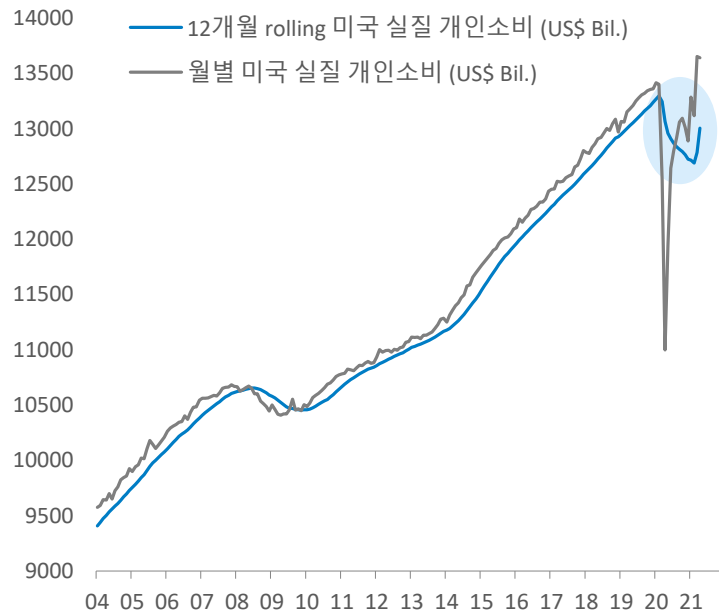
III. 산업별 싸이클 모멘텀

IV. 전술적 자산배분 제안

팬데믹 이후 정상화 흐름 속에 소비도 정상화

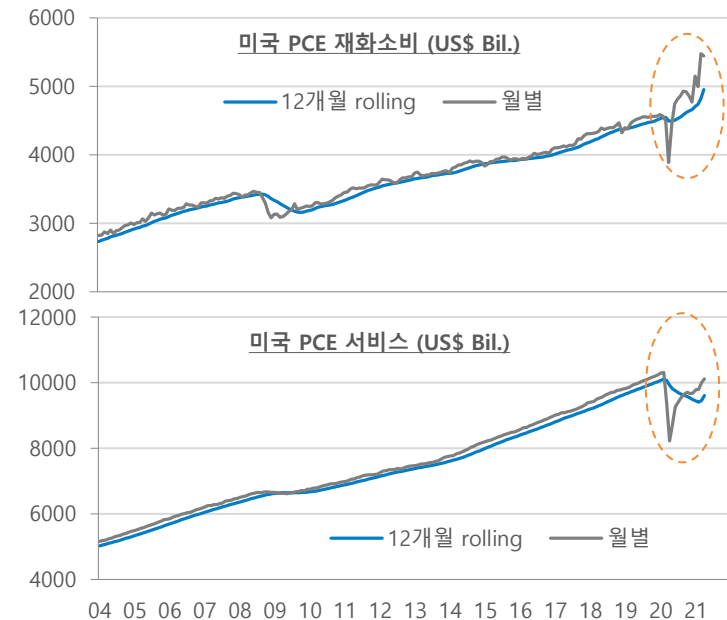
- 당장은 팬데믹 이후 경제 정상화 흐름 속에서 그동안 억눌렸던 소비의 회복 기대. 미국 가계의 가처분소득 대비 저축률은 올해 4월 기준 14.9% 기록. 정부 지원으로 쌓인 이전 소득은 팬데믹 종료와 함께 소비 지출로 쓰일 것으로 기대. 미국 실질 개인소비지출(PCE) 추이를 보더라도 월별로 빠른 회복세를 보이고 있고, 12개월 rolling 기준으로는 여전히 이전 추세에 못미치는 만큼 보복 소비의 형태로 나타날 것으로 전망
- 소비 형태는 팬데믹 기간 중에도 이어진 재화 소비 보다는 대면 서비스 업종에 집중될 것으로 보임. PCE 재화 소비는 12개월 rolling 으로도 이전 수준을 회복한 반면, 서비스업 소비는 월별로도 이전 추세에 못미치고 있음

그림26. 미국 실질 개인소비는 팬데믹 기간 급락으로 보복소비 기대 큰 상황



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그림27. 재화 소비 보다는 대면 접촉을 기반으로 하는 서비스업 소비 회복이 중심

