

2021년 3분기 Vol.31 글로벌 에셋 라운지 | 하나금융투자 리서치센터

Global Asset Lounge

승자독식(勝者獨食)

- | 글로벌 자산전략 : 부잣집 공간이 비면 인심도 사라진다
- | 국내채권 : 한은 기준금리 인상이 시작되다
- | 대체투자 : 원자재 골라 담기



미래를 위한 솔루션

증여랩호에 탑승하라

성공적인 증여와 글로벌 투자의
세계로 안내합니다



기온창
IPS본부장

권창진
랩운용팀장

이중승
글로벌총괄 부사장

양길영
랩운용팀 운영역

황승택
리서치센터장

FORTUNE World's Most Admired Companies 2021

포춘지 선정 '세계에서 가장 존경받는 기업'에 투자

- 경제지 포춘에서 엄격한 기준에 따라 선정된 50대 기업이 투자 유니버스
- ESG 및 우량주(Quality) 등에 대한 리서치를 통해 포트폴리오 구성

* 세계에서 가장 존경받는 기업: 투자 가치, 재무상태, 제품의 질, ESG, 인재 확보 능력 등으로 선정

증여랩

***상품 특징**

포춘 50 올스타 중 지속가능한 ESG 우수 기업에 투자

지속가능한 기업에 집중하고 글로벌 연기금의 자산 배분 전략을 활용하여 효율적인 수익 추구
→ 증여세 신고 서비스 대행(신고금액 1,000만원 이상 시 횡수제한 없음) 및 장기 투자에 유리한 수수료 구조

자세한 내용은 영업점 및 홈페이지에서 확인하세요. 랩 수수료 | •장기보유형: 선취 1.0%, 후취 연1.2%(기간별상이) •자산배분형: 선취 1.0%, 후취 연1.2%(기간별상이)

*투자자는 금융투자상품에 대하여 설명을 들을 권리가 있으며, 투자전 상품설명서 및 약관을 반드시 읽어보시기 바랍니다. *금융투자상품은 자산가격 변동, 환율변동 등에 따라 투자원금의 손실(0~100%)이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속됩니다. *금융투자상품은 예금자보호법에 따라 예금보험공사가 보호하지 않습니다. *랩 계약은 고객계좌별로 운용·관리되는 투자일임계약으로 계좌별 운용실적이 상이할 수 있습니다. *해외주식거래 증가회사 및 해외 거래소에 지불하는 비용이 고객에게 추가로 발생할 수 있으며, 본 비용은 해당 거래소 및 증가회사 사정에 따라 변경될 수 있습니다. *증여세 발생 관련 내용(증여랩 가입고객 대상 최초증여, 기증예한산증여에 대한 현금증여 신고 대행서비스 무료 제공) 및 과세 기준·과세방법 등은 향후 세법 개정 등에 따라 변동 가능합니다. 금융투자협회 심사필 제21-02960호(2021.06.21~2022.06.20), cc번호 210625-0188

모두의 기쁨, 그 하나를 위하여
하나금융투자

글로벌 자산배분(Global Macro)

- 6 자산전략 | 부잣집 공간이 비면 인심도 사라진다 : 나중혁
- 18 ETF | 퀄리티의 중요성이 높아지는 시점 : 박승진
- 22 글로벌경제 | So far, so good : 전규연

자산별 전략(Global Micro)

- 30 선진/국내주식 | 테이퍼링과 성장주 : 이재만
- 38 중국주식 | 3분기 중국 전망 : 당과 시장이 만드는 주도주 : 김경환
- 46 국내채권 | 한은 기준금리 인상이 시작되다 : 이미선
- 50 해외채권 | 희망을 보여준 고용보고서: 정책변화 효과기대수 : 박승진
- 54 국내크레딧 | 유람선 수영장에서 살아남기 : 김상만
- 60 대체투자 | 원자재 골라 담기 : 전규연
- 64 미국부동산 | 프롬테크와 자동가치산정 : 구강모

글로벌 이슈(Global Issue)

- 68 1. 인플레이션, 일시적이지만 일시적이지 않다 : 김영준
- 72 2. 정책 시계(視界) 변화에도 유동성 귀착지는 주식과 부동산 : 김완중
- 76 3. 볼칸머티리얼스(VMC.US) 미국 공공 인프라 투자확대 대표 수혜주 : 김재임
- 80 4. 중국 여행 시장 동향과 유망종목 : 백승예

부록

이벤트 캘린더(Calendar) : 임승미



부자집 공간이 비면 인심도 사라진다

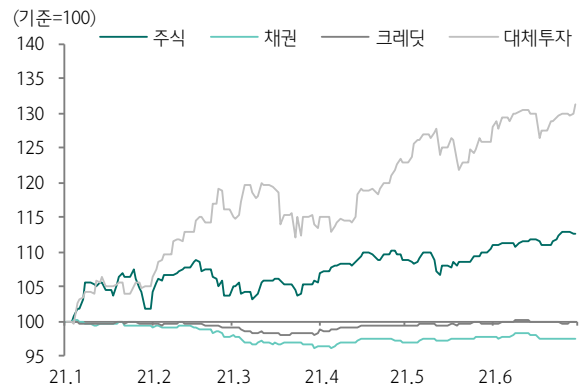
지난 상반기 글로벌 금융시장은 위험자산의 완승으로 끝났다. 백신 상용화 및 역대급 정책 공조 등에 힘입어 선진국 중심의 경기낙관론이 확산된 것이 주요했다. 올 하반기에도 백신 불균형, 정책 여력 차이, 주요 중앙은행간 디커플링 움직임 등으로 이러한 선진국 지역의 투자 선호도가 상당기간 지속될 것으로 예상된다. 다만, 주요 금융 및 경기지표에서 확인되는 과열 징후, 주요 통화당국의 각자도생 움직임, 그리고 이에 따른 일부 신흥국 발 테일 리스크 등에 따른 경계감이 수면 위로 부각될 소지가 있다. 따라서 하나금융투자는 이번 3/4 분기에 일부 미세조정은 있지만 신흥국보다는 선진국, 전통자산(주식 중립, 채권 1단계 비중 축소)보다는 비전통자산(원자재 및 리츠 등)의 비중 확대를 통해 보다 분산된 위험 성향을 추구하는 전략을 유지하기로 결정했다.

I 위험자산의 완승으로 끝난 상반기 금융시장

지난 상반기 글로벌 금융시장은 위험자산 선호현상이 시장을 주도했다. 백신 공급 및 정책적 지원 등에 힘입어 선진국 주도의 경제 정상화가 보다 가시화된 것이 경기 낙관론을 한층 더 끌어올리며 시장 참여자들의 위험 선호현상을 부추겼던 것으로 분석된다. 이에 주식시장은 5분기 연속 오름세를 이어간 가운데, 대체투자 자산군이 압도적인 수익률을 기록하며 상반기 시장을 지배한 것이 눈에 띈다. 특히, 지난 2/4분기 중에는 원자재 및 리츠는 물론이고 하이일드 및 투자등급 크레딧이 동반 선전하면서 과거와 달리 비전통자산군이 상대적으로 매력적인 자산으로 부각되고 있음을 알 수 있다.



그림 1. 지난 상반기 금융시장은 원자재를 중심으로 리츠, 주식 등 위험자산의 완승으로 마무리



주: 2021년 상반기 하나자산배분 포트폴리오 성과
자료: Bloomberg, 하나금융투자



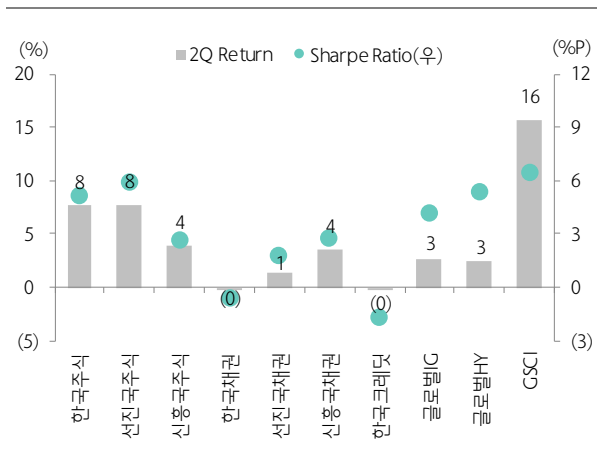
나중혁 글로벌투자전략팀 팀장

02-3771-3638
jhna73@hanafn.com

지난 상반기 자산군별 퍼포먼스를 살펴보면, 원자재>한국 주식>선진국 주식>신흥국 주식>하이일드 크레딧 순으로 양의 수익률을 기록했다. 위험조정 후 수익률인 샤프지수는 원자재>선진국 주식>하이일드 크레딧>한국 주식>신흥국 주식 순으로 의미 있는 수치를 나타냈다.

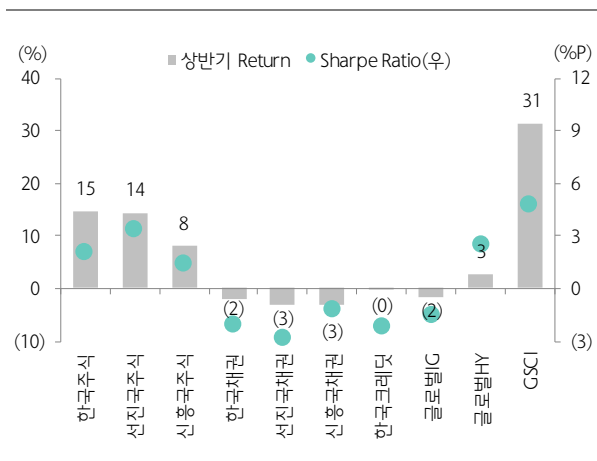
원자재 등 비전통자산과 주식 등 대표적인 위험자산군에서 상대적으로 낮은 변동성 속에서도 높은 수익률을 거둔 지난 상반기는 원자재 등 비전통자산에 대한 비중 확대 속에 전통자산인 주식에 대해서는 중립, 채권에 대해서는 비중 축소 전환을 권고한 당사의 자산배분 전략이 어느 정도 유효했음을 증명해주는 결과로 해석된다.

그림 2. 2021년 2/4분기 자산군별 수익률 및 샤프지수



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. 2021년 상반기 자산군별 수익률 및 샤프지수

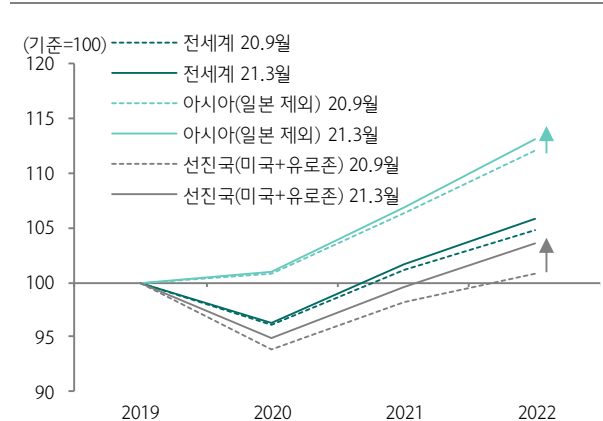


자료: Bloomberg, 하나금융투자

I 하반기에는 선진국 주도의 경제 정상화 과정이 보다 명확해질 개연성

하반기 글로벌 경제는 확장적 정책 및 백신 공급 발 경제활동 재개 등에 힘입어 보다 명확한 성장 모멘텀을 이어갈 전망이다. 선진국은 대체로 이번 하반기를 기점으로 코로나19 이전 수준을 회복하겠지만, 신흥국은 코로나19 상황 및 정책 여력 축소 등에 따른 차별화로 편차가 심화될 것으로 예상된다. 이는 백신 불균형, 정책 여력 차이, 주요 중앙은행간 디커플링 조짐 등에 따른 차별적 성장세가 하반기 이후에도 이어질 개연성이 높음을 시사하는 바로 선진국 지역 선호도가 지속될 것임을 시사하는 부분이기도 하다.

그림 4. 선진국 지역을 중심으로 확산되는 경제성장을 상향 조정 움직임에 주목해야



주: 블룸버그 컨센서스 기준

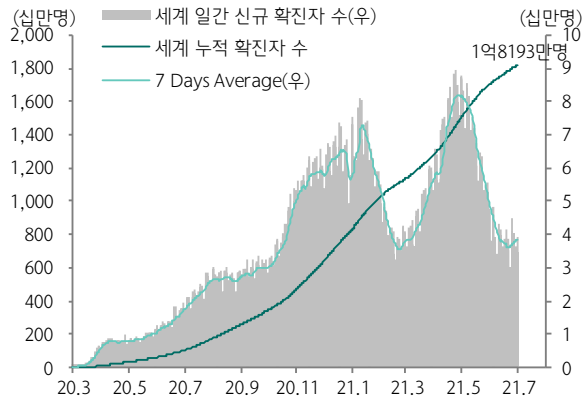
자료: Bloomberg, 하나금융투자





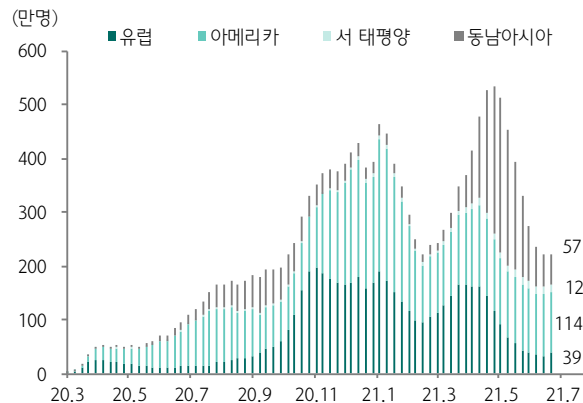
첫째, 백신불균형으로 하반기에도 선진국 중심의 차별적 성장이 예상된다. 국제통화기금(IMF)이 지난 4월 세계 경제전망 보고서에서 백신의 광범위한 가용 시점을 2022년 하반기로 예측한 것에서도 알 수 있듯이, 경제 정상화로 가는 지름길인 백신의 선진국 독점 현상이 적어도 연말까지 이어질 개연성이 크다.

그림 5. 전세계 코로나19 누적 확진자수 추이



자료: WHO, Bloomberg, 하나금융투자

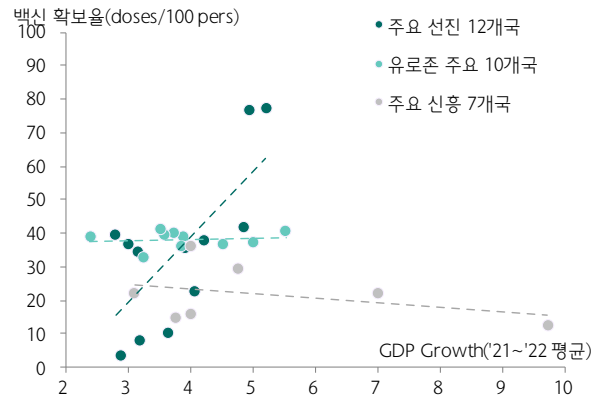
그림 6. 전세계 주요 지역별 코로나19 주간 확진자수 추이



자료: WHO, Bloomberg, 하나금융투자

세계보건기구(WHO)에 따르면 지난 2/4분기 중에는 전 세계 코로나19 확진자수가 지속적으로 상승하며 3차 팬데믹 우려를 확산시킨 바 있는데, 아이러니 하게도 2차 팬데믹의 중심지였던 미국과 유럽지역은 백신을 독점하다시피 하면서 빠르게 안정되고 있는 반면, 인도 발 변이 바이러스 등을 이유로 동남아시아에서는 확진자수가 대거 늘어나고 있는 상황이 전개되면서 대규모 백신 확보가 향후 지속적인 성장 회복을 이끌어내는 지름길 중 하나임을 보여주었다.

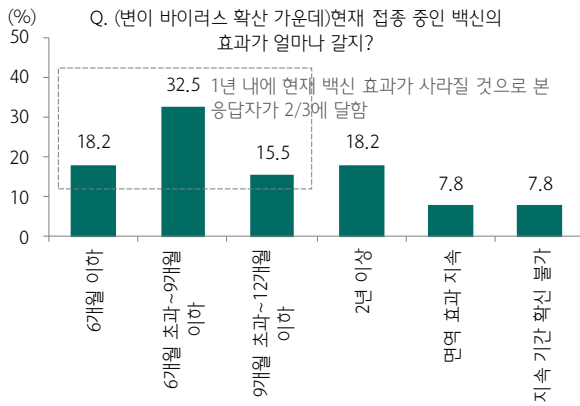
그림 7. 백신 불균형은 앞으로도 상당기간 선진지역 선호도를 더욱 강화시키는 변수



주: IMF의 주요 29개국(S29) 성장을 전망치 사용, 백신 확보율은 5월 중순 기준
자료: Bloomberg, 하나금융투자

위의 <그림 7>은 IMF에서 분류한 주요 29개국을 대상으로 백신 확보율과 향후 2021~22년 성장률 전망치를 비교한 것인데, 주요 선진 12개국에 대한 전망과 주요 신흥 7개국에 대한 전망이 상당히 엇갈리며 백신 불균형이 선진지역의 투자 선호도를 더욱 강화시킬 소지가 있음을 보여주고 있다.

그림 8. 현재 백신 효과의 지속성에 의문을 가지는 전문가들



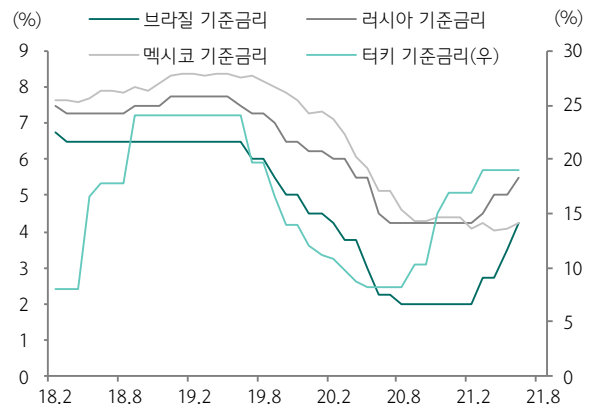
주: 77명(28개국)의 유행병학자들을 대상으로 서베이
 자료: Oxfam, 하나금융투자

특히, 세계적인 비영리단체(NGO) 단체인 옥스팜이 77명의 유행병학자들을 대상으로 한 서베이에 따르면, 백신 보급 불균형이 심해질수록 변이 바이러스를 양산해 향후 1년 안에 현재 백신이 무용지물이 될 가능성을 경고하고 있다는 점이다.

최근 인도 델타 변이 바이러스에서도 확인되듯이 연내 지재권 면제 및 기술 공유 등을 통한 특단의 백신 공조 조치가 현실화되지 않는다면, 내년 상반기 중 또 다시 세계 경제가 변이 바이러스에 의한 또 한 번의 소용돌이에 휘말릴 소지가 다분함을 시사한다.

둘째, 글로벌 통화정책 공조 체제가 붕괴되고 각자도생의 길로 접어들면서 상대적으로 안정적인 선진지역 선호도가 지속될 개연성이 커졌다. 터키, 브라질, 러시아, 멕시코 등 주요 신흥국 또는 원자재수출국에서는 기준금리 인상 움직임이 나타난 가운데, 캐나다 중앙은행(BOC)과 영란은행(BOE)의 테이퍼링 결정에 이어 미 연준까지 지난 6월 FOMC를 기점으로 테이퍼링 논의를 공식화하는 등 주요 선진국 중에서는 양적완화 축소 움직임이 시작되면서 선진국 선호도가 유지되고 있는 것이다.

그림 9. 기준금리 인상을 시작한 주요 신흥국 중앙은행들



자료: Bloomberg, 하나금융투자

특히, 미 연준은 오는 4/4분기에는 테이퍼링 가이드를 제공할 것으로 예상되는 만큼, 원자재가격 상승을 동반한 물가 상승에 재정건전성이 취약한 주요국들은 기준금리 인상이나 양적완화 축소로 대응할 수 밖에 없어 글로벌 금융시장의 테일 리스크로 작용할 가능성을 염두에 둘 필요성이 커지고 있다는 판단이다.

아래의 <표 1>에서는 IMF에서 선정한 주요 29개국(S29)을 대상으로 재정건전성을 검증한 결과, 향후 각자도생의 갈림길에서 금융건전성이 훼손될 여지가 높은 하위 8개국으로 선정된 나라들의 최근 행보를 점검해 보았다. 러시아, 터키, 브라질, 멕시코 등은 물가 압박과 대내외 금리차 등에 따른 자본 유출 우려가 높아지면서 기준금리 인상을 결정했으며, 선진국 중 재정건전성이 취약한 홍콩은 증세 통해 정부 재원 마련을 도모, 캐나다 중앙은행은 지난 4월 테이퍼링을 결정한 것으로 확인되고 있다. 특히, 재정 여력이 상대적으로 취약한 신흥국들은 긴축적인 정책으로의 변화가 예상보다 빨라질 개연성을 염두에 둘 필요가 있다.

표 1. IMF 선정 주요 29개국 중 하나금융투자자가 선정한 하위 8개국의 최근 통화 및 재정정책 관련 행보

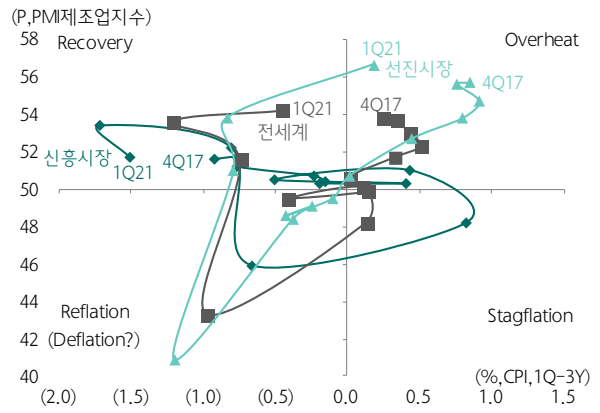
홍콩	증권거래세에 해당하는 주식거래 인지세를 오는 8월부터 0.10% 에서 0.13%로 인상(인지세는 정부의 중요한 재정 수입원)
멕시코	멕시코 소비자물가는 6월 기준 6.02%까지 상승 최근 6월 통화정책회의에서 당초 시장 예상(2022년 3/4분기)보다 앞서 기준금리를 인상: 4.00% → 4.25%
캐나다	올해 4월 통화정책회의에서 국제 매입 규모를 주간 최소 30억C\$로 이전보다 10C\$ 축소하는 테이퍼링을 결정 22년 4분기에 기준금리 인상 전망(0.25% → 0.50%)
인도	코로나19 재확산에 공급망 인플레이 우려가 심화되면서 중앙은행 발 통화인화에 제동 22년 1분기에 기준금리 인상 전망(4.00% → 4.05%)
러시아	원자재가격 상승에 따른 물가 부담으로 올해 3월 기준금리 인상: 4.25% → 4.50% 21년 2분기~4분기까지 75bp~200bp 인상 가능성 전망
터키	올해 3월 기준금리 인상(17% → 19%)을 끝으로 나지 아발 중앙은행 총재 경질. 오구잔 오즈바스 부총재 역시 두 달 뒤 해임 5월 14일 현재 리라화는 1달러 당 8.45리라로 작년 11월 기록한 사상 최저치(8.58)에 근접 시장 전문가들은 오는 4분기까지 35bp~ 450bp 인하 가능성을 예측하고 있어 리라화 발 금융시장 충격 경계
중국	연초 이후 점진적인 유동성 회수, 기준금리에 해당하는 대출우대금리(LPR)는 내년 3/4분기까지 동결 예상 단, 시장 일각에서는 오는 9~10월 중 중기유동성지원제도(MLF) 금리를 소폭 인상할 것으로 예상
브라질	자본 유출에 따른 헤일화 가치 하락 및 물가억제 한도에 근접한 물가 등이 원인 올해 3번 연속 (3월, 5월, 6월) 기준금리 인상: 2.00% → 2.75% → 3.50% → 4.25% 21년 2분기~ 4분기까지 150bp~200bp 인상 가능성 전망

자료: 하나금융투자

I 신흥국보다는 선진국, 전통자산보다는 비전통자산으로의 자금 유입 기대

지난 상반기에는 미국 및 유럽을 중심으로 경기 낙관론이 자리를 잡았다면, 이번 하반기 이후에는 백신 불균형, 정책 여력 차이, 주요 중앙은행간 디커플링 움직임 등으로 국가간 차별적 성장이 불가피하다면 선진국 지역의 투자 선호도가 앞으로도 상당기간 지속될 개연성이 높다는 판단이다.

그림 10. 투자시계 분포상 선진국과 신흥국 간 간격이 극명하게 확대되는 양상



자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 하나금융투자

IMF에서도 강조했듯이 지속적인 글로벌 경기 회복을 위해서는 각 주요국들이 적극적인 재정 지원과 완화적인 통화정책 공조를 유지해야 하는데, 전염병 피해가 컸던 선진국들의 공간이 바닥나면서 더 이상 이타적인 국제 공조 보다는 보다 자국 위주의 정책적 대응에 나설 수밖에 없는 상황으로 내몰리고 있는 것이다.

올 상반기 글로벌 펀드 플로우에서도 이러한 흐름이 반영되고 있다. 연초 이후 경기 낙관론이 확산되면서 자금 유입 주도권이 지역별로는 선진국, 자산군별로는 주식으로 쏠리는 모습이다.





연초 대비 기준으로 선진국 주식 5105억달러(82.7%), 선진국 채권 2580억달러(12.3%), 신흥국 주식 738억달러(48.1%), 신흥국 채권 317억달러(18.3%), MMF 905억달러(12.3%) 순으로 자금이 유입되고 있다(2009년 이후 자산 유출입분을 누적한 금액 기준).

표 2. 코로나 사태로 주요국 정부를 중심으로 급속히 악화되고 있는 글로벌 금융 건전성

Sectors	Apr 2020 (A)	Apr 2021 (B)	글로벌 금융위기(C)	(B-C)
Sovereign	53.2	79.4	22.6	56.8
Companies	76.3	61.5	47.1	14.3
Households	40.3	43.2	53.5	-10.3
Banks	47.7	46.7	76	-29.3
Insurers	57.3	74.2	74.8	-0.6
Asset managers	72.3	71.6	64.7	6.9
Other Financial Institutions	37.4	62.8	86.5	-23.8

자료: IMF GFSR(Oct 2020, Apr 2021), 하나금융투자

특히, 자금 성격을 막론하고 선진국향 자금 유입이 압도적인 것은 백신 불균형에 따른 차별적 성장에 대한 기대와 우려를 반영하고 있는 것으로 보여진다.

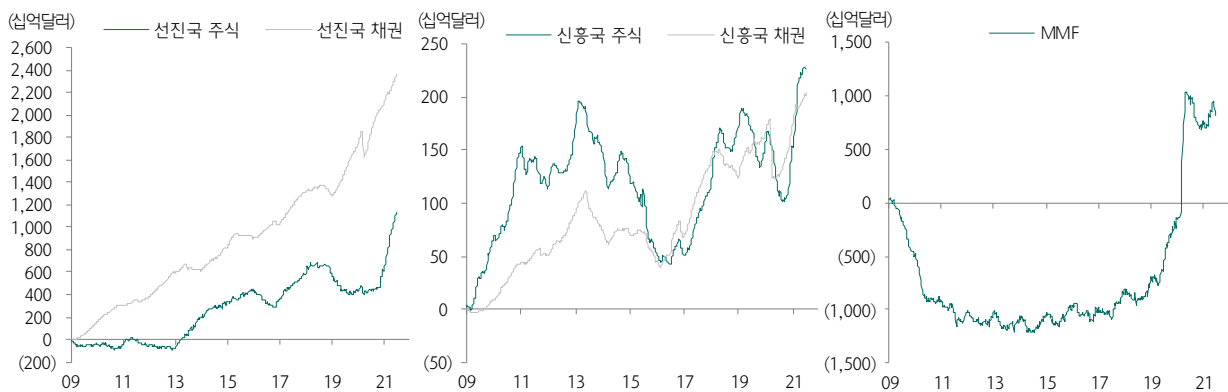
다만, 주요국 금융 및 경기지표에서 확인되는 과열 징후, 주요 통화당국의 각자도생, 금융건전성이 취약한 일부 신흥국 발 리스크 등은 상대적으로 밸류에이션이 높아진 주식 등 위험자산에 대한 경계감을 자극한다.

이에 하나금융투자는 이번 3/4분기에도 큰 틀에서 주식 중립, 채권 1단계 비중 축소 전략을 유지하기로 결정했다. 다만, 국내 채권 자산은 이미 2~3차례 기준금리 인상 가능성을 반영하고 있는 만큼 중립으로 1단계 상향조정에 나서기로 했다.

또한 모든 크레딧 자산에 대해서도 중립 포지션을 권고 드린다. 지금까지는 1단계 비중 확대를 가져갔던 국내 크레딧 역시 시장금리 상승 및 변동성 확대 등을 감안하여 중립으로 1단계 하향조정 했다.

마지막으로 경제 정상화에 따른 수혜가 예상되는 선진국 지역의 원자재 및 리츠 등 대체투자 비중 확대를 통해 보다 분산된 위험 성향을 추구하는 전략도 유지하기로 결정했다(전통 자산군에 대한 집중도 완화).

그림 11. 연초 이후 글로벌 펀드 플로우: 지역별로는 신흥국보다 선진국, 자산군별로는 채권보다 주식으로의 자금 유입 강화



주: 2009년부터 자산 유출입분을 누적한 금액
자료: EPFR, 하나금융투자

I 하나금융투자가 제안하는 2021년 3분기 글로벌 자산배분 전략

테이퍼링에 대한 경계와 경기 모멘텀 둔화 가능성에 대한 고민이 공존하고 있다. 빠르게 회복세를 보여왔던 경제지표들이 속도 조절 국면에 진입한 가운데, 인플레이션에 대한 우려는 약화된 모습이다. 바이든 정부의 인프라 정책 규모가 줄어들면서 재정정책의 기대 효과가 낮아질 것이라는 인식도 시장의 우선순위에 자리하고 있다. 다만 3분기 후반에는 고용지표가 완전한 회복 국면으로 진입할 가능성이 높고, 수요 기반의 물가상승도 재개될 것으로 예상된다. 주식시장의 장기 추세는 유지되겠지만, 기울기는 완만해질 수 있는 시기이다. 국내 채권시장의 경우 예상보다 이른 시기에 금리인상을 단행한 후 동결 기조가 장기화될 전망이다. 회사채 시장은 테이퍼링에 대한 경계가 기저에 형성되어 있는 가운데 레벨 부담이 존재한다. 유동성 환경 변화와 정책 경계를 고려하여 대체자산의 편입 비중을 높일 필요가 있겠다.

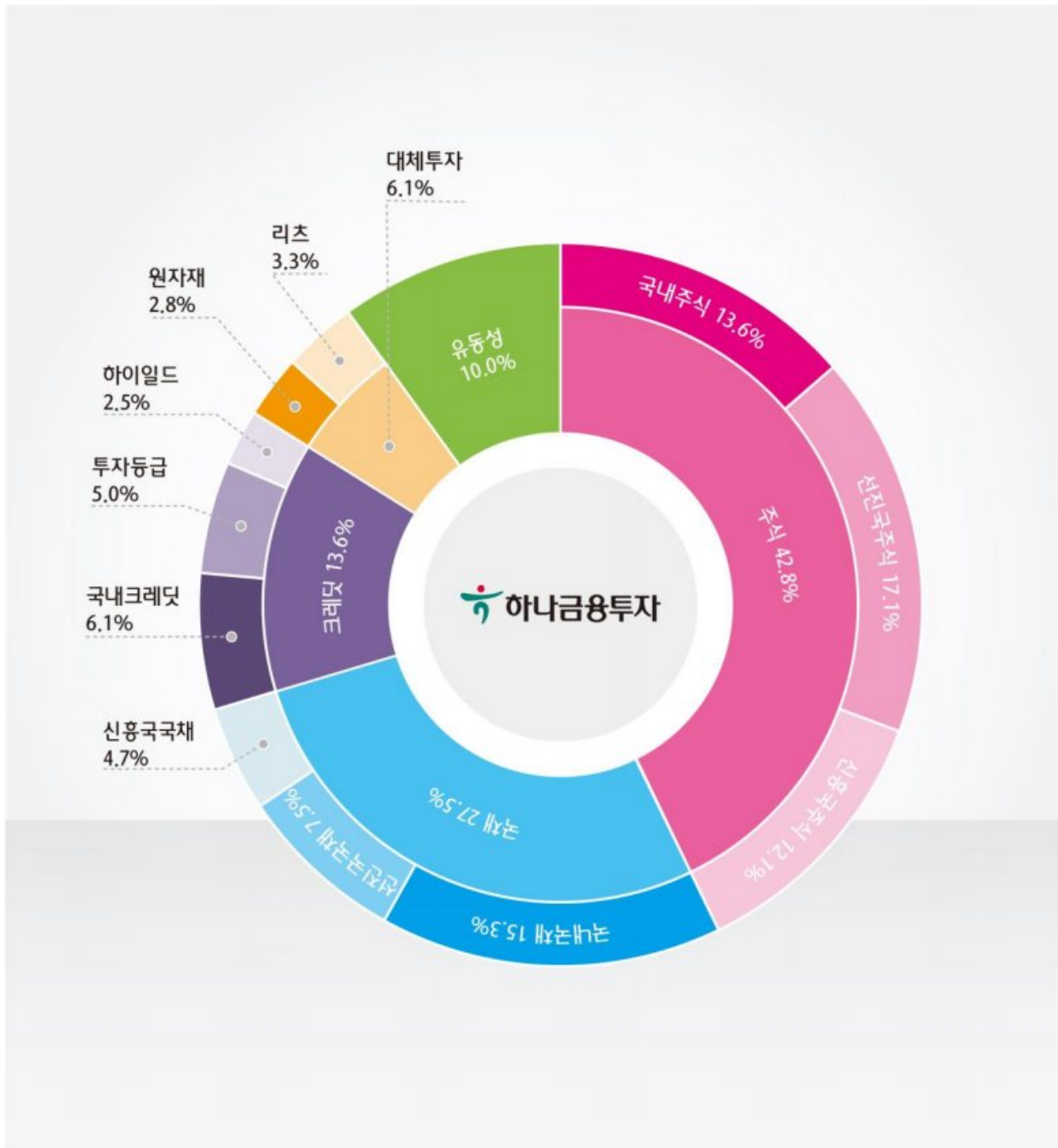
자산구분		투자선호도		3Q21 자산배분 비중	자산 내 상대가치
자산그룹	자산군	장기(연간)	단기(분기)		
주식	국내	★★★★★☆☆	- ★★★★★☆☆	- 13.6%	헬스케어, 소프트웨어, 반도체
	선진국	★★★★★☆☆	- ★★★★★☆☆	- 17.1%	미국>유럽>일본
	신흥국	★★★★★☆☆	- ★★★★★☆☆	- 12.1%	중국>베트남>대만>인도>브라질
국채	국내	★★★★☆☆☆☆	- ★★★★★☆☆	↑ 15.3%	5년 이상 중장기채
	선진국	★★★★☆☆☆☆	- ★★★★★☆☆	- 7.5%	중기채
	신흥국	★★★★★☆☆	- ★★★★★☆☆	- 4.7%	신흥 달러채권
크레딧	국내	★★★★☆☆☆☆	- ★★★★★☆☆	↓ 6.1%	공사채, 장기회사채
	투자등급	★★★★☆☆☆☆	- ★★★★★☆☆	- 5.0%	경기민감업종 회사채
	하이일드	★★★★☆☆☆☆	- ★★★★★☆☆	- 2.5%	시니어론>하이일드
대체 투자	원자재	★★★★☆☆☆☆	↓ ★★★★★☆☆	- 2.8%	구리>원유>금
	리츠	★★★★★☆☆	- ★★★★★☆☆	- 3.3%	헬스케어>데이터센터=물류>기타
유동성		★★★★★☆☆		- 10.0%	

주1: 하나금융투자의 자산별 투자선호도를 채워진 별(★)의 갯수로 표시. 7개 중 4개가 중립
장기는 현 시점 이후 1년 예상수익률 기준, 단기는 현 시점 이후 3개월 예상수익률 기준

주2: 글로벌 투자를 병행하는 국내투자자들을 대상으로 한다는 점을 감안하여 자산배분 비중을 산출

주3: 자산 내 상대가치는 각 자산별로 가장 유망한 투자대상 또는 아이디어를 제시

2021년 3분기 글로벌 자산배분 비중



자산전략 1. 글로벌 자산배분(Global Macro)

부닷컴 공간이 비면 인심도 사라진다

나중역

지난 상반기 글로벌 금융시장은 위험자산의 완승. 백신 상용화 및 역대급 정책 공조 등에 힘입어 선진국 중심의 경기낙관론이 확산된 것이 주요. 올 하반기에도 백신 불균형, 정책 여력 차이, 주요 중앙은행간 디커플링 움직임 등으로 선진국 지역의 투자 선호도가 상당기간 지속될 것으로 예상. 단, 주요 금융 및 경기지표에서 확인되는 과열 징후, 주요 통화당국의 각자도생 움직임, 일부 신흥국 발 테일 리스크 등에 따른 경계감 상존. 이에 이번 3/4분기에는 일부 미세 조정은 있지만 신흥국보다는 선진국, 전통자산(주식 중립, 채권 1단계 비중 축소)보다는 비전통자산(원자재 및 리스크 등)의 비중 확대를 통해 보다 분산된 위험 성향을 추구하는 전략을 유지하기로 결정

경제 1. 글로벌 자산배분(Global Macro)

So far, so good

전규연

코로나19 확산에 대한 민감도가 약화되고 있고 백신이 빠른 속도로 보급되면서 글로벌 경제는 예상보다 강한 회복 흐름을 시현. 제조업 생산과 교역량 확대가 위기 이후 지금까지 경제 회복을 이끌어왔고, 현재는 선진국을 중심으로 백신 보급률이 높아지며 서비스업 부문의 정상화가 두드러진 모습. 다만 일부 신흥국들은 백신 보급이 원활하지 않아 국가별 성장에 괴리는 커질 수 있음. 내수가 차지하는 비중이 높은 선진국들을 중심으로 기회를 엿볼 시점

세부적으로 북미와 선진유럽 지역을 1순위로 제시. 미국과 유로존의 수장인 독일 경제가 안정적인 확장세를 이어갈 공간이 큼. 2순위로는 글로벌 수요 회복과 완화적 금융환경을 기반으로 경기가 개선되고 있는 선진아태 지역을 추천

국내주식 2. 자산별 전략(Global Micro)

테이퍼링과 성장주(1)

이재만

연준의 테이퍼링 실행 여부가 이슈로 부각될 수 있는 시점. 유동성 효과 축소와 거저효과 소멸로 인해 성장률 및 기업 이익 증가를 둔화가 우려로 부각될 수 있음. 상반기 중 강세를 보였던 가치주 및 컨택 관련 소비주의 상승 여력은 축소될 가능성이 높은 반면 부진했던 성장주가 재부각될 가능성이 높다고 판단. 하반기 코스피 내에서 차지하는 영업이익 비중이 상승할 것으로 예상되는 성장주인 게임과 헬스케어 업종에 관심이 필요. 특히 하반기 소비 보다는 투자 회복에 대한 기대가 강하다는 점을 감안 시 투자 주도형 성장주에도 관심이 필요. 대표적으로 국내는 반도체, 소프트웨어, 2차전지 등과 같은 업종이 여기에 해당

해외주식 2. 자산별 전략(Global Micro)

테이퍼링과 성장주(2)

이재만

연준의 테이퍼링 실행 가능성이 부각된 가운데 기업의 이익 증가를 거저효과 소멸로 인해 YoY(전년 동분기 대비) 증가율의 정점 통과 가능성이 높아진 시점. 따라서 3분기부터는 이익 증가율의 기준을 YoY에서 QoQ(전분기 대비)로 전환할 필요가 있음. 미국 증시 내에서 QoQ 기준으로 2~3분기 EPS증가율이 꾸준히 (+)플러스를 기록할 것으로 예상되는 업종은 소프트웨어, 반도체/장비, 운송, 의류 업종이 여기에 해당. 한편 향후 미국의 (민간)투자 회복에 대한 기대가 남아 있다는 점을 감안 시 투자 주도형 성장주에 대한 관심을 확대할 필요가 있음. 소프트웨어, 기술하드웨어, 헬스케어와 장비, 반도체/장비 등과 업종이 여기에 해당

국내채권 2. 자산별 전략(Global Micro)

한은 기준금리 인상이 시작되다

ㅣ 이미선

6월 초 한국은행은 물가관리설명회를 통해 연내에 기준금리 인상이 시작될 것임을 사실상 공식화. 당사는 올해 10월과 내년 1Q 기준금리가 25bp씩 인상되어 내년 상반기 말 1.00%에 이를 것으로 예상

한편 올해 한은이 예상하는 4% 경제성장률이 무난히 달성될 것으로 예상되는 점, 최근 가파른 부동산가격 상승과 인플레이션 확대 등을 고려하면 기준금리 인상이 8월과 10월로 앞당겨질 가능성도 배제하기 어려움. 채권시장의 가격 선반영 성향을 고려할 때 어떤 경우든 첫 인상이 실제 단행되고 나면 불확실성 해소에 국고 3,5년 금리는 하향 안정될 것. 3Q 국고3년 1.30~1.50%, 10년 1.95~2.15% 전망

해외채권 2. 자산별 전략(Global Micro)

희망 보여준 고용보고서: 정책변화 효과 기대

ㅣ 박승진

추가 실업수당 지급 중단 조치의 효과가 6월 고용보고서를 통해 확인. 추가 수당이 조기에 지급된 지역에서 구직활동이 증가하며 비농업 고용 부문이 예상보다 크게 증가. 고용지표는 점진적 개선이 진행된 후 3분기 중후반에 회복 속도가 빨라질 것으로 판단

이를 채권시장의 관점에 대입하여 보면, 일단 회복의 방향성을 확인해 나가는 과정에서 박스권 저점 인식을 강화해 나간 후 점진적으로 경기개선과 연준의 정책 변화 가능성을 반영하며 상승세를 재개하는 금리 경로를 예상 가능. 델타 변이가 경제정상화 시기를 늦출 가능성이 존재하지만, 치사율을 고려 시 방향보다는 속도의 이슈로 바라볼 필요

크레딧 2. 자산별 전략(Global Micro)

첫 금리인상 시점까지 위험관리

ㅣ 김상만

한국은행이 연내 기준금리 인상을 기정사실화 하면서 시장금리가 단기물 중심으로 빠르게 상승. 신용채권의 경우 만기가 상대적으로 짧기 때문에 금리상승 영향에 상대적으로 취약한 구조. 인플레이션 기대심리는 여전히 잔존한 가운데 시장금리가 어느 방향으로 될지 가늠하기가 어려운 상황으로 신용채권에 대한 관심이 자연스레 떨어질 수 밖에 없는 상황. 또한 국채 금리상승으로 신용채권의 금리메리트 희석되는 점 또한 부담요인. 기업 펀더멘털은 견조하나 이미 가격에 상당부분 반영되었다는 판단. 실제 기준금리인상 및 그에 따른 국채반응이 정리될 때 까지는 신용채권의 상대적 약세 불가피할 것으로 전망

대체투자 2. 자산별 전략(Global Micro)

원자재 골라 담기

ㅣ 전규연

글로벌 경제의 상승 국면에서 원자재 수요는 자연스럽게 늘어나게 됨. 특히 경기 사이클과 동행 혹은 선행하는 산업금속과 에너지 관련 원자재 수요는 당분간 견조할 것으로 보임. 코로나19로 인해 글로벌 공급망 병목현상이 나타나고 있는 점도 원자재 가격의 추가 상승 모멘텀으로 작용

다만 병목현상이 점진적으로 해소되고 올해 4분기 미 연준을 필두로 주요국 중앙은행의 테이퍼링 시그널이 부각되기 시작한다면 위험자산에 대한 투자심리가 약화되며 원자재 시장 전반의 상승 탄력도 줄어들 수 있다는 판단

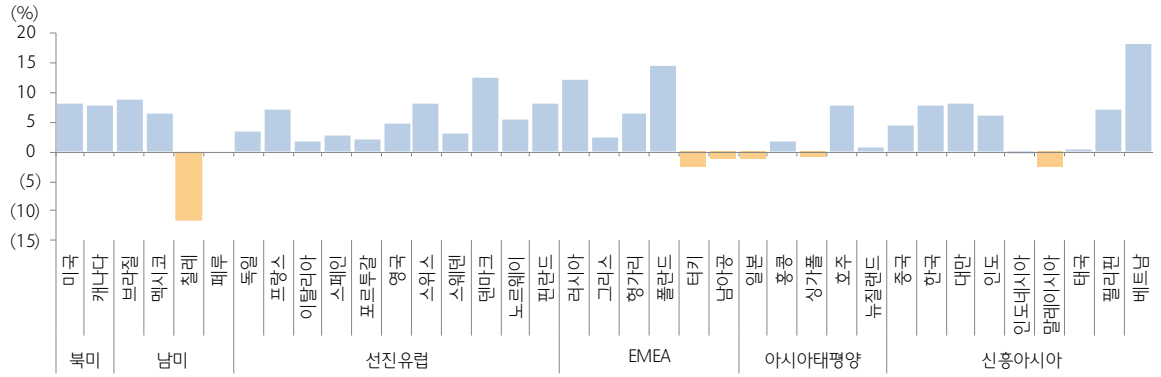
지금은 상품별 펀더멘털을 감안해 구리와 원유를 중심으로 개별적으로 접근할 시점

Ⅰ 주요국 2021년 2분기 자산별 성과 비교

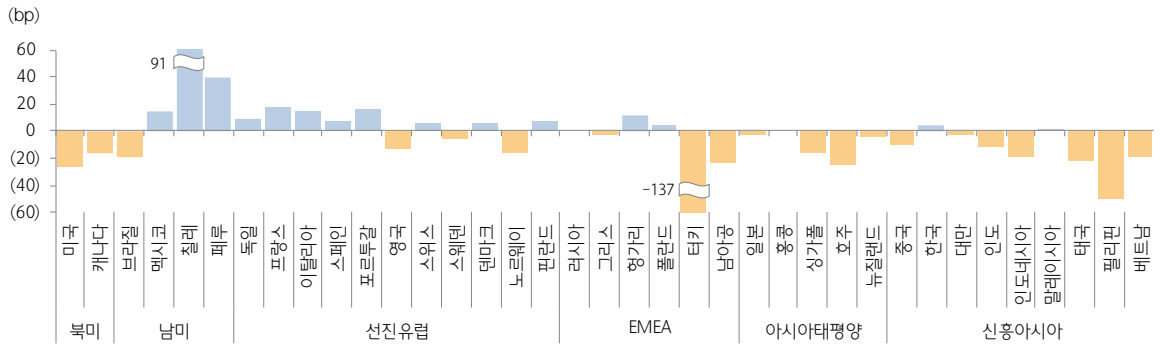
지난 2분기 S&P500 지수는 8.2% 상승하며 강세 기조를 이어갔다. 월별로 나누어 보면 4월에는 1분기 기업실적 호조세를 반영하여 +5.2%의 강세 흐름을 보였고, 이어 모멘텀 부재 및 테이퍼링 경계로 조정 국면에 진입했다가 6월 들어 연준의 정책 스탠스 유지 가능성이 부각되며 +2% 가량 추가 상승하였다. 글로벌 전반에서 인플레이션 우려가 악화된 가운데 경제지표의 속도 조절 양상이 나타남에 따라 미국과 아시아 주요 국가들의 시장 금리가 하락하였다. 한편 유럽 국가들은 순차적 경기회복 기대와 채권 발행 증가 영향으로, 중남미 국가들은 금리인상 경계가 반영되면서 금리가 상승하였다. 연준의 정책 변화 전망이 변화하는 과정에서 달러인덱스는 90pt를 하회했다가 92pt대로 다시 복귀하였으며, 원자재 수출 증가 및 재정개혁 기대로 브라질 헤알화가 크게 반등하였다.



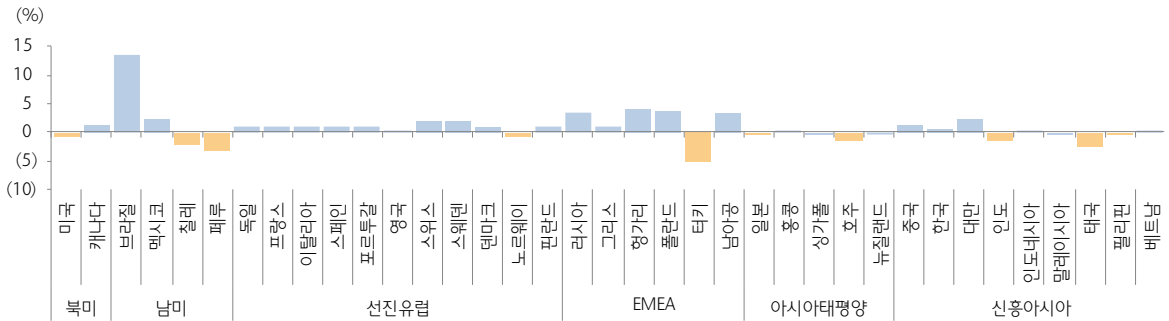
주식 시장



국채 시장 (10년)



외환 시장



퀄리티의 중요성이 높아지는 시점

여러가지 고민들이 지속되고 있지만 테이퍼링은 시간의 문제가 될 가능성이 높다. 유동성 환경이 변화하며 금리가 상승하고 실적장세의 성격이 강화되는 국면에 들어서면 펀더멘탈에 따른 주가 차별화가 나타날 것이다. 시장 대응 관점에서는 퀄리티 ETF를 활용하는 방법이 있겠다. QUAL과 SPHQ는 수익성과 재무건전성 등을 고려하여 편입 기업을 선정하는 ETF이다. 이와 더불어 ESG 관련 ETF들도 주목할 필요가 있다. ESG 스코어링에서 우수한 평가를 받는 기업들은 대체로 펀더멘탈이 견고한 경우가 많다. ESGU가 대표적인 ESG ETF이다.

I 테이퍼링은 시간의 문제. 연내 가이던스 발표 전망

하반기 금융시장 대응에 있어, 가장 고민하게 만드는 이슈 중 하나는 테이퍼링이 언제 실행에 옮겨질 것인지, 그리고 결국은 현실화될 테이퍼링의 영향을 어떻게 극복해 나갈 것인지에 대한 방법이 될 것이다.

최근에는 경제지표들의 회복 강도가 이전보다 약화되며, 일시적인 속도 조절 국면에 진입함에 따라 잠시 경계심이 낮아졌지만, 연말로 가까워질수록 고용개선과 집단면역 형성, 물가지표의 재반등 가운데 연준의 정책 스탠스가 변화해 나갈 것으로 예상된다.

실질적인 기준금리 인상 조치가 이루어지는 시기는 앞당겨지게 되더라도 내년 연말 이후가 되겠지만, 연준은 그보다 먼저 기존 채권(국채, MBS) 매입 프로그램부터 순차적으로 중단해 나가며 정책 방향을 변화시켜 나갈 것이다.

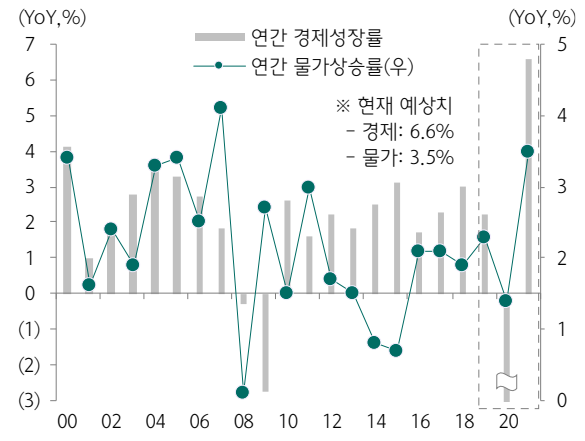


박승진 글로벌투자전략팀 수석연구위원

02-3771-7761

sj81.park@hanafn.com

그림 1. 미국 성장률과 물가 반등 국면



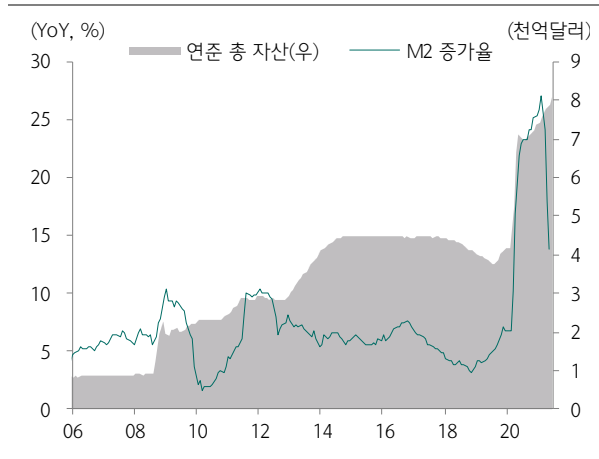
주: 2021년은 블룸버그에서 집계한 글로벌 IB 전망치 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그리고 이 경우 금융시장과 연준의 스탠스와 시각이 달랐던 연초와는 달리, 단기 구간의 국채를 중심으로 금리상승 압력이 재개될 전망이다. 이는 곧 팬데믹 충격 이후 시장 회복의 모멘텀과 버팀목이 되어주었던 유동성 환경이, 경제와 통화정책의 정상화 과정에서 불가피하게 변화할 것이라는 이야기이기도 하다.

시간이 흐를수록 실적 장세의 성격이 더 강하게 금융시장에 반영될 것으로 예상된다.

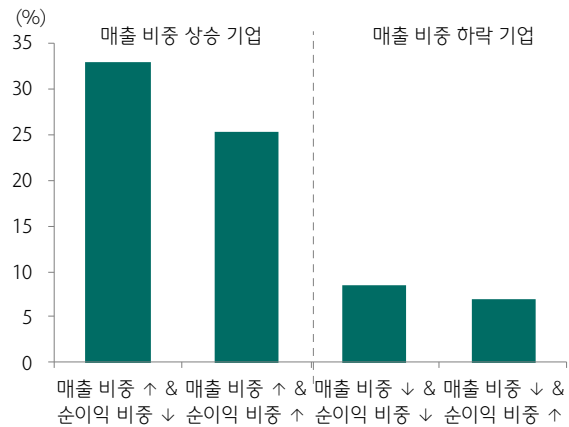


그림 2. 연준의 대차대조표 총 자산과 M2 증가율



자료: FRB, Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 유동성 장세 → 실적 장세: 실적 따른 차별화 확대



주: 2010~2020년까지, S&P500내 해당 연도 시가총액 30위 기업 기준
자료: Bloomberg, 하나금융투자



I 유동성 환경 변화, 펀더멘털 의한 수익률 격차수

실적 장세와 유동성 장세의 가장 큰 차이점은 업종, 종목간 수익률 차별화 현상이 강화된다는 것이다. 유동성 장세 국면에서는 증시 전반에 자금이 유입되며 주가가 전반적으로 상승하는 특징을 보이지만, 실적 장세로 전환될 경우 펀더멘털과 실적 개선을 기반으로 한 선별적 투자가 진행된다. 자금조달 비용(금리)이 높아지면서 이익과 재무구조에 대한 평가가 더 까다롭게 진행되기 때문이다.

성장주, 가치주 컨셉의 스타일 변화에 대한 대응뿐만 아니라 투자 대상 기업의 퀄리티에 대한 분석의 중요성이 높아지는 시기로 변화하는 것이다.

실제로 지난 2013~14년 테이퍼링 당시에도 상대적으로 이익과 재무구조의 퀄리티가 높은 기업들의 주가가 상대적으로 양호한 주가 흐름을 보였다. 뿐만 아니라 월, 분기별로 분석해 보더라도 시장금리가 상승하는 시기에는 이익 전망치가 상향 조정되는 기업들과 하향된 기업들의 주가 괴리가 더 크게 나타났었다는 사실을 기억할 필요가 있겠다.

표 1. 금리상승 국면: 실적주와 비(非)실적주의 성과 차이

S&P500 지수 원/분기 평균 주가 수익률(%)	미국 10년물 국채금리 (전월/전분기)		
	상승	하락	
12개월 예상 EPS (전월/전분기)	상승	1.5 (월간)	0.8 (월간)
		5.2 (분기)	1.4 (분기)
	하락	-0.3 (월간)	-1.7 (월간)
		-2.6 (분기)	-2.4 (분기)

주: 2005년 이후 S&P500기업들 대상 월간/분기 기준
자료: Bloomberg, 하나금융투자



I 대표적인 퀄리티 ETF: QUAL, SPHQ

퀄리티 모멘텀을 활용해 편입 기업을 선정하는 대표적인 ETF로는 QUAL과 SPHQ가 있다. 두 종목 모두 이익의 질과 안정적 재무구조 등을 고려하여 포트폴리오를 구성하는 ETF들이다.

두 종목의 가장 큰 차이는 섹터 구성에서부터 확인된다. QUAL의 경우 SPHQ보다 업종별 비중이 좀 더 고르게 배분되어 있는 편이다. IT업종 비중이 35.7%, 임의소비재 15.7%, 헬스케어 12.9%, 금융 12.8%, 산업재가 8.1%를 차지하고 있다. 시가총액이 215.8억달러, 일 평균 거래금액은 1.1억달러 수준이다.

ROE와 안정적 이익 성장, 그리고 낮은 부채비율을 기준으로 편입 종목을 선정한다. 펀더멘털을 반영하여 각 종목의 비중을 결정하고 있으며, 약 130개 가량의 기업들로 구성되어 있다. 운용보수는 0.15%가 적용된다.

SPHQ는 미국 퀄리티 ETF 중 가장 처음(2005년 12월)으로 상장된 종목이다. QUAL보다 IT와 헬스케어 등 성장주 스타일의 업종 비중 배분이 더 높게 적용되고 있다는 특징을 갖고 있다. 시장금리가 박스권 흐름을 이어가는 동안에는 상대적으로 더 견조한 성과를 기대해 볼 수 있겠다.

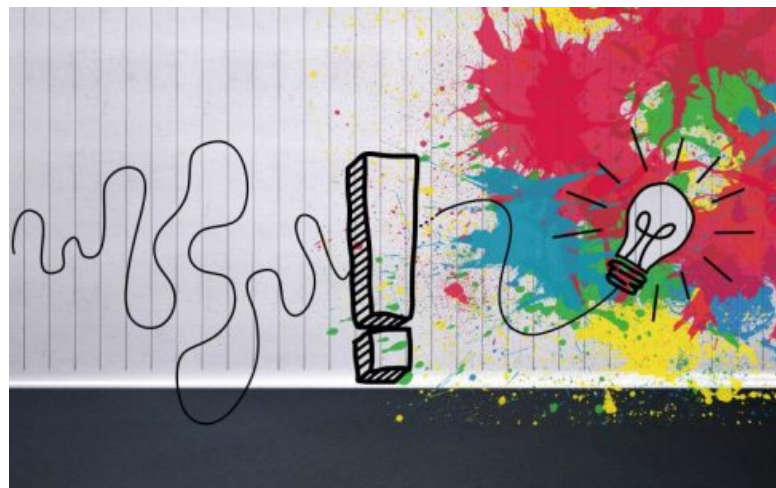
SPHQ는 IT 비중이 42.0%, 헬스케어가 24.9%, 산업재 11.1%, 필수소비재가 8.7%, 금융업은 5.1%를 차지하고 있다. IT와 헬스케어 두 섹터의 비중을 합산해보면 약 66.9%(QUAL: 51.4%)에 달한다.

SPHQ 역시 ROE와 이익 퀄리티, 재무 레버리지 등을 기준으로 편입 종목을 선택하는 프로세스를 적용하고 있으며, 펀더멘털 평가를 반영해 각 종목의 편입 비중을 결정하고 있다. 시가총액은 29.8억달러, 일 평균 거래금액은 2천만달러 수준으로 QUAL보다는 적지만 충분한 수준의 거래 유동성을 갖추고 있다. 약 100개 가량의 기업들로 구성되며, 운용보수는 QUAL과 동일한 0.15%가 적용되고 있는 종목이다.

표 2. QUAL과 SPHQ의 주요 항목 비교

	QUAL	SPHQ
추종지수	MSCI USA Sector Neutral Quality Index	S&P500 Quality Index
상장일	2013-07-16	2005-12-06
보수율(%)	0.15	0.15
구성종목 수	122	97
AUM	216.0억달러	29.8억 달러
일 평균 거래대금	1.09억달러	0.20억달러
퀄리티 산출 평가 요소	ROE 부채/자본 비율 안정적 이익 성장률	ROE 이익의 퀄리티 재무 레버리지

주: 7월 6일 기준
자료: ETF.com, 하나금융투자



I 우량기업 비중 높은 ESG ETF도 관심 필요: ESGU

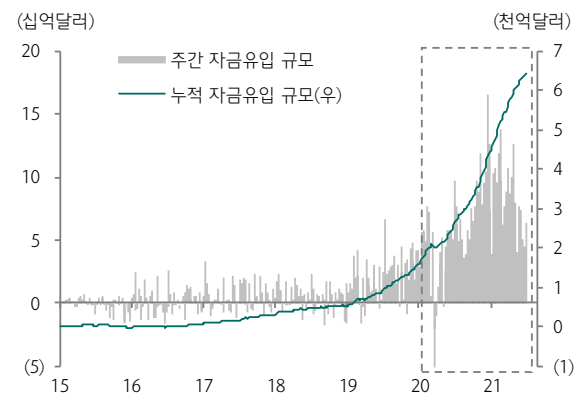
퀄리티 모멘텀을 고려한 시장 대응은 ESG 관련 ETF 종목으로도 가능하다. 실제로 ESG 스코어링에서 펀더멘털이 우량한 기업들이 좋은 평가를 받는 경우가 많다. 어떻게 보면 당연한 이야기일 수 있으나, 수익과 재무구조가 견고한 기업들일수록 사회책임 경영에 참여할 수 있는 여유를 갖고 있기 때문이다.

기업의 사회책임 경영에 대한 관심이 최근의 일은 아니지만, 수익성에 대해서는 의견이 엇갈려 왔던 것도 사실이다. 하지만 최근 2~3년 사이에는 투자의 기준을 수립하는데 있어서도 ESG에 대한 관심과 적용 사례가 늘어나면서 실질적 수익 증대가 가능해지고 있다는 사실도 기억할 필요가 있겠다.

특히 대규모 자금을 집행하는 주요 연기금들이 ESG를 투자 대상의 우선 순위에 두고 있다. 회사채 시장에서는 ESG 채권이 더 낮은 금리를 적용하여 발행되고 있으며, 석유 관련 기업들의 경우에는 자금을 조달하는데 있어 상대적 어려움을 겪는 사례들이 발생하고 있기도 하다.

ESG 관련 기업들에 투자하는 대표적인 ETF 종목으로는 ESGU가 있다. 블랙락에서 운용하는 ETF로 340개가 조금 넘는 기업들을 편입하고 있다. 시가총액은 184.2억달러이고, 일 평균 거래대금은 8.7천만 달러 수준이다. 애플(5.8%)과 마이크로소프트(5.2%), 아마존(3.8%), 알파벳(3.8%), 페이스북(2.1%)이 주요 편입 기업 종목들이다. 운용보수는 0.15%가 적용되고 있다.

그림 3. ESG 부문에 대한 자금 유입 규모 증가세 지속



자료: EPFR, 하나금융투자

So far, so good

코로나19 확산에 대한 민감도가 약화되고 있고 백신이 빠른 속도로 보급되면서 글로벌 경제는 예상보다 강한 회복 흐름을 시현하고 있다. 제조업 생산과 교역량 확대가 위기 이후 지금까지 경제 회복을 이끌어왔고, 현재는 선진국을 중심으로 백신 보급률이 높아지며 서비스업 부문의 정상화가 두드러진 모습이다. 다만 일부 신흥국들은 백신 보급이 원활하지 않아 국가별 성장에 괴리는 커질 수 있다. 내수가 차지하는 비중이 높은 선진국들을 중심으로 기회를 엿볼 시점이다. 세부적으로 북미와 선진유럽 지역을 1순위로 제시한다. 미국과 유로존의 수장인 독일 경제가 안정적인 확장세를 이어갈 공산이 크다. 2순위로는 글로벌 수요 회복과 완화적 금융환경을 기반으로 경기가 개선되고 있는 선진아태 지역을 추천한다.

I 기대 이상의 성과를 보인 글로벌 경제

글로벌 경제가 예상보다도 빠른 속도로 회복되고 있다. 완화적인 통화정책과 재정정책의 공조, 백신 접종과 팬데믹 상황 개선에 따른 각국의 경제활동 재개로 글로벌 수요가 확대되고 있으며 소비, 투자, 생산, 교역 등 경제 전반에서의 확장세가 나타나고 있다.

세계 교역량과 산업생산이 가파르게 상승했으며, 제조업 기업들의 기대 심리도 양호한 흐름을 유지하는 중이다. 심각한 경기 침체 위기를 모면하기 위해 각국에서 동시다발적으로 정책적 지원을 펼친데 따른 결과일 것이다. 델타 변이 바이러스의 확산으로 글로벌 경제의 향방에 대한 불확실성이 상존하지만, 과거보다 바이러스에 대한 민감도가 줄어든 만큼 경기 회복세는 지속될 전망이다.

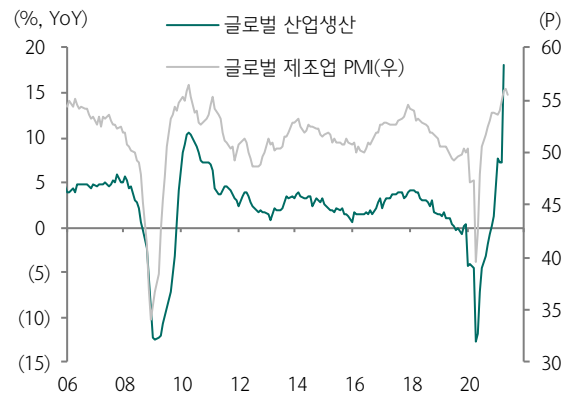


전규연 글로벌투자전략팀 선임연구원

02-3771-8196
kychun@hanafn.com



그림 1. 글로벌 경제 전반에서 확장세 시현

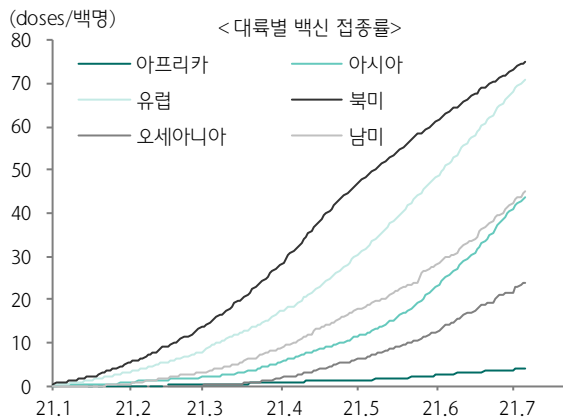


자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 하나금융투자

구조적인 문제는 여전히 남아있다. 미국과 유럽 등지의 주요 선진국은 강력한 성장세를 시현하고 있는 반면 일부 신흥국은 백신 보급이 부진해 경기 회복이 지체되고 있다. 국가 간 성장에 괴리가 커지면서 성장의 일관성 측면에서 위험 요인으로 부각될 수 있다.

국제 원자재 가격이 가파르게 상승해 소비자물가 상승률이 높아지면서 각국의 인플레이션 우려가 커지고 있는데, 재정 건전성이 취약하고 물가 압력이 높은 신흥국을 중심으로 중앙은행의 기준금리 인상 가능성이 높아지게 될 공산이 크다.

그림 2. 대륙별 백신 접종률 차별화되는 양상



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

I 선진국 주도의 성장 지속. 성장 동력은 변화

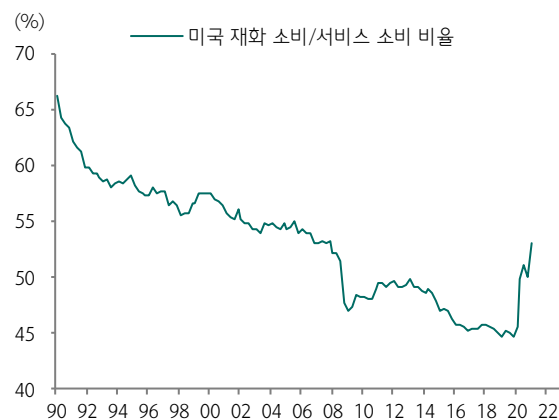
성장의 양극화나 변이 바이러스 등 여러 리스크 요인들이 자리잡고 있지만, 어쨌든 선진국 주도의 경제 성장세는 지속될 전망이다. 작년 하반기부터 주요국 경제는 차츰 회복되기 시작했는데, 회복을 이끈 동력은 주로 제조업 생산이었다.



코로나19로 인해 이동이 제한되고 대면 접촉이 빈번한 서비스 수요가 줄어든 만큼 재화에 대한 소비가 늘어났다.

대표적으로 미국의 재화와 서비스 소비 금액의 상대적 비율을 보면, 1990년 이후 장기 추세 상 서비스 소비의 비중이 지속적으로 늘어나고 있었는데 코로나19로 인한 생활패턴 변화로 2020년 들어 내구재 수요가 급격히 확대되며 추세를 이탈하는 현상이 나타났다. 집에 머무는 시간이 증가하면서 가전제품과 취미용 제품들을 중심으로 내구재 소비가 늘어났다.

그림 3. 미국 재화와 서비스 소비 비율 변화



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

내구재는 일시적으로 소비해버리지 않고 긴 시간 동안 반복적으로 사용이 가능한 재화이기 때문에 단기적으로 급등했던 수요는 줄어들 가능성이 높다. 특히 미국은 백신 2차 접종률도 47%에 달하고 있어 서비스업의 정상화가 빠르게 나타날 것이며, 재화와 서비스의 소비 비율이 하락하며 정상화될 전망이다.

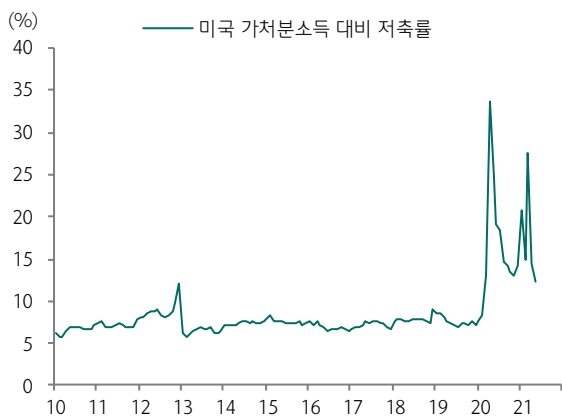
앞으로 재화보다 서비스에 대한 수요가 늘어나게 된다면 글로벌 교역량 증가율은 점차 완만하게 줄어들 공산이 크다. 대외 의존도가 높은 국가보다 민간소비가 경제에서 차지하는 비중이 높은 국가들이 성장 기회가 더 많을 것으로 보인다.

미국은 GDP에서 민간소비가 차지하는 비중이 약 70%에 이를 정도로 소비 주도의 경제 구조를 가지고 있다. 소비심리가 견고한 상승세를 시현하고 있고, 이연수요가 강하게 나타나면서 미국 경제는 하반기에도 안정적인 성장 흐름이 이어질 전망이다.

불확실성이 높아지며 2019년에 7%대에 불과했던 미국 가계 저축률이 두 자릿수 대로 급등했다. 경제가 정상화 되고 고용시장도 개선되면서 그동안의 저축이 소비로 연결될 가능성이 높다. 미국 고용시장은 팬데믹 긴급 실업 지원 정책이 확대되며 실업자들의 구직유인이 약화되며 구인난이 한동안 이어졌는데, 추가 실업수당 제도가 9월 초 종료 예정이며 이미 많은 주들이 지원을 조기 종료하고 있어 노동공급 제약은 점차 해소될 것으로 보인다.

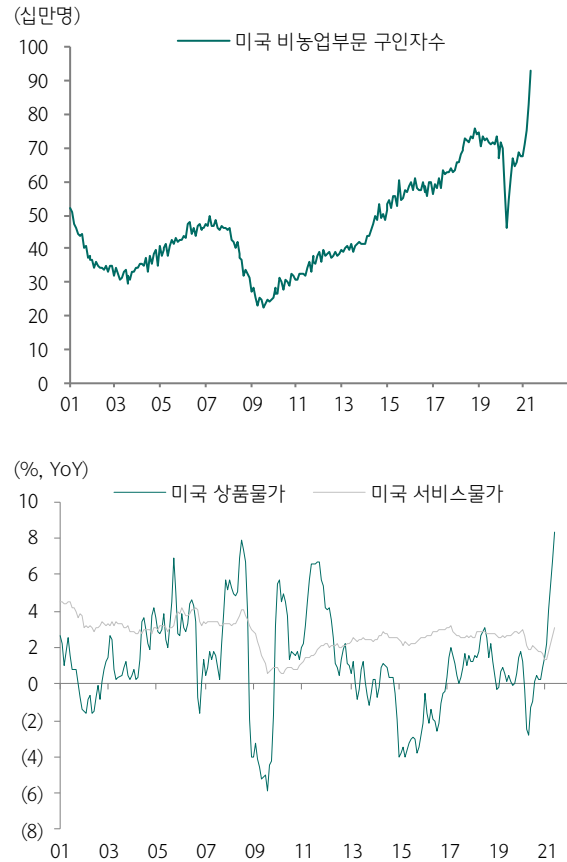
투자도 견조할 전망이다. 코로나19 이후 기술 관련 투자의 비중이 높아지고 있고, 주택 시장이 호조를 보이면서 건설투자도 확대되는 양상이다. 기존 제안에 비해 금액은 줄어들었지만, 바이든 정부의 인프라 투자 정책도 성장을 지지하는 요인이다.