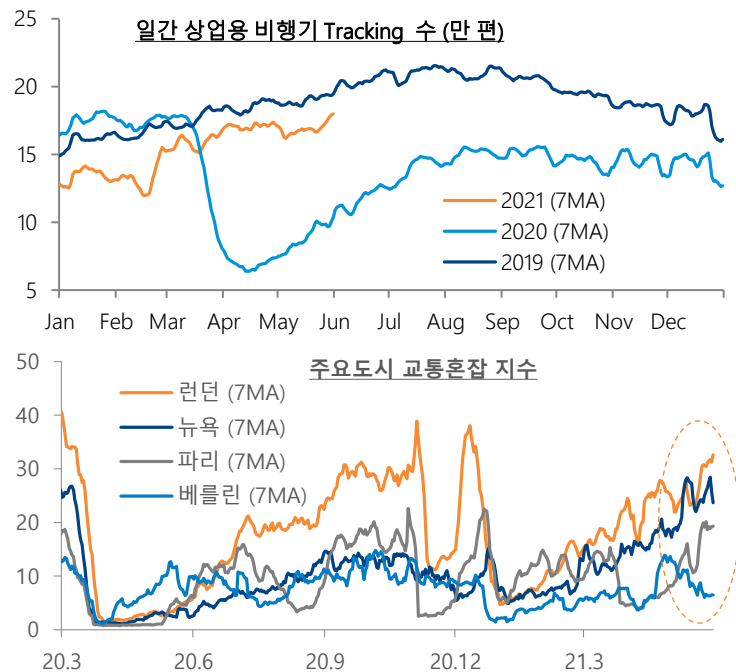


자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

보복 소비 중심은 온택트 서비스업

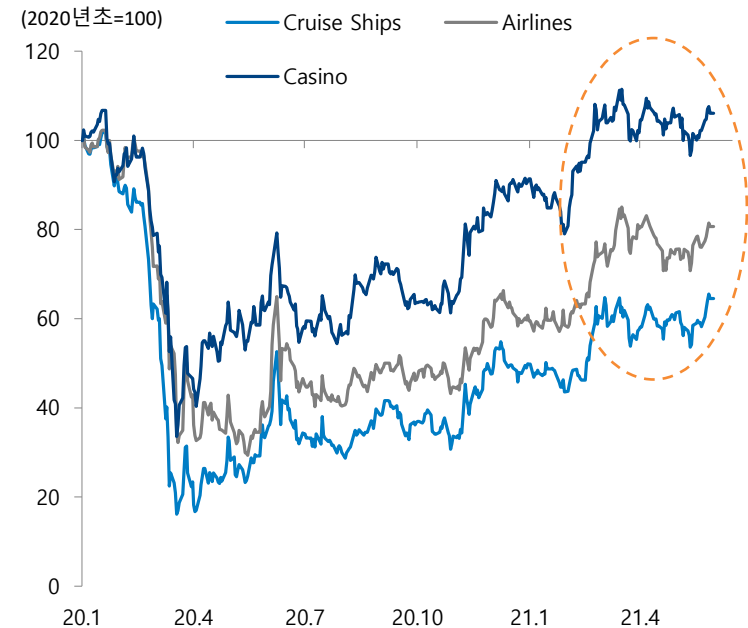
- 백신 접종률 상승과 함께 외부 활동이 늘어나면서 미국 일간 상업용 비행기 운항편 수는 2020년 보다 뚜렷이 상승했고, 2019년은 아직 못미치지만 거의 육박하는 상황. 미국과 유럽의 주요 도시 교통혼잡지수도 백신 접종률이 상대적으로 높은 영국과 미국의 런던, 뉴욕은 팬데믹 이전 수준에 다다르고 있고, 파리도 빠르게 회복 중. 독일의 베를린이 아직 더딘 상황이지만, 백신 접종률 상승과 함께 올여름에는 이전 수준에 육박할 것으로 기대
- 교통 관련 지표들의 상승은 사람들간의 교류가 많아지는 것을 의미하고, 대표적인 대면 서비스 산업인 여행/항공/카지노의 주가도 최근 빠르게 개선 중

그림28. 일별 상업용 비행기 운항편 증가가 확인되고, 교통혼잡지수도 반등세



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그림29. 온택트 서비스 대표인 여행서비스 업종의 정상화 기대

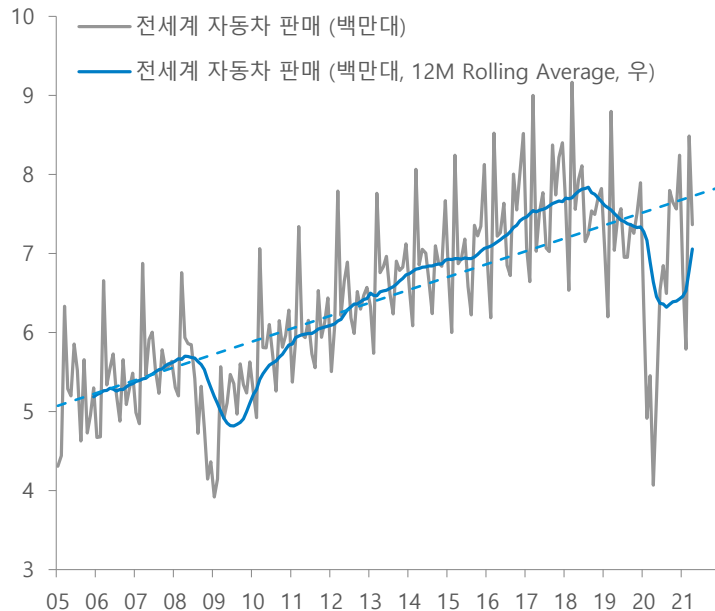


자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

자동차 판매 회복세 지속 기대

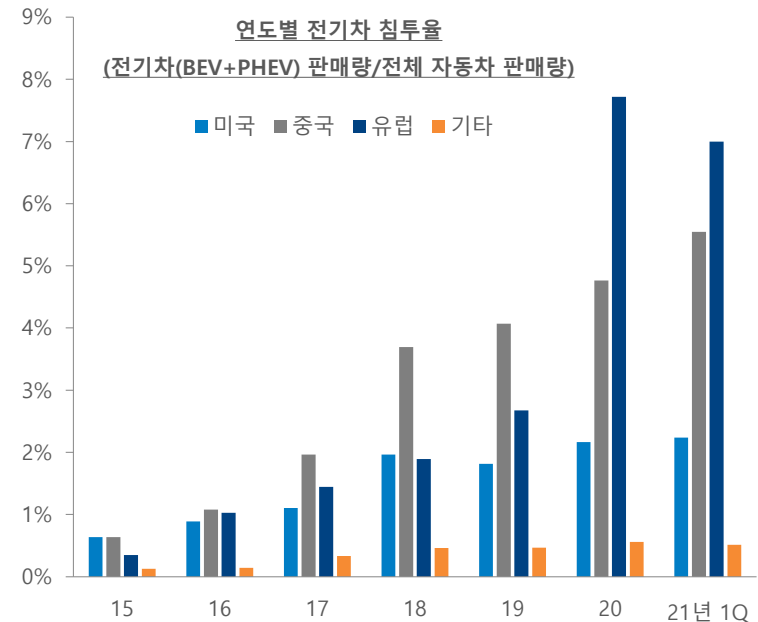
- 팬데믹 기간에 재화 소비가 상당 부분 진행됐지만 노트북과 같은 비대면 활동을 위한 IT 내구재의 소비가 컸고, 외부활동 기회가 줄면서 자동차 소비는 상대적으로 부진했던 것으로 파악됨. 전세계 자동차 판매는 최근 월별로는 이전 수준을 회복했지만, 작년 중반까지 예년 대비 부진했던 부분이 팬데믹 이후 정상화 흐름 속에 회복될 것으로 기대
- 또한 자동차 산업의 친환경 흐름 속에 내연기관에서 전기차와 같은 교체 수요가 자동차 판매 회복을 자극할 것으로 기대. 그동안 친환경 자동차 수요가 꾸준히 증가해 왔지만, 유럽 조차 아직 연도별로 10% 미만 침투율을 기록하고 있고, 특히 미국은 2%대 수준으로 낮은 편이라 바이든 행정부의 친환경 움직임과 함께 빠른 회복세 진행 전망

그림30. 전세계 자동차 판매도 회복세 전망



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그림31. 친환경 자동차 침투율은 여전히 10% 미만 수준