그림 4. 미국 가계 저축률 두 자릿수 대로 급등



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 5. 하반기 중 미 연준의 이중 책무 달성 가능성 높아져



자료: Bloomberg, 하나금융투자

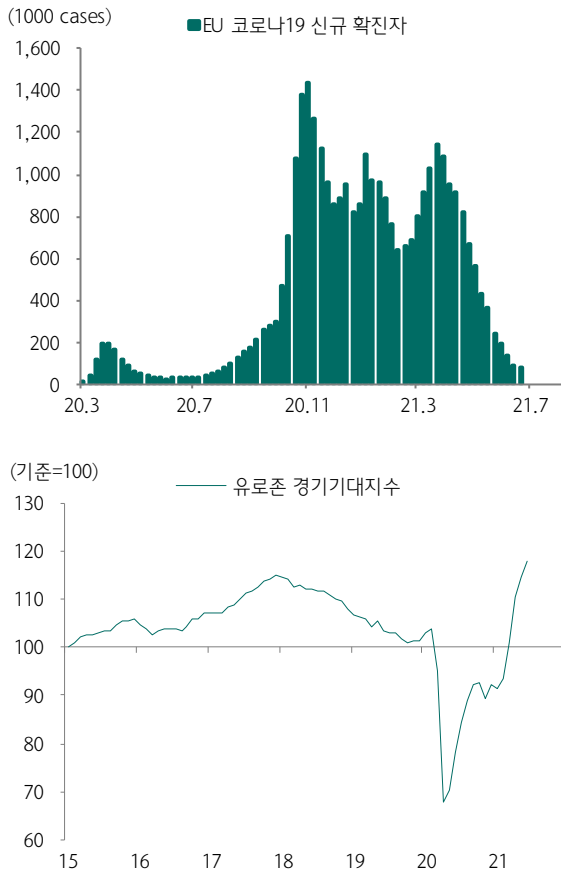
미국 고용시장이 하반기 중 점진적으로 회복된다면 연준은 물가와 고용 안정이라는 이중 책무를 달성하며 테이퍼링을 본격화할 수 있다. 미국 소비자물가는 원자재 가격 상승과 기저효과, 공급망 병목현상 외에도 수요측 물가 압력이 동반되고 있어 상승 압력이 다소 높을 것으로 보인다. 기저효과가 소멸된 뒤에도 인플레이션 우려가 지속될 수 있다. 하나금융투자는 물가 압력을 감안할 때 미 연준이 4분기 중 테이퍼링 가이던스를 제시하고, 내년 초부터 자산 축소에 나설 것으로 전망하고 있다.



유로존도 백신 접종이 가속화되면서 예상보다 빠른 성장 회복세가 나타나고 있다. 역내 코로나19 신규 확진자수가 급감했고, 제조업과 대외부문 호조에 이어 서비스업 경기에 대한 기대감이 확대되는 중이다.

유로존 경제는 2021년 연간 4% 중반대의 성장이 기대된다. 이동제한조치가 완화되면서 서비스 경기의 회복이 본격화되고 있고, 하반기 중 유럽경제회복기금이 집행되며 재정적 지원이 지속된다는 점이 경제 성장을 지지한다. ECB도 올해 경제성장률과 물가상승률 전망치를 상향 조정하고 있어 9월 이후 테이퍼링 시기에 대한 논의를 시작할 가능성이 유력해졌다.

그림 6. 유로존 경기에 대한 기대감 확대되는 중



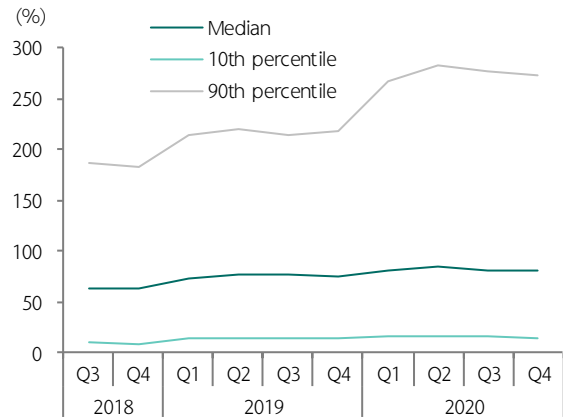
자료: Thomson Reuters, CEIC, 하나금융투자



다만 국가별 회복 속도에는 다소 차이가 있을 것으로 보인다. 독일이 가장 먼저 위기 이전 수준으로 돌아올 것으로 전망되고 있으며, 9월 독일 총선 이후 재정 확대 기조가 유지되는지 여부가 중요하다. 한편 변이 바이러스가 확산될 경우 관광업 비중이 높은 남유럽 국가들의 회복이 지연될 수 있어 성장 격차가 확대될 수 있다는 리스크가 상존한다.

팬데믹 위기에 대응하기 위해 도입했던 역내 정책지원이 축소되는 과정에서도 잡음이 발생할 수 있다. 특히 유로존 내 취약 기업들의 부채비율이 두드러지게 증가했는데, 이들을 중심으로 파산 기업이 늘어날 수 있다.

그림 7. 유로존 내 취약 기업들의 부채비율 증가



자료: ECB, 하나금융투자

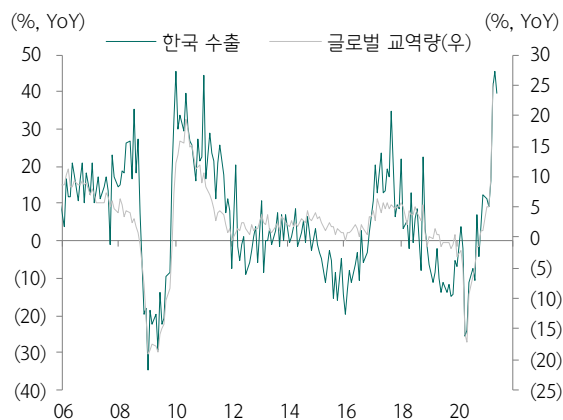
한국도 2021년 연간 4% 수준의 성장을 예상한다. 수출과 설비투자를 중심으로 강한 회복세가 이어지며 연말 경에는 코로나19 이전의 GDP 성장 경로에 근접해질 전망이다. 민간소비도 예상보다 양호한 개선 흐름을 보이고 있어 성장을 이끄는 주체가 정부에서 민간으로 바뀔 것으로 본다.

한국 수출은 작년 부진에 따른 기저효과를 감안해 2분기 급등 후 점차 하락할 것으로 전망하고 있는데, 선진국향 상품 수요가 견조해 예상보다 하락 폭이 크지 않을 수 있어 보인다. 반도체, 자동차 등 주요 품목들의 수출 호조가 이어지고 있다.

바이러스 확산에 따른 거리두기 연장 가능성이 소비를 제한할 수 있다는 점은 리스크 요인이지만, 현재까지는 소비심리가 2018년 1월 이후 최고치를 기록하고(6월 소비자심리지수 110.3P), 제조업 기업심리도 양호한 흐름을 유지하며 민간 심리지표 개선이 이어지고 있다. IT 부문의 견조한 성장세를 기반으로 자본재 수입이 늘어나며 설비투자도 견조할 전망이다.

하반기 백신 접종이 가속화되며 감염병 확산세가 점차 진정된다면 한국 경제의 회복 경로는 현 수준으로 유지될 공산이 크다. 33조 규모의 2차 추가경정 예산도 성장률을 끌어올릴 것이다. 한국은행은 저금리 장기화에 따른 부작용에 대응하기 위해 올해 중 금리인상에 나설 것으로 보인다.

그림 8. 한국 경제는 수출과 설비투자 중심의 성장 지속



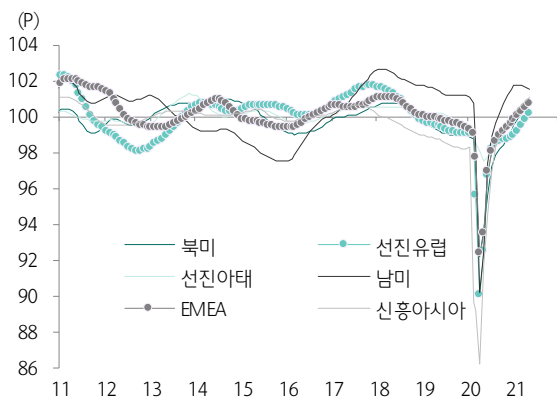
자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 하나금융투자

I. 괜찮은 국가와 더 좋은 국가

코로나19 확산에 대한 민감도가 약화되고 있고 백신이 빠른 속도로 보급되면서 글로벌 경제는 예상보다 강한 회복 흐름을 시현하고 있다. 제조업 생산과 교역량 확대가 위기 이후 지금까지 경제 회복을 이끌어왔고, 현재는 선진국을 중심으로 백신 보급률이 높아지며 서비스업 부분의 정상화가 두드러진 모습이다. 다만 일부 신흥국들은 백신 보급이 원활하지 않아 국가별 성장에 괴리는 커질 수 있다. 내수가 차지하는 비중이 높은 선진국들을 중심으로 기회를 엿볼 시점이다.

세부적으로 북미와 선진유럽 지역을 1순위로 제시한다. 미국과 유로존의 수장인 독일 경제가 안정적인 확장세를 이어갈 공산이 크다. 2순위로는 글로벌 수요 회복과 완화된 금융환경을 기반으로 경기가 개선되고 있는 선진아태 지역을 추천한다.

그림 9. 대체로 지역별 선행지수는 상승 추세를 유지



자료: OECD, 하나금융투자

표 1. 북미와 선진유럽을 최우선순위 지역으로 제시

단기모멘텀 우선순위	지역	국가
1st	북미, 선진유럽	미국, 독일, 스위스, 이탈리아, 스웨덴
2nd	선진아태	영국, 일본, 호주, 러시아, 캐나다

자료: OECD, 하나금융투자



I OECD 경기선행지수와 주가 상승률로 판별한 경기국면별 선호도

하나금융투자는 매크로 관점에서 지역 및 국가별 매력도를 판별하기 위해 비교적 많은 국가를 커버하고 있는 OECD 경기선행지수를 사용하였다. 기본적으로 OECD 경기선행지수가 바닥을 탈피하여 상승하는 국면에서 주식을 비롯한 자산시장의 성과가 좋을 것이라는 가정을 하고 있다. 따라서 자산시장의 성과가 우월한 경기국면에 위치한 지역 혹은 국가에 최우선 투자 순위를 부여할 수 있을 것이다.

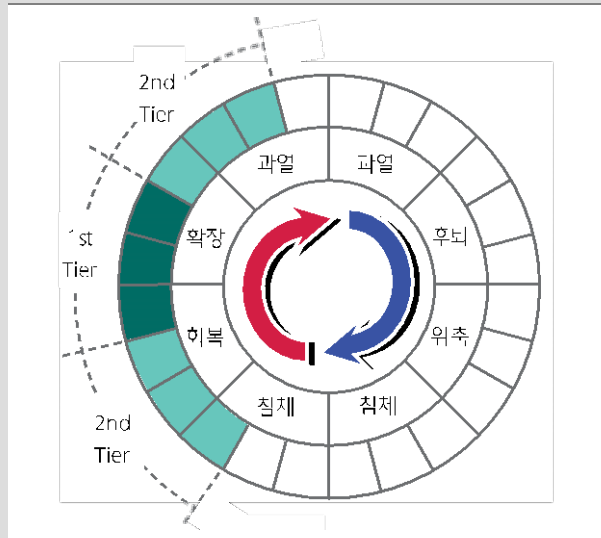
다만 변동성 위험이 높아 원금 손실이 발생할 가능성이 있을 경우, 수익률이 높더라도 바람직한 투자대상이 될 수는 없다. 이러한 연장선에서 수익률뿐만 아니라 변동성 위험을 동시에 감안할 필요가 있다.

지난 1990년 이후 OECD 경기선행지수와 MSCI 지수의 6개월 상승률을 판별한 결과, 예상대로 경기 상승국면에서 상대적으로 안정적이고 높은 수익률을 거둘 수 있었다. 다만 OECD 경기선행지수가 표준편차의 상단(+1 S.D.)을 넘어서는 과열국면에서는 변동성이 크거나 수익률이 급격히 악화되는 모습을 보였다. 또한, 표준편차 하단(-1 S.D.) 아래로 내려오는 침체국면에서 OECD 선행지수가 반등하는 경우 6개월 수익률이 여타 경기국면에 비해 가장 높았지만, 변동성 위험 역시 매우 컸다.

반면 경기확장이 안정적으로 진행되는 구간에서는 비교적 높은 수익과 낮은 변동성을 동시에 누릴 수 있었다. 따라서 선행지수가 본격적인 확장국면에 진입한 국가나 지역을 최우선 투자 대상으로 선정하는 것이 바람직할 것이다. 침체 혹은 위축국면에서 턴어라운드 시도가 시도되는 지역이나 과거 추세 이상의 경기확장이 지속되는 지역은 변동성 위험이 내포해 있는 만큼 차선 투자대상으로 권한다.

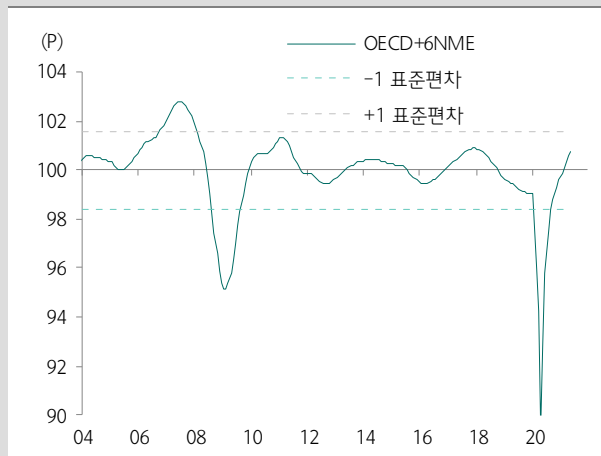


그림 10. 위험과 수익을 감안하면 확장국면 전후가 가장 유망



주: OECD 선행지수의 ± 1 S.D.을 과열과 침체의 기준으로 설정
자료: OECD, 하나금융투자

그림 11. 글로벌 경제는 완연한 확장국면에 진입



자료: OECD, 하나금융투자

그림 12. 글로벌 경제는 대체로 뚜렷한 회복세를 이어가고 있어

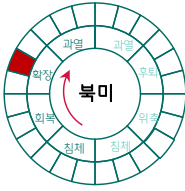
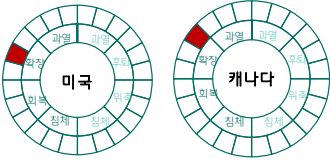
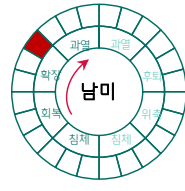

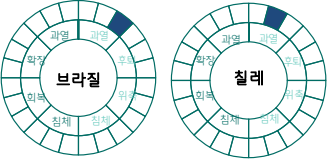
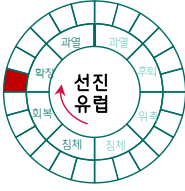
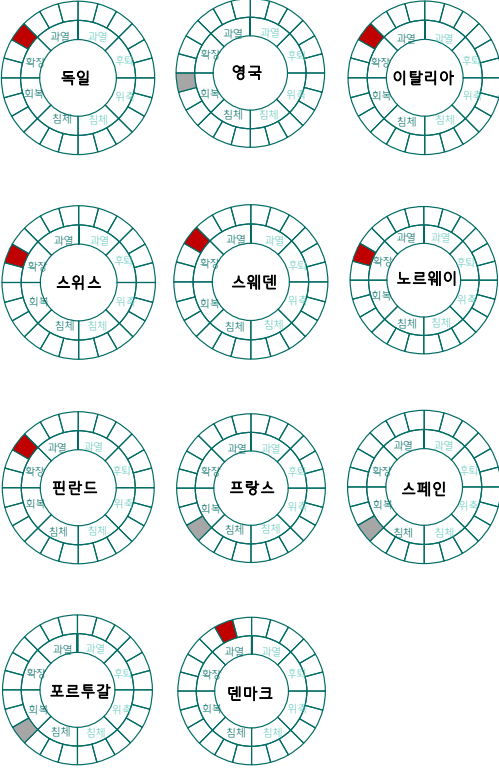
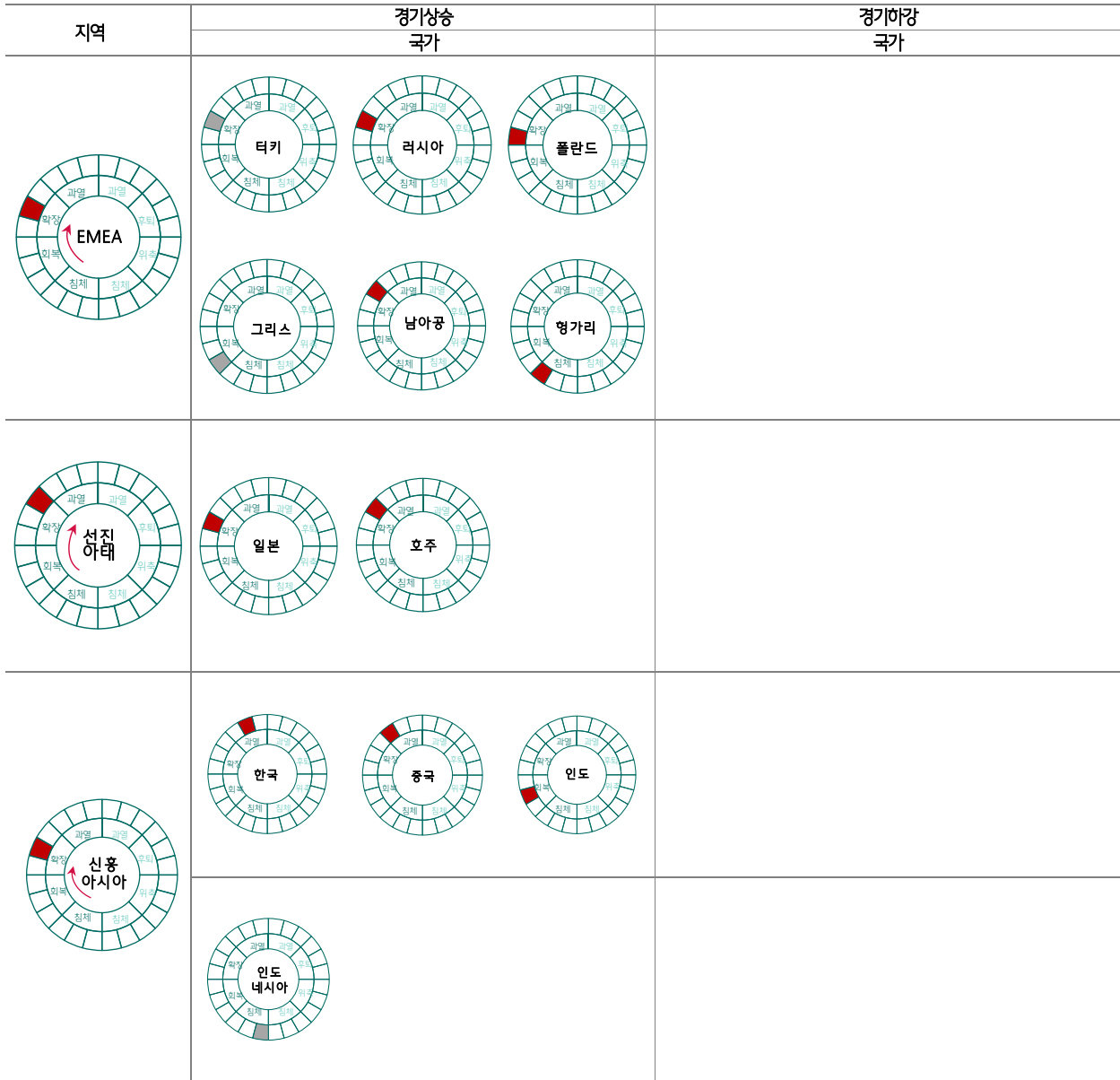
지역	경기상승 국가	경기하강 국가
		
		
		

그림 13. 글로벌 경제는 대체로 뚜렷한 회복세를 이어가고 있어 (계속)



주: 각 구간은 지역 및 국가별 OECD 선행지수로 판별한 국면의 진행 정도이며 빨강, 회색, 파랑은 최근 3개월간 선행지수의 방향성의 개선, 횡보, 하락을 의미
 자료: OECD, Bloomberg, Thomson Reuters, 하나금융투자



테이퍼링과 성장주

연준(Fed) 통화정책 정상화(자산 매입 규모 축소와 기준금리 인상) 가능성이 높아지고 있는 시점이다. 2013~15년 연준의 통화정책 정상화 국면에서 글로벌 주식시장에서는 성장주가 상대적으로 부각됐다. 성장주의 부각 이유와 그리고 지금 적용할 수 있는 성장주 컨셉에 대해서도 살펴 둘 필요가 있는 시기다.

I 연준(Fed) 테이퍼링 이슈 부각

연준(Fed)이 테이퍼링(자산 매입 규모 축소) 실행 가능성을 언급했고, 이를 대비했던 시기가 있었다. 바로 2013년 하반기였다.

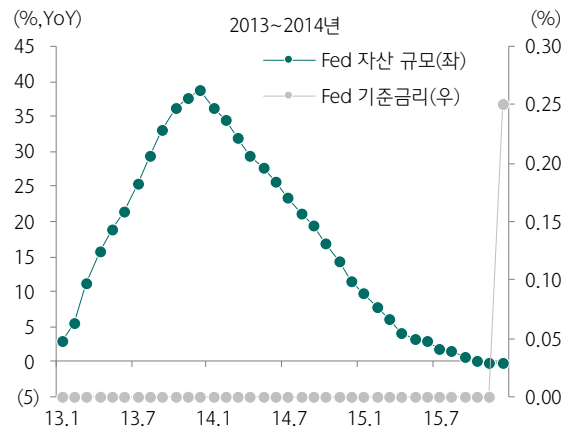
2013/5월 버냉키 의장이 테이퍼링을 공식 언급했고, 2013/12월 테이퍼링 공식 발표→ 2014/1~10월까지 테이퍼링을 실제로 실행했고, 공식적으로 연준의 양적완화정책은 종료됐다. 그리고 2015/12월 처음으로 기준금리 인상을 단행했다.

2021년 현재에도 2022년 테이퍼링 실행, 2023년 기준금리 인상을 고려하고 있는 상황이다. 2013~15년의 경험이 중요해진 시기다.

2013년 하반기 주식시장의 흐름에서 현재 취할 수 있는 전략적 시사점을 도출할 수 있다. 2013년 하반기는 성장주와 가치주의 강세가 공존했던 시기였다는 점이 특징적이다.



그림 1. 지금처럼 연준의 테이퍼링을 준비했던: 2013년 3분기



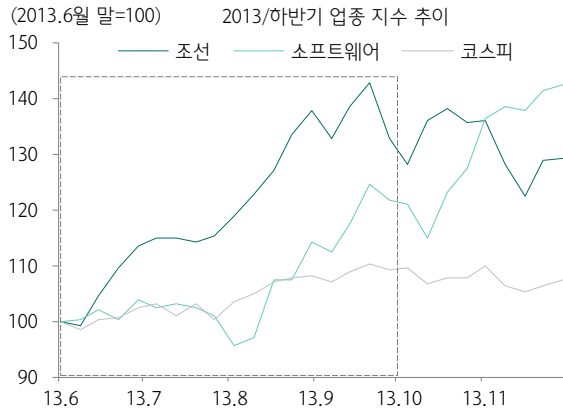
자료: Bloomberg, 하나금융투자



이재만 글로벌투자전략팀장

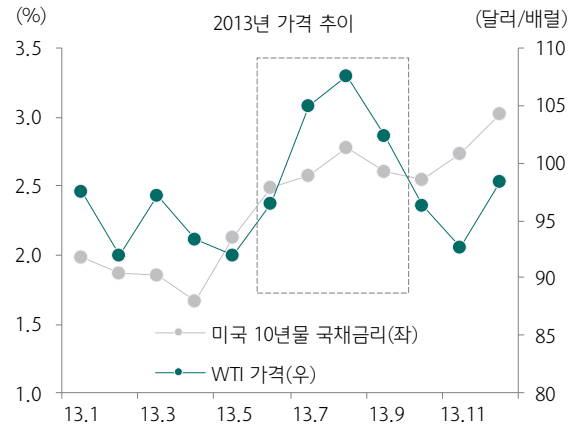
02-3771-7547
duke7594@hanafn.com

그림 2. 2013년 3분기: 성장주와 가치주의 강세가 공존했던 시기



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 3. 2013년 3분기 가치주는 모멘텀이 있었다: 국제유가와 미국 10년물 국채금리 상승



자료: Bloomberg, 하나금융투자

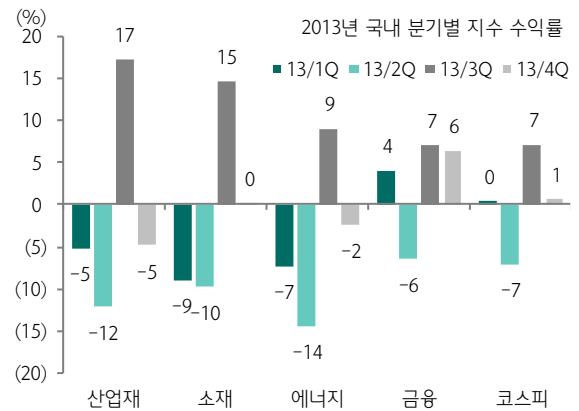
I 가치주 투자전략

우선 2013/하반기 가치주는 모멘텀과 가격메리트(저평가)가 동시에 부각된 시기였다.

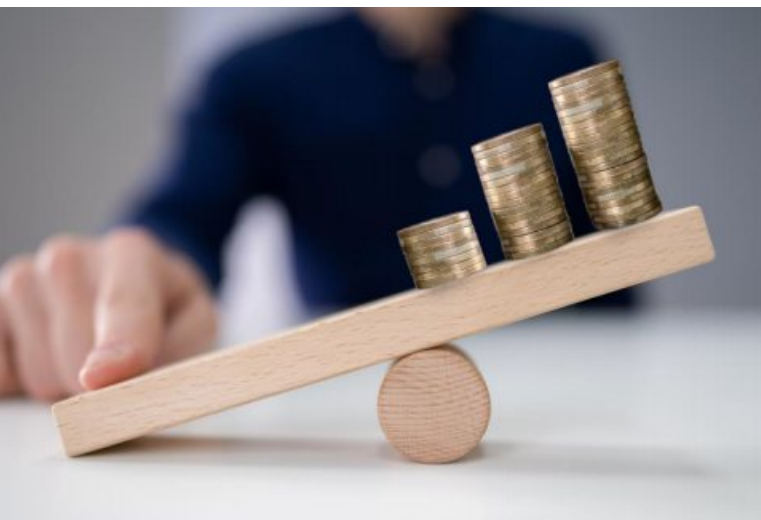
모멘텀 측면에서 보면 국제 유가와 미국 10년물 국채금리가 동반 상승했기 때문에 가치주 주가 반등에 유리한 환경이 조성됐다.

한편 2013/상반기 국내 증시 에너지, 소재, 산업재, 금융섹터 주가 수익률의 부진했기 때문에 가격메리트도 높아졌던 시기였다.

그림 4. 2013년 3분기 가치주는 가격메리트(저평가)가 있었다: 2013년 상반기 주가 하락으로 인해 모멘텀 개선으로 인한 가격메리트가 부각될 수 있었음



자료: Quantwise, 하나금융투자



그러나 지금의 가치주는 2013년과는 다르다. 2021년 상반기 국내 에너지, 소재, 산업재, 금융섹터는 코스피 상승을 이끌었던 대표 섹터들이다.

특히 해당 섹터 내 주요 업종들의 현재 PBR은 2013년 하반기 미국 10년물 국채금리가 3%까지 상승했고, WTI 가격이 배럴당 100달러에 육박했던 당시 고점 수준을 상회하고 있다.



따라서 현재 상황에서 가격메리트가 크지 않고, 절반의 모멘텀(미국 10년물 국채금리 하락/국제 유가 상승)만 있는 가치주 또는 전통 씨클리컬 업종이 유리하다고 보기는 어렵다.

I 성장주 투자전략

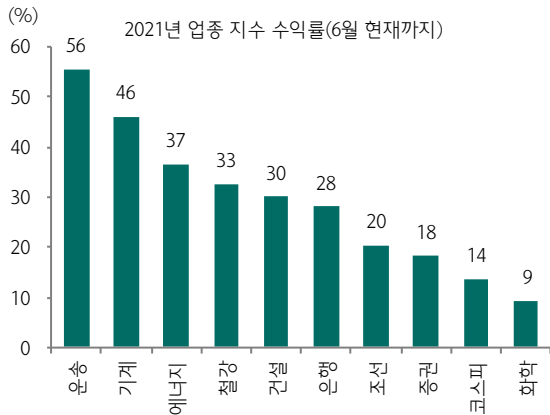
2013년 하반기 소프트웨어와 같은 성장주가 주식시장에서 크게 부각됐던 시기였다.

다만 성장주는 소프트웨어 업종처럼 글로벌 경기 변화에 무관한 구조적 성장주와 반대로 민감한 경기순환형 성장주로 구분할 수 있다.

2013년 하반기는 경기순환형 성장주였던 자동차 업종의 주가도 동반 강세를 보였다. 2013년의 경우 글로벌 경기가 개선에서 확장 국면으로 진입했기 때문에 구조적과 경기순환형 성장주가 동반 강세를 보였다.

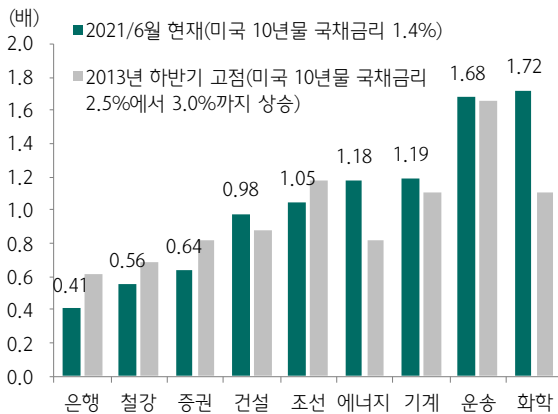
당시 소프트웨어와 자동차 업종의 공통점은 국내 증시 내 영업이익 비중이 상승했다는 점이다.

그림 5. 2013년 3분기처럼 2021년 가치주에게 가격메리트가 있을까(1) 2021년 상반기 주가 수익률 비교



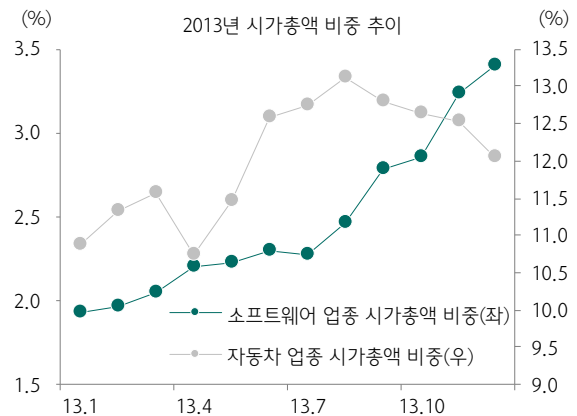
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 6. 2013년 3분기처럼 2021년 가치주에게 가격메리트가 있을까(2) PBR 비교



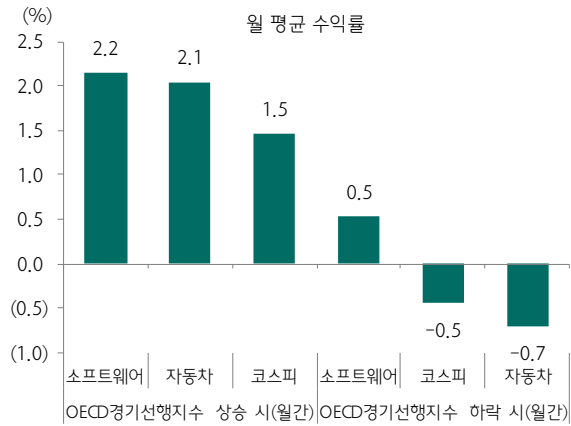
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 7. 2013년 3분기 소프트웨어와 자동차 업종 동반 강세



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 8. 소프트웨어는 구조적 성장주, 자동차는 경기순환적 성장주



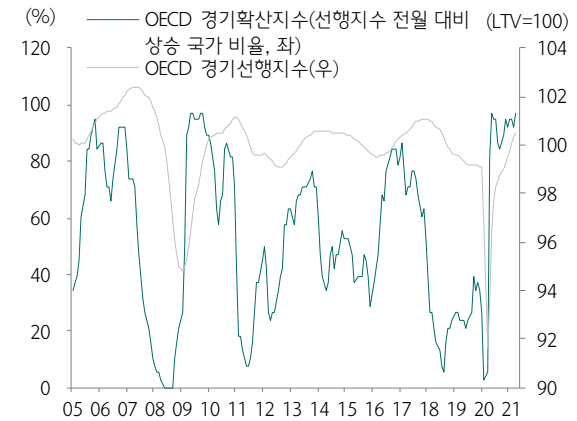
자료: Quantwise, 하나금융투자

현재 OECD경기선행지수는 확장 국면으로 진입 이후 3개월 연속 상승세를 기록하고 있다.

OECD경기선행지수에 6개월 정도 선행하는 확산지수가 상승세를 유지하고 있다.

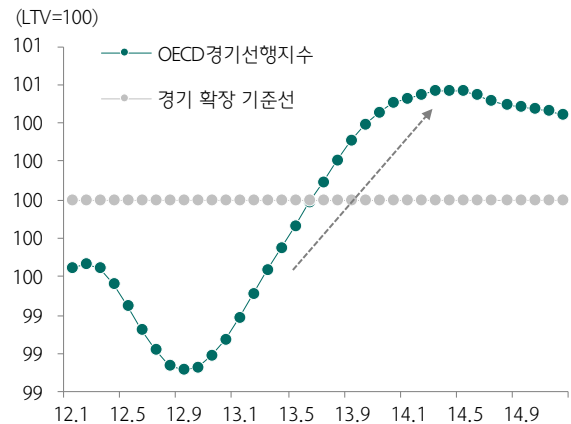
이를 감안 시 적어도 오는 11월까지의 글로벌 경기가 확장 국면에서 상승세를 유지할 가능성이 높기 때문에 구조적 및 경기순환적 성장주 중 영업이익 비중이 상승하는 업종의 주가 상승에는 유리한 환경이 조성될 것으로 판단된다.

그림 10. 글로벌 경기는 최소한 오는 11월까지의 확장 국면에서 상승세 유지 가능



주: OECD경기확산지수: OECD가 선행지수를 발표하는 38개국 중 전월대비 경기선행지수가 상승한 국가 수 비중
자료: OECD, 하나금융투자

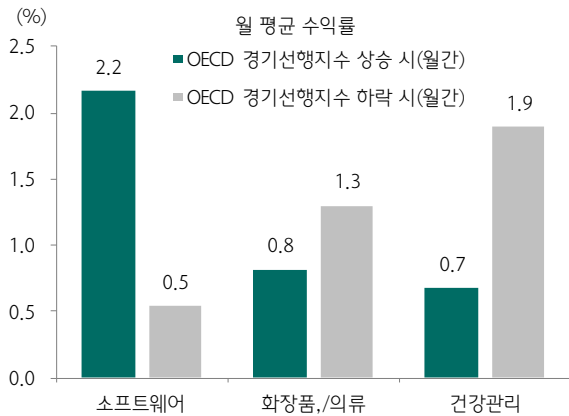
그림 9. 2013년 테이퍼링 준비 단계 글로벌 경기 확장 국면. 2014년 테이퍼링 실행 단계 글로벌 경기 확장세 둔화



자료: OECD, 하나금융투자

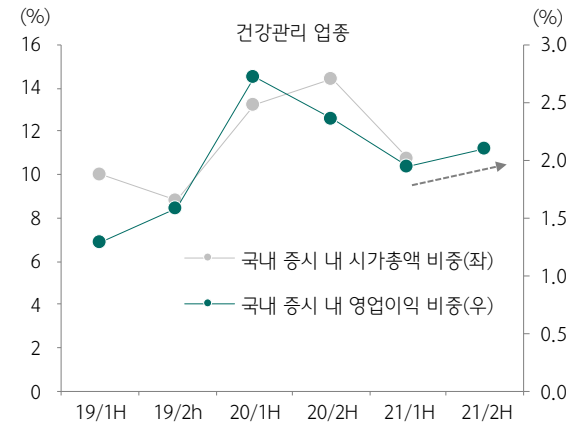


그림 11. 국내 증시 내에서 소프트웨어 업종처럼 글로벌 경기 방향성과 무관한 구조적 성장주: 화장품/의류와 헬스케어



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 13. 헬스케어, 2021년 하반기 이익 비중 상승, 낮은 시총 비중

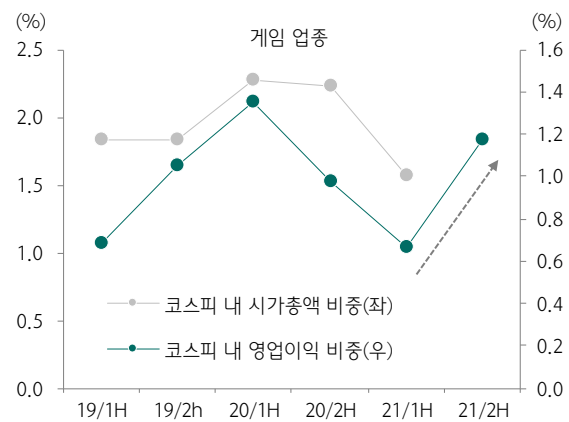


자료: Quantwise, 하나금융투자

국내 증시 내 구조적인 성장주에 가까운 헬스케어와 게임 업종의 경우 2021년 상반기 대비 하반기 영업이익 비중이 상승할 것으로 예상된다. 두 업종의 경우 시가총액 비중도 이전 고점 대비 상대적으로 낮은 편이다.

한편 경기순환형 성장주 중에서는 반도체와 IT하드웨어 업종의 경우 하반기 영업이익 비중 상승을 감안 시 현재 시가총액 비중이 낮은 수준을 기록하고 있어 주가 상승의 기회가 있을 것으로 판단된다.

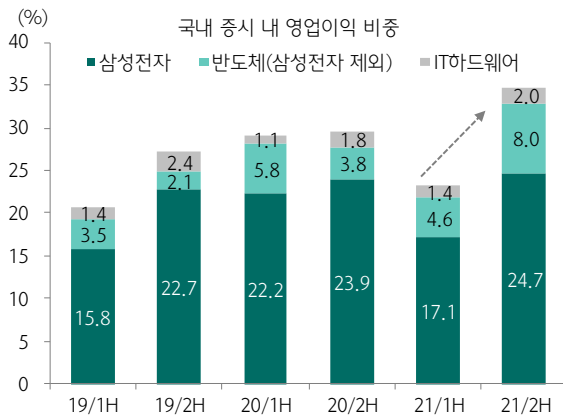
그림 12. 게임, 2021년 하반기 이익 비중 상승, 낮은 시총 비중



자료: Quantwise, 하나금융투자

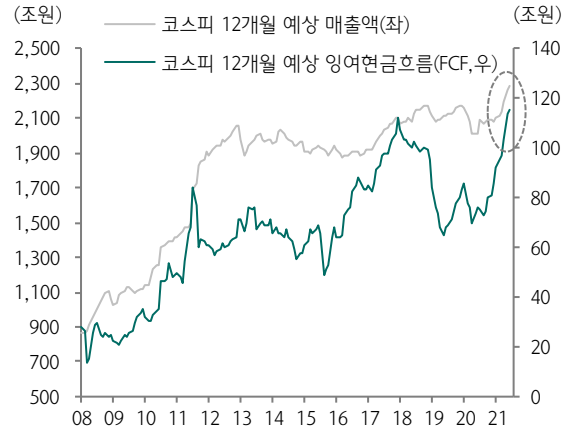


그림 14. 반도체와 IT하드웨어 영업이익 비중은 2021년 상반기 23%에서 하반기 35%로 상승 전망



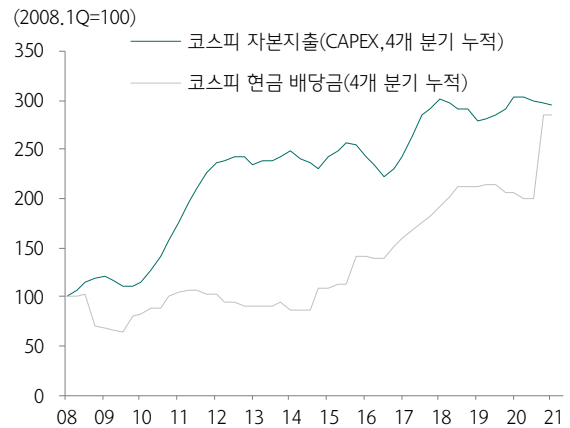
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 15. 국내 기업, 매출액과 잉여현금흐름 동반 사상 최고치 경신



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 16. 기업은 잉여현금으로 배당을 줄 수도 있고, 투자를 할 수도 있음



자료: Quantwise, 하나금융투자



▶ 또 다른 성장주 컨셉: 투자 주도 성장주

S&P500지수와 코스피 12개월 예상 매출액과 잉여현금흐름(FCF)은 사상 최고치를 경신하고 있다. 기업들이 매출 성장을 통해 잉여현금을 빠르게 축적하고 있는 상황이다.

기업은 잉여현금을 배당이나 자사주 매입을 통해 주주에게 환원하거나 투자를 통해 장기 성장 정책을 취할 수도 있다. 최근 상황 까지만 보면, 투자 보다는 배당 등과 같은 주주 환원정책이 보다 빠르게 코로나19 이전 수준으로 복귀하고 있다.





그러나 향후에는 기업의 투자 우선 정책이 부각될 것으로 예상된다.

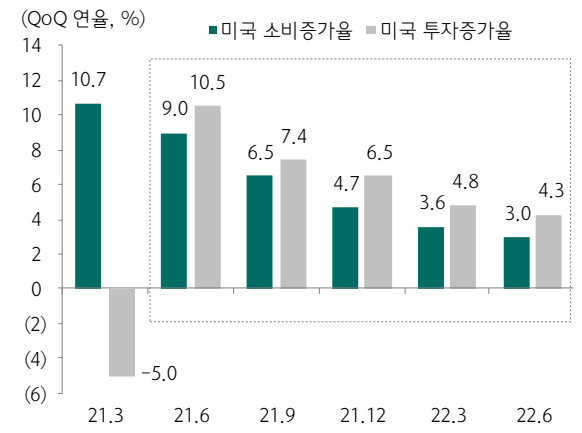
그 이유는, ① 기존에는 주주자본주의(shareholder capitalism)를 기반으로 주주 최우선 정책(배당+자사주 매입 등)을 실행했다.

하지만 ESG는 이해관계자자본주의(stakeholder capitalism)를 기반으로 하고 있기 때문에 기존 주주 이외에도 고객/CEO/직원/공급기업/사회/국가/경제까지 이해관계자로 포함되어 있고 이들을 위한 장기 지속 성장 가능 기업이 보다 높은 가치를 부여 받게 된다. 지속 성장을 위해서는 기업은 꾸준한 생산 활동이 필요하고 이를 위한 투자가 필요하다.

② 미국의 향후 1년간 분기 추정치를 보면, 소비 보다 투자 증가율이 높다. GDP 성장에 투자 기여도가 높아질 것으로 예상된다.

기업의 매출이 증가하는 국면에서는 투자를 주도했던 업종이 당시 주도업종의 역할을 담당했다. S&P500지수 기준으로 2006년 에너지→ 2007년 원자재→ 2010년 자본재→ 2014년 하드웨어/장비 업종 등이 대표인 사례다.

그림 17. 2021/2분기 이후 향후 1년간 미국은 소비보다는 투자 중심의 성장 기대



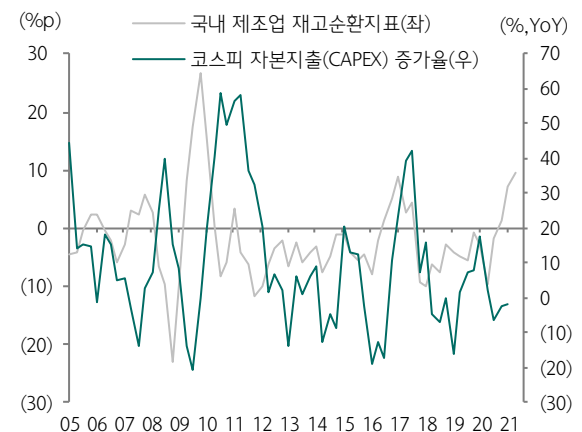
자료: Bloomberg, 하나금융투자

③ 미국의 기업 투자 선행지표인 CEO 자본지출(CAPEX) 예상지수는 3분기 연속 상승하며 2018년 수준을 회복했고, 제조업 설비투자 수요를 볼 수 있는 ISM [신규주문-재고지수] 스프레드도 상승세를 유지하고 있다.

한편 국내의 경우 코스피 CAPEX(YoY)에 3개 분기 선행하는 재고순환지표(출하-재고증가율)가 상승 중이다.

글로벌 M&A 금액과 건수가 사상 최고치를 경신하고 있다는 점도 기업 투자의 연장선상에서 이해할 필요가 있다.

그림 18. 국내 기업 투자 선행지표인 재고순환지표 4분기 연속 상승 중



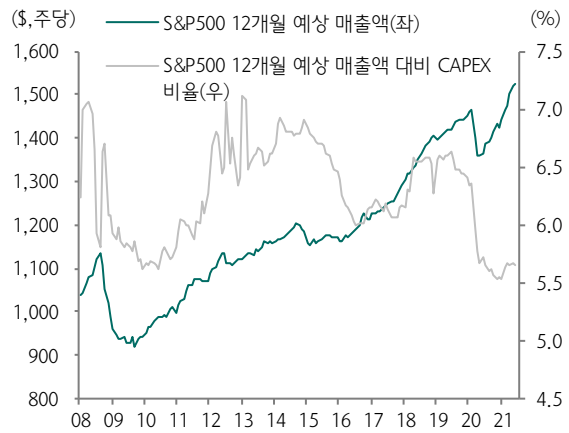
자료: Bloomberg, 하나금융투자

④ S&P500지수 매출액은 사상 최고치를 경신할 것으로 예상되지만, 매출액 대비 CAPEX 비율은 5.7%로 2008년 이후 최저 수준이다.

코스피는 S&P500지수 보다는 다소 나은 상황이지만, 6.1%로 2008년 이후 평균치인 6.7%를 하회하고 있다. 매출 증가를 기반으로 내부 투자 수요가 발현될 가능성이 높은 시점이다.

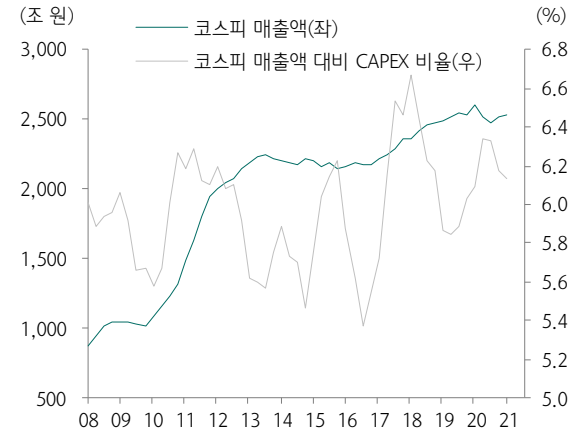
전략 측면에서의 시사점은 2021년 매출과 FCF가 동시에 사상 최고치를 경신할 수 있는 업종 중 투자(CAPEX+R&D)도 사상 최고치 경신 또는 근접해 있는 업종에 관심을 가질 필요가 있다고 판단된다.

그림 19. 미국 기업 내부적으로도 투자 수요 발현 가능 시점: 매출액 대비 CAPEX 비율 최저 수준 기록 중



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 20. 국내 기업 매출액 대비 CAPEX 비율은 6.1%로 2008년 평균치 하회



자료: Quantwise, 하나금융투자

우선 S&P500지수 내에서 해당 기준을 충족하는 업종: 소프트웨어, 기술하드웨어, 제약/바이오, 헬스케어/장비, 반도체/장비(시가총액 순)다.

한편 코스피 내에서 해당 기준을 충족하는 업종: 반도체, 소프트웨어, 화학(2차전지), 화장품/의류, 가전, 필수소비재(시가총액 순)를 꼽을 수 있다.



3분기 중국 전망 : 당과 시장이 만드는 주도주

중국증시는 7월 창당 100주년 이벤트를 시작으로 2022년 10월 3기 지도부 출범을 관통할 정책 견인형 주도주가 결정된다. 최초 3연임을 노리는 시주석의 강한 의지가 반영될 정책에 대한 해석이 매우 중요하다. 3분기 중국증시 투자는 정책의 방향성이 가격보다 우선시되어야 하며 제조업 CAPEX, 미중 공급망 구축, 신형 인프라, 소비고도화 관련 업종과 대표주가 매력적이다. 한편, 하반기 중국증시는 팬데믹 이후 3차 반등이 U자형으로 길게 2022년 상반기까지 이어질 전망이다.

I 7월 창당 100주년 이벤트 : 시주석 3연임 세팅의 시작점, 강력한 의지가 담길 정책 주목

금번 100주년 행사는 당과 시주석의 리더십이 극대화된 상태에서 맞이하는 건국 100주년(2049년) 이전 최대 이벤트 중 하나이자 2022년 10월 3연임을 세팅하는 시작점이 될 것이다. 7월 1일 행사에서 시진핑 주석은 첫 100년의 목표인 샤오강 사회 건설과 절대 빈곤 해결을 선포했고, 사회주의 현대화 강국이라는 두번째 100년 목표(2049년)를 향해 전진하겠다고 천명했다. 향후 시진핑 주석은 중진국 함정, 미중 신냉전, 탄소중립 등 난이도 높은 숙제에 책임자임을 재차 강조하면서 강력한 정책 의지를 계속 피력할 것이다. 향후 주목해야 할 정책으로는 ①선부론(先富論)에서 공부론(共富論)으로 전환, ②기술자립을 위한 액션 플랜 공개, ③탈탄소 정책의 구체화, ④금융시장과 지역경제 개혁개방이 다시금 강조될 전망이다.



김경환 글로벌투자전략팀 신흥국주식 파트장

02-3771-7616
Khstyle11@hanafn.com

표 1. 시진핑 집권 이후 중국 국가/당 이벤트 정리

시기	이벤트	비고
2012년 11월	당 18기 1 중전회 (전국대표회의)	당 지도부 구성 (시진핑 1기 출범)
2013년 2월	당 18기 2 중전회	행정조직개혁
2013년 11월	당 18기 3 중전회	장기 경제개혁 플랜 발표
2014년 11월	당 18기 4 중전회	의법치국, 당조직 쇄신
2015년 10월	당 18기 5 중전회	5개년 계획 결정
2016년 봄	제 12기 전인대 (13차 5개년 계획)	5개년 계획 통과/공표
2016년 10월	18기 6 중전회	차기 지도부 출범 논의
2017년 10월	18기 7 중전회	당 성과 회고/ 1 중전회 준비
2017년 10월	당 19기 1 중 전회 (전국대표회의)	시진핑 제 2기(19기) 출범
2018년 봄	제 13기 전인대 제 1차 회의	당 헌장 수정 / 행정조직개혁
2018년 10월	당 19기 3 중 전회	시진핑 2기 경제개혁 확정
2019년 10월	중국 건국 70주년	-
2020년 11월	당 19기 5 중 전회	14차 5개년 계획 확정
2021년 7월	창당 100주년 / 새로운 목표 제시	-
2021년 10월	당 19기 6 중 전회	20기 지도부 출범 논의
2022년 가을	당 20기 1 중 전회	시진핑 3연임 확정?

자료 : 하나금융투자





19기 지도부(2017.10~2022.10) 출범 이후 중국경제에서 당 시스템의 장악력과 시주석의 리더십이 극대화된 상태라는 점에서 이벤트 이후 강조될 정책의 중요성은 어느 때보다 커졌다. 즉, ①국가적으로 ‘샤오캉(小康)사회 건설’의 선포와 새로운 목표 제시, ②경제적으로 14차5개년 계획의 첫 해이자 포스트 코로나 시대 구상 재강조, ③정치적으로 10월 19기6중전회(당지도부 5년 임기 총 7차 당대회 중 6차)를 거쳐 2022년 10월 20기 지도부의 출범 및 시주석의 최초 3연임을 세팅하는 시작점이 될 수 있다. 중국증시 관점에서는 포스트 코로나 시대에 미중 간 첨예한 대립과 ‘체인지언’의 부활 속에서 당 정책의 재확인인 지수 리레이팅과 정책 드라이브형 주도주 결정에 상당한 의미를 갖는다. 중국증시의 매력 중 하나는 정책이 ‘점지한’ 주도주가 당의 확실한 ‘견지력’을 통해 결국 아웃퍼폼할 확률이 높다는 점을 기억할 필요가 있다.

I 당이 점지한 주도주 : 정책에 순응하는 전략 유리, 중국발 인플레이 압력과 미중 경쟁 영역 성장성 주목

금번 행사와 향후 예상정책의 중국증시 관련 시사점은 다음과 같다. ①정책 방향성을 가격보다 우선적으로 고려해야 한다. 당의 장악력과 시장 통제 의지가 극대화된 상태라는 점에서 길게 보면 2022년 10월 3기 지도부 출범 이전, 짧게 보면 금번 10월 당대회까지는 정책 스텐스와 싸우면 안 된다. 정책 방향과 사이클이 만나는 제조업 CAPEX, 탈탄소 밸류체인, 소비고도화(인구정책/국산화) 등 테마가 유리하다.

그림 1. 정책 방향성에 따른 지수 차별화 : 상해 과창판 vs 항셱테크



자료: Wind, 하나금융투자



표 2. 2분기 중국정부 주요 분야 정책 : 이벤트용 ‘당근과 채찍’ 그 이상

분야	정책 하이라이트 (주관부서, 이벤트 내용)
시스템 개혁	<ul style="list-style-type: none"> ·6월, <절강성 하이퀄리티(고질량) 발전 및 공동부유 시범특구 건설에 대한 의견> ·4월, 앤트그룹, 인민은행과 함께 디지털 위안화 플랫폼 공동 개발 ·4월, 인민은행은 상하이, 하이난 등 6개 1-2선 도시 ‘디지털 위안화 시범구역’으로 선정 ·5월, 31일 중앙정치회의에서 세자녀 출산 허용 결정 ·6월, 세 자녀 정책을 앞두고 중국 주요 지방 당국 출산 연령 여성 대상 설문조사
반독점법	<ul style="list-style-type: none"> ·4월, 시장감독총국, 인터넷 플랫폼 기업 행정지도회 개최 ·4월, 시장감독총국, 알리바바에 19년 매출액의 4%인 182억 위안 벌금 부과 ·5월, 시장감독총국, 텐센트, 디디, 쉘링 등 9개 기업에 M&A 반독점법 위반 50만위안 벌금 ·5월, 중국 규제 당국, 디디추싱과 메이탄 등 운송관련 인터넷 기업 면담
교육 개혁	<ul style="list-style-type: none"> ·3월, 교육기관수, 교육시간, 교육비용을 제한하는 사교육 “3대 제한” 정책 시행 ·6월, 교육부, 사교육 감독사업부 설립 통해 유치원, 초·중·고등학교 등의 사교육 감독
부동산	<ul style="list-style-type: none"> ·5월, 중국 최초 부동산세 시범지역은 심천과 해남도가 될 예정
금융	<ul style="list-style-type: none"> ·6월, 전인대 상임위, <중화인민공화국 반외국제재법> 최종 통과 ·5월, 지방정부 고금리 부채 청산 시작
상품 시장	<ul style="list-style-type: none"> ·5월, 리커창 총리, 국무원 상무회의에서 상품가격 가파른 상승 대응 예고 ·5월, 발개위, 공업부, 시장감독총국, 증감회 등 5개 부처 대영원자재 생산업체 면담
비트코인	<ul style="list-style-type: none"> ·4월, 은보감독, 불법 자금모집/가상화폐 등 감독 강화 ·6월, 중국 네이밍규정과 칭하이성에 이어 쓰촨성도 비트코인 채굴업체 정리 작업 ·6월, 인민은행, 가상화폐 거래 관련 시중은행과 알리페이 등 페이/결제 업체 면담
핀테크	<ul style="list-style-type: none"> ·4월, 상해거래소, 부동산 금융과 핀테크 기업의 과장판 상장 금지 ·5월, 인민은행, 은보감독, 증감회, 외환국 등 금융 사업 영위 인터넷기업 13개와 면담 진행
탄소 중립	<ul style="list-style-type: none"> ·5월, 탄소배출 감축 정책을 총괄할 강력한 컨트롤타워 구성, 소조에 중국 최고지도부 포진 ·5월, 중국 공업부, 철강업 중설 억제 정책 ·5월, 시장감독총국, 발개위, 공신부 하복성 당산시 철강기업 면담 ·6월, 발개위(NDRC), 철강 생산능력 관련 위법행위에 대해 무차별 원칙의 고압태도 유지 ·5월, 탄소 배출권 정식 거래 6월말로 확정 ·6월, 인민은행장 이강, 금융부문 기후변화 대응 가속화 시사
지역경제 발전계획	<ul style="list-style-type: none"> ·20년 10월, 중앙정치국의 <청두(成都)와 충칭(重慶) 경제권 건설 계획 강요>의 심의 ·4월, 금융당국, 하이난 자유무역항 해외자본 금융기관 설립 및 자유환전 등 대외개방 발표
금융자본 시장	<ul style="list-style-type: none"> ·5월, 중국정부 <상하이 글로벌 자산관리 중심 건설 관련 의견> 발표 ·5월, 중국정부, 광둥-홍콩-마카오 본토거주인 홍콩/마카오 금융상품 투자 허용 ·6월, 중국언론, 채권판 ‘강구통’(본토에서 홍콩)이 7월부터 시행될 것으로 보도

자료 : 하나금융투자

②미중 경쟁 영역에 부여될 성장성에 주목한다. 양국이 경쟁적으로 시행하는 공급망 구축과 수직 계열화, 큰 정부와 재정정책이 결국 성장 산업을 만든다. 실제로 중국 당국은 미국 바이든 정부의 첨단산업 견제(중국은 ‘목 조르기’로 표현)와 공급망 구축이 가속화되는 상황에서 중국은 전인대에서 공개한 ‘14/5계획 및 2035년 장기 전략’ 중 ‘과학기술 혁신계획 및 기술강국 액션플랜’을 속속 발표하고 있다. 행사 직후인 7월 2일 중국 공신부는 소·부·장 우량기업 육성 방안을 발표하기도 했다. 반도체, 첨단제조, 신재생, 바이오 등 관련 인센티브 및 금융 지원 정책을 계속 주목한다. 또한, ‘2030 탄소중립/2060 탄소제로’ 관련 정책도 점차 구체화된다. 이벤트 직후 고배출 산업의 구체적인 저감 목표와 고도화 계획, 중설 제한 입법화, 탄소배출권 거래, ESG 활성화 전략의 공개가 기대된다.

③모든 새로운 정책이 중국발 인플레이 압력을 시사한다. 중국 수뇌부는 샤오강 선언과 함께 기존 선부론(先富論)이 공부론(共富論)으로 새롭게 대체하고 있다. 실제로 6월 저장성을 ‘공동부유 시범특구’로 지정하고, 소득분배/사회복지/기업 및 부유층 사회환원 권장 등을 시도한다. 결국, 불균형과 양극화 문제점 제거에 당 역량을 집중하고 있으며, 2021년 반독점법, 사교육 규제, 상품시장/가상화폐/핀테크 규제 등 정책과 세 자녀 정책, 보육/양로/임대주택, 지역경제 활성화 등이 대책점에 선 정책으로 볼 수 있다. 향후 시행할 ‘공부론’ 전략(임금/복지/배분), 탈탄소 목표, 공급망 블록화 모두 중국 생산원가 및 출고가격(PPI)을 높이는 요인이기 때문이다. 향후 3-5년간 공급망과 수요를 동시에 갖춘 대체 지역 나오기 어려워 중국 생산자의 가격 전가 확률이 계속 높아질 것이다.



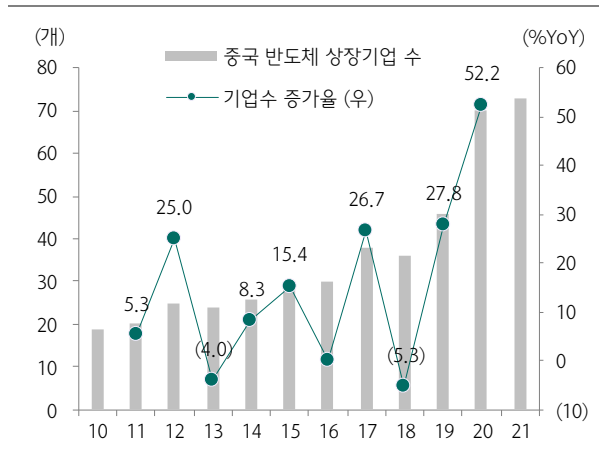
표 3. 중앙과 지방이 공개한 14/5계획 기술자립 관련 정책

14/5 계획 기술자립 관련 내용	
중앙정부 (14차 5개년 계획 및 중장기 목표 요강)	<ul style="list-style-type: none"> · IC, 항공우주, 선박, 해양, 로봇, 교통 산업 발전 · R&D 지출 강도 7% 이상 (CAGR) · 기초연구 투자 비중 8%까지 확대 · 기업 R&D 세제 지원 및 펀드 조성 · 과창판은 하드웨어, 창업판은 성장주 중심 지원 강화
상하이 (14차 5개년 계획 및 중장기 목표 요강)	<ul style="list-style-type: none"> · IC, 바이오제약, AI 등 주요 산업 강화 · 2025년까지 기초연구 투자 비중 12%까지 확대 · 도시 GDP 대비 R&D 투자 비중 4.5%까지 확대
베이징 (14차 5개년 계획 및 중장기 목표 요강)	<ul style="list-style-type: none"> · 인터넷정보, 헬스케어, 에너지안전, IC, 신소재, 스마트장비, 항공장비, 5G, 통신 등 주요 산업 강화 · 2025년까지 '고급 정밀 첨단(高精尖)산업 부가가치 비중 30%까지 확대. 제조업 부가가치 비중은 13~15%까지 확대 · 도시 GDP 대비 R&D 투자 비중 6%까지 확대 · 디지털 화폐 부가가치 7.5% 이상 (CAGR) · 인구 만명 당 특허 출어 건수는 82개까지 확대
광저우 (14차 5개년 계획 및 중장기 목표 요강)	<ul style="list-style-type: none"> · AI, IC, 헬스케어, 신에너지, 신소재, 뇌과학, 해양 등 주요 산업 연구 강화 · 2025년까지 도시 GDP 대비 R&D 투자 비중 3.4%까지 확대 · 신흥 산업 부가가치 1.2조 위안 돌파 목표 · "광둥-홍콩-마카오" 국제 테크놀로지 센터 설립

자료 : Wind, 중국정부망, 하나금융투자

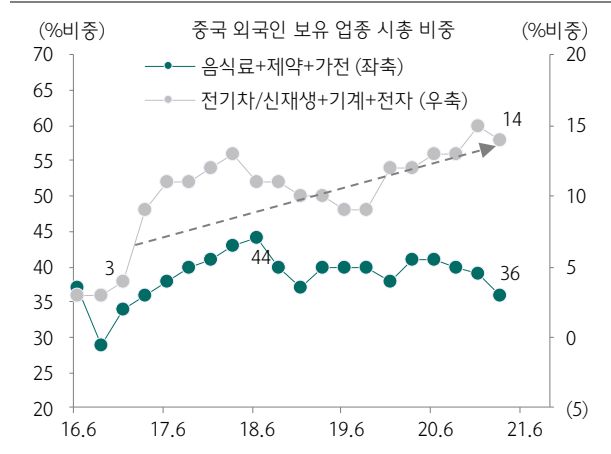


그림 2. 2019년 과창판 개설 이후 반도체 기업 수 급증



자료 : Wind, 하나금융투자

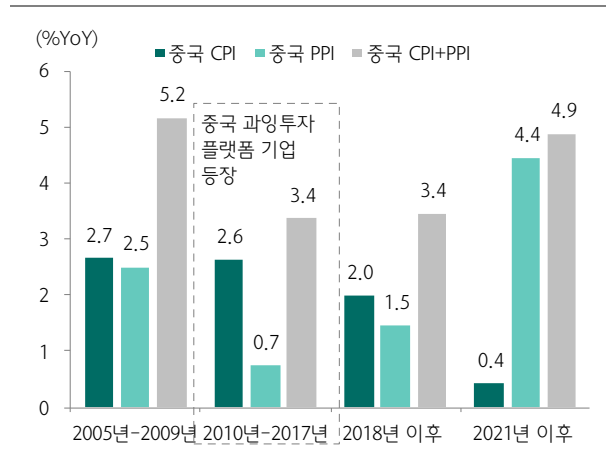
그림 3. 외국인 보유 업종 비중 변화 : 소비재 하락, 제조업 상승



자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

④중국 제조업(선두기업)의 부활과 CAPEX 사이클을 주목한다. 향후 정치/경제/정책 환경은 생산 효율성(자동화)과 국산화율(소부장) 제고, ESG와 환경투자 강화 요구에 따라 제조업의 CAPEX를 강요한다. 향후 예상 시나리오는 제조업 이익 비중 상승 → 2025년까지 성장사 중심 설비투자 사이클 → ESG 활성화와 전통 제조업 2차 구조조정 등이다. 중국중시 전통/첨단 제조업의 순이익과 시가총액 비중이 계속 상승할 가능성이 높아 기술/자본 우위와 시장 점유율 구축한 1등 기업을 주목한다.

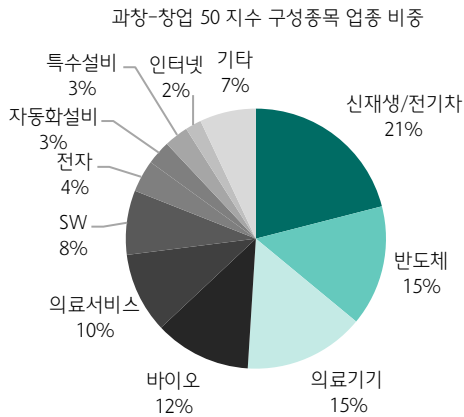
그림 4. 2005년 이후 중국 물가 : 무역전쟁 이후 PPI 레벨업



자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

⑤정책 의지가 투영될 '과창판+창업판 50'지수와 같은 새로운 벤치마크 지수에 주목한다. 해당 지수는 상해 과창판과 심천 창업판(ChiNext)의 하이테크 대형주를 선별한 것으로, 상해 과창판50(반도체多)과 창업판50(전기차/5G/바이오多)의 장점을 결합, 각각 대표주 19개와 31개 추출해 지수 시가총액의 40%를 커버한다. 7월 관련 ETF 9종이 출시되어 본토 개인투자자에게 선풍적인 인기를 끌고 있으며, 하반기 한중 거래소 협업 통해 양국 ETF 교차거래 허용될 예정이라는 점에서 국내 투자자도 관심을 가질 필요가 있다.

그림 5. '과창판-창업판 50지수' 출시 → 정부 정책의 결정체



주 : 2021년 6월 17일, A주 신은민국 업종 분류 기준.
 자료 : Wind, 하나금융투자

I 3분기 경제와 정책 : 2022년까지 안정적 성장세, 단기적으로 생산/수출 Peak-Out과 소비는 고민

중국경제는 2021년 내수 기반 W자형 회복, 2022년까지 주요국 중 가장 안정적인 성장세가 예상된다. 유로존과 신흥국 경제 대비 ①미국 정책 정상화에 가장 덜 민감하고(선제적인 긴축+금리치+환율), ②방역 통제력과 내수시장 회복력, ③재정정책 여력과 정책 지구력이 우위에 있다.

표 4. WB가 예측한 글로벌 경제 : 중국 >미국 >유럽>신흥국

국가 및 지역	글로벌 GDP 성장률 및 전망				
	2019	2020	2021E	20-21년 (2년 평균)	2022E
중국	6.0	2.3	8.5	5.4	5.4
미국	2.2	(3.5)	6.8	1.5	4.2
유로존	1.3	(6.6)	4.2	(1.3)	4.4
유럽 및 중앙아시아	2.7	(2.1)	3.9	0.9	3.9
중남미 및 카리브해	0.9	(6.5)	5.2	(0.8)	2.9
중동 및 북아프리카	0.6	(3.9)	2.4	(0.8)	3.5
남아시아	4.4	(5.4)	6.8	0.5	6.8

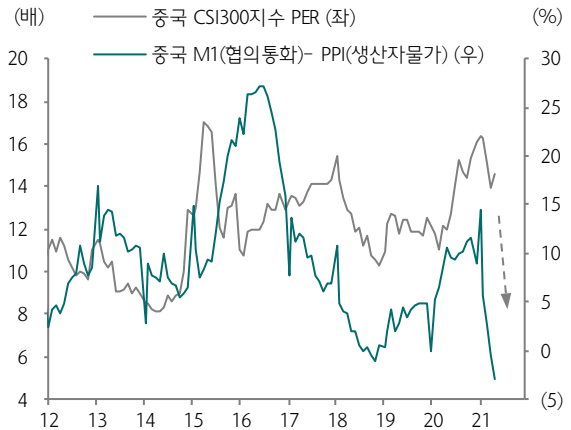
자료 : Wind, 세계은행, 하나금융투자

다만, 3분기를 앞두고 두 가지 고민은 ①경기 V자 회복을 견인했던 생산과 수출의 급격한 둔화 우려, ②예상보다 더딘 소비 회복세로 요약된다. 3분기 전자는 경계가 필요하고, 후자는 방향성에는 문제가 없다고 판단한다. 한편, 통화정책은 미국 테이퍼링 부담과 하반기 긴축 유인 모두 제한적이다. 재정정책은 하반기를 위해 힘을 아꼈고, 신형 인프라투자자와 정부소비 회복이 기대된다. 위안화는 정부 마음과 달리 4분기 이전 평가절상 압력이 더 크고, 상품가격은 2차 랠리까지 아직 시간이 필요하다.



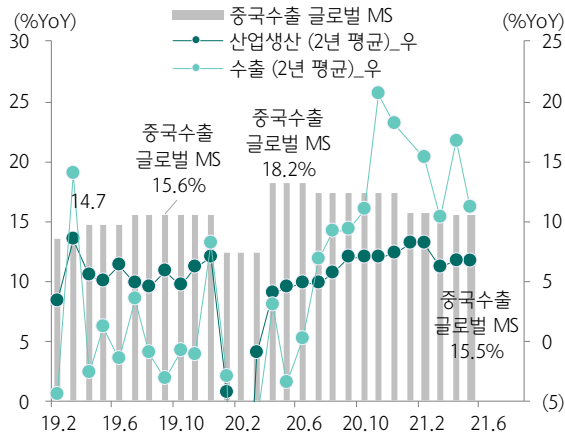


그림 8. 2분기 금융시장 초과유동성 지표 이미 바닥확인



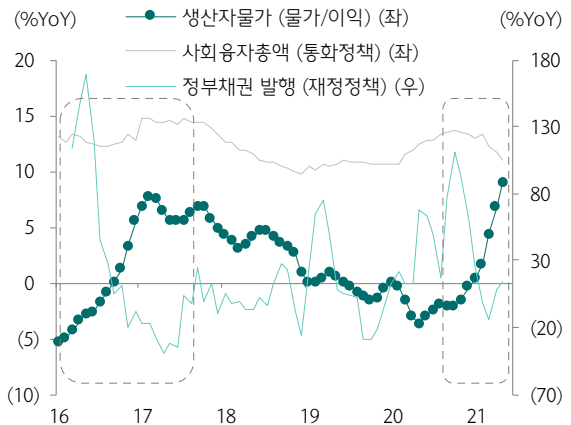
자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

그림 6. 산업생산과 수출 증가율 vs 중국 수출 글로벌 MS



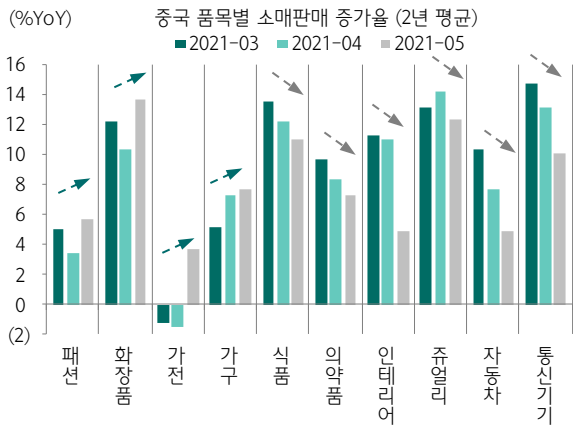
자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

그림 9. PPI 1차 정점통과 이후 재정정책 본격적으로 가동



자료: Wind, 하나금융투자

그림 7. 중국 3-5월 품목별 소매판매 : 공급 차질 품목과 내구재 부진



주: 2021년 1-5월은 2년 평균 증가율 기준

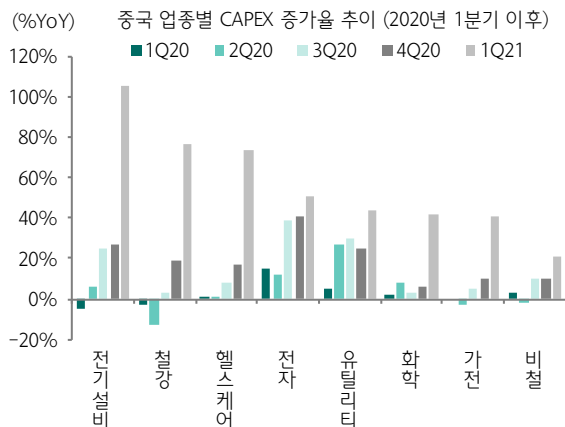
자료: CEIC, Wind, 하나금융투자



I 시장이 만드는 주도주 주목 : 제조업 CAPEX, 신형 인프라, 물량(Q) 레벨업 품목, 소비 고도화

3분기 중국 투자전략은 정부가 세팅하고 시장이 따라가는 업종/테마에 계속 집중하는 것이다. ①제조업의 강력한 CAPEX 사이클에 계속 배팅한다. 중국 설비투자 사이클의 증장기 하락(7~9년)과 최근 1년간 반등한 PPI는 기업이익 회복과 동시에 CAPEX 사이클 진입의 강력한 근거다. 실제로 2020년 이후 중국 제조기업의 대출 수요/투자의향/장비부품수입은 최근 4~5년 내 최고를 기록 중이다. 우리는 최근 5개 분기 CAPEX 상향 추세인 업종은 전기설비, 전자(반도체/부품/장비), 유틸리티(탄소배출권, 제약, 비철, 기계(자동화) 등 업종과 대표 기업에 주목한다.