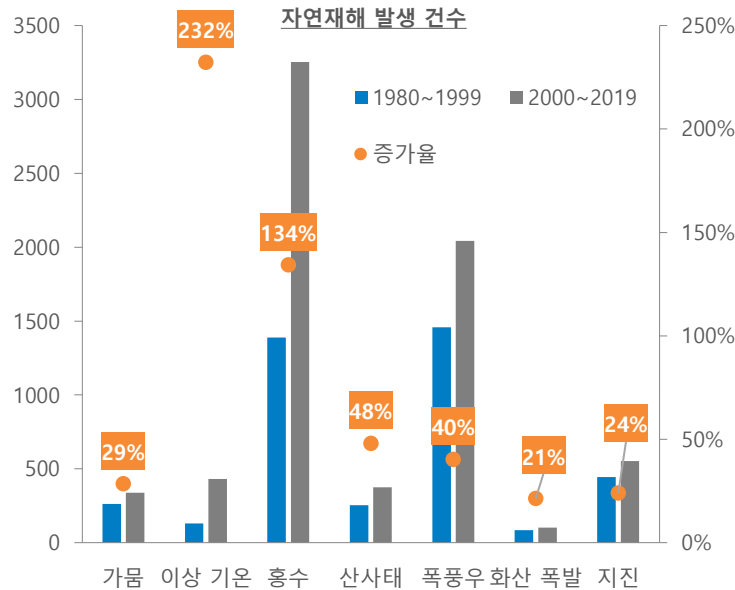


자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

기후변화 대응은 시대적 과제

- 자동차 친환경 수요는 그동안 전세계가 소홀히 해왔던 기후변화 흐름과 연관됨. 1980년~99년까지 20년과 2000년~19년까지 20년의 자연재해 발생 건수를 보면, 이상 기온의 경우 232%의 증가율을 기록. 이상 기온 현상이 잦아지면서 홍수와 폭풍우 역시 각각 134%, 40%의 높은 증가율 기록. 이러한 자연재해 증가는 각국의 기후변화 대응에 대한 관심으로 이어짐
- 주요국은 2030년까지 작게는 20% 중반, 많게는 50%선까지 온실가스를 감축하겠다는 목표를 제시했고, 대부분 주요국에서 2050년에는 탄소중립 달성을 발표하고 있음. 가장 온실가스 배출 규모가 큰 중국도 2060년까지 탄소중립 달성을 목표로 제시하고 있다는 점에서 기후변화 대응은 전세계의 가장 중요한 관심사가 되고 있음

그림32. 자연재해 종류별 발생건수 비교: 1980~1999년 vs. 2000~2019년



자료: UNDRR, 하이투자증권 리서치본부

그림33. 주요국 2030년까지 온실가스 감축목표량과 탄소중립 달성 시기

| 국가 | 감축목표(%) | 기준 연도 | 탄소중립 달성 시기 |
|-----|---------|-------|----------------|
| 한국 | 24.4 | 2017년 | 2050년 |
| 미국 | 50 이상 | 2005년 | 2050년 |
| 중국 | 60~65 | 2005년 | 2060년 |
| EU | 55 | 1990년 | 2050년 |
| 러시아 | 25~30 | 1990년 | 사할린 지역 2025년까지 |
| 일본 | 46 | 2013년 | 2050년 |
| 인도 | 33~35 | 2005년 | 현재 2050년 검토 중 |
| 캐나다 | 30 | 2005년 | 2050년 |
| 호주 | 26~28 | 2005년 | 2050년 |
| 스위스 | 50 | 1990년 | 2050년 |

자료: UNFCCC, 하이투자증권 리서치본부

친환경 규제로 조선 업황도 변화

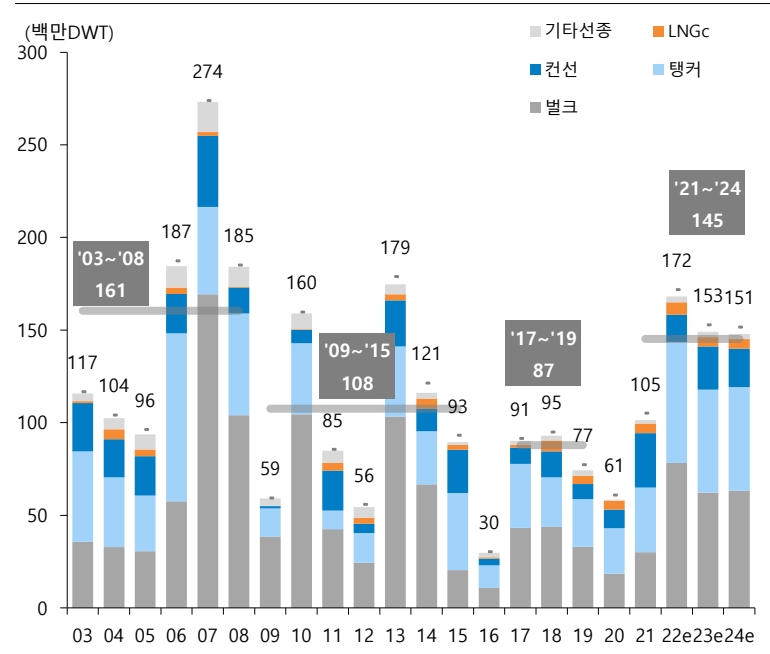
- 지구 온난화를 막기 위한 노력 속에 해운업도 2013년부터 EEDI(Energy Efficiency Design Index for new ships)라는 에너지 효율 지표를 제정해 연비 개선 및 CO2 감축 노력을 진행. 특히 이번 6월 중순에 현존 선박에 대한 CO2 규제가 채택되면 EEDI phase2 에 준하는 가이드라인을 충족해야 운항이 가능. Pre-EEDI(2013년 이전 진수) 선박들은 엔진출력제한을 통해 속도를 낮춰야 2023년부터는 운항이 가능할 것으로 보고 있음
- 이는 선박 공급부족과 고연비 선박에 대한 해체 작업으로 신규 조선시장의 수요 확대로 이어질 것으로 기대. 친환경 흐름이 산업의 사이클을 바꾸는 현상으로 나타날 것으로 기대