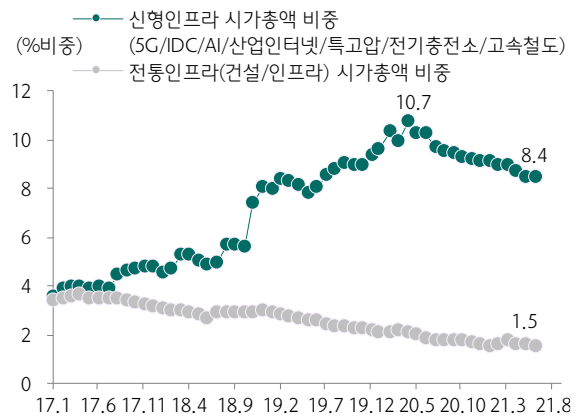
그림 10. 중국중시 업종별 CAPEX 증가율 추이 : Top 8 업종



자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

②하반기 재정정책 수혜가 집중되는 신형 인프라투자 관련 5G, IDC, 전기차 충전소 투자에 주목한다. 실제로 중국 PPI(=기업이익)와 재정정책은 뚜렷한 역의 상관관계인데, 상반기 재정지출 및 채권발행 강도가 모두 기대를 하회했지만, 5~6월 PPI가 1차 고점을 형성함에 따라 3분기 확장형 재정정책 확실시된다. 하반기 통화긴축의 유인이 축소되고, 재정정책 강화에 따라 신형 인프라투자(5G/반도체/신재생/산업인터넷 등)를 중심으로 모멘텀 강화를 예상한다.

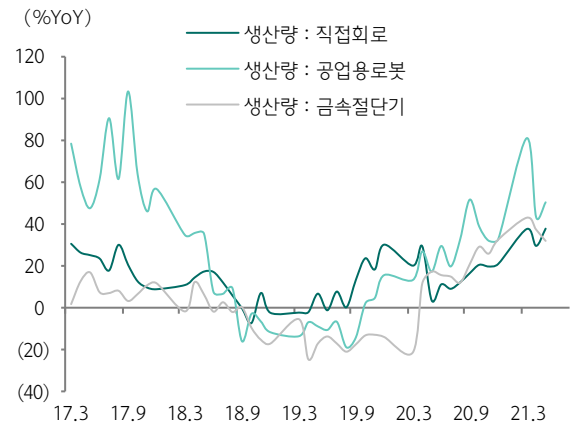
그림 11. 신형 인프라투자 관련 업종 시가총액 비중 추이



자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

③생산 둔화 가능성에 따라 물량(Q)이 레벨업된 품목과 증기적으로 가격 전가율(P)이 높은 업종을 계속 주목한다. 2019년 대비 물량 기준 호황이 지속 되고 있는 품목은 전기차, 배터리, 반도체 장비, 자동화 설비, 친환경 설비, 태양광, 화섬, 펄프, 고무/타이어 등이며 이는 위에서 언급한 CAPEX 관련 분야와 유사하다. 또한, 2016년~2017년 사이클의 경험을 볼 때 가격 전가를 통해 높은 이익 성장을 계속 유지한 업종은 정유/비철/화섬/화학/제지 순으로 요약된다.

그림 12. 물량 기준 품목별 산업생산 증가율 Top 3



자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

④소비 고도화 관련 인구정책 변화와 애국소비 열풍도 중요한 아이디어가 될 것이다. 산아제한 정책은 하반기 부분적 혹은 지역별로 완화될 가능성이 높고, 지역별 호적제공, 출산장려조치, 양로시설 구축 등이 가속화될 전망이다. 중국 의료장비, 병원체인, 제약, 아동용품, 화장품 등 업종의 정책 수혜가 예상된다.

표 5. 주요국 초고령화 사회 진입 시기 : 중국도 매우 빠른 편

국가	고령화사회 진입		초고령화 사회 진입		고령사회 진입기간 (년)
	연도	1인당 GDP (달러)	연도	1인당 GDP (달러)	
미국	1942	14,870	2014	55,033	72
영국	1930	-	1975	4,300	45
독일	1922	-	1972	3,810	50
프랑스	1850	-	1990	21,794	140
호주	1937	-	2013	46,286	76
일본	1971	2,272	1995	43,440	24
한국	2000	12,257	2018	31,363	18
러시아	1967	7,943	2017	10,751	50
중국	2000	959	2022 (UN 예측)	10,276 (2019년)	22

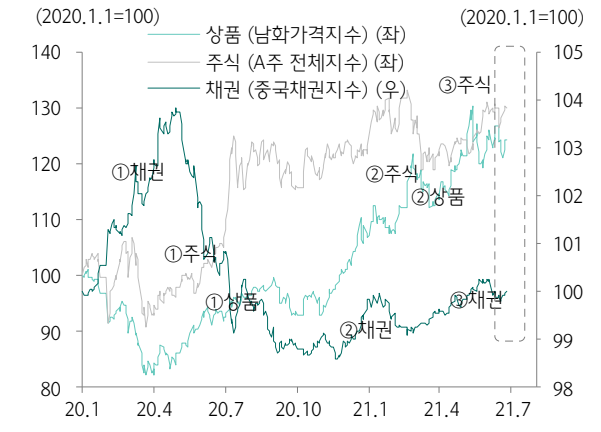
자료 : Wind, 세계은행, 하나금융투자

I 중국증시: 펀더멘털과 투자심리가 견인 3차 반등

하반기 중국증시 비중 확대 의견을 유지, 상해종합 예상 밴드를 3,300p-3,950p로 제시한다. 중국증시는 펜데믹 이후 세 번째 '채권→주식→상품 가격' 로테이션이 진행 중이며 3분기는 주식에 유리하다. 2021년 2월까지 1-2차 주식 반등은 '유동성과 펀더멘털(1차)'이 견인했다면, 3차 반등은 '펀더멘털(2차)과 투자심리'의 조합이다.

펀더멘털(2차)은 2022년까지 내수 기반 2차 반등(안정)과 실적 사이클(통상 6-7개 분기/현재 3-4분기 진행)이 지지하고, 투자심리는 정책 안정성과 수급(펀드/개인/외인)이 지지한다.

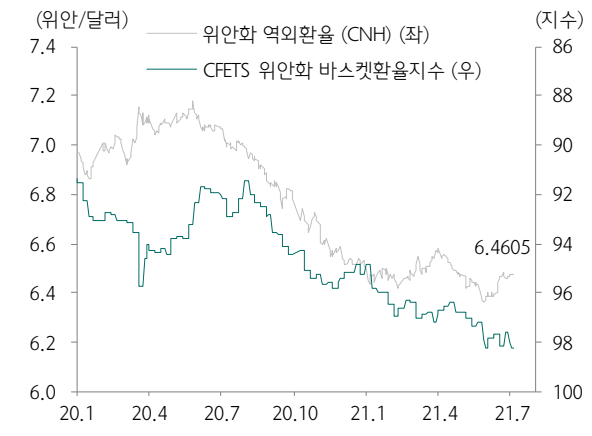
그림 13. 2020년 이후 채권→주식→상품가격 패턴 뚜렷 : 4월 이후 세 번째 로테이션 진입, 주식과 상품 유리



자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

상반기 자발적인 통화긴축(거시/초과유동성 급락)과 미국 금리 상승 충격은 선제적으로 반영했으며 하반기 대내외 유동성 환경은 중립적이다. 지수 흐름은 7월(반기)과 10월(3분기) 실적시즌이 단기 변곡점이며, 3분기는 중소형지수(창업/과창판)가 좀 더 우위로 보인다.

그림 14. CNH와 CFETS 통화바스켓 환율 : 실질환율 강세



주 : CFETS 위안화 바스켓환율은 역축, 두 지표 모두 하락이 강세를 의미
자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자



한은 기준금리 인상이 시작되다

6월 초 한국은행은 물가관리설명회를 통해 연내에 기준금리 인상이 시작될 것임을 예고했다. 당사는 올해 10월과 내년 1Q 기준금리가 25bp씩 인상되어 내년 상반기 말 1.00%에 이를 것으로 예상하고 있다. 한편 올해 4% 경제성장률이 무난히 달성될 것으로 예상되는 점과 최근 부동산가격의 가파른 상승 등을 고려하면 8월부터 기준금리가 인상될 가능성도 배제하기 어렵다. 3Q 국고3년, 10년 금리는 각각 1.30~1.50%, 1.95~2.15%에서 형성될 전망이다. 첫 금리인상이 단행된 이후부터는 불확실성 해소로 채권금리는 하향 안정될 것이다.

I 한은, 금리인상 가능성 시사로 단기금리 상승

지난 2Q 국내채권 금리는 경기 회복 및 중앙은행의 정책 정상화에 대한 시장 기대 전환에 따라 등락했다. 한국은행은 4월 금통위에서 경기 회복에 대한 자신감을 드러내며 금리인상에 대한 힌트를 제공했고 5월 금통위에서는 연내 기준금리 인상 가능성을 시사했다. 이에 국고 3/10년 스프레드는 5월 중순까지 지속적으로 확대되며 100bp를 상회하기도 했으나 5월 금통위를 전후로 단기금리가 상승하기 시작해 6월 말 3/10년 스프레드는 60bp 초반까지 가파르게 축소되는 모습을 보였다.

정치권에서는 2Q 들어 소상공인 손실보상안 등 추가 재정 확대에 대한 노이즈를 끊임없이 발생시켰다. 그러나 결국 추경 재원으로 적자국채 발행 없이 초과 세수를 사용할 것이라 밝혔고 적자국채 관련 우려는 상당 부분 해소되며 장기금리 하락의 배경으로 작용했다.



이미션 글로벌투자전략팀 수석연구위원

02-3771-7724
Miseon.lee@hanafn.com

I 4월, 소상공인 손실보상제 논의로 장기금리 상승

4월 국내채권 금리는 1Q 금리 급등세를 멈추고 숨고르기에 들어가는 모습을 보였다. 국내외 경제지표는 호조를 이어갔으나 경기회복 기대감이 선반영 되었다는 인식에 금리 상승속도는 제한되었다. 한편 4월 금통위에서 한은의 경기 회복에 대해 강한 자신감이 매파적으로 해석되며 국고채 금리 하락이 제한되었다. 여야 정치권 일각에서는 소상공인 손실보상제를 지속적으로 주장하며 장기금리 상승 배경으로 작용했다. 4월 말 국고 3년 금리는 월초 대비 1.0bp 상승한 1.14%, 국고 10년 금리는 7.3bp 상승한 2.13%를 기록해 3/10년 금리차는 100bp에 육박하게 되었다.



I 한은, 올해 경제성장률 전망치 상향조정

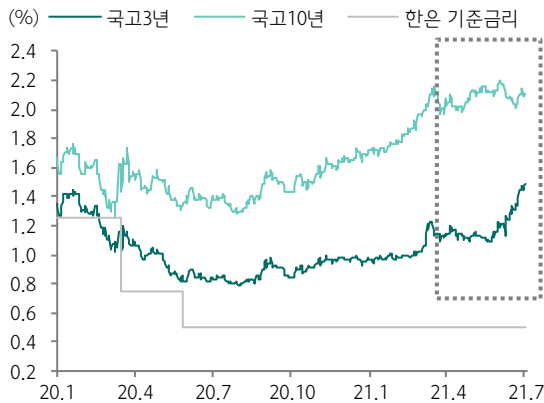
4월 금통위는 기준금리를 0.50%로 만장일치 동결했으나 통방문 내용과 기자회견에서 총재의 발언은 시장 예상보다 매파적이었다. 특히 한은 총재는 올해 실질 GDP 성장률이 당초 예상했던 3%를 상회해 3% 중반대의 성장이 가능할 것이라고 언급했으며 이 경우 마이너스 GDP갭 축소 속도도 예상보다 빨라질 것이라 설명했다. 성장률과 물가 전망이 상향될 것이라는 점은 시장에서 어느정도 예상되었지만 3% 중반의 성장은 예상을 상회하는 수준이었다.

5월 금통위, 연내 금리인상 가능성을 열다

5월 초 국채금리는 잠재적인 적자국채 발행 우려와 미국을 중심으로 한 인플레이션 우려가 금리에 상승 압력을 제공하며 장기물 위주로 상승했다. 다만 월 중순 이후 장단기 스프레드가 100bp 이상으로 확대되자 장기물로 저가 매수세가 유입되며 금리의 상단을 제한했다.

5월 금통위는 4월에 예고된 바와 같이 올해 성장률과 물가전망을 큰 폭 상향했다. 올해 국내경제 성장률 전망은 3%에서 4%로, 소비자물가 전망은 1.4%에서 1.8%로 상향했다. 기자회견에서 총재는 연내 기준금리 인상 가능성을 부정하지 않는 모습을 보이며 정책 정상화를 서두르지 않겠지만 실기하지도 않을 것이며 미국보다 앞서 금리인상에 나설 수 있다고 언급했다.

그림 1. 연내 기준금리 인상 가능성 반영하며 국고3년 금리 급등



자료: 민평3사, 인포맥스, 하나금융투자



6월, 연내 기준금리 인상 기대에 단기 금리 급등

매파적 한은 영향에 6월 들어 단기금리는 상승하고, 수급 불확실성 해소에 장기금리는 하락하면서 장단기 스프레드는 축소되었다. 6월 초 한은은 상반기 예정된 국고채 단순매입의 일환으로 1.5조원 규모의 단순매입 실시를 공고했다. 이와 함께 정치권에서 2차 추가경정예산의 재원으로 추가 적자국채 발행 없이 초과 세수를 이용할 것이라고 밝혔고 적자국채 관련 수급 부담이 해소되며 장기금리의 하락이 시작되었다.

한은 인시들은 매파적 발언을 이어갔다. 특히 총재는 '연내' 늦지 않은 시점에 통화정책을 정상화할 필요가 있다고 언급해 연내 금리인상에 대한 시장 기대감이 강화되었다. 국고 3년 금리는 6월 초 대비 22.5bp 상승한 1.45%, 10년 금리는 8.5bp 하락한 2.10%를 기록했다.

6월 FOMC, 조심스럽게 움직이기 시작한 연준

2Q 미 연준에서는 통화정책 정상화와 관련 불협화음이 들려왔다. 파월 연준 의장, 클라리다 부의장은 인플레이션이 일시적이라는 입장을 고수하며 테이퍼링 논의는 시기상조라는 입장을 보인 반면 일부 연은 총재들은 22년 말 기준금리 인상 가능성, 테이퍼링 필요성 등을 제시하며 매파적인 목소리를 냈고 결국 6월 FOMC에서 연준의 정책 기조 변경에 대한 힌트가 제공되었다.

6월 FOMC 점도표에서는 23년 말까지 두 차례 기준금리 인상을 전망해 23년까지 동결을 예상했던 3월 FOMC 대비 변화가 있었다. 파월 의장은 여전히 테이퍼링 기준을 충족시키기엔 경제의 상당한 진전이 필요하다고 언급했으나 테이퍼링과 관련된 논의가 시작될 수 있음을 인정했다. 인플레이에 대해서는 일시적 요인이 사라지면 상승압력이 둔화될 것으로 전망하지만 예상보다 높고 지속적인 것으로 드러날 가능성도 언급하는 등 인플레이에 대한 인식에도 변화가 있었다.

I 향후 성장·물가 기대 낮춰지며 미10년 금리 하락

미10년 금리는 6월 FOMC에서 다소 매파적 요인들이 확인되었음에도 불구하고 하락세가 이어졌다. 올해 미국경제는 7% 내외의 높은 경제성장이 예상되나 내년에는 3% 초반으로 둔화될 것으로 예상되고, 개인소비지출 물가도 올해는 3%를 상회하겠지만 내년에는 2%대로 하락할 것으로 전망된다. 양호한 경기흐름이 이어지겠지만 향후 성장과 물가를 더 끌어올릴 만한 재료가 부재하다면 장기금리는 상승탄력을 잃게 된다. 연준이 다소 매파적으로 전환되면서 미 단기금리는 소폭 상승했지만 장기적인 전망을 담는 장기금리는 하락함에 따라 미 장단기 금리차는 축소되었다.



그림 2. 추가로 반영할 성장, 물가압력 부재로 미 장기금리 하락



자료: 인포맥스, 하나금융투자

I 한은, 8월 또는 10월 첫 기준금리 인상 예상

5월 금통위에서 성장률과 물가 전망을 대폭 상향조정 한 한은은 연이어 물가관리설명회 등을 통해서 연내에 기준금리 인상이 시작될 것임을 알렸다.

채권시장은 금리인상 시기가 앞당겨질 가능성을 반영하기 시작했다. 7월 2일 국고3년, 5년 금리는 이르면 8월부터 금리인상이 시작되어 연내 2번의 인상(총 50bp)이 단행될 수 있다는 인식에 1.50%, 1.80%까지 상승했다.

총재는 한은이 전망한 경제성장 경로가 현실화 되는지 확인될 때까지 당분간 완화 기조를 이어가겠다고 밝힌 바 있다. 올해 연간 경제성장률은 3Q가 지난 9월 말~10월 초 경이면 대략적으로 확인될 것으로 예상되며 이는 10월 금통위에서 한은이 금리인상에 나설 수 있는 명분으로 작용할 것이다. 또한 질서있는 기준금리 인상을 추진하겠다는 총재의 발언을 감안할 때 금리인상이 단행되기 전 7월 금통위부터는 인상 소수의견을 통해 공식적인 시그널을 제공할 것으로 예상된다.

이를 종합하면 올해 남아있는 7, 8, 10, 11월 금통위 중 첫 금리인상이 시작될 수 있는 유력한 시기는 10월로 판단된다. 당사는 올해 10월과 내년 1Q 25bp씩 기준금리가 인상되는 안을 기본 시나리오로 보고 있다.



I 가파른 부동산가격 상승도 금리인상의 배경 될 것

한편 시장에서는 8월 기준금리 인상 가능성도 열어두고 있다. 8월 금통위에서는 수정경제전망이 발표될 예정인데 지난 5월 예상했던 올해 성장률과 물가 전망이 상향 조정된다면 이 역시 금리인상의 명분으로 작용할 가능성이 있다. 또한 최근 가파른 부동산가격 상승세 역시 금리인상이 필요하다는 정부의 인식을 강화시킬 수 있다.

올해 상반기 전국 부동산가격은 6.7% 상승해 작년(1H 2.7%, 2H 4.3%)대비 오름폭이 가팔랐다. 한국 부동산 가격은 기준금리보다는 M2와 같은 유동성지표와 더 높은 연관성을 보여왔다. 코로나19 이후 정부지출이 늘면서 이미 시중 유동성이 크게 증가한 가운데 하반기 33조원의 추경이 집행된다면 부동산 가격을 포함한 전반적인 물가상승 압력을 경계하지 않을 수 없다.

과거 05~07년 사례를 보면 기준금리를 인상하더라도 시중 유동성이 여전히 풍부한 상황에서는 부동산 가격 상승세가 이어지는 경향을 보였다. 따라서 내년 상반기까지 약 50bp의 기준금리 인상이 부동산가격 안정에 직접적인 영향을 줄 것인지 여부는 불확실하다. 다만 대출금리 인상을 통해 신규자금유입을 둔화시키고 실질금리(-)폭을 좁힘으로써 투자심리를 진정시키는 데는 부분적인 영향을 미칠 수 있을 것이다.

그림 3. M2와 부동산가격 상승률 간 높은 상관관계



자료: 한국은행, 하나금융투자

I 기준금리 인상 이후 채권금리 하향 안정 예상

이번 7월 금통위에서 인상 소수의견이 2명 이상 등장할 경우 시장은 8월과 10월 기준금리가 각각 25bp씩 인상될 가능성을 가격에 반영하게 될 전망이다. 국고3년 금리는 8월 첫 금리인상이 단행되기까지 1.40~1.50%에서 형성되고 인상이 단행된 이후에는 1.28~1.38%로 하락할 전망이다.

향후 기준금리에 대한 기대를 초기에 선반영하는 채권시장의 특성 상 실제 기준금리 인상이 시작된 이후부터 금리는 하락 안정될 가능성이 높다. 그동안 금리인상 경계로 60bp까지 좁혀졌던 3/10년 스프레드는 3년 금리가 더 빠르게 하락하면서 소폭 확대될 것으로 예상된다.

7월 금통위에서 인상 소수의견이 1명만 등장하거나 만장일치 동결 결정이 나올 경우 8월부터 기준금리가 인상될 가능성을 반영했던 시장 기대가 되돌려지면서 국고3년 금리는 1.32~1.43%로 하향 안정될 전망이다.

기준금리 인상 이후 채권금리가 안정되지 못하고 더 상승하기 위해서는 내년 말 예상 기준금리에 대한 시장의 기대치 상향이 필요하다. 현재 시장은 내년 상반기까지 총 2번의 기준금리 인상(50bp)과 내년 말 한 번의 추가 금리인상 가능성을 가격에 반영하고 있다.

그런데 내년 경제성장률 또는 물가에 대한 전망치가 상향조정된다면 내년 말 시장이 예상하는 기준금리는 현 1.25%에서 1.50%로 높아질 것이다. 이 경우 채권금리는 더 큰 폭의 기준금리 인상 가능성과 가격 변동성 확대를 반영해 국고3년과 5년, 10년 금리는 1.45~1.70%, 1.70~1.95%, 2.00~2.30%에서 형성될 것이다.

한편 이러한 시나리오가 현실화될 가능성은 현재로서는 낮다. 한/미 경제지표들은 올해 2Q를 지나며 모멘텀이 둔화될 것으로 예상되고 중국 지표 역시 올해 1Q를 지나며 둔화 국면에 접어들었다.

향후 국내의 성장과 물가에 대한 눈높이를 의미있게 상향시킬 정도의 정책 전환 등이 수반되지 않는다면 3Q 국고채 금리는 기준금리 인상에도 불구하고 상승압력이 제한되어 3년 1.30~1.50%, 5년 1.60~1.80%, 10년 1.95~2.15%에서 형성될 전망이다.

희망을 보여준 고용보고서: 정책변화 효과 기대수

추가 실업수당 지급 중단 조치의 효과가 6월 고용보고서를 통해 확인되었다. 고용지표는 점진적 개선이 진행된 후 3분기 중후반에 회복 속도가 빨라질 것으로 판단된다. 이를 채권시장의 관점에 대입하여 보면, 일단 회복의 방향성을 확인해 나가는 과정에서 박스권 저점 인식을 강화해 나간 후에 점진적으로 경기개선과 연준의 정책 변화 가능성을 반영하며 상승세를 재개할 것이라는 금리 경로를 그려 볼 수 있겠다. 델타 변이가 경제정상화 시기를 늦출 가능성이 존재하지만, 치사율을 고려 시 방향보다는 속도의 이슈로 바라볼 필요가 있겠다.

6월 고용, 회복 과정에서 나타난 과도기적 모습

지난주 발표된 6월 고용지표는 회복 과정에서 나타난 과도기적 모습을 보여주었다. 실업률은 5.9%로 시장의 기대(예상치: 5.6%, 5월: 5.8%)보다 부진한 수치를 내놓았으나 비농업 고용자수는 85만명으로 집계되며 70만명 초반 수준(블룸버그: 72만명)이었던 컨센서스와 전월치(5월: 55.9만명→58.3만명으로 수정)를 크게 상회하였다.

경제활동 참가율은 전월과 동일한 61.6%(예상치: 61.7%)를 기록하였고, 시간당 임금 상승률과 주간 근로시간은 시장 전망치를 소폭 하회하였다.



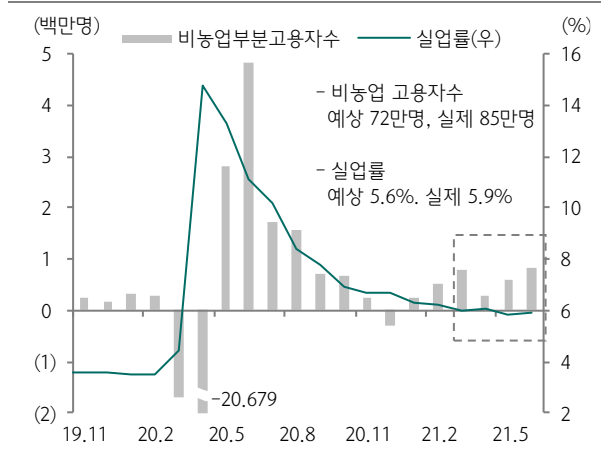
박승진 글로벌투자전략팀 수석연구위원

02-3771-7761

sj81.park@hanafn.com

결론부터 정리해보면 세부 내용들에 대한 아쉬움은 분명 있었으나, 방향성에 대해서는 긍정적인 평가를 내릴 수 있는 결과로 판단된다. 구직활동 정체에 의한 채용 공백과 이로 인한 생산활동 둔화 현상은, 시간이 지나면서 정책이 변화하고 경제와 생활이 정상화되는 과정에서 극복될 수 있을 것이라는 신호들이 확인되었기 때문이다.

그림 1. 실업률과 비농업고용자수 변화 추이



자료: BLS, 하나금융투자



구직활동 증가의 반대급부적 현상으로 나타난 평균 근로시간의 감소와 실업률 상승은 고용시장이 회복되어 가면서 안정될 것으로 예상된다.

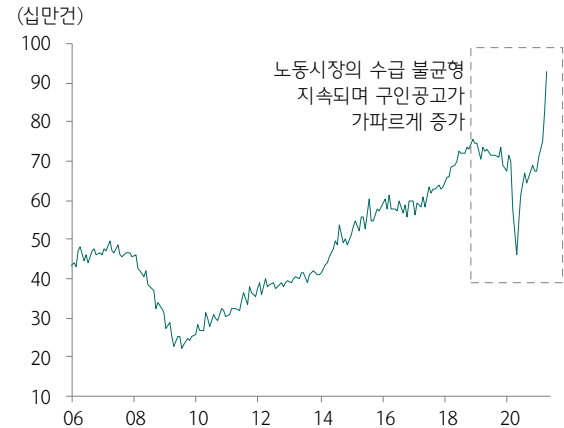
채권시장 대응 관점에서는 빈 자리들을 더 채워나가는 시간 동안 연준의 정책 스탠스에 대한 보수적 스탠스가 인지되며 박스권 흐름이 이어진 후, 경제 펀더멘털 정상화와 후행적 정책 대응에 대한 판단이 변화하며 3분기 중후반부터 추가 상승 시도가 나타날 것이라는 전망을 견지할 필요가 있겠다.



I 비농업 고용 증가, 정책 변화 의한 회복 기대 요인

6월 고용보고서에서 가장 주목해야할 부분은 비농업 고용 부문의 회복세가 빨라지고 있다는 사실이라고 생각된다. 지난 4월과 5월의 고용보고서가 시장 기대를 하회하고, 최근 기업들이 생산(서비스)활동에 어려움을 겪게 되는 주요 배경에 구직활동 감소 현상이 자리하고 있었기 때문이다. 인력 부족에 대한 내용은 ISM제조업, 서비스업 보고서들에서도 수개월에 걸쳐 반복적으로 언급되고 있기도 하다.

그림 2. 노동력 부족으로 구인 공고가 크게 증가



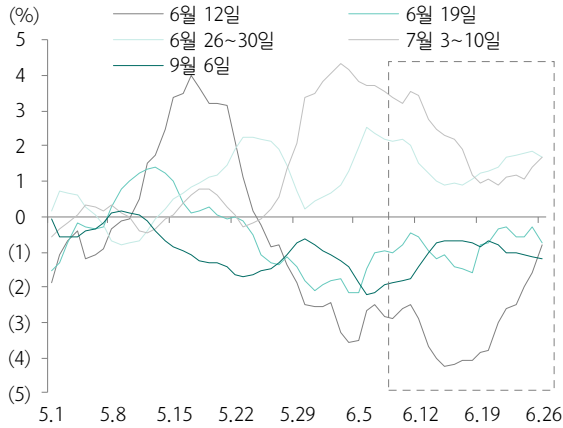
자료: Oxford Economics, Haver analytics, 하나금융투자

앞서 자료를 통해 언급했던 것처럼 구직활동이 감소하고 노동력이 부족해진 상황에는 크게 세 가지 이유가 작용하고 있는 것으로 추정된다. 첫번째는 팬데믹 이전의 근로 소득보다 더 큰 규모의 추가 실업수당이 지급되어 왔다는 부분이며, 두번째는 전염병 변수의 특성상 위탁 육아가 어렵기 때문에 아동이 있는 가정에서의 노동시장 복귀가 지연되고 있다는 점이다. 세번째는 팬데믹으로 인한 근로활동 중단 이후 자산가치가 급증하자, 조기에 은퇴를 결정하게 된 인력(베이비 부머 세대 중심)들이 늘어났다는 사실이다.

이 중 첫번째 원인으로 지적되어 왔던 정책 지원에 의한 고용회복 둔화 현상이 개선될 수 있을 것이라는 내용이 금번 고용보고서를 통해 확인되었다. 5월 초 발표된 4월 고용보고서가 시장 예상을 크게 하회한 이후 공화당 주지사가 소속된 주(州)들을 중심으로 추가 실업수당의 조기 지급 중단 결정이 내려졌는데, 이 조치가 효과를 거둬으로써 정책 종료 시기에 고용지표가 빠르게 회복될 수 있을 것이라는 기대를 가능하게 하고 있다는 판단이다. 보육 관련 이슈로 인해 재취업을 미루고 있는 인원들 중에서도 상당 비중의 인력들이 추가 실업수당에도 함께 영향을 받고 있는 것으로 분석되고 있다.



그림 3. 추가 실업수당 종료 시기 주(州) 별 구직활동 변화 추이



주: 각 추가 실업수당 종료일에 해당하는 주들의 5월 이후 구직활동 강도 변화
 자료: Indeed Hiring Lab, 하나금융투자

지금까지 공화당 소속 주지사가 재임 중인 27개 주(州) 가운데 25개 주와, 민주당 주지사가 재임 중인 루이지애나 주를 포함하여 총 26개 주가 기존에 결정되어 있던 기한(9/6)보다 이른 시기에 추가 실업수당 지급 정책을 종료시키기로 결정하였다. 또한 이들 중 22개의 주는 이미 6월 말까지 지급을 중단하였다.

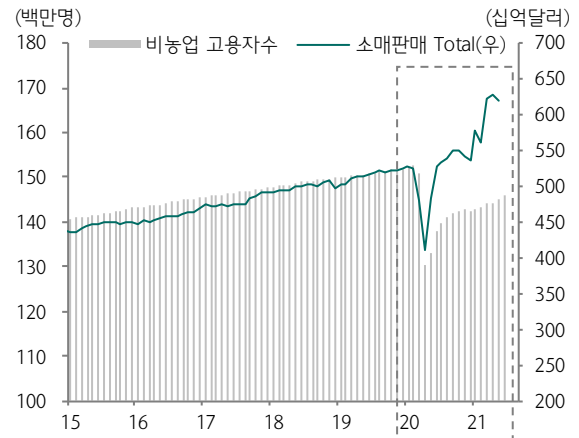
6월 비농업 고용자 수가 시장 예상보다 더 증가한 배경에는 이러한 정책 변화가 영향을 미친 것으로 추정된다. 실제로 최근 발표되고 있는 실업수당 청구건수 데이터를 살펴보면, 조기에 지급 종료를 결정한 주들의 실업수당 청구건수가 9월에 정책을 중단하려는 지역들보다 빠른 속도로 감소하고 있다. 조기 은퇴로 인한 노동력 공백 현상까지 단기간 내에 모두 극복(생산성 증대 필요)해내기는 어렵겠지만, 궁극적으로는 정책 변화와 교육 정상화 과정에서 더 큰 두 가지 불확실성 요인들이 완화될 수 있을 것이라고 판단된다.

I 방향성에 주목. 3분기 중후반 회복 가속화 전망

한편 속도와 시기의 관점에서 살펴보면, 회복이 가속화되는 시점은 기존 전망대로 3분기 중후반이 될 가능성이 높다. 정책이 예정보다 이른 시기에 종료되고 있으나 당분간은 경로의 정상화 과정을 확인하는 관점에서 고용지표를 바라볼 필요가 있다는 생각이다.

각 주(州)별 비농업 고용 데이터를 분류해보면, 추가 실업수당 지급이 기존 일정(9/6)대로 정상 종료 예정인 주들의 고용회복 속도가 상대적으로 느리고, 괴리도 크게 나타나고 있기 때문이다. 추가 실업수당을 조기에 종료하는 주들의 비농업 고용자 수가 팬데믹 이전 대비 약 96%까지 회복한 반면 예정대로 9월에 정책을 종료하는 지역들은 아직 93% 수준에 도달해 있는 것으로 확인되고 있다. 따라서 당장의 드라마틱한 개선세가 나타날 가능성보다는 점진적 회복에 대한 기대 증명 여부에 주목해야할 것이다.

그림 4. 소매판매, 비농업고용: 정책 공백, 고용안정 통해 대체 필요



주: 각 추가 실업수당 종료일에 해당하는 주들의 5월 이후 구직활동 강도 변화
 자료: Indeed Hiring Lab, 하나금융투자

구인 공고(Job Opening)와 구직활동 관련 설문 내용들 역시 이러한 추정을 뒷받침해주고 있다. 최근에 진행되었던 설문조사 결과에 따르면, 아직까지 미국의 근로자(+실업자)들이 서둘러 구직 활동에 나서고 있지는 않은 상황이다.



4월을 기준으로 930만건에 달하는 구인 공고가 진행 중이지만, 적극적으로 구직활동에 나서는 중이라고 응답한 사람들의 비중은 30%에 미치지 못하고 있다. 아직은 전반적인 노동시장의 수급 불일치 기조가 이어지고 있다.

다만 이들이 구직활동에 적극적이지 않은 이유로 코로나와 보육, 실업수당 외에도 근로 중인 배우자와 긴급자금의 존재를 들고 있다는 점에서, 영구적으로 구직활동을 연기할 수 있는 요인들은 아닌 것으로 판단된다. 실제로 상기의 잠재 구직자들 역시 3개월 이내에 취직을 고려하고 있다는 의미(백신, 자금 소진, 학기 재개 등)의 응답들을 내놓고 있다. 취업을 통해 구인공고가 소진되는 시점에 들어서게 될 경우, 다소 느긋했던 구직자들까지 적극적인 취업 활동에 나서게 되면서 자연스럽게 노동시장의 수급 불균형 현상은 더 빠른 속도로 해소될 수 있을 전망이다.

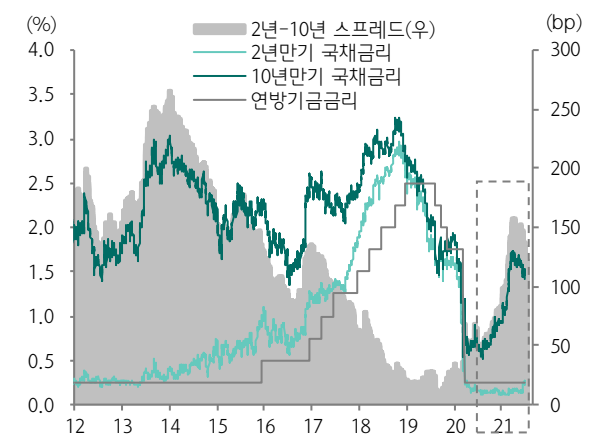


연준 정책 결정에 있어 물가는 상수, 고용과 경기회복은 변수: 저점 인식 강화

연초에 금융시장을 시끄럽게 만들었던 인플레이션 관련 이슈는 잠시 시장의 우선순위에서 벗어나 있는 상황이다. 중국을 비롯한 주요 정책당국들의 행정조치와 규제 강화 영향으로 일부 상품 가격들의 급등세가 약화되었고, 이로 인해 '일시적' 물가상승에 대한 공감대가 확산되면서 경제심이 약화되었기 때문이다. 하지만 연준이 강조하던 기저효과를 제거하더라도 상품가격의 레벨 변화와 주거 및 생산비용의 흐름 등을 고려할 경우, 물가상승률은 연말로 들어서면서 다시 높아질 전망이다.

연준의 정책 판단과 시장의 경기 인식에 있어 물가는 상수, 고용은 변수로 받아들여질 것임을 인지해야 한다. 전염병에서 촉발된 현 국면의 특성상, 연준이 목표로 하고 있는 이중책무 가운데 우선순위에 놓여 있는 것은 고용과 경기회복 부분이기 때문이다. 정책 지원(현금 지급 등)을 통해 빠르게 회복되었던 경제(소비) 동력이 고용 안정(임금)을 통해 메꿔질 수 있는지에 대한 확신이 필요하다.

그림 5. 미국 국채금리와 연방기금금리 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

앞서 언급한 바와 같이 고용지표의 경우 당장의 드라마틱한 변화보다는 점진적 개선이 진행된 후 3분기 중 후반에 들어서며 회복 속도가 빨라질 것으로 판단된다. 이를 채권시장의 관점에서 상기 논리에 대입하여 보면, 일단 회복의 방향성을 확인해 나가는 과정에서 박스권 저점 인식을 강화해 나간 후에, 점진적으로 경기개선과 연준의 정책 변화 가능성을 반영하며 상승세를 재개할 것이라는 금리 경로를 그려 볼 수 있겠다. 델타변이가 경제정상화 시기를 늦출 가능성이 존재하지만, 치사율을 고려시 방향보다는 속도의 이슈로 바라볼 필요가 있겠다.

유람선 수영장에서 살아남기

사상초유의 전염병사태를 맞이하여 패닉상태에 빠졌던 글로벌 금융시장은 각국 정부가 정책지원이라는 큰 배를 띄워준 덕택에 최악의 상황을 벗어날 수 있었다. 그리고 지금은 경제지표 측면에서 코로나 이전 수준을 이미 회복한 상태이고 기업들의 실적 또한 반등세에 들어갔다. 그런데 왜 신용스프레드는 금년 들어 확대세로 전환되었을까? 코로나를 전후로 해서 우리가 알아차리지 못하고 있던 기저의 변화들은 무엇이 있을까? 안전한 유람선에 있는 수영장에서 익사하지 않기 위해 해야 할 질문이다.

I Post Corona

격세지감이라는 말을 지금 우리가 겪고 있는 코로나사태 만큼 실감하게 해준 사례가 없는 것 같다. 작년 봄 코로나가 인류를 공포에 밀어넣은 지 어언 1년이 조금 더 지난 지금 상황에서 생각해보면 언제 그런 일이 있었냐는 듯 실감이 나지 않는다. 물론 코로나는 아직 종식되지 않았기에 안심하기에는 이르지만 적어도 최악의 상황은 이미 지났다고 보는 것이 보건위생 측면이나 경제적 영향 측면에서는 합리적인 진단이라고 할 수 있다.

한편, 코로나로 인해 현 세대는 생애최초라는 것들을 많이 경험하게 되었다. 특히 금융시장 참가자 입장에서는 더욱 그랬다. 외환위기나 금융위기사 다양한 어려움과 극복과정들을 경험했음에도 불구하고 코로나와 관련해서는 이전과는 전혀 다른 차원의 처방과 대책들이 필요했던 것이다.



김상만 CFA 글로벌투자전략팀 채권/크레딧 파트장

02-3771-7508
credinal@hanafn.com

I 전격적인 정책지원, 그 이후

그 대책이라는 것이 우리와 직접적인 회사채 시장과 연관시켜보면 국내적으로는 이전의 대책에 비해 새로운 것은 없었다. 대표적인 채권시장안정펀드나 기간산업안정기금 등과 같은 장치들은 과거에 이미 선을 보였던 장치들이다. 다만, 과거와 다른 점은 이미 시행했던 경험이 있었던 데다가 사안이 워낙 급박하다 보니 준비나 집행이 일사천리로 빠르게 진행될 수 있었다는 점이다. 그리고 이같은 발빠른 대응은 투자심리를 진정시키는데 분명히 일조를 했을 것이다.

그런데 사실 클라이막스는 미국에서 벌어졌다. 작년 3월 글로벌 금융시장은 지구상에서 가장 안전한 금융상품의 대명사인 미 국채마저도 투매현상이 벌어진, 그야말로 일촉즉발의 상황이 전개되고 있었다. 연준이 기준금리를 0%로 낮추고 양적완화를 통한 사실상 무제한 채권매입에 나섰지만 별 소용이 없었다. 그런데 그런 시장을 진정시킨 결정타는 연준의 회사채 매입 발표였다. 사실 필자 또한 연준이 그 정도로까지 나가지는 않을 것이라고 판단했었다. 이는 정부가 민간기업을 직접적으로 구제하는, 자본주의에서는 있을 수 없는 일이라고 생각했기 때문이다. 하지만 사안이 사안인지라 결국 연준은 결단을 내렸고 바로 그 시점부터 금융시장은 급속히 안정세를 찾아가다.

그 이후 전개과정은 여러분이 익히 인지하고 있듯이 한번 물꼬가 터진 이상 과하다 싶을 정도의 지원책이 꼬리에 꼬리를 물고 이어졌다. 미국민들은 전례없는 유급휴가를 즐겼고 국내 또한 사상 초유의 재난지원금이 지급되었다.

국내적으로 채권시장 관련해서는 한국은행 또한 미국보다는 직접적이지는 않지만 회사채매입기구에 참여함으로써 전향적인 입장을 취했고 하루가 멀다하고 새로운 금융지원방안들이 쏟아져나왔다. 코로나에 맞서 전쟁을 치른다는 대의명분아래 모두가 이견없이 뭉친, 그런 시절이었다.

아무튼 그 덕분에 국내 회사채시장 또한 급속도로 안정세를 찾아갔다. 4월초부터 초우량등급은 바로 신용스프레드가 하락세로 전환되었으며 2분기가 끝나기 전에 모든 영역이 강세전환에 성공하였다. 그리고 그 같은 강세는 연말까지 지속되어 2020년의 경우 예년과 같은 연말 효과도 없이 지나가는 기염을 토하기도 하였다. 그리고 새해에 들어서는 오랜 강세에 따른 피로감에도 불구하고 지속적으로 신용스프레드가 축소되는 장기호황세를 구가할 수 있었다.

그런데 호사다마라고 했던가? 채권시장이 연초효과를 채 충분히 누리기도 전에 시장은 급반전하게 된다.

I 표면상 금리상승이 문제라지만...

물론 표면적인 약세의 주 원인은 시장금리의 급등이었다. 그리고 그 배경에는 코로나로 인해 억눌려있던 잠재수요의 분출 및 코로나대응과정에서 풀린 유동성효과로 인한 인플레이션대심리 및 실제 인플레이션 관련 지표의 상승이 자리잡고 있었다. 그리고 신용스프레드는 시장금리의 상승에 따른 상대적인 금리메리트 희석 및 시장변동성확대에 따른 유동성디스카운트로 인해 약세 전환한 것이다.

여기까지가 전통적인 관점에서 본 신용채권시장의 약세 반전 사유라고 볼 수 있다. 그런데 필자의 생각에는 그보다 근본적인 기저의 변화가 수면 아래에서 진행되었다는 것이고 그에 대한 진단과 판단이 향후 신용스프레드를 전망하는데 있어 매우 중요한 시사점을 지니고 있다는 판단이다.

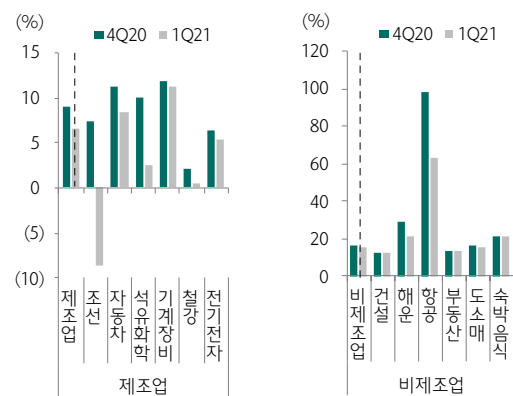
I 신용위험의 변이

그것은 다름아니라 신용위험의 성격이 변했다는 것이다. 즉, 과거에는 신용위험 및 그를 반영하는 신용스프레드에 영향을 미치는 결정적인 변수는 기업의 펀더멘털 상황이었다. 신용등급이 개별기업에 따라 천차만별로 매겨지는 것은 그러한 특성을 반영하고 있었다. 회사채의 경우 개별 기업차원에서 발행이 되기 때문에 주식처럼 해당 기업이 처한 상황에 따라 가격의 격차 및 등락이 국채에 비해 확대되는 특성을 지니고 있다. 그런데 코로나로 인해 이 같은 개별 상황에 따른 차별점의 경계가 점점 무디어지고 있다는 인상을 지우기 힘들어지고 있다.

지금은 정책당국이 나서서 채무연장 내지는 이자지급유예를 독려 및 지원하고 있기에 비록 신용도가 낮은 기업이라 하더라도 채무의 불이행 가능성이 과거 그 어느때보다도 낮아져 있다. 비근한 예로 코로나의 직격탄을 맞은 항공, 레저산업의 경우를 보면 이 같은 점을 알 수 있다. 해당 산업의 기업들은 코로나로 매출이 90%이상 급감함에 따라 재무위기를 겪고 있지만 그 어느 기업 하나 문제되지 않고 상황을 잘 넘기고 있다. 오히려 지원효과로 인해 대출증가폭이 가장 큰 수혜업종으로 치부될 정도이다.



그림 1. 업종별 기업대출 증가율



자료: 한국은행, 하나금융투자

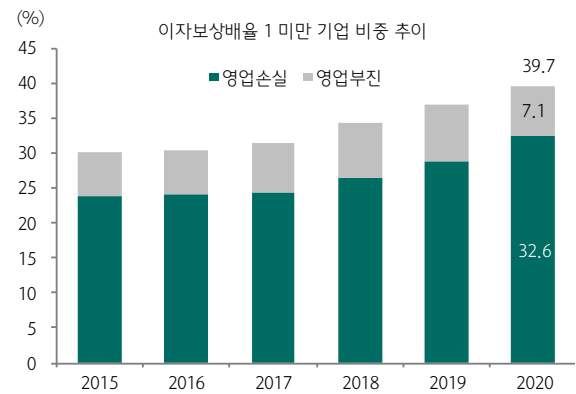
물론 개별기업별로 실적이나 재무구조가 다르기 때문에 기존의 신용등급상의 차별화포인트는 여전히 존재한다. 그럼에도 불구하고 시장참가자들은 전술한 환경변화에 직면하여 무언가 인지부조화현상에 빠진 듯한 무기력함을 좀처럼 떨치기 힘든 상황이다.

출구전략이 가능할까?

필자의 생각에 이 같은 무차별성에 따라 기존의 신용위험에 대한 개념자체가 바뀔 가능성을 염두에 둘 필요성도 열어두어야 하지 않을까 싶다. 물론 언제까지 이 같은 지원책이 지속될 지 알 수 없고 만일 유동성지원이 중단된다면 상황은 다시 과거로 회귀할 수도 있다. 하지만 중요한 것은 코로나 이전에도 이 같은 변화의 조짐들이 수면아래에서 진행되어오고 있었다는 사실이다. 즉, 코로나는 그간 현 경제체제에서 암암리에 용인되고 있었던 사안을 공식적으로 드러낼 수 있는 명분을 제공해주는 기회로 작용하였다고 볼 수 있다.

그 같은 조짐의 단적인 사례가 바로 좀비기업의 증가이다. 한국은행은 매년 금융안정보고서에 약 2천개의 상장/비상장사에 대한 조사를 바탕으로 영업이익으로 금융비용을 감당하지 못하는 기업을 집계해오고 있다. 그런데 이같은 좀비성기업의 비중은 금융위기 이후 지속적으로 증가추세에 있다. 더더욱 놀라운 점은 그간 시중금리가 추세적으로 하락세를 보여왔다는 점이다. 금리하락에도 불구하고 영업이익으로 금융비용을 부담하지 못하는 기업이 증가한다는 것은 한국을 대표하는 주요 기업들조차 기초체력이 악화되고 있다는 점을 반증한다.

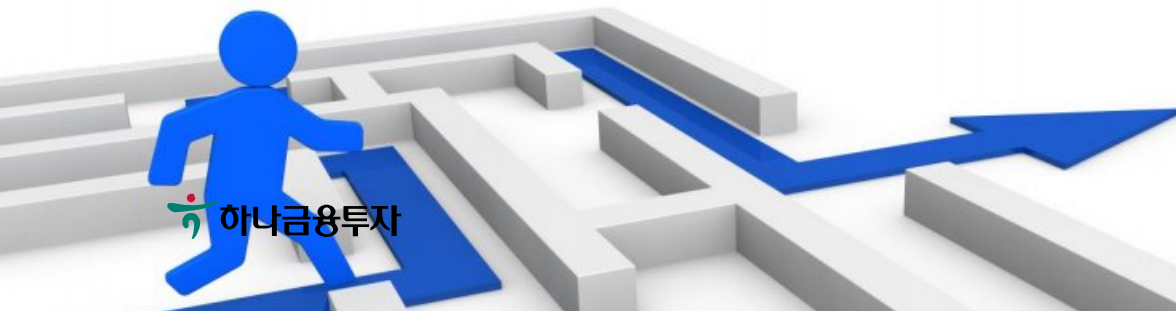
그림 2. 좀비성 기업 비중추이



주: 상장, 일부 비상장 중 금융보험업 등을 제외한 총 2,520개 기업 기준
자료: 한국은행, 하나금융투자

여기서 그 원인을 세부적으로 다루기에는 지면이 허락되지 않는다. 다만 중요한 점은 어떻게 그런 기업들이 그 같은 상황에서 망하지 않고 잘 버텨올 수 있었는지에 있다. 최근 국내 상장기업중에 법정관리에 들어갔다는 소식을 들어본 기억이 없을 것이다. 돈이 하늘에서 떨어지거나 땅에서 솟아나지는 않았을 터인데 어떻게 해당기업들은 용케 명맥을 유지해올 수 있었을까?

이에 대한 대답이 지금 우리를 둘러싸고 있는 신용환경 및 그와 관련된 신용위험을 어떻게 다루어야 할 것인지에 대한 대답이 숨어있다는 판단이다. 우선 그에 대한 결론적인 답변은 바로 빛으로 빛을 막아왔다는 것이다. 물론 일부 상장기업의 경우 유상증자를 통해 자금을 융통할 수 있었겠지만 이는 어디까지나 예외적인 사례일 것이다. 대부분의 좀비성기업들은 담보를 제공했든 아니면 정부의 신용보강을 통하던 어떤 식으로든 간에 거래 금융기관으로부터의 채무연장 및 이자부분에 대한 추가 대출을 통해 유동성상황을 타개해왔을 것으로 추정된다. 아니 그것 말고는 방법이 없다.



즉, 어느 시점부터 기업들은 자체적인 현금창출능력에 의해서가 아니라 외부의 지원을 통한 현상유지를 통해 자금문제를 해결해오고 있었다는 것이고 그 배경에는 국가라는 정책 주체가 자리잡고 있다. 정책당국의 이 같은 지원의 배경에는 산업구조조정 연착륙 유도, 고용안정과 같은 거시적인 차원의 배려가 작용하였을 것이다. 그런데 과거에는 이 같은 배려가 작용하지 않다가 금융위기 이후 그 같은 현상이 심화되고 있는 배경은 무엇일까?

결국 이 또한 완화적인 통화신용정책의 연장선상에서 이루어져 왔다는 판단이다. 일단 조달금리가 너무 낮아져 있고 그러다보니 시중에 풀린 돈이 한계기업에까지 흘러 들어가고 있는 것이다. 물론 그 과정에서 정책당국의 협조 내지는 방관(?)이 개입하고 있지만 말이다.

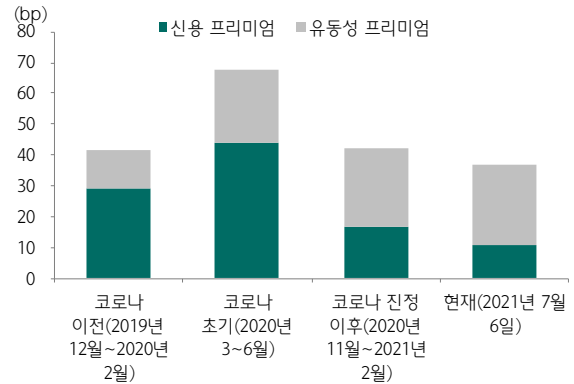
따라서 향후 시장참가자들이 신용위험을 다루는데 있어서 염두에 두어야 할 핵심포인트는 이 같은 체제가 지속될 것인지의 여부에 대한 판단이다. 사실 완화적이라는 표현 자체에는 정책당국의 지원의지가 함축적으로 녹아 들어 있다고 보여진다.

따라서 이 같은 체제의 변화여부는 작금의 완화적 통화신용정책이 정상화될 수 있을지에 달려있다. 그리고 현재로서는 단시간내에 그럴 가능성은 커보이지 않는다. 그간 정책당국들이 취해온 입장을 감안해볼 때 현재 체제를 깨면서 주도적으로 출구전략에 나설 수 있을지에 대해 회의적이기 때문이다.

I 신용스프레드 구성요소의 변화

그리고 또 하나 감안해야 할 포인트는 신용스프레드의 내적 구성 또한 과거에 비해 변화가 있다는 사실이다. 과거에는 신용스프레드를 결정짓는 주요 변수가 개별기업의 신용위험이었다면 지금은 그렇지 않다. 지금은 신용위험보다는 오히려 유동성위험이 신용스프레드에 있어 차지하는 비중이 높아져 있다는 판단이다. 최근 신용스프레드가 시장금리와의 동조화가 심화된 점, 그리고 특별한 이슈가 없는데도 불구하고 특정 섹터나 만기의 신용스프레드가 급등락하는 사례가 심심치않게 관찰되는 것은 그 같은 추론에 무게를 실어주는 반증이라고 볼 수 있다.

그림 3. 신용스프레드의 구성변화



주: 신용/유동성 프리미엄 구성비는 자의적 구분
자료: 인포맥스, 하나금융투자



I 대응전략 : 방향이를 짧게 잡고 코어에 집중

그렇다면 이 같은 상황변화에 어떻게 대응해 나갈 것인가?

우선, 환경이 변했다고 하지만 하위등급에 대한 위험관리는 여전히 필요하다. 신용도간에 차별성이 이전에 비해 약해졌다고 해서 하위등급의 투자위험이 감소한 것은 아니다. 오히려 하위등급의 경우 시장상황 변화에 대한 민감도가 점점 커지고 있다는 판단이다. 그리고 시장금리의 상승에 따라 채권자산의 전반적인 수익률이 이전에 비해 높아졌기 때문에 이제는 굳이 위험을 지면서 하위등급으로 일드헌팅에 나설 이유가 감소했다.

다음으로 현 신용배분체제가 바뀔 수 있는 가능성이 단기적으로 크지 않기 때문에 신용채권에 대한 지속적인 기회의 모색은 필요하다. 그리고 전술한 바와 같이 관심 대상은 여전히 상위등급의 코어영역에 머무르는 것이 여러모로 편안한 접근이 될 것이다.

마지막으로 현 상황에서는 장기적인 관점보다는 방향이를 짧게 잡고 그때 그때 필요한 과실을 향유하는 전략을 권유한다. 시장금리 및 외생 경제변수의 영향력이 커져 있기 때문에 펀더멘털요인과 상관없이 가격이 등락하는 사례가 비일비재할 것이고 그에 따라 바이앤홀드와 같은 접근으로서는 차별적인 성과를 내기가 어려워 보인다.



원자재 골라 담기

글로벌 경제의 상승 국면에서 원자재 수요는 자연스럽게 늘어나게 된다. 특히 경기 사이클과 동행 혹은 선행하는 산업금속과 에너지 관련 원자재 수요는 당분간 견조할 것으로 보인다. 코로나19로 인해 글로벌 공급망 병목현상이 나타나고 있는 점도 원자재 가격의 추가 상승 모멘텀으로 작용한다. 다만 병목현상이 점진적으로 해소되고 올해 4분기 미 연준을 필두로 주요국 중앙은행의 테이퍼링 시그널이 부각되기 시작한다면 위험자산에 대한 투자심리가 약화되며 원자재 시장 전반의 상승 탄력도 줄어들 수 있다는 판단이다. 지금은 상품별 펀더멘털을 감안해 구리와 원유를 중심으로 개별적으로 접근할 시점이다.

I 경제 회복과 병목현상이 주도하는 원자재 사이클

세계 경제가 비교적 양호한 회복 흐름을 이어가고 있다. 국가, 업종 등 여러 면에서 균형적이지 못한 회복이라는 점이 한계점이지만 어쨌든 그 격차도 점차 좁혀질 것이다. 원자재는 말 그대로 생산의 원료가 되는 자재를 뜻한다. 글로벌 경제의 상승 국면에서 원자재 수요는 자연스럽게 늘어나게 된다. 특히 경기 사이클과 동행 혹은 선행하는 산업금속과 에너지 관련 원자재들에 대한 수요는 당분간 견조할 것으로 보인다.

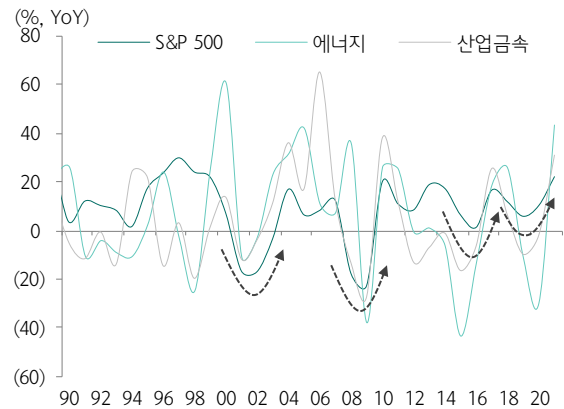
코로나19로 인해 글로벌 공급망의 병목현상이 나타나고 있어 원자재 가격의 추가 상승 모멘텀도 상존한다. 수요는 급증하는데 방역 문제로 항구와 터미널을 통한 이동이 제한되며 공급에 차질이 빚어지고 있는 것이다.



전규연 자산분석실 자산전략팀 선임연구원

02-3771-8196
kychun@hanafn.com

그림 1. 글로벌 경제와 에너지, 산업금속 사이클은 대체로 유사



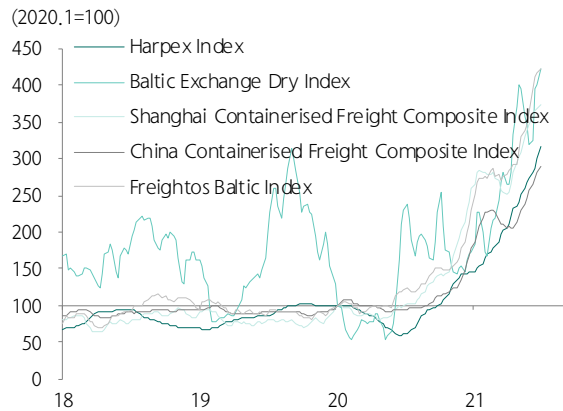
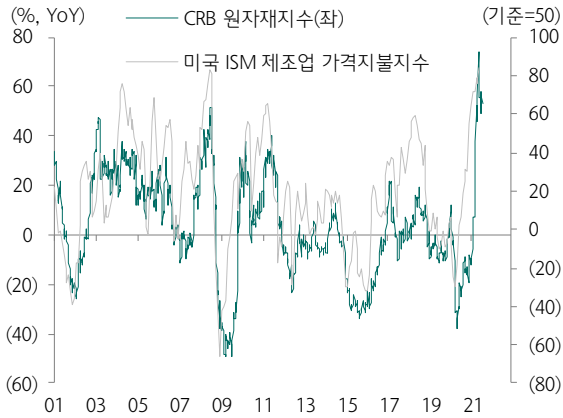
주: S&P GSCI 원자재지수 기준
자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

유류선박비율이 1% 남짓에 불과할 정도로 모든 선박들이 사용되고 있는데도 컨테이너가 부족하다. 항구에서의 혼잡, 승무원 교대 과정에서의 지연 등으로 업무 처리 시간이 길어지면서 글로벌 운송 비용이 상승하고 있다.

지난 연말 대비 글로벌 운송비용 지수들은 평균 95% 상승했다(6월 말 기준). 당분간 병목현상에 따른 운송비 증가가 원자재 가격의 상방 요인으로 작용하며 글로벌 인플레이션 압력을 높일 수 있다.



그림 2. 병목현상으로 원자재 가격 상승 모멘텀 확대



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

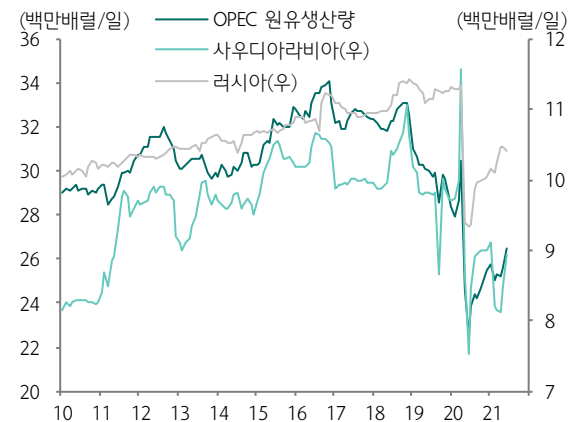
다만 원자재 시장의 슈퍼 사이클(Super Cycle) 진입 가능성은 낮다고 본다. 원자재 시장은 코로나19 발 충격이 극대화됐던 2020년 4월 이후 1년 넘게 가파른 상승세를 이어왔다. 병목현상이 점진적으로 해소되고 올해 4분기 미 연준을 필두로 주요국 중앙은행의 테이퍼링 시그널이 부각되기 시작한다면 위험자산에 대한 투자심리가 약화되며 원자재 시장 전반의 상승 탄력도 줄어들 수 있다는 판단이다. 지금은 각 상품의 펀더멘털을 감안해 개별적으로 접근할 시점이다.

I 국제유가: 단기적으로 수요에 기댄 업사이드 유포, 중장기적으로는 수급 균형이 맞춰질 것

원유시장은 단기적으로 상승 압력이 높은 구간이 이어질 것으로 전망한다. 글로벌 경제의 정상화 과정 속에서 원유 수요가 늘어나는 가운데 공급량은 일정한 수준으로 유지되며 3분기 초까지 초과수요 국면이 이어질 전망이다. 최근 원유시장의 패권은 미국보다 OPEC+ 쪽으로 쏠린 듯한데, OPEC+도 국제유가가 적당히 높은 수준으로 안정적으로 유지되는 편을 선호하고 있기 때문에 감산 기조를 이어갈 공산이 크다.

OPEC+는 우선 7월까지의 감산량을 명확하게 제시해 놓은 상태이며, 이번 정례회의를 통해 적어도 올해 12월, 길면 2022년 4월까지의 감산량을 합의하려고 하고 있다. 물론 경기가 회복되고 유가가 꾸준히 올라가면서 회원국들 간에 잡음이 포착되고 있다는 점은 하반기 OPEC+의 결속력을 약화시킬 수 있는 요인이라고 판단하고 있지만 델타 변이 바이러스 리스크 등을 고려해 당분간 이들은 위험이 적은 쪽을 선택하려 할 것이다.

그림 3. OPEC+ 원유 생산량은 단계적으로 늘어날 전망



자료: Bloomberg, 하나금융투자

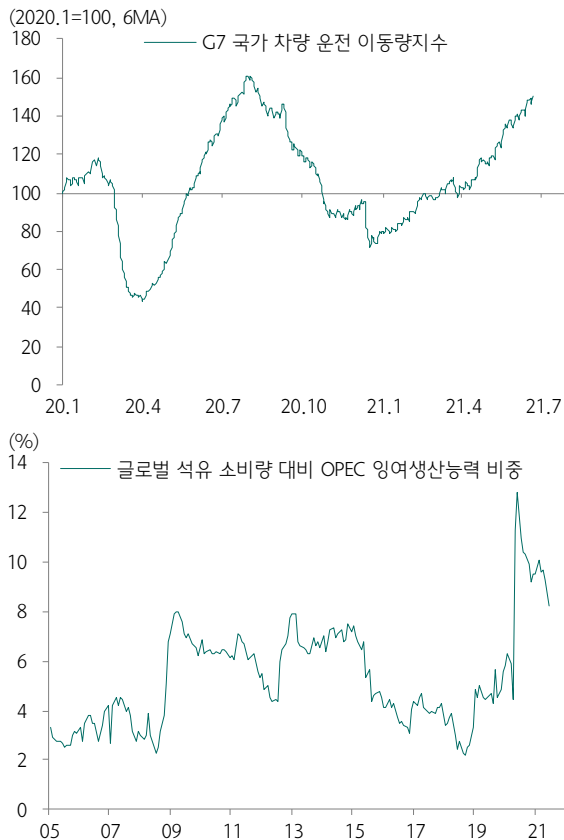




석유 수요는 견조하다. 가장 대표적으로 많이 사용되는 수요처는 운송인데, 최근 G7 국가에서의 차량 이동량은 코로나19 발생 이전이던 2020년 초 수준을 넘어섰다. 항공 쪽에서도 제트유 수요가 저점을 지나 점차 회복될 공산이 크다.

글로벌 경제의 정상화 흐름을 반영하면서 미국의 원유 재고량은 최근 들어 꾸준히 예상치를 상회하는 수준으로 감소하고 있으며, OECD 상업용 원유 재고도 코로나19 이전 수준에 근접해오고 있다. 통상 5월에서 9월 초가 미국의 드라이빙 시즌으로 휘발유 수요가 계절적으로 늘어난다는 점을 감안하면 수요 우위의 시장을 당분간 기대해 볼 법하다.

그림 4. 글로벌 원유 수요 회복 vs OPEC의 잉여생산능력



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 하나금융투자

다만 수요 정상화로 인한 유가 상승 모멘텀이 점차 약화되기 시작하면 국제유가는 추가적으로 상승하기보다는 박스권 내에서 등락할 개연성이 높다는 판단이다.

국제유가를 안정적인 수준에서 유지하고자 하는 국제적 공감대가 형성될 전망이다. 유가가 생각보다 빠르게 상승하면서 각국의 생산비용이 증가하고 있다. 글로벌 경제의 회복 속도보다 유가의 상승 속도가 빠르게 나타나게 되면 경제 회복을 제한하는 요인으로 작용할 수 있다. 인플레이션 압력에 따른 조기 테이퍼링 우려가 부각되고 있는 시점에서 유가의 과도한 상승은 부담이다.

시장 안정을 위해 어느 정도의 희생을 무릅쓰고 감산을 단행하고 있는 OPEC은 잉여생산능력이 높아 원유 공급을 늘리고자 마음만 먹으면 단기간 내에 생산을 늘릴 수 있을 것이다. 현재 OPEC의 잉여생산능력은 글로벌 석유 소비량의 약 8% 수준에 달한다. 글로벌 석유시장이 초과수요 국면을 지속한다면 OPEC+는 원유 생산량을 점차 늘릴 전망이다.

미국의 민간 에너지 기업들도 점진적으로 원유 시추공수를 늘리며 생산을 확대할 것이다. 다만 이들은 작년 유가 충격 이후 한동안 설비투자를 하지 못했고, 바이든 정부 집권 이후 증산보다는 환경 친화적인 생산 시설을 만들기 위한 투자를 주로 단행하고 있기 때문에 코로나19 이전 수준만큼 미국의 원유 생산량이 늘어나지는 않을 것으로 본다.

하반기 WTI는 배럴당 \$80대를 상단으로 전망하고 있다. 3분기 초까지 수요 우위의 시장이 이어지며 유가 상승 압력이 높아지겠지만 국제적 공조와 OPEC+의 잉여생산능력을 기반으로 점차 수급 균형이 맞아가며 박스권에서 등락할 것으로 기대한다.



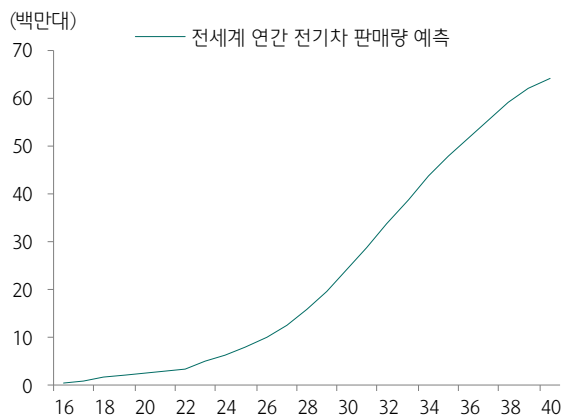
I 구리: 펀더멘털은 여전히 맑음

대표적인 산업금속인 구리는 건설, 장비, 인프라, 운송 등 산업 전반에 광범위하게 사용된다. 글로벌 경제와 밀접하게 연동된 만큼 경기 회복 국면에 수요가 늘어나며, 특히 지금처럼 정부의 정책적 지원을 기반으로 인프라 투자가 늘어날 때 구리 수요는 견조하기 마련이다.

미국은 1.2조 달러 규모의 대규모 인프라 투자안에 잠정 합의한 상태다. 기존 바이든 정부가 제시했던 2.2조 달러에는 미치지 못하지만 도로, 교량 등 사회기반시설 투자와 전기차 충전소 설치, 전기버스 구비 등의 안전이 담겨 있다. 전통 인프라에 대한 투자와 친환경 정책이 동반되며 구리 수요가 중장기적으로 확대될 전망이다. 일례로 전기차에 들어가는 구리 사용량은 기존 내연차에 비해 약 4배 가량 많다.

미국 외에도 EU와 중국 등 주요국 모두 그린뉴딜 정책을 강화하고 있어 친환경 정책 발 구리 가격 상승 모멘텀이 상존한다. 유로존은 2050년 탄소중립목표 등 유럽 그린딜 정책을 성장 전략 중 하나로 삼고 있는데, 코로나19 이후 EU 회복기금의 일부를 관련 예산으로 지정하며 친환경 정책을 더 적극적으로 추진하고 있다.

그림 5. 각국의 친환경 정책을 토대로 전기차 시장 빠르게 성장

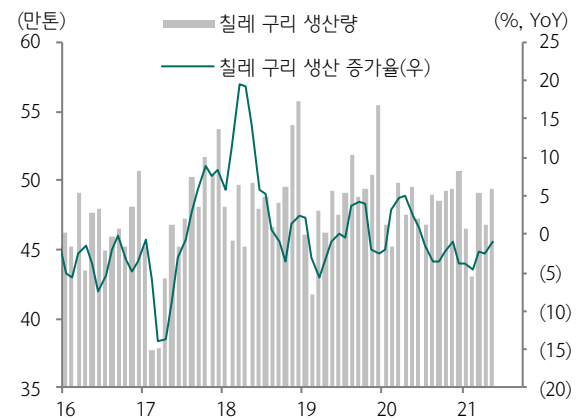


자료: Bloomberg, 하나금융투자

구리 수요에 대한 기대감과 위험자산에 대한 선호심리가 동시다발적으로 나타나면서 구리 가격은 2020년 4월부터 가파른 상승세를 시현했다. 2020년 3월 저점(톤당 \$4,371.0) 대비 2021년 5월 구리 가격은 2.5배 상승한 톤당 \$10,747.5를 기록했다.

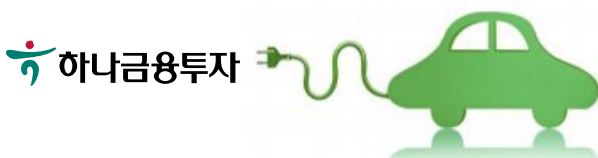
가격 상승에 따른 부담감이 커지면서 중국의 물자비축국은 가격 안정을 위해 구리를 비롯한 일부 산업금속들의 전략 비축 재고를 방출하기로 했다. 올해 하반기 중 미 연준을 중심으로 테이퍼링 가이드스 제시 가능성이 높아진 점도 위험자산에 대한 매수 심리를 일부 약화시켰다. 3분기 구리 가격의 상승 모멘텀이 생각보다 강하지 않을 수 있어 보인다.

그림 6. 칠레의 구리 생산 증가율 12개월 연속 감소



자료: CEC, 하나금융투자

다만 구리 정광을 주로 공급하는 남미 국가들의 구리 채굴량은 아직 늘지 못하고 있다. 지난 해에는 코로나19로 인해 채굴 작업에 차질이 불가피했으며, 올해는 칠레와 페루의 정치적 불확실성이 커지며 채굴이 제한되고 있다. 칠레의 구리 생산 증가율은 12개월 연속 마이너스를 기록했다. 중장기적으로 견조한 수요가 이어지고 공급이 제한된다면 펀더멘털은 여전히 좋다. 가격 고평가에 대한 부담이 단기 조정을 이끌 수 있겠지만, 펀더멘털을 감안할 때 중장기적인 상승 흐름은 지속될 전망이다.



프롭테크와 자동가치산정

국내 프롭테크의 발전은 해외보다 늦게 시작했지만, 프롭테크에 대한 국내 관심도는 날이 갈수록 높아지고 있다. 프롭테크는 부동산의 매물 검색부터 투자까지 다양한 범위에서 사용되고 있다. 핸드폰과 태블릿 PC 에서 아파트 시세를 손쉽게 검색할 수 있고, 중개인을 거치지 않는 개인간의 거래도 활성화 되고 있는 추세이다. 감정평가기관의 영역으로 여겨지던 부동산 가치 평가 또한 프롭테크와 인공지능(AI)을 통해 빠르고 간편하게 제공이 되고 있으며, 이러한 혁신적 서비스에 대한 정부의 혜택 제공 또한 사업의 초기 정착에 도움을 주고 있다. 하지만, 자동화 가치 평가 기법(Automated Valuation Method)에 근거한 서비스가 유사감정행위인지에 대한 법적 해석이 불명확하여 소송 중에 있다. 이에, 자동화 가치 평가 기법은 무엇인지, 어떠한 문제점들이 있는지에 대하여 본고에서 짚어보고자 한다.

I 국내 프롭테크의 발전과 금융규제샌드박스

금융분야와 기술혁신이 합쳐진 핀테크의 돌풍에 이어, 부동산과 기술혁신이 결합한 프롭테크가 부동산 시장의 관심사로 떠오르고 있다. 해외의 프롭테크가 1980년대부터 시작하여 지금까지 발전해온 것에 비하면, 국내 프롭테크는 그 역사가 비교적 길지 않다. 하지만, 짧은 발전 역사에도 불구하고 2021년 5월 기준 255개의 국내 프롭테크 관련 기업들이 한국프롭테크 포럼의 회원사로 등록 되어있다.

일부 분야에서는 혁신적 아이디어가 법적 규제에 부딪혀 현실화 되지 못하는 경우들이 많았다. 이러한 문제를 해결하기 위하여 정부가 내놓은 방안이 금융규제샌드박스이다.



금융규제샌드박스의 혁신금융서비스 제도는 혁신기업이 정부의 심사를 통하여 한시적으로 규제를 면제받는 제도인데, 지금까지 145개의 기업이 혁신금융서비스 기업으로 지정되었다. 보통 2년 동안 혜택을 받으며 추가 심사를 통하여 2년간 연장이 가능하다. 이런 환경 속에서 국내 프롭테크 및 핀테크 신생기업들은 시장에서 임시로 상품 및 서비스 테스트를 진행할 수 있고, 정부의 입장에서는 향후 필요한 규제와 서포트의 범위를 파악할 수 있다는 점에서 환영할 만한 정책이다.

프롭테크의 경우, 지불수단, 부동산투자, 자동가치평가 부문의 기업들이 혁신금융서비스 제도의 혜택을 보고 있다. 본고에서는 그 중, 부동산 자동가치평가분야에 대하여 이야기 하려고 한다.