그림34. CO2 규제로 퇴출 압박 받는 D와 E등급 비중이 40% 중반 수준

| 건조 (년도) | CO2 규제 | RF: MCR 절감율 | 구간 비중 | 건조 (척수) | (백만DWT) | 비중 | 누적 |
|------------|--------------------------|----------------|----------|------------|---------|-----|------|
| ~2006 | pre-EEDI | D~E 등급 | 46% | 69,683 | 985 | 46% | 46% |
| 2007 | | | 26% | 2,411 | 68 | 3% | 50% |
| 2008 | | | | 2,655 | 74 | 3% | 53% |
| 2009 | | | | 3,172 | 79 | 4% | 57% |
| 2010 | | | | 2,740 | 89 | 4% | 61% |
| 2011 | | | | 2,832 | 123 | 6% | 67% |
| 2012 | | | | 2,496 | 124 | 6% | 72% |
| 2013 | EEDI Phase0 | B | 7% | 2,195 | 94 | 4% | 77% |
| 2014 | | B | | 1,910 | 62 | 3% | 80% |
| 2015 | EEDI Phase1 (-10% 절감) | A | 13% | 1,792 | 57 | 3% | 83% |
| 2016 | | A | | 1,692 | 58 | 3% | 85% |
| 2017 | | A | | 1,258 | 57 | 3% | 88% |
| 2018 | | A | | 1,163 | 63 | 3% | 91% |
| 2019 | | A | | 1,146 | 51 | 2% | 93% |
| 2020 | EEDI Phase2 (-20% 절감) | 충족 | 7% | 1,581 | 82 | 4% | 97% |
| 2021 | | 충족 | | 1,097 | 63 | 3% | 100% |

자료: 하이투자증권 리서치본부

그림35. 2023년 CO2 규제 감안할 때, 신규 조선시장 1억에서 1.5억 DWT로 증가

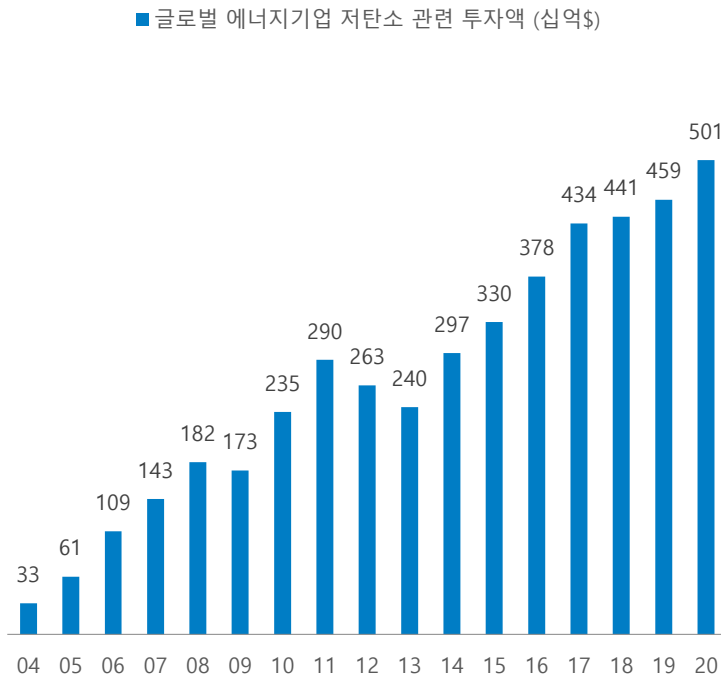


자료: 하이투자증권 리서치본부

글로벌 친환경 투자 확대

- 에너지 기업도 탄소배출을 줄이기 위한 투자 규모가 해마다 증가하고 있음. 이러한 투자 확대는 관련 친환경 산업의 성장과 경기사이클과 상관없이 경제의 기조적 성장에 기여할 것으로 전망
- 중국 역시 2020년 12월 발표된 '14차 5개년 계획'에서 단순히 탄소 배출량 감축이 아니라 친환경 발전원을 활용한 스마트그리드 통한 에너지 산업의 전체적인 시스템 재구축 추구. 이는 중국 뿐만 아니라 타지역도 마찬가지로 친환경 에너지 관련 투자 확대 전망

그림36. 글로벌 에너지기업 저탄소 투자금액 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림37. 중국 14차 5개년 계획(2021~2025) 중 신재생 에너지 관련 주요 정책

| 분야 | 과제 | 주요 추진 정책 |
|-------|----------------|---|
| 안보 | 국가경제 안보 확보 | 에너지 안보, 전략 광산자원 안보 강화, 석유/가스/전력 등 핵심 인프라 안전 유지 |
| 녹색 성장 | 환경보호 선도 | 기후변화 대응 등 환경 관련 국제협력 참여 및 선도 |
| | 저탄소 및 녹색발전 가속화 | 저탄소: 2030년 정점 탄소배출 감축 이행 녹색개발: 관련 법률 및 정책보장 강화, 녹색금융 개발, 환경보호 산업 발전 촉진 친환경 추진: 친환경 과학기술 개발 장려, 핵심산업 및 분야 녹색전환 추진, 친환경 생산 및 건설 확대 |
| 산업 | 산업 밸류체인 현대화 | 신형 산업밸류체인 발전, 스마트화, 녹색발전 등 전통산업 고급화 |
| | 전략적 신형산업 | 차세대 정보기술과 신재생에너지, 신소재, 신에너지 자동차, 환경보호 등의 산업 발전 가속화 |
| | 기초 인프라 건설 | 스마트 에너지 생산/공급/저장/판매체제 시스템 조성 생산전력 운송통로 설치구도 최적화, 재생에너지 처리 및 저장능력 변방지역으로 전력운송 능력 제고 |
| 내수 | 투자확대 | 전략적 신형산업 투자 확대, 신형 인프라 투자 확대 |

자료: 대외경제정책연구원, 하이투자증권 리서치본부

친환경 투자는 이전의 신흥국 소비사이클을 연상

- 지난 금융위기 이후 중국의 대대적인 재정부양 속에 전통 경기민감 산업의 투자가 진행됐고, 경제성장과 함께 중국 중산층 성장에 따른 소비시장 확대에 관련 산업들의 호조세가 이어졌음
- 이번 팬데믹 이후에는 친환경 관련 산업에 대한 투자 확대에 고용 증가 및 경제성장의 밑거름이 될 것으로 기대. 이는 앞에서 살펴본 조선업과 같은 다양한 산업의 회복 흐름을 만들고 있음. 바이든 행정부의 인프라 투자도 청정에너지 부문 지원과 세액공제 등 친환경 관련 지원에 상당 부분 할애한 것을 볼 수 있음

그림38. 대표 친환경 ETF인 ICLN, TAN, PBW

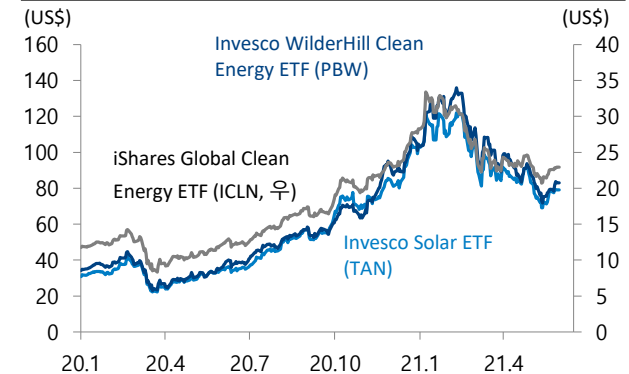
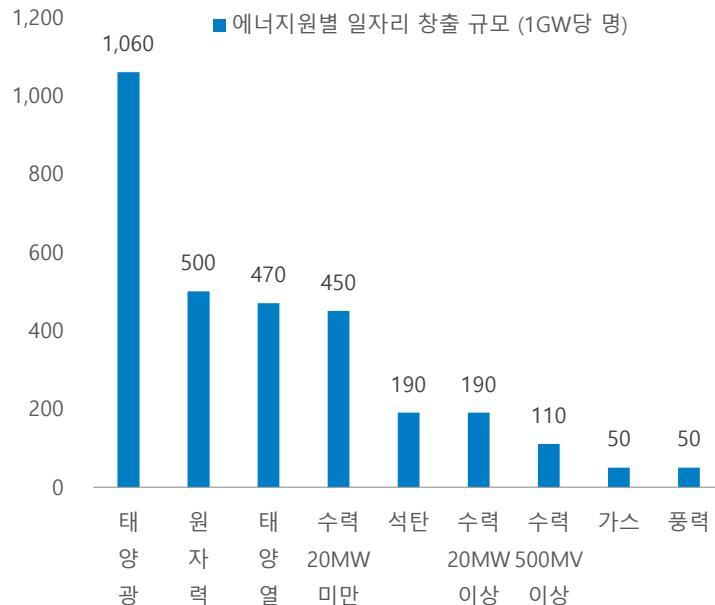


그림39. 그림14. 에너지원별 일자리 창출 규모



자료: 미국 원자력에너지 연구소, 하이투자증권 리서치본부

그림40. 바이든 행정부의 'American Jobs Plan' 세부 내용 및 투자액

| 부문 | 세부내용 | 투자금액(십억\$) | 비중(%) |
|-----------------|-----------------------|------------|-------|
| 인프라 관련 투자 | 인프라 관련 투자 합계 | 621 | 23.4% |
| | 전기차 보조금 | 174 | |
| | 고속도로, 교량 등 현대화 작업 | 115 | |
| | 대중교통 현대화 작업 | 85 | |
| | 철도(여객 및 화물) 개선 | 80 | |
| | 인프라 재난관리 개선 | 50 | |
| | 공항 개선 | 25 | |
| | 항구 및 수로 개선 | 17 | |
| | 기타 | 75 | |
| 미국 제조업 및 일자리 지원 | 미국 제조업 및 일자리 지원 관련 합계 | 590 | 22.3% |
| | 미국 제조업 부흥을 위한 지원 | 52 | |
| | 미국국립과학재단 지원 | 50 | |
| | 반도체 산업 지원 | 50 | |
| | 인재양성 및 근로자 보호 | 48 | |
| | 청정에너지 부문 지원 | 46 | |
| | 인프라 관련 리서치 자금 지원 | 40 | |
| | 기후변화 관련 기술 개발 | 35 | |
| | 통신, 전력망 및 식수 개선 관련 합계 | 311 | 11.7% |
| | 초고속통신망 설치 | 100 | |
| 통신, 전력망 및 식수 개선 | 전력 인프라 관련 투자 | 100 | |
| | 식수 공급 시스템 개선 및 현대화 작업 | 56 | |
| | 납 파이프라인 교체 | 45 | |
| | 기타 | 10 | |
| | 청정에너지 세액공제 | 400 | 15.1% |
| | 노인/장애인 돌봄서비스 | 400 | 15.1% |
| | 학교, 어린이 보호시설 등 개선 | 328 | 12.4% |