강광모 하나금융경영연구소 글로벌금융유닛 연구위원

02-2002-2637
kang.koo@hanafn.com

I 부동산 자동가치산정 기업의 서비스

해외 부동산이나 프롭테크에 관심이 있는 독자라면 질로우(Zillow)나 하우스 카나리(House Canary)같은 회사명을 들어본 사람도 있을 것이다. 이 회사들은 부동산 정보 서비스 및 가치 산정 서비스를 제공하는 미국 회사로서, 매물에 대한 정보 및 추정가치를 제공한다. 주거용 부동산은 상업용 부동산과 달리, 집의 주요 특성을 파악하게 되면 최근 판매된 거래의 정보를 통하여 가치를 추정할 수 있다. 특히 한국의 대도시 아파트의 경우, 아파트들이 고밀도로 지어졌기 때문에 비교물건이 근거리에서 위치하고 있는 경우가 많고, 빅데이터의 사용이 용이하여 이러한 가치추정이 더욱 용이하다. 더욱이 지리정보시스템(Geographic Information System)의 도움을 받게 되면, AI 를 통해 활용할 수 있는 정보는 훨씬 풍부해진다.

하지만, AI 가 알려주는 추정가치를 금융기관에서 직접 사용하기는 어려운 게 현실이다. 은행이 주택담보대출을 취급할 때, 아파트 담보가치 산정은 시행세칙에서 규정한 방법들만 인정을 받게 된다. 이는 ①국세청의 기준시가, ②감정평가액, ③부동산원 산정 가격, ④KB 부동산시세로 국한된다. 하지만, 한국감정원의 시세나 KB 부동산시세는 50 세대 미만의 아파트에 대하여는 시세가 제공되지 않아서 대출심사 시 담보가치 산정의 방법이 대형 아파트에 비해 제한적이었다. 이에 혁신금융서비스를 통하여 자동가치산정 서비스가 한시적 특례를 받게 되어 서비스를 시작하였다.



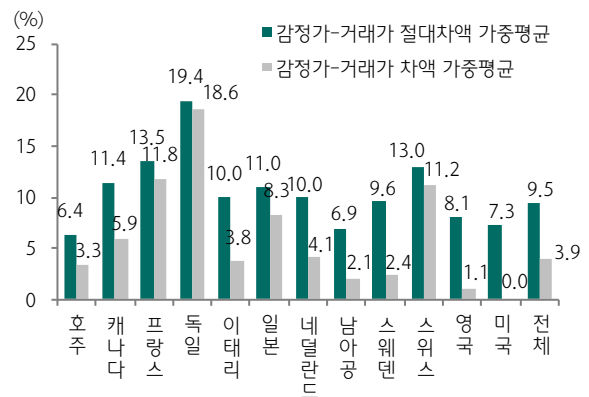
I 자동가치산정방법은 얼마나 정확한가?

가치산정의 정확도는 실제 매매가와와의 차이로 측정한다. 물론, 평가가치와 실거래가가 일치하는 경우는 드물다. 상황에 따라서 매수자와 매도자의 상황이 다르고, 그에 따른 거래가 변동은 언제라도 일어날 수 있기 때문이다. 또한, 자산 평가 시점은 거래 시점과 같지 않은 것이 일반적이어서, 시차에 의한 차이도 존재한다.

부동산이라는 자산은 비유동적이어서 거래가 자주 발생하지 않는 특성이 있다. 그런 이유로 자본시장 정보 제공 기관인 MSCI 는 매매가격 대신 감정가에 기반한 부동산 지수를 발표해왔다. 또한, 감정가와 실거래가의 차이를 국가별로 조사하여 발표해오고 있다.

감정가와 실거래가의 절대 차액 평균을 살펴보면, 독일이 19.4%로 제일 높게 나타나고 있고, 호주가 6.4%로 가장 낮게 나타나고 있다. 비교 국가 전체 평균은 9.5%로, 감정가와 실거래가는 어느 정도의 차이가 존재한다는 것을 알 수 있다.

그림 1. 감정가와 실거래가의 국가별 차이 비교



주: 감정가-거래가 절대차액 가중평균은 실거래가와 감정가의 차이의 거리만 계산하는 반면, 감정가-거래가 차액가중평균은 과대감정가와 과소감정가를 상계하여 평균을 낸 값 / 자료: MSCI



그렇다면 AI 가 추정하는 가치와 실거래가의 차이는 어떠할까? 물론, 각 업체들이 다른 알고리즘을 사용하고, 국가별로 사용이 가능한 자료의 폭도 다르다는 것을 염두에 두어야 할 것이다. AVM 의 정확도는 '퍼포먼스 매트릭스'라는 도구를 통하여 검증은 하는데, 예측표준편차 혹은 절대 백분율 오차의 중앙값(Median Absolute Percentage Error: MdAPE) 같은 통계적 방법을 사용하여 정확성을 확인한다. 미국의 유명 프롭테크 기업인 하우스 카나리, 질로우는 지역별로 정확도를 홈페이지에 보여주고 있다. MdAPE 는 예측가격과 거래가격의 절대 차이를 계산하여 그 중앙값을 선택하여 표시하는데, 하우스 카나리는 캘리포니아주의 경우 2.7%, 뉴욕주는 3.9%의 차이를 보였다. 질로우는 그보다 낮은 수준의 오차를 보여, 더 높은 정확성을 보였다. 국내 자동가치산정 기업 중에는 자이랜드가 같은 기준으로 정확성을 보고하고 있다. 자이랜드의 자동가치산정 모델은 서울시 기준으로 3.9%의 오차를 보여, 하우스 카나리의 뉴욕주 정확도와 같으며, 산정가치의 81%가 실거래가의 10% 범위 안에 들어오는 것으로 파악되어 비교적 높은 수준의 정확도를 보여준다.



I AVM 관련 제도적 기반 마련 필요

AVM 의 국내 활용은 금융업과 부동산 개발사업 등의 협업으로 진척이 이루어졌으나, 현재 감정평가사협회와의 마찰로 더욱 활발한 진척은 어려운 상황이다. 미국의 경우 금융기관 및 통화를 관장하는 국가기관들이 명확한 가이드라인을 제시하여 시장의 이원화를 추구하였다. 2019 년 하반기에 미국 감독기관들은 40 만 달러 이하의 주택 판매에 관련된 금융거래의 경우, 감정평가 보고서 제출을 면제해주고 있다. 40 만 달러로 인상되기 이전의 기준은 1994 년에 정해진 25 만 달러였다. 단, 40 만 달러 이하의 주택거래에 관한 금융거래의 경우, 금융기관은 부동산 담보 물건에 대한 시장 가치를 추정할 수 있는 평가(evaluation)를 득해야한다는 단서 조항이 있다. 이러한 평가는 감독을 받는 기관의 의사 결정을 도와줄 만큼 충분한 정보와 분석이 포함되어 있어야 한다고 명시하고 있다.

표 1. 자동가치산정 기업의 정확도 비교

기업명	지역	MdAPE	10% 이내	20% 이내
자이 랜드 (Xai Land)	서울시	3.90%	81.10%	98.70%
하우스 카나리 (House Canary)	뉴욕주	3.90%	75.40%	N/A
	캘리포니아주	2.70%	83.50%	N/A
질로우 (Zillow)	뉴욕주	2.90%	90.40%	98.00%
	캘리포니아주	2.10%	95.20%	99.20%

자료: 각 기업 홈페이지

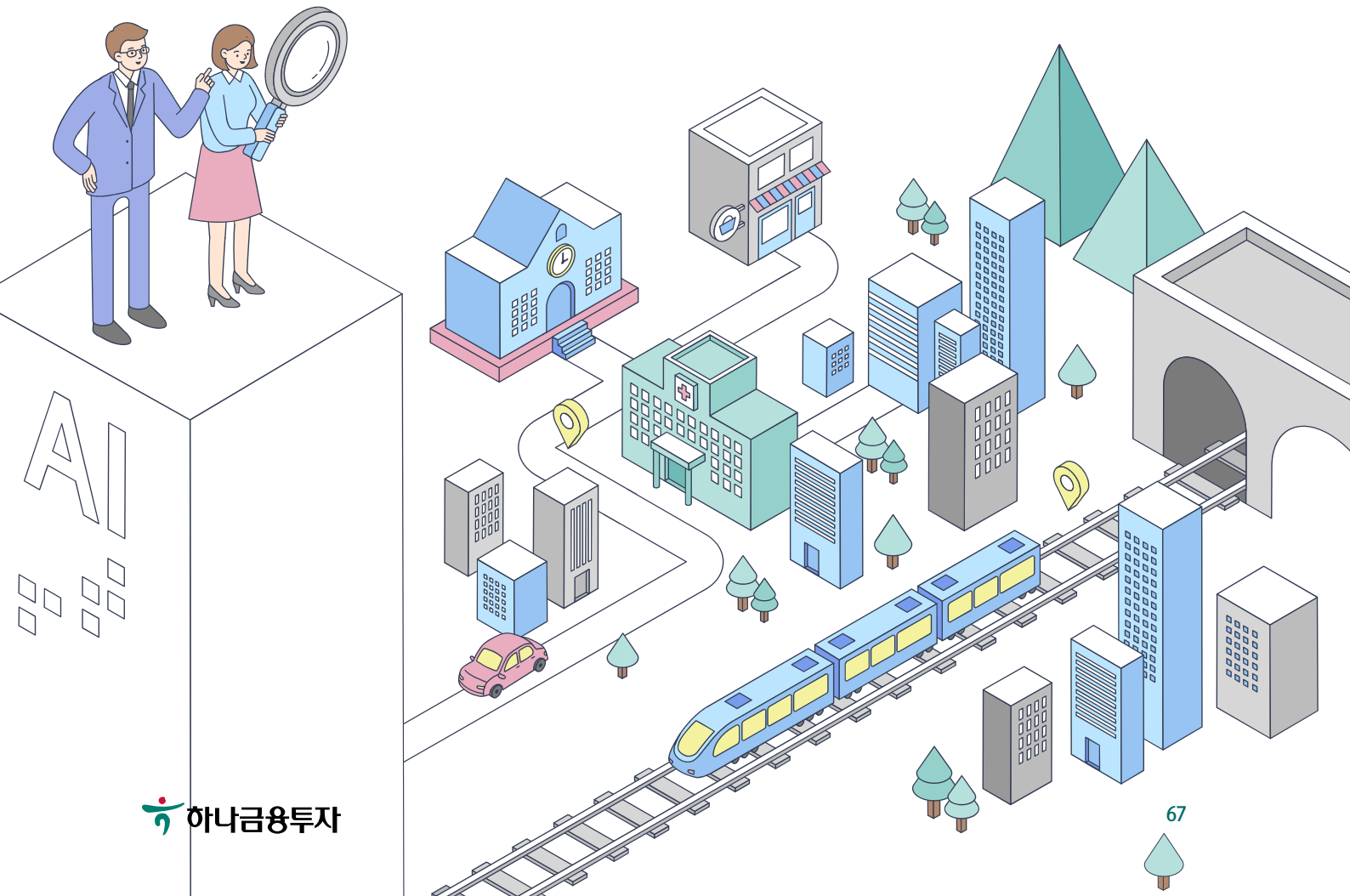
하우징와이어(www.housingwire.com)의 기사에 의하면, 2017 년 거래 기준으로 40 만 달러 이하의 거래는 총 거래 건수의 72%이며, 이는 1640 억 달러 규모에 이른다고 한다. 국내의 경우에도 명확한 가이드라인이 작성 되어, 전문그룹간의 마찰을 최소화 하는 과정이 속히 실현되어야 할 것으로 보인다. 또한, AVM 을 사용하는 기업별로 다른 알고리즘을 사용하므로, 유효성 검사가 필요할 것이다. AVM 이 폭넓게 사용되고 있는 미국의 경우, 제 3 기관을 통한 모델의 검증을 필수로 하고 있으며, 주기적인 검사를 통하여 가치산정 모델의 유효성 업데이트를 진행해왔다. 국내에도 AI 기반의 추정 모델을 사용하는 사업에 대하여 모델 적합도를 인증해주는 정부기관, 혹은 정부 인증기관의 도입이 필요하다고 판단된다.



I 향후 자동가치산정 산업의 전개 방향

‘가치’라는 단어 안에는 여러 종류의 의미가 존재한다. 시장가치, 사용가치, 투자가치 등, 세부 상황에 따라서 ‘가치’라는 단어는 다른 의미로 사용가능하다. AI의 발달과 알고리즘 분석기법의 발전으로 이제 주소만 기입하면 몇 분 안에 가치 산정에 대한 리포트를 받아볼 수 있는 세상이 되었다. 이는 보유자산의 가치를 궁금해하는 소유자부터, 담보 물건의 가치 산정을 원하는 금융기관, 투자 물건의 적정 가치를 알고 싶어하는 투자자까지 다양한 수요층에게 도움이 될 것이다. 하지만, 자동화가치산정이 어떤 알고리즘을 통해서 작동하는지 일반인들이 알아내기는 어렵고, 방법론을 공지한다해도 일반인의 시각에서 이해하기는 쉽지 않을 것이다.

공신력 있는 시스템으로 자리잡기 위해서는 인증 시스템 혹은 검증시스템의 도입이 필요하며, 정확성에 대한 시장의 신뢰를 얻기 위하여 서비스 제공 기업 스스로가 정확성 테스트를 주기적으로 실행 및 발표하는 자세가 필요하다. 자동가치산정은 현재 가치뿐만 아니라, 향후 가치 전망, 혹은 부동산 개발 사업의 분양가 산정의 시나리오 작업에도 도움이 될 것으로 보인다. 다양한 세대 구성의 조합을 비교하여, AI에 기반한 분양가 산정을 하게 되는 경우, 부동산 개발의 수익성 개선에 기여할 수 있다. 부동산의 ‘가치’산정이 필요한 경제주체 및 경제활동에 있어 자동가치산정 기술은 확장 가능하며, 빅데이터와 기술의 결합이 이를 더욱 편리하게 만들고 있다. AI 기반 가치산정 기술이 비교 물건을 찾기 어려운 지방 도시의 개발 사업의 분양가 산정에 기여할 수 있는 시기가 우리 앞에 다가오고 있다.



인플레이션, 일시적이지만 일시적이지 않다

경제학자인 Irving Fisher는 그의 저서 "The Money Illusion(1928)"에서 인플레이션에 대해 다음과 같이 설명했다. “일반적으로 인플레이션은 정부가 재정적으로 궁핍할 때, 특히 전쟁으로 인해 정부의 재정력이 약화된 이후에 발생한다. 전쟁은 항상 화폐와 신용을 확장시키는 가장 큰 역할을 했다. 따라서 역사적으로 전쟁은 가장 높은 수준의 물가상승률을 야기한다.”

I 인플레이션에 대한 우려가 상당기간 글로벌 금융시장의 주요 화두로 작용할 전망

전쟁이라는 불확실성, 그리고 전쟁 이후 경기회복을 위한 대규모 정부지출과 이로 인한 경기과열은 필연적으로 인플레이션으로 연결되어 왔다는 것이다. Fisher의 설명을 곱씹어 볼 때 코로나19라는 미증유의 바이러스와의 전쟁을 벌인 직후인 포스트 코로나 시대에 인플레이션이 발생한다는 것은 필연적인 현상일 것이다.



김영준 하나금융경영연구소 글로벌금융유닛 유닛리더

02-2002-2634
kimekono@hanafn.com

올해 들어 글로벌 금융시장에서 가장 중요한 변수는 ‘인플레이션’이다. 인플레이션의 등락에 따라 주요국 채권 및 주식시장이 요동치고 중앙은행과 정부의 대응에 관심이 집중되고 있는 것이다. 실제로 선진국과 신흥국을 가리지 않고 많은 국가가 5월 현재 소비자물가 상승률이 중앙은행의 암묵적 목표치인 2%를 상회하고 있다. 특히 글로벌 생산기지인 중국은 원자재 가격 급등 등의 여파로 생산자물가(PPI) 상승률이 12.5%까지 급등했으며, 백신 보급과 함께 경제활동이 정상화되고 있는 미국의 경우 소비자물가 상승률이 5%를 넘어섰다.

경제가 성장하는 가운데 나타나는 완만한 인플레이션은 소비 진작과 기업 매출 증가 및 고용창출 등의 선순환을 야기하기 때문에 긍정적이다. 그러나 급격한 속도의 인플레이션은 경제 불확실성을 높이며 실질소득을 감소시켜 경제에 부정적으로 작용한다. 과도한 인플레이션에 대해 중앙은행이 금리인상으로 대응하게 될 경우 원리금 등 부채상환 부담이 높아져 금융위기를 유발할 가능성도 높아진다. 특히 코로나19 발발 이후 완화적 정책으로 유동성이 급증한 상황이고 향후에도 대규모 경기 부양책이 예정되어 있어서 인플레이션에 대한 우려와 경계는 앞으로도 상당기간 글로벌 금융시장의 주요한 화두가 될 가능성이 높아 보인다.



표 1. 주요국 소비자물가 상승률 비교

국가	5월 CPI 상승률(YOY)
영국	2.1%
독일	2.5%
한국	2.6%
캐나다	3.6%
미국	5.0%
멕시코	5.9%
인도	6.3%
브라질	8.1%
터키	16.6%

자료 : Bloomberg

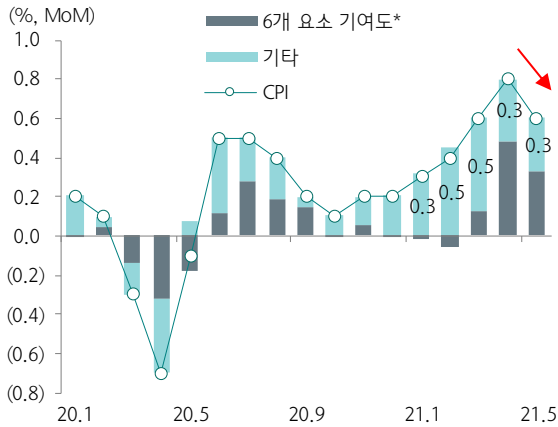
美 연준은 최근의 인플레이션이 일시적인 충격에 기인한 현상이라고 판단

올해 들어서 물가가 치솟으면서 많은 전문가들이 인플레이션이 통제불가능한 상황으로 치달을 수 있다고 경고하고 있다. 하지만 물가안정의 최종 책임자라고 할 수 있는 주요국 중앙은행, 특히 미국의 연준 관계자들은 올해 물가 상승률이 가속화되는 것은 일시적(transitory)인 충격에 기인한 현상에 불과하다는 주장을 거듭하고 있다. 파월 연준 의장과 그의 동료들이 인플레이션 압력이 일시적이라고 생각하는 가장 큰 이유는 기저효과(base effect)에 있다. 불과 1년전에는 코로나19 바이러스로 인한 경제봉쇄 등으로 디플레이션 압력이 발생했었다. 이러한 기저효과가 올해 들어 물가를 1%p 가량 높이는 효과를 가져왔지만 하반기에는 이와 같은 효과가 사라질 것이라는 것이 연준의 판단이다.



연준이 인플레이션 압력이 일시적 충격 때문이라고 보는 두번째 이유는 경제 활동 재개로 급증한 수요를 공급이 따라가지 못하면서 나타난 물가상승 압력이 전체의 절반 정도를 차지하고 있기 때문이다. 실제로 소비자물가 구성 항목 중 중고차, 차량렌탈, 숙박, 항공 등 '경제 재개방 관련 품목'이 5월 전체 물가상승의 52%를 설명하고 있는 것으로 분석되었다. 이와 같은 품목의 수급불균형 현상은 경제활동이 정상화되면 자연스럽게 해소된다는 것이 연준의 설명이다.

그림 1. 물가상승 압력의 절반 가량은 일시적 요인



주 : 경제활동 재개로 가격에 큰 영향을 받는 중고차, 차량렌탈, 차량보험, 숙박, 항공, 외식 등 품목을 포함
자료 : US BLS

최근 주춤한 원자재 가격도 인플레이션이 장기화되지 않을 것이란 근거가 되고 있다. 막대한 유동성 공급과 글로벌 경제정상화 기대로 인한 선수요 증가로 올해 들어 원자재 가격이 급등하면서 일각에서 원자재의 슈퍼 사이클 진입 가능성까지 제기되었다. 하지만 최근 중국 정부의 원자재 규제 강화 조치, 기업의 수요 증가세 둔화 및 투기성 자금유출 등으로 원자재 가격은 하락세로 돌아섰다. 원자재 가격의 상승은 전형적인 공급측면의 인플레이션 압력인데, 공급측면의 압력은 영원히 지속될 수 없다는 것이 역사적인 사실이다.



일부 원자재 및 노동시장 병목현상 장기화와 유동성 급증에도 인플레이션 기대심리는 안정되어 있어

시장의 우려와는 달리 최근 인플레이션 압력은 연준의 판단과 같이 일시적인 충격에 기인한 면이 많다. 다만 공급 병목현상이 예상보다 장기화될 가능성은 배제하기 어렵다. 글로벌 밸류체인(GVC) 및 물류상 중요한 역할을 차지하는 아시아 지역의 코로나19 재확산과 백신 접종 부진으로 생산회복이 원활하지 않은 점과 그린경제 전환으로 신재생 에너지 분야에 필수적인 구리, 니켈 등의 수요가 꾸준히 증가할 것으로 예상되는 점 등은 공급 부족현상이 장기화될 소지를 높이고 있다. 경제활동 재개로 노동수요가 급증하고 있지만, 팬데믹 기간 노동시장을 이탈한 고령자와 양육자의 노동시장 복귀가 지연되면서 노동시장 경색이 발생하고, 인건비가 상승하고 있는 것도 향후 인플레이션을 자극할 수 있는 요인이다.



또한 팬데믹 이후 글로벌 통화량(M1)이 3배 이상 폭증하고, 바이든 정부가 6조 달러에 달하는 재정지출을 추진하는 등 시중에 전례없는 수준의 통화량이 공급되면서 앞으로 경기과열을 유발하고 인플레이션 압력을 자극할 가능성을 배제할 수 없다. 하지만 2008년 금융위기 이후 막대한 유동성 공급에도 불구하고 기술 진보와 기업의 가격 결정력 약화 등으로 인플레이션이 부재했음을 우리는 경험했다. 최근의 높은 물가상승률에도 불구하고 소비자들의 인플레이션 기대치가 안정되어 있는 것은 인플레이션이 장기화되기 어렵다는 경험칙에 근거한 것일 것이다.



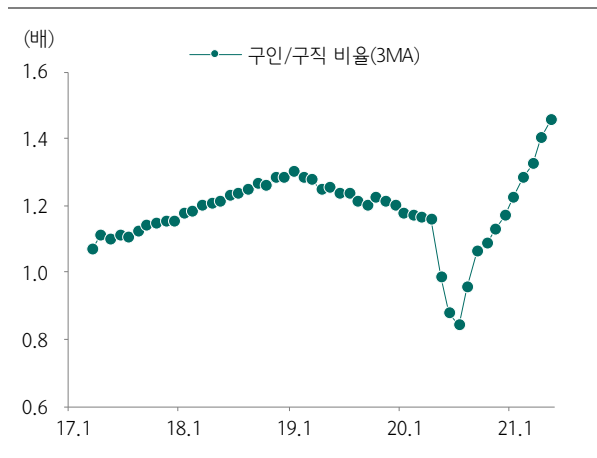
I 인플레이션 충격은 3~4개월이 아닌 3~4분기 정도 지속될 가능성

결국 저저효과가 사라지고, 수급불균형이 해소될 경우 인플레이션 압력은 완화될 것으로 보인다. 다만 단기기간에 물가를 견인하는 변수가 다양하고 강하게 발생한 탓에 이번 인플레이션 충격은 일반적으로 기대하는 3~4개월이 아닌 3~4분기 이상 이어질 가능성이 높다. 연준 역시 인플레이션 압력이 일시적이라는 견해를 고수 중이지만, 6월 FOMC에서 인플레이션 압력이 예상보다 높고 장기화될 위험성을 인정했다.

연준의 신중한 스탠스는 금융위기 이후 장기간 저물가의 경험과 2013년 테이퍼링 당시의 금리 발작의 경험에 기인한 것으로 보인다. 2013년 5월 버냉키 당시 연준 의장의 긴축 가능성 언급에 신흥국에서 외국인 투자자금이 급격히 유출되었으며, 이로 인해 미 국채 금리와 달러화 가치가 급등하고 신흥국 주가와 통화 가치가 급락하는 상황이 연출됐다. 따라서 이번에는 학습효과로 3분기 중 테이퍼링에 대한 논의를 구체화한 후 연말 또는 내년초에 테이퍼링을 개시하고, 테이퍼링 이후 1년 정도가 지난 2023년 초에야 금리인상을 단행할 것이다.

완만한 인플레이션과 연준의 신중한 스탠스는 글로벌 금융시장, 특히 신흥국 금융시장에 긍정적이다. 다만 대규모 유동성과 위험추구 성향을 기반으로 대부분의 자산 가격이 급등함에 따라 일부 위험자산의 경우 향후 가격 조정과 변동성 확대의 가능성에 유의할 필요가 있어 보인다.

그림 2. 미국 구인난 심각



자료 : Bloomberg



정책 시계(視界) 변화에도 유동성 귀착지는 주식과 부동산

강력한 경기회복 모멘텀과 물가급등, 자산가격 버블 논란이 불거지며 중앙은행들의 정책 시계가 앞당겨지고 있다. 연준은 테이퍼링 논의를 시작한데다 2023년에 기준금리 2회 인상을 전망하는 등 이전 보다 구체적인 정책 스케줄을 제시하고 있으며 한은도 빠른 경기회복과 금융불균형 완화를 배경으로 연내 기준금리 인상을 강력히 시사하고 있다. 그러나 초저금리 환경하에 주식시장내 자금유입이 견조한 상황이 지속되고 국내 주택가격 상승세가 하반기에도 지속될 가능성이 높아 하반기에도 시중 유동성은 주식과 부동산 시장을 중심으로 유입될 가능성이 큰 상황이다. 연준과 한은의 정책기조 변화에도 금융불균형 문제가 단기간내 해소되기는 어려울 것으로 보이나 자산가격 단기 급등에 따른 후유증을 최소화하기 위한 정책적 노력은 상당기간 불가피할 전망이다.

I 물가 급등, 자산가격 버블 논란으로 정책 시계 변화

주요 선진국을 중심으로 백신보급이 확대되면서 경기회복에 대한 기대가 커지고 있다. 주요 연구기관들의 성장률 전망도 수정 전망이 나올 때 마다 수치가 상향되고 있다. 1년 넘게 억눌렸던 소비가 분출하는 과정에서 공급망이 원활하게 뒷받침해 주지 못하며 원자재가가 급등하고 운송비용이 급증하는 일이 발생하고 있다. 이로 인해 중국을 위시한 주요 생산국들의 생산자물가가 급등하고 소비 대국인 미국의 소비자물가가 기저효과 등과 맞물려 급등하는 모습이 나타나고 있다.



김완중 하나금융경영연구소 chief economist

02-2002-2662
wjkim@hanafn.com

한편 자산시장은 전세계적으로 급증한 유동성을 기반으로 실적 개선 기대를 반영한 주식시장뿐만 아니라 주택, 원유, 곡물, 원자재 등 주요 자산 및 상품가격의 상승세가 이어지며 향후에도 '유동성 파티'가 지속 가능할 지에 대한 논쟁이 확대되고 있다.



I 연준, 테이퍼링과 조기 금리인상 꺼내들기 시작

코로나 충격을 극복하는 경제 정상화 과정에서 단기간에 급등한 물가를 두고 중앙은행이 어떻게 대응할 것인가에 대한 이견이 커지고 있다. 미 연준은 4~5월 소비자물가 급등이 기저효과와 공급차질에 의한 일시적 현상으로 해석하며 평균물가목표(AIT)하에 서둘러 정책기조를 전환할 생각이 없음을 표명하고 있다. 그러나 경제 재개방 과정에서 공급망 회복 부진으로 수급불균형 장기화 우려가 제기되고 있고, 기업의 노동수요 급증에도 팬데믹 기간 노동시장을 이탈한 고령자 및 양육자의 복귀 여부가 불투명해 임금의 하방경직성 고려 시 고용발 인플레이션이 장기화될 우려가 존재하고 있다.

또한 중국의 생산비용 증가분이 상품가격으로 전가될 가능성 또한 향후 물가상승 압력을 가중시키는 요인으로 작용할 수 있어 연준의 전망처럼 물가가 일시적 현상에 그칠 것이라 마냥 예단하기는 어려운 상황이다. 게다가 성장률 전망이 상향 조정되고 연준위원들이 기준금리 인상 시점을 앞당기며 테이퍼링 개시 시점을 본격 저울질하기 시작했다는 점은 연준의 정책 시계(視界)가 변화하고 있음을 반증하고 있다.

한편 물가 급등과 가파른 경기 회복 대비 연준은 상당히 신중한 스탠스를 보이며 사후대응적 정상화를 강조하고 있다. 과거와 같은 예측에 기반한 선제적 정책 대응이 아니라 사후 데이터를 확인한 후 정상화를 시작하는 새로운 통화정책 프레임에 제시하고 있는 상황이다. 이는 장기간의 디플레이션 논쟁과 금융위기 이후 기조 전환 과정에서 발생한 부작용에 대한 경계 때문으로 판단된다. 글로벌 금융위기 이후 연준이 제로금리를 종결한 2015년 이후에도 추가적인 고용 회복이 약 4년간 진행되며 완전고용에 대한 연준의 평가가 선불렀다는 지적이 존재하고 테이퍼링 우려에 따른 금리 발작(taper tantrum) 경험 역시 연준의 뼈아픈 실책으로 받아들여졌다는 점에서 금번 정책 기조 전환 과정은 매우 점진적이며 시장에 충분한 신호를 줄 것임을 강조하고 있다. 또한 경기가 일시 과열되더라도 장기 이탈 노동자의 복귀까지 인내하며 상흔효과(scarring effect)를 완화하겠다는 의지를 밝히며 서둘러 정책기조 전환을 개시할 생각이 없음을 표명하고 있다.

특히 FOMC 참석자들의 금리인상 경로가 경제상황에 기반해 앞당겨지고 있으나 연준의 채권매입 속도 조절을 의미하는 테이퍼링 개시 시점에 대한 시그널은 명확하지 않은 상황이다. 시장은 3/4분기 논의 구체화 후 연말 혹은 내년초에 테이퍼링 시작이 예상되고 금리인상 시점은 '23년초가 유력한 것으로 예측하고 있다. 다만 내년부터 신규로 투표권을 얻는 연준 인사들의 매패성향과 물가상승 지속 가능성을 감안할 때 정상화 속도가 다소 앞당겨지는 시나리오가 대두되고 있다.



I 한은, 금년중 금리인상을 강력히 시사

국내도 금년 들어 강한 경기회복세와 물가상승으로 금통위 내 통화정책 기조 조정 논의가 본격화되고 있다. 연간 4.0%를 상회할 것으로 전망되는 성장률에 추가 재정 부양책과 거리두기 완화로 소비 중심의 성장률 상향조정 가능성이 커지며 마이너스 상황인 GDP갭도 연내 플러스로 전환될 가능성이 커지고 있다. 근원물가도 서비스물가 상승 등에 힘입어 상승세를 이어갈 것으로 전망되고 있어 과도하게 완화적인 수준으로 평가되는 현수준의 기준금리를 계속 유지할 필요성이 크게 낮아진 것이 사실이다.

특히 하반기에도 주택가격 상승세가 이어질 가능성이 높고, 금융불균형 누증 부담과 통화정책 실기 우려가 높아 한은은 늦어도 금년 4분기에는 금리인상 단행을 예고하고 있다. 한은이 기준금리 인상을 서두르는 이유는 다양하다. 초저금리 환경을 기반으로 부채가 급증하며 자산가격 버블 논란이 부각되고 있는데다 자산시장 자금쏠림 등이 중장기 성장 잠재력을 훼손할 수 있어 통화완화 정책 지속에 대한 비용이 점차 확대되고 있기 때문이다. 또한 -2.0% 수준의 성장률 급락을 예상하며 0.5% 수준까지 인하했던 기준금리가 4.0%를 상회할 것으로 예상되는 금년 경제환경에 과도하게 완화적이라는 지적이 많기 때문이다. 특히 이와 같은 상황이 장기화될수록 자원배분의 왜곡이 심화되며 후유증이 증대될 수 밖에 없다는 점을 고려해 한은은 주요국들 보다 좀 더 이른 시점에 선제적인 금리인상을 시사하고 있다.

한은이 기준금리 인상을 서두르고 있는 현 상황에 대해 정치적 해석도 부각되고 있다. 과거 2007년 부동산 정책 실패의 책임론이 한은에 집중되었던 사례도 선제적 기준금리 인상을 재촉하는 모양새다. 2003~2007년 주택가격 상승의 원인이 정부정책 실패보다는 한은의 저금리 정책과 유동성 관리 실패라는 정치권의 책임론이 부각되자 한은은 전무후무한 두 달 연속 기준금리 인상을 단행했다. 이번에도 과거 4년간의 주택가격 급등이 중앙은행의 정책 실패라는 정치권의 책임론 전가가 재기될 수 있다는 우려가 한은의 행보를 서두르게 만드는 요인으로 작용하고 있다는 견해도 제기되고 있는 상황이다. 한편 기준금

리 인상으로 대표되는 통화정책 기조 전환을 늦출 경우 내년 3월 예정인 대선과 총재 임기 종료, 5월 신정부 출범 등이 맞물리며 정책 실기 논란이 불거질 수 있는데다 내년부터 시행이 예상되는 연준의 테이터링과 겹치며 시장 변동성을 확대시킬 수 있다는 점에서 시장 충격을 최소화할 수 있는 인상 시점에 대한 저울질이 불가피한 상황이다.



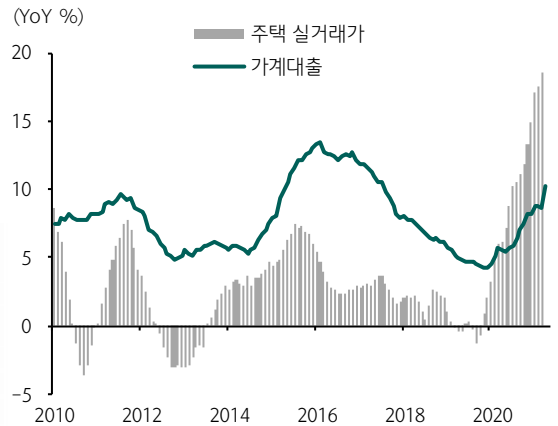
■ 금년에도 유동성 총착지는 주식과 부동산

작년 11월~금년 1월 중 백신개발 및 접종에 따른 경제 재개를 선반영하며 급등세를 보이던 주식시장은 2월 이후 랠리가 한 풀 꺾인 모양새다. 경기 급반등에 따른 기업실적 개선과 완화적인 통화정책을 기반으로 완만한 상승세를 이어가고 있지만 기저효과와 원자재가 급등, 공급 병목 현상 등에 기반한 물가급등이 금리상승과 통화정책 기조 전환으로 이어질 수 있다는 우려가 부각되며 일방적인 상승세가 지속될 것이라는 기대는 크게 약화되는 모습이다.

그러나 초저금리 환경하에 시중자금의 블랙홀 역할을 했던 주식시장의 경우 작년 한 해 63.8조원의 개인 순매수 자금 유입된데 이어 금년 상반기에도 62.7조원의 개인자금이 유입되며 가계 금융자산의 포트폴리오 변화를 주도하고 있다. 특히 작년과 금년 초에 높은 수익률을 경험했던 개인들이 1% 내외의 금리를 제공하는 은행보다는 투자형 상품이나 언제든지 투자상품에 투자할 수 있는 증시 주변 대기성 상품에 자금을 예치하는 상황은 상당기간 지속될 전망이다. 한편 작년 6월 임대차 3법 시행 이후 재차 급등세를 보이고 있는 주택시장은 금년 하반기에도 상승세가 꺾이지 않을 전망이다. 주택금융 규제 및 세제 강화 등으로 시장 전체 거래량은 감소가 불가피한 상황이지만 규제 정책에서 제외된 재건축 단지 및 중저가 주택을



그림 1. 주택가격과 가계대출 추이



주 : 실거래가는 전국 공동주택 기준
자료 : 한국부동산원, 한국은행

중심으로 거래량이 증가하며 가격 상승세를 주도하고 있는 상황이다. 게다가 공공주도 공급계획을 추진했던 정부가 지자체와의 정책 혼선, 신규 택지 선정 난항, LH 사태 등으로 정책혼선이 가중되며 실수요자의 불안심리가 증대되고 있다. 이에 주택시장내 이주 수요와 임대차 3법에 기반한 전세가 급등이 맞물리며 매매가 상승으로 이어질 가능성이 크다는 점에서 주택시장 향방에 대한 귀추가 주목되고 있다.

금년 들어 10%를 상회하는 증가율을 기록하고있는 시중 유동성의 상당 부분은 작년에 이어 금년에도 은행 수시입출식예금과 자산운용사 MMF와 같은 무위험 단기 대기성 상품에 집중 예치되며 시중 자금의 단기화를 고착화시키고 있다. 결국 금년 하반기에도 시중 자금은 단기 대기성 상품 중심의 자금 유입과 주식/주택시장에 대한 선별적 투자 확대라는 큰 그림을 이어갈 전망이다.