자료: 백안관, 하이투자증권 리서치본부

2021 하반기 자산배분 전략: 로테이션 시즌이 온다

I. 팬데믹 이후 정상화 기대와 현재 위치

II. 자산가격 상승세 이어질 수 있을까

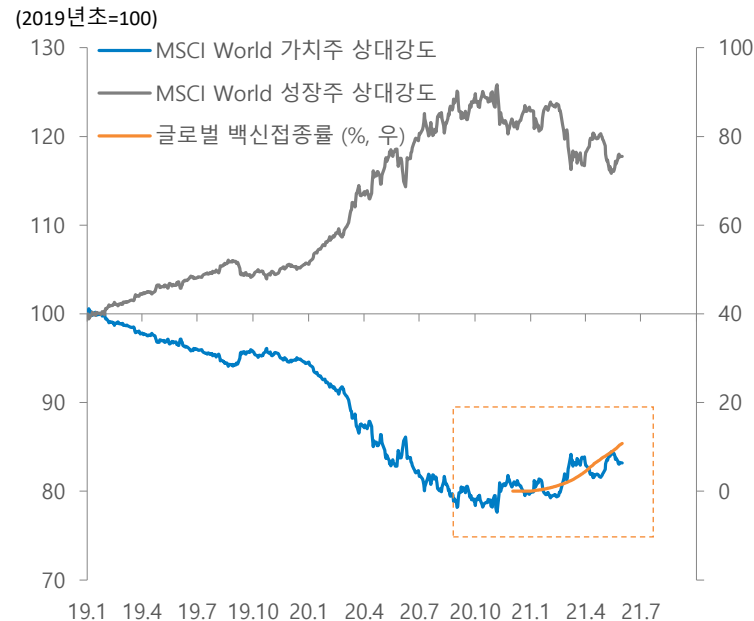
III. 산업별 싸이클 모멘텀

IV. 전술적 자산배분 제안

백신접종률 상승과 함께 가치주 호조, 이어질 물가 우려

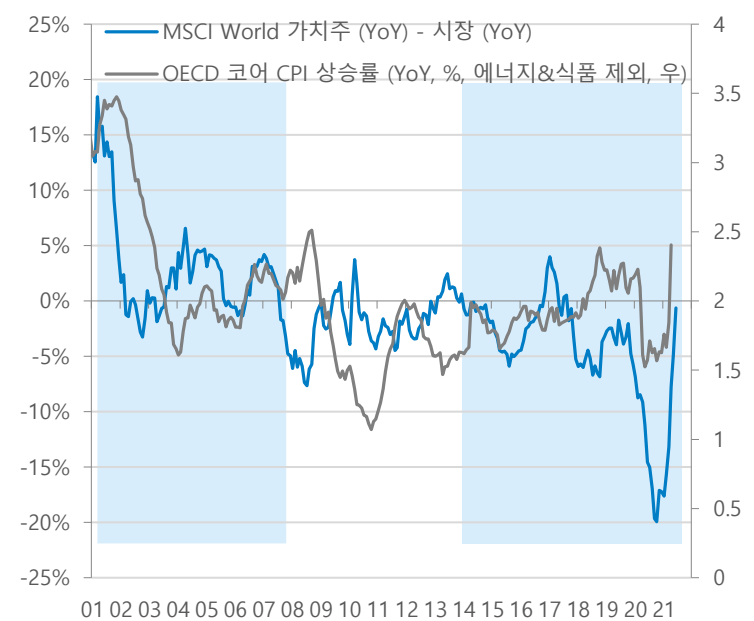
- 팬데믹 발발 직후 증시를 주도했던 성장주는 작년 11월 백신 개발 발표와 12월부터 시작된 백신 접종률이 올라가면서 상대적 부진이 나타난 반면, 경기민감 섹터 비중이 큰 가치주는 꾸준히 개선 중. 백신 접종률이 당분간 좀 더 올라가고 경제 정상화 흐름 속에 가치주의 나은 상대성과 흐름은 좀 더 이어질 것으로 전망
- 다만, 가치주의 시장대비 성과는 물가 흐름과 연동된 점이 많았다는 점은 주목할 부분. 경기민감 섹터 비중이 높은 가치주의 상대성과 개선은 경기호조와 함께 나타나는 물가상승으로 이어진 경우가 많았음. 2008년 금융위기 이후, 2010년대 초반 중국의 대대적 재정부양책과 유럽 재정위기가 공존했던 시기를 제외하면 가치주 상대성과가 양호했을 때 글로벌 코어 물가상승률도 상승했던 것으로 확인됨

그림41. 백신접종률 상승과 함께 증시 가치주 상대강도 개선세



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림42. 가치주의 상대적 강세와 글로벌 코어 물가상승률



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

물가 상승세는 연준의 정책 스탠스 변화로 이어질 듯

- 경기회복과 팬데믹 이후 공급망 재편 따른 물가 상승 흐름은 당분간 이어질 것으로 전망. 전년비 기저효과 따른 물가상승률의 빠른 상승은 둔화될 수 있어도 이전 금융위기와 보다 단기간에 더 많은 유동성 공급과 재정지원으로 물가 상승세는 당분간 이어질 것으로 보임.
- 물가상승세가 이어지면서 연준의 정책 스탠스 역시 변화될 것으로 전망. 테이퍼에 대한 언급 또는 향후 일정 제시 등은 증시와 원자재 같은 높아진 위험자산 가격에 위협이 될 수 있음. 다만, 앞서 언급한 산업사이클은 위험자산 가격의 하방을 지지할 수 있는 요인이고 테이퍼 논란 속에 시장금리 하락은 그동안 상대적으로 부진했던 성장주에 기회가 될 것으로 전망

그림43. 미국과 유럽의 기대 인플레이 상승은 지속

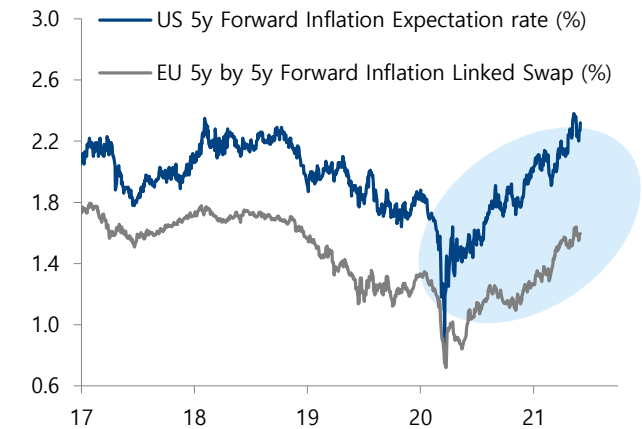
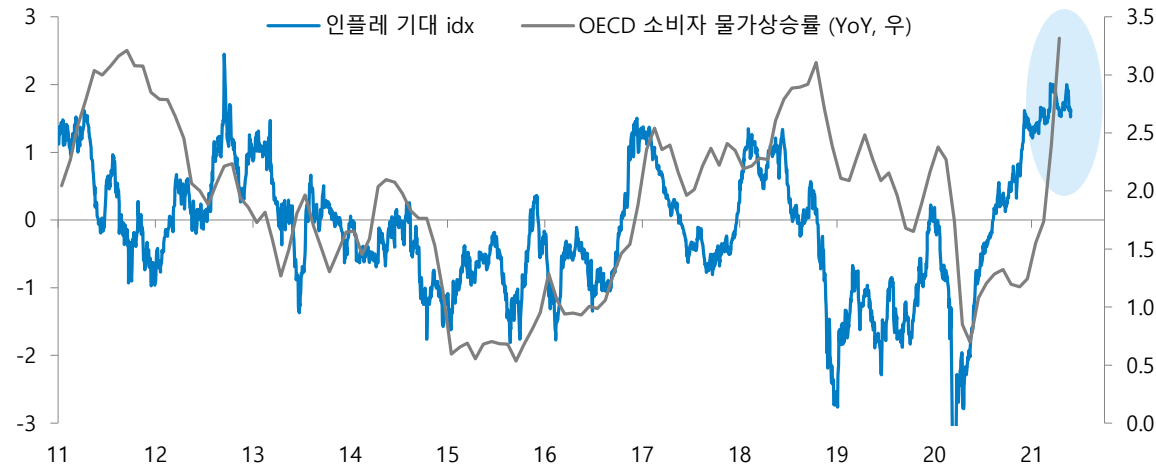


그림44. 당사의 인플레이 기대지수는 역대 고점 수준에 위치. 조만간 기저효과 소멸로 증가율 상 둔화는 가능하겠지만, 경기회복 및 공급망 재편 등에 따른 높은 물가수준은 좀 더 이어질 것으로 전망



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

테이퍼는 성장주에 호재 요인

- 금융위기 이후 글로벌 증시의 등락을 좌우했던 가장 주요한 요인 중의 하나는 중앙은행 통화정책 스탠스였음. 중앙은행의 테이퍼 시행은 유동성 증가 속도를 줄인다는 점에서 시장금리 상승 요인이 될 수 있지만, 경기에 대한 압박이 더 크게 작용해 시장금리의 하락 흐름이 일반적인 흐름
- 시장금리 하락으로 금리 레벨이 낮아지면 작년 상반기 증시 회복을 주도했다가 백신 개발 소식 이후 시장대비 부진한 흐름을 이어가고 있는 성장주에 기회가 될 것으로 판단. 혁신기업들의 성장세는 진행 중이고, 금리 하락으로 밸류에이션 부담이 낮아지기 때문

그림45. 미국 산업생산지수와 하이테크산업의 생산지수

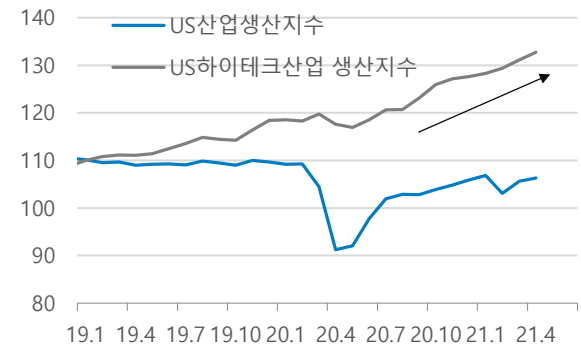
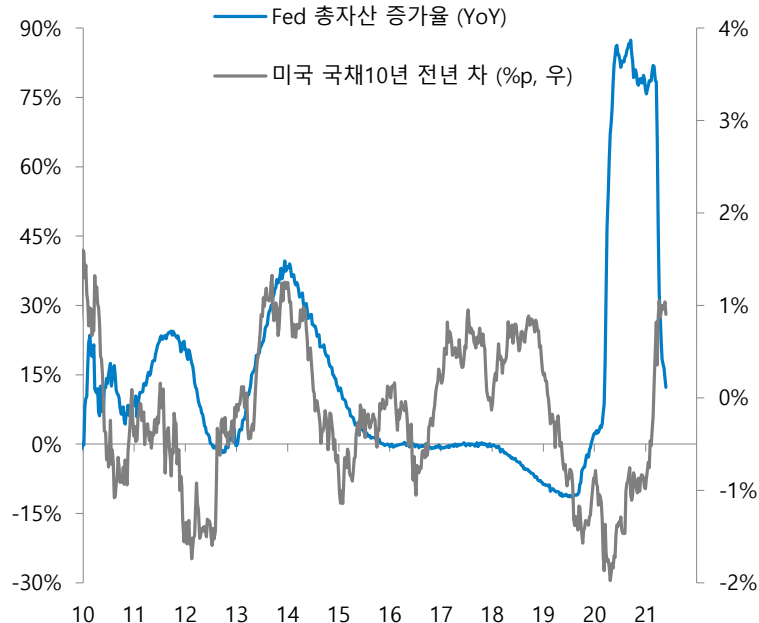
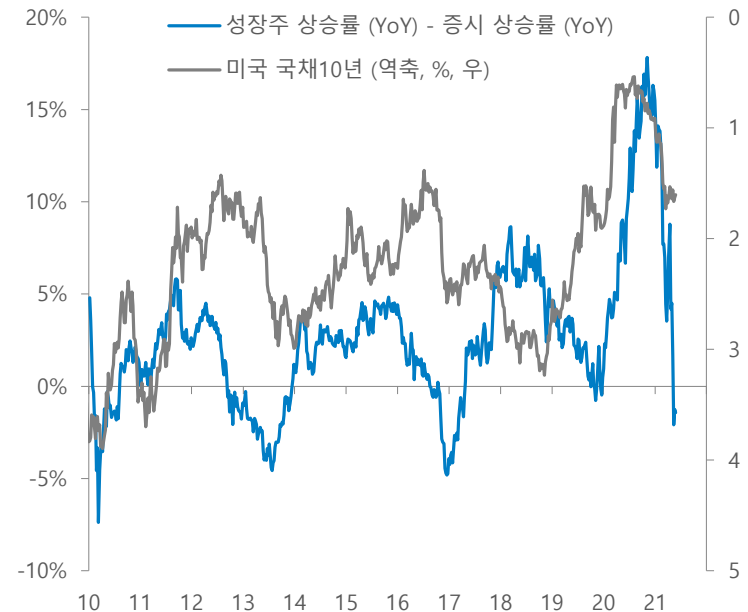


그림46. 주요국 QE강도가 둔화되면, 증시 상승률도 둔화 불가피



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그림47. 시장금리 하락은 성장주의 상대적 강세 요인

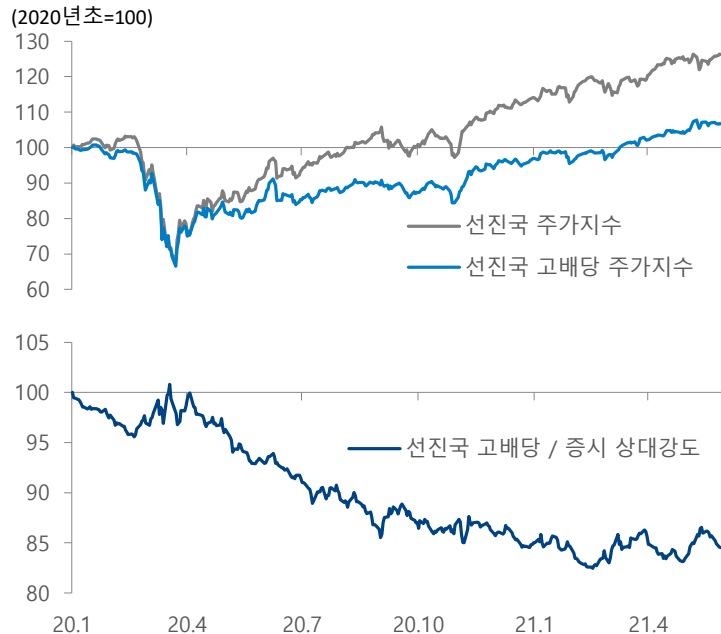


자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

고배당 지수에도 관심

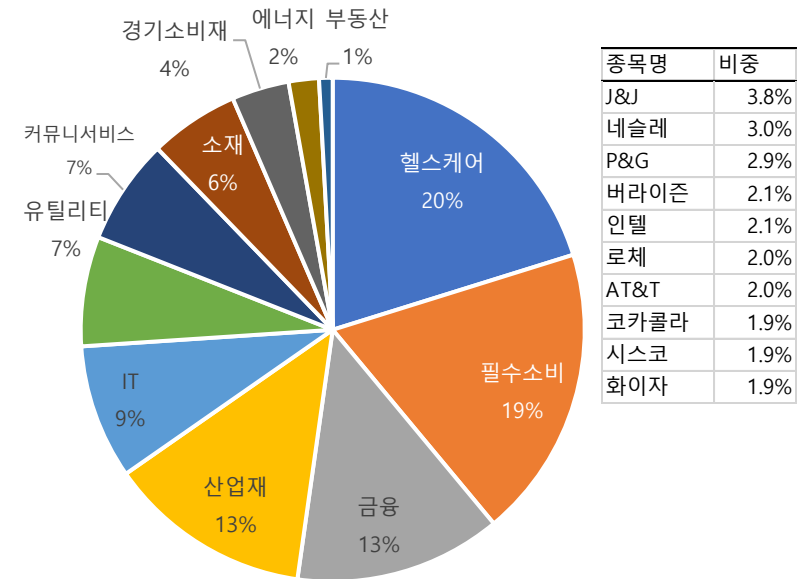
- 시장금리가 낮아지면 고배당 기업들의 매력도 상승. 당장은 경기회복과 물가 우려 속에 고배당주의 상대적 부진이 이어지고 있지만, 중앙은행 정책 스탠스 변화로 시장금리 하락으로 금리 레벨이 낮아지면 고배당주 상대적 강세 가능
- 상대적 부진이 꽤 오랜 기간 이어져 왔고 최근 추가 하락세는 제한적인 상황인 점과 선진국 고배당지수의 상위 구성종목이 소비재 기업 비중이 높다는 점도 소비 개선 흐름과 관련해 긍정적인 접근 가능한 시점으로 판단. 팬데믹 이후 개선된 기업이익은 배당가능 이익의 개선도 기대. 향후 테이퍼 구간에서도 안정적 흐름을 바탕으로 상대적으로 나은 성과 기대

그림48. 바닥권에서 등락 중인 선진국 고배당 상대강도



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림49. 선진국 고배당 지수의 섹터별 비중과 비중 상위 종목들



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

전술적 자산배분 제안

그림50. 전술적 자산배분 제안: 경기회복 흐름 감안해 여전히 주식 비중확대 유지하지만, 물가상승과 이후 중앙은행 스탠스 변화 감안해 선진국 중심 비중확대 제안

| 자산 | 지역 | 자산 제안 비중 (%) | 투자가능 ETP | CODE | 투자자산 비중 (%) | 자산배분 포인트 |
|----|--------|--------------|--|---------|-------------|---|
| 주식 | 선진국 주식 | 32 | KODEX 선진국MSCI World | A251350 | 10 | - 경기호조와 선진국 중심 팬데믹 이후 정상화 흐름이 빠르게 진행 중이라 선진국 증시에 Outperform 유지. 유럽증시 호조세 전망에 관련 ETF에도 배분 |
| | | | TIGER 유로스탁스50(합성 H) | A195930 | 8 | - 친환경 정책 흐름이 본격화되고 최근 조정으로 매력적인 수준에 도달한 친환경 대표 ETF도 신규 편입 |
| | | | iShares Global Clean Energy ETF | ICLN | 8 | - 배당주에도 긍정적 전망 감안해 관련 ETF 편입 |
| | | | iShares Core High Dividend ETF | HDV | 6 | |
| | 신흥국 주식 | 14 | iShares Core MSCI Emerging Markets ETF | IEMG | 6 | - 신흥국 증시는 팬데믹에서 회복이 상대적으로 더디고 이전보다 낮아진 성장 전망 감안해 이전 보다 비중 축소. 선별적 접근 관점에서 Asia ex Japan ETF는 유지 |
| | | | iShares MSCI All Country Asia ex Japan ETF | AAXJ | 8 | |
| 채권 | 미국 채권 | 20 | PowerShares 1-30 Laddered Treasury Portfolio PLW | | 10 | - 물가우려로 당장은 부정적이나 향후 중앙은행 정책 스탠스 변화 감안해 이전 보다 채권 비중 소폭 증가 |
| | | | Vanguard Total Bond Market Index Fund ETF BND | | 10 | - 시장 이자율 변동에도 손실을 제한할 수 있는 사다리형 채권투자 미국 국채 ETF 편입 |
| | 신흥국 채권 | 16 | iShares JPMorgan USD Emerging Markets BonEMB | | 8 | - 신흥국 채권 접근은 보수적인 관점에서 달러화 표시 채권 ETF으로 접근 유효 |
| | | | KODEX 종합채권(AA-이상)액티브 | A273130 | 8 | - 국내 채권은 패시브 보다는 유연한 대처 기대되는 액티브 채권 ETF 편입 |
| 대체 | | 18 | TIGER 부동산인프라고배당 | A329200 | 6 | - 막대한 유동성 공급 환경에서 실물자산 중에 REITs에 우호적 환경으로 판단, 여전히 배당수익률이 높다는 점도 매력적 |
| | | | Schwab US REIT ETF | SCHH | 6 | - 친환경 투자와 실물경기의 회복 흐름 감안해 원자재 ETF에도 일부 배분 |
| | | | iShares Commodities Select Strategy ETF | COMT | 6 | |
| 합계 | | 100 | | | 100 | |

Compliance notice

- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자:장희중, 박윤철)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여 될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.