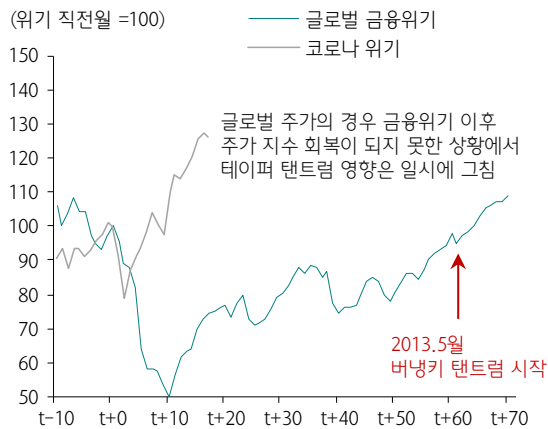
■ 금리 상승이 금융불균형 해소로 이어질지는 미지수

국내외 경제가 위기에서 벗어나는 초기 단계에서 거의 모든 자산가격이 동시에 급등하고 일부 상품군의 경우에는 과열 양상이 나타나고 있다. 이와 같은 단기간내 자산가격 급등은 향후 유동성 감소, 자본유출 등 대내외 충격

발생시 대규모 가격조정(repricing)이 나타날 가능성이 존재한다. 특히 향후 코로나 위기가 진정되면서 국내외 거시정책 기조가 전환되거나 투자심리가 위축될 경우 투기적 수요에 기반해 급등했던 자산가격의 상당 부분이 조정될 가능성도 배제할 수 없는 상황이다.

그러나 최근 한은의 강력한 금리인상 시그널이나 연준위원들의 금리인상 점도표 상향 조정에도 불구하고 시장내 자산가격 조정에 대한 우려는 제한적인 상황이다. 이는 국내외 경제 펀더멘탈 고려시 단기간내 큰 폭의 금리인상을 단행하기 어렵고 과거 통화정책 정상화 경험으로 향후 연준의 시나리오 예측이 가능한데다 과거와 달리 급증한 연준 대차대조표의 급격한 축소 가능성이 제한적이라는 점을 이미 시장이 간파하고 있기 때문으로 보인다. 또한 바이든 정부의 인프라 투자 확대 등 대규모 경기부양책과 코로나로 인해 이연되었던 민간부문의 소비 확대 등을 감안할 때 급격한 정책 전환이나 경기 급락 가능성이 제한적이라는 판단도 일조하고 있다. 그러나 과거 금융위기 당시와 비교해 시중에 공급된 유동성이 방대한 데다, 대규모 자금유입과 위험추구 성향을 기반으로 자산가격이 급등한 점을 고려할 때 주식시장을 비롯한 일부 위험자산 시장의 경우 가격 조정과 변동성 확대에 각별한 주의가 필요할 것으로 보인다.

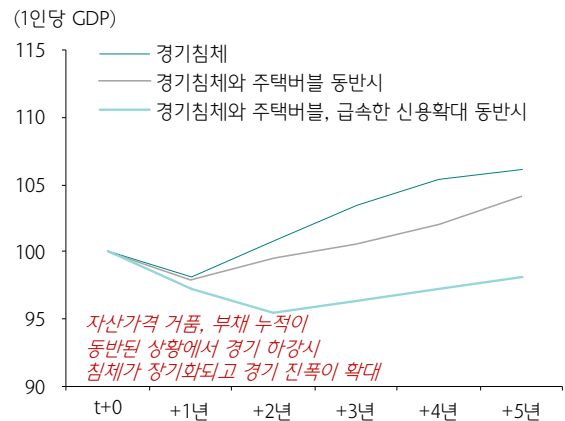
그림 2. 위기 당시 글로벌 주가 흐름 비교



주 : 글로벌 주가지수는 MSCI 기준, 2. 글로벌 금융위기의 경우 주가하락이 본격화되기 시작한 '08.7월을 위기 기준일로 했으며 코로나 위기는 '20.3월을 기준일로 설정
 자료 : Bloomberg

특히 국내 민간신용 급증세가 주택 등 자산시장 과열을 기반으로 가파른 상승세를 이어가고 있는 점은 매우 부담스러운 상황이다. 은행 가계대출의 70%를 차지하는 주택담보대출의 경우 주택가격 조정이나 금리상승에 따른 급격한 부실 가능성은 제한적이지만 주택버블과 급속한 신용확대가 동반됐던 경우 경기 하강시 경기침체를 장기화시키고 진폭을 확대시키는 역할을 한다는 점에서 예의 주시가 필요한 상황이다. 또한 과거 시장금리 상승이 자산가격 조정을 유발하고 경제주체들의 부채상환 부담을 가중시켜 금융불균형 조정압력으로 작용했던 경험들을 고려할 때 금번 금리 상승이 유발할 금융불균형 조정에 대한 대비가 필요할 것으로 보인다.

그림 3. 상황별 경기회복 속도



주 : t+0 은 경기 고점 연도를 의미
 자료 : Jorda et al.(2015), 한국은행



불칸머티리얼스(VMC.US) 미국 공공 인프라 투자 확대 대표 수혜주

바이든 정부는 인프라 투자 패키지 의회 통과를 위해서 적극적인 협상에 들어갔다. 전체 인프라 패키지 규모는 초안 대비 크게 줄어들 것으로 보이나 다리, 도로 등 육상 교통 시설에 대한 투자안은 초당적 지지 사안으로 과거 투자 규모 대비 여전히 큰 폭의 투자 확대가 기대된다. 불칸머티리얼스는 미국의 공공 육상 인프라 투자 확대의 대표 수혜 기업이다. 돌, 모래 등 건설 골재를 만드는 기업으로 인프라 건설 프로젝트 시작에 따른 실적 모멘텀이 클 것으로 전망된다. 인프라 수혜 기대감이 아직 실적 전망치에 제대로 반영되지 않았기에 향후 프로젝트 진행에 따른 실적 전망치 상향조정을 고려하면 주가 업사이드는 높은 것으로 판단된다.

I 북미 최대 건설 골재 업체

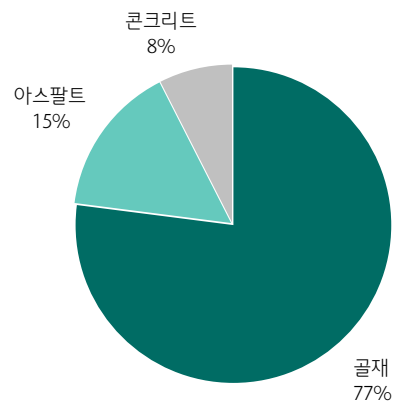
불칸머티리얼스는 건축자재 제조 및 판매 업체로 돌, 모래 등 건설 골재가 주 매출원이며, 아스팔트와 콘크리트에서도 매출이 발생한다. 미국 20개 주와 워싱턴 D.C., 멕시코에서 주택, 비주택, 인프라 등 폭넓은 건축 시장을 전방 시장으로 두고 있다.

전방 수요는 주택, 비주택 민간 부문과 고속도로와 기타 인프라 투자에서 고르게 발생한다. 특히 고속도로, 다리 등 육상 교통 시설을 짓는 공공 인프라 건설의 경우 넓은 부지가 필요한 경우가 많아 민간 부문에 비해 상대적으로 골재 집약적이다. 불칸머티리얼스가 정부 주도의 인프라 투자로부터 강한 수혜를 받을 것으로 예상되는 이유이다.



김재임 글로벌투자전략팀 수석연구위원
02-3771-7793
jamie@hanafn.com

그림 1. 불칸머티리얼스 사업부별 매출 비중



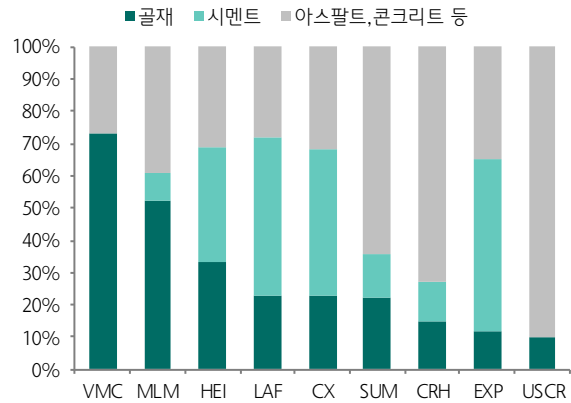
자료: 불칸머티리얼스, 하나금융투자

I 유리한 제품 & 지역 믹스

불칸머티리얼스는 경쟁사에 비해 골재 비중(매출 비중 77%)이 상당히 높다. 2020년 기준 경쟁사인 마틴마리에 타의 경우 50%를 조금 상회하고 나머지 업체의 경우 30%대 이하로 큰 차이를 보인다. 아스팔트와 콘크리트 원재료로도 쓰이는 골재는 채석장 부지를 확보해야 하는 등 진입장벽이 상대적으로 높아, 건설자재 공급사슬에서 경제적 해자를 확보하고 있다. 공급사슬 내 상대적 유연성을 바탕으로 미국의 골재 가격은 건설경기의 상승, 하락 사이클을 통틀어 꾸준히 상승해왔다.

골재에 집중된 제품 믹스는 유연한 공급 관리가 가능하며 진입장벽이 높을 뿐 아니라, 상대적으로 마진에 있어서도 유리하다. 불칸머티리얼스 골재 부문의 매출총이익률은 29.4%로, 아스팔트(9.5%) 및 콘크리트(11.5%)보다 큰 폭으로 차이가 난다.

그림 3. 건설자재 기업 매출 비중 비교



자료: 불칸머티리얼스, 하나금융투자

지역적으로는 2030년까지 미국 인구 성장의 73% 발생이 예상되는 19개 메트로폴리탄 지역에 골재를 공급하고 있다.

그림 2. 골재 및 아스팔트에 집중하는 사업 구조

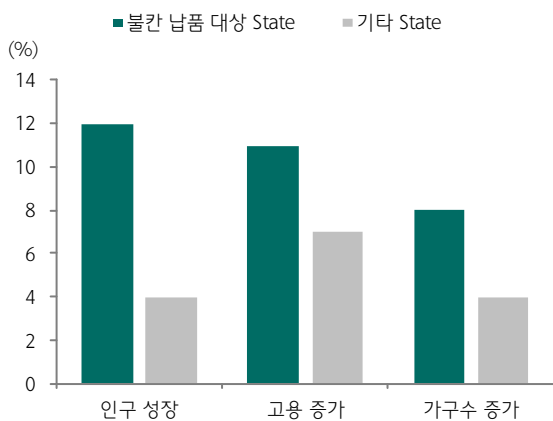


자료: 불칸머티리얼스, 하나금융투자

Moody's Analytics에 따르면, 불칸이 납품하는 주(State)들의 2020년~2030년 인구, 고용, 가구수 예상 증가율은 그 외 주들보다 각각 8%p, 4%p, 4%p 높을 것으로 전망된다. 주요 대도시를 바탕으로 하는 사업기반은 향후 북미 건축 수요 증가에 따른 수혜가 집중될 것으로 기대되는 요인이다.

6월 7일 불칸머티리얼스는 U.S. Concrete 인수 계획(2021년 하반기 완료 예정)을 발표하였다. US Concrete 인수는 캘리포니아, 텍사스에서 사업기반을 강화하고 뉴욕 및 뉴저지 등 납품 지역을 더욱 확대할 것으로 전망된다.

그림 4. 2020~2030년 불칸 납품 주 성장 전망



자료: 불칸머티리얼스, 하나금융투자

바이든 행정부 인프라 투자 수혜

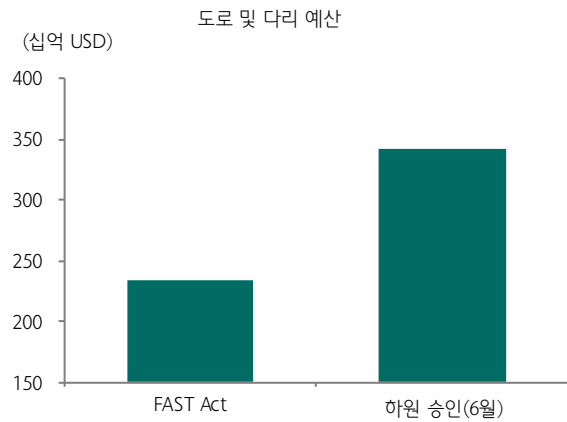
불칸머티리얼스를 주목하는 이유는 미국 정부의 인프라 투자 확대에 따른 대표 수혜종목이기 때문이다. 미국은 다리, 도로, 철도 등 육상 교통 시설이 상당히 낙후되어 있어서 공공 인프라부문에 대한 적극적인 투자 확대 필요성이 부각되고 있다. 현재 공공 인프라 투자 확대는 공화당과 민주당 모두 지지하는 초당파적 사안이다.

미국의 도로, 다리 등 육상 교통 시설에 대한 예산을 관할하는 법안인 FAST Act를 대체하는 신규 법안이 곧 마련될 예정이며 도로, 다리 등 육상 교통 시설에 대한 공화당과 민주당이 제안하고 있는 예산안은 큰 차이가 없다. 5월 26일 미 상원 환경공공사업위원회는 3,035억 달러의 도로 및 다리 건설에 대한 예산안을 만장일치로 승인하였다. 이는 FAST Act(2016~2020) 예산보다 34% 증대된 규모이다. 6월 말 미 하원은 도로와 다리에 대한 공공 인프라 투자 규모를 3,430억 달러로 확대하는 안건을 승인하였다. FAST Act 예산 규모 대비 47% 증가한 규모다.

공공 육상 인프라 프로젝트 진행을 위해서는 현재 바이든 대통령이 추진하고 있는 전체 인프라 패키지가 의회를 통과해야 한다.

공공 인프라 부문에 대해서는 합의가 이루어졌으나 다른 부분에 대해서 아직 차이가 있어서 협상이 진행되고 있다. 바이든 정부는 전체 인프라 패키지 합의에 도달하기 위해서 적극적인 협상을 펼칠 것으로 예상된다.

그림 5. 기존 법안(FAST Act) 대비 큰 폭의 증가 기대



자료: 볼칸머티리얼스, 하나금융투자

표 1. 볼칸머티리얼스: 주요 실적 지표

	(백만 USD)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	4,383	4,929	4,857	5,165	5,565
YoY 성장(%)	12.7	12.5	(1.5)	6.3	7.8
매출총이익	1,101	1,256	1,281	1,415	1,570
YoY 성장(%)	10.8	14.1	2.0	10.4	10.9
매출총이익률(%)	25.1	25.5	26.4	27.4	28.2
영업이익	748	877	896	1,031	1,169
YoY 성장(%)	17.0	17.4	2.1	15.0	13.4
영업이익률(%)	17.1	17.8	18.4	20.0	21.0
순이익	516	618	584	786	817
EPS(USD)	4.1	4.7	4.6	5.3	6.2

주: 영업이익과 순이익은 조정(Non-GAAP) 기준
자료: 하나금융투자

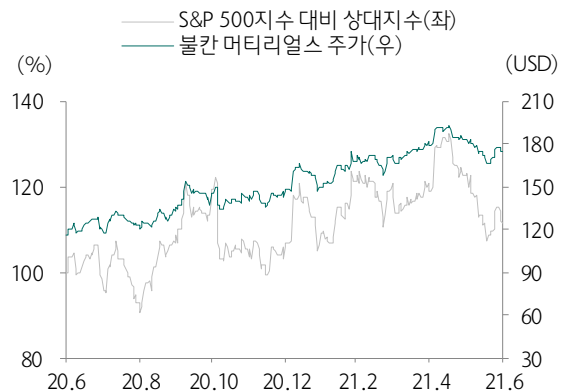
I 향후 실적 전망치 본격적인 상향조정 기대

코로나19로 공공과 민간(상업) 건설 수요가 타격을 받으며 2020년 매출은 -2%로 역성장했으나 2021년부터 점진적인 수요 상승세로 안정적인 매출 성장세가 기대된다. 볼칸머티리얼스는 매크로 환경과 수요 추이를 바탕으로 2021년 전망에 대해서 강한 자신감을 보이며 2021년 판매량과 EBITDA 가이던스를 상향조정했다. 경기회복에 따른 수요 상승세를 고려하면 향후 추가적인 상향조정이 예상된다.

바이든 정부는 초기 인프라 투자 패키지를 내놓은 후 공화당과 타협안을 이루기 위해서 적극적으로 협상중이다. 초기 계획대비 전체 인프라 패키지 규모는 크게 줄어들었으나 다리, 도로 등 육상 교통 투자는 양당의 제안 규모가 비슷하기에 초안 대비 큰 변화가 없을 것으로 보인다. 따라서 바이든 정부의 적극적인 협상을 통해 전체 인프라 패키지가 통과되면 인프라 수혜에 따른 추가 모멘텀이 기대된다. 전체 패키지의 협상 추이에 따라서 인프라 프로젝트 시작 시기가 영향을 받을 수는 있으나 미국 육상 교통 인프라에 대한 필요성이 매우 높고, 초당적인 지지 사항이라는 점에서 수혜 여부는 확실한 것으로 보인다.

인프라 프로젝트 수혜가 실적 전망치에 아직 반영되지 않았기에 향후 전체 인프라 투자안 협상 타결과 이후 점진적인 실적 전망치 상향 조정을 고려하면 주가 업사이드는 높을 것으로 판단된다.

그림 6. 볼칸머티리얼스 주가 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자



중국 여행 시장 동향과 유망종목

중국 여행연구원에 따르면 2021년 여행객 수는 2019년 68%까지 회복이 전망되며, 여행 소비규모는 2019년의 58%까지 회복이 전망된다. 최근 5월까지 중국 주요 공항 여객수는 국내선 수요 중심으로 빠르게 회복 중이며, 하반기로 갈수록 여행 업종의 실적 회복이 점차 가시화될 전망이다. 중국 온라인 여행 부문에서 압도적 점유율을 차지하고 있는 트립닷컴(TCOM.US)을 하반기 유망주로 주목할 필요가 있다.

2021년 여행객 수, 2019년의 68%까지 회복 전망

중국 여행연구원에 따르면, 2019년 대비 2020년 상반기와 하반기의 여행객 수 회복률은 30%, 66%를 기록했고, 2021년 상반기 여행객 수는 2019년 대비 56% 수준인 17억명까지 회복될 것으로 전망된다. 여행객 수 증가율은 3Q20/4Q20 YoY -34%/-33% 역성장에 이어 1Q21/2Q21 136%/70%대로 플러스 성장으로 회복이 전망되며, 2019년 대비 40%/79%까지 회복할 것으로 전망된다. 2020년 중국 연간 여행객 수는 29억명으로 2019년(60.6억명) 대비 YoY -52% 감소했으나, 2021년 연간 여행객 수는 2019년의 68% 수준까지 회복할 것으로 전망된다.

2021년 여행 소비, 2019년의 58%까지 회복 전망

2021년 연간 여행 소비액 규모는 2019년의 58% 수준인 3.3조위안에서 그칠 것으로 예상된다. 2020년 연간 여행 소비가 2019년의 39%를 기록한 것에 비하면 큰 폭 개선된 수준이지만, 여행객 수 회복세(68%)에 비하면 약 10%p 더딘 양상을 보이고 있다. 이처럼 여행 소비가 여행객 수의 회복세를 따라오지 못하는 양상은 올해 청명절, 노동절, 단오절에서도 나타났다. 여행객 수 회복률과 여행 소비 회복률은 청명절 91%/57%, 노동절 119%/96%, 단오절 93%/75%를 기록했다.



백승혜 글로벌투자전략팀 선임연구원

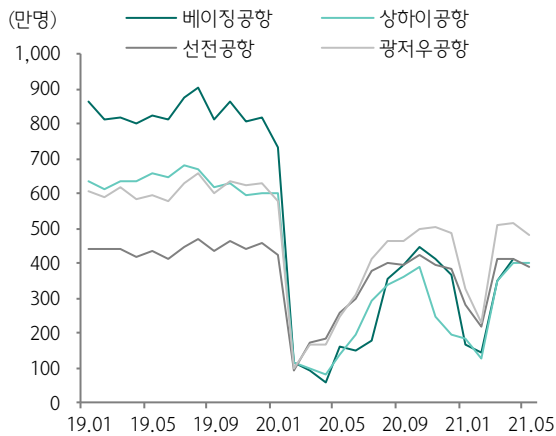
02-3771-7521
sh_baek@hanafn.com



I 국제선 비중 높은 베이징과 상하이 공항 여객수 회복은 여전히 부진

2019년 중국 주요 공항의 국제선 여객수 비중은 상하이 공항, 베이징공항, 광저우공항, 선전공항이 각각 51%, 28%, 26%, 11%로 상하이공항의 국제선 비중이 다른 주요 국제공항 대비 높다. 2021년 1월 주요 공항 여객수는 코로나19 재확산으로 2020년 1-2월에 근접하는 수준까지 하락했지만 2020년 상반기보다 빠르게 회복 중이다. 공항별 여객수의 경우, 국제선 비중이 높은 상하이공항은 5월 기준 2019년 동기의 61%까지 회복했으며, 베이징공항은 4월 기준 2019년 동기의 52%까지 회복된 상태이다. 상대적으로 국제선 비중이 낮은 선전공항, 광저우공항은 국내선 여객수가 가파르게 상승하며 5월 기준 2019년 동기의 90%/81%까지 회복된 상태이다. 2021년 국내선 월평균 여객수는 광저우공항, 선전공항, 상하이공항 순으로 405만명, 341만명, 282만명을 기록했다.

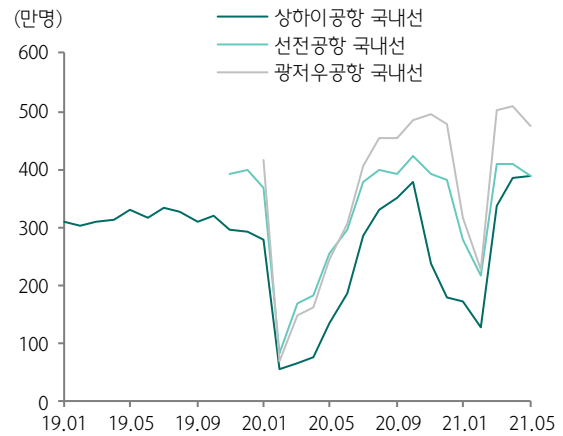
그림 1. 중국 주요 공항 월별 여객수 추이



자료: 공시 자료 정리, 하나금융투자



그림 2. 중국 주요 공항 월별 국내선 여객수 추이



자료: 공시 자료 정리, 하나금융투자



I 중국 백신 접종 가속화, 연말까지 20억회분 접종 목표

중국은 자국 제약사인 시노팜, 시노백 백신 등을 위주로 백신 접종을 진행하고 있으며, 5월부터 백신 접종 가속화되기 시작해 6월 20일 기준, 누적 접종이 10억회분을 넘었다. 중국 질병통제 예방센터는 2회 이상 접종 인구가 최소 10억명(인구의 70%)이 되어야 집단 면역에 달성할 수 있을 것이라 판단하고 있으며, 연말까지 총 20억회분 접종을 목표로 하고 있다.

I 주요 기관 해외 여행 재개 시기 2022년으로 전망

해외 여행 재개 시기는 앞당겨 지고 있는 추세이다. UN 세계관광기구(UNWTO)에 따르면, 1Q21 글로벌 여행객 수는 YoY -83% 감소한 것으로 집계되어 아직 부진한 양상을 보이고 있다. 그러나, UNWTO 전문가 60%는 해외 여행 재개 시기를 예상보다 빠른 2022년으로 전망했고, 22%는 4Q21, 16%는 3Q21로 전망했다. 국제항공운송협회(IATA) 또한 지난 해에는 여행 재개 시기를 2024년으로 전망했으나, 2021년 들어 여행 재개 시기를 2022년으로 앞당겼다. 국제항공운송협회에 따르면, 2022년 해외 여행객수는 2019년의 88%(39억명)까지 회복될 것으로 전망되며, 2023년은 47억명으로 2019년을 5% 상회할 것으로 전망된다.

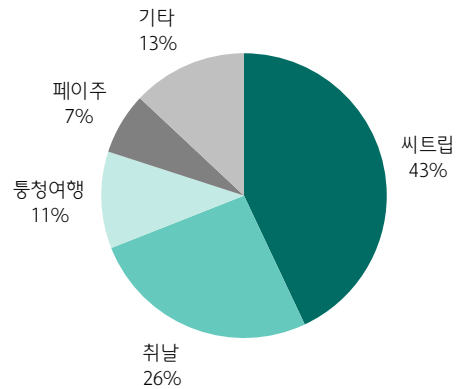


I 온라인 여행 플랫폼, 트립닷컴 실적 동향 및 전망

중국 여행 시장의 온라인 침투율은 2013년 11%에서 2019년 41%까지 성장했다. 트립닷컴은 중국 여행 시장(온오프라인 포함)에서 13%의 점유율을 차지하고 있으며, 2019년 중국 온라인 여행 부문 앱 활성 이용자수 기준으로는 씨트립 43%, 취날 26%, 총 69%의 압도적인 점유율을 차지하고 있다. 트립닷컴 1Q21 매출액은 41.1억위안(YoY -13%/MoM -17%)으로 컨센서스(30.4억위안)를 35% 상회, GAAP기준 순이익은 17.8억 위안으로 컨센서스(-17.3억위안)를 대폭 상회했다. 블룸버그 전망치에 따르면, 2Q21/3Q21 매출액은 각각 2019년대비 68%/74%까지 회복할 것으로 전망되고 있다.



그림 3. 중국 온라인 여행 앱 활성 이용자수 기반 시장 점유율

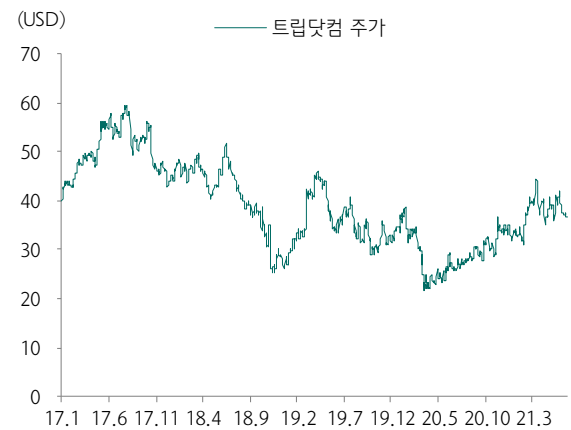


자료: qianzhan, 하나금융투자

연초 중국 내 코로나19 재확산으로 1Q21 숙박, 항공&기차 부문 매출액은 전월 대비 감소한 16억위안(YoY +37%)/15억위안(YoY -37%)을 기록했고, 4Q20 당시 2019년 대비 76%/49%까지 증가했던 숙박, 항공&기차 회복률은 1Q21 다시 52%/45% 수준으로 감소했다. 그러나, 올해 5월 노동절 연휴 기간 동안 트립닷컴의 주문 건수는 YoY +270% 증가하여 2019년 동기 대비 30% 증가했고, 일평균 숙박 GMV 또한 2019년 대비 50% 증가, 일평균 항공권 예약 매출액은 2019년 대비 30% 증가하는 호실적을 기록했다. 6월 단오절 기간 동안 트립닷컴 주문 건수는 YoY +83%를 기록했으며, 관광지 입장권, 렌트카, 테마 여행 등 부문은 YoY +87%/153%/171% 증가해 2019년 동기를 상회했고, 비행기 예매 건수는 YoY +70% 증가를 기록했다.

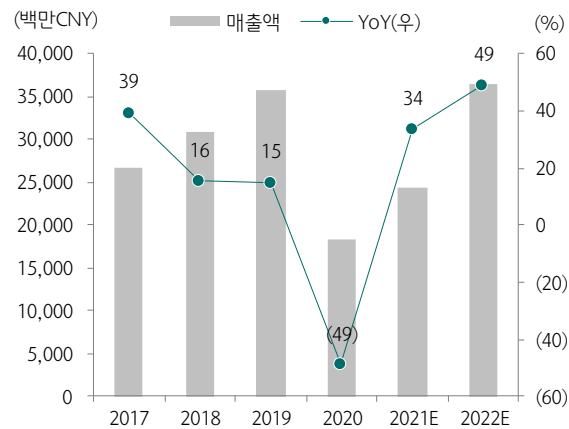
현재 트립닷컴 주가는 12개월 선행 PER 74배로 거래 증으로 역사적 상단 수준이나, 2022년 다시 코로나19 이전 수준인 PER 20배 수준으로 복귀될 것으로 전망된다. 코로나19 이전 최소 연간 15% 이상을 유지해오던 트립닷컴의 매출액 성장률은 2020년 마이너스(-49%) 전환 이후, 2021년부터 다시 30%대의 매출 성장률을 회복할 것으로 전망된다. 2019년 70억위안 순이익에 이어 2020년 32억 순손실 기록 후, 2021년 다시 26억위안으로 흑자 전환, 2022년 47억위안(YoY +78%)까지 증가할 것으로 전망된다.

그림 5. 트립닷컴 주가 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

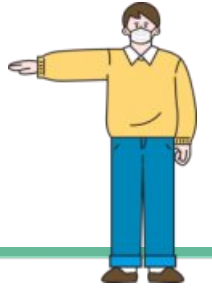
그림 4. 트립닷컴 연간 매출액 전망



자료: Bloomberg, 하나금융투자



3Q 주요 예정 이벤트



7월 1일

사회적 거리두기 개편

- 1) 7월부터 사회적 거리두기 체계 4단계로 간소화, 지자체 자율권 강화할 예정이었으나 코로나19 확산 우려로 개편 유예됨
- 2) 비수도권의 경우 지자체별로 자율적 판단으로 방역조치를 조정하는 지자체별 적용방안 발표

7월 1일

OPEC+ 회의

- 1) 원유 공급량 논의를 위한 OPEC+ 회의가 합의 실패로 결렬되면서 유가 불확실성 확대
- 2) 사우디, 러시아는 기존 감산안을 8개월 연장하는 방안을 제시했지만 UAE가 각국의 원유생산량을 재조정해 쿼터를 다시 설정해야 한다고 반대

7월 4일

일본 도쿄도의회 선거

- 1) 이번 선거는 가을 예정된 일본 중의원 선거의 전초전으로 평가되는 도쿄 도의회 선거로 민심 향배를 가늠할 수 있는 바로미터
- 2) 투표 결과, 자민당이 33석으로 과반 확보에 실패하며 집권 여당 사실상 패배. 일각에선 스가 총리 교체론도 나오고 있음

7월 15일

한국 금융통화위원회

- 1) 하반기 한은 금리인상 가능성 높아진 가운데 7-8월 회의에서 기준금리 인상 논의 후 연내 금리 인상할 것으로 예상
- 2) 올해 남은 금통위 회의는 7월, 8월, 10월, 11월로 총 네 차례

9월 중

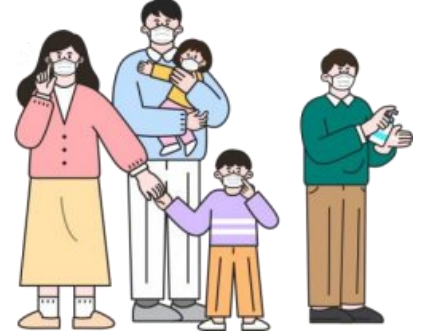
애플 신제품 출시

- 1) 아이폰13(가칭)에 자동초점 초광각 카메라 렌즈 탑재 전망. 트랜드포스는 올해 아이폰 전년 대비 +12% 증산 전망. 3분기 스마트폰 출하량 반등 기대
- 2) 애플워치7도 출시 전망. 배터리 성능 개선, 더 빠른 무선네트워크 연결, 개선된 U1 UWB 칩 탑재, 디스플레이 bezel 개선

9월 중

일본 중의원(하원) 총선

- 1) 자민당은 도쿄도의회에서 과반 확보에 실패하면서 이번 총선에서도 빨간불. 코로나19 대응과 도쿄올림픽 강행이 선거에 부정적인 영향을 줌
- 2) 스가 총리의 자민당 총재 임기는 9/30일, 현 중의원 의원 임기는 10/21일



9월 23일

BOE 통화정책회의

9월 21~22일

BOI 통화정책회의
미국 FOMC

9월 9일

ECB 통화정책회의

3분기

코로나19 백신, 국민 70% 1차 접종

- 1) 정부는 3분기에 최소 2,200만명 1차 백신 접종 계획. 상반기 1,400만명을 포함하면 9월 말까지 전 국민의 70%인 3,600만명이 1차 접종하게 됨
- 2) 정부는 당초 올해 11월까지 집단면역 형성을 목표로 백신 접종 계획을 세움

9월 26일

독일 연방하원 총선거

- 1) 4년 만에 개최되는 연방하원의원 총선으로 메르켈 총리의 뒤를 이을 새 총리 선출. 메르켈 총리는 이번 총선에 출마하지 않기로 결정
- 2) 메르켈 총리가 지지하는 아르민 라셰트 기민당 대표가 총리가 될지, 아니면 녹색당에서 사상 최초로 연방 총리를 배출할지 관심

9월 14~30일

UN총회

- 1) 세계 경제·사회·보건·기후변화 등 현안에 대해 논의하는 회의로 UN의 주요 의사를 결정하는 역할
- 2) 각 국가들은 세계보건총회와 UN총회, G20, 아세안+3, 기후적응정상회의, 세계기후정상회의를 비롯한 다양한 대화 테이블에서 기후변화와 관련해 협력

한국 선물옵션 동시만기일

- 1) 3, 6, 9, 12월 두번째 목요일로 주가지수 선물과 옵션, 개별주식 선물과 옵션 네가지 파생상품 만기일이 겹치는 날을 의미
- 2) 통상 선물옵션 동시만기일의 핵심은 스프레드 가격. 투자자들은 스프레드가 고평가, 저평가 됐느냐에 따라 기존 잔고의 만기연장 규모를 결정

9월 6일

미 연방정부 실업수당 종료시한

- 1) 코로나19로 미국 연방 정부가 지급하던 추가 실업수당의 종료시한
- 2) 미국 경기 회복이 빠르게 진행되면서 실업수당 청구건수 감소 추세. 고용의 걸림돌로 평가받던 추가 실업급여 지급을 조기 종료하는 주가 늘어난 것도 실업지표 개선 요인으로 분석



7월 23일~8월 8일
패럴림픽 9월 5일

도쿄 올림픽

- 1) 작년 개최 예정이었으나 코로나19 확산으로 1년 연기된 바 있음
- 2) 최근 델타 변이 확산으로 올림픽 성화봉송 취소. 현재 모든 경기를 무관중으로 개최하는 방안 급부상

7월 27~28일
미국 FOMC

- 1) 7월 FOMC와 연준 잭슨홀 미팅에서 연준의 테이퍼링 논의 본격화될 전망
- 2) 지난 회의에서 연준 위원들은 2023년에 기준금리 두 차례 인상 가능성 시사

7월 중

연준 반기 의회보고

- 1) 연준은 미국 경제의 현황, 통화정책 등에 대한 내용을 상·하원에 출석해 반기 보고
- 2) 연준 의장의 반기 의회 보고는 연준의 통화 정책 방향을 가늠할 수 있는 자리로 평가

7월 중

IMF 세계경제전망

- 1) 지난 4월 보고서에서 높은 백신 접종률을 전제로 올해 세계 경제 6.0% 성장, 내년 4.4% 성장 전망한 바 있음
- 2) IMF는 올해 적어도 전 세계 인구의 40%, 내년까지 60% 백신 접종 필요하다는 입장

7월 15~16일
BOJ 통화정책회의

7월 22일
ECB 통화정책회의

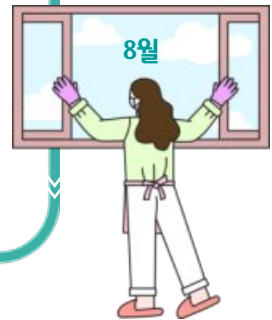
8월 5일

카카오뱅크 상장

- 1) 카카오뱅크 IPO 기업가치는 15.7~18.5조원 대로 책정 (희망 공모가 33,000~39,000원). 상장시 금융사 시총 3위 전망
- 2) 하반기 IPO 시장의 최대어로 꼽히는 기업들 상장 줄줄이 예고. 크래프톤은 8/10일, 카카오페이는 8/12일

8월 5일

BOE 통화정책회의



8월 26일

한국 금융통화위원회

8월 중

중국 베이징 회의

- 1) 매년 7월말~8월초 유양지인 베이징에서 중국의 전·현직 지도부가 국가 중대 현안의 방향과 노선을 논의하는 비공식 회의
- 2) 중국은 오는 10월 19기 6중 전회를 통해 20기 지도부 출범 논의한 후 2022년 가을 20기 1중 전회에서 시진핑 3연임에 도전할 전망

8월 11일

삼성전자 신제품 공개

- 1) 온라인 언팩 행사. 갤럭시Z폴드3, 갤럭시Z플립3, 갤럭시워치4, 갤럭시워치액티브4, 갤럭시버즈2 등 총 5종 신제품 공개 예정
- 2) 폴더블폰 2종 모두 언더디스플레이카메라 적용, AP는 퀄컴의 스냅드래곤 888 칩셋 사용 예상. 단 공급 부족 문제로 엑시노스 사용될 가능성도 존재



8월 중

금융 분야 마이데이터 출범

- 1) 마이데이터는 정보 주체가 본인 정보를 적극 관리·통제하고 이를 신용, 자산, 건강관리 등에 능동적·주도적으로 활용하는 개념
- 2) 올 하반기 금융분야를 시작으로 공공, 의료, 통신 등 전 분야로 확산될 예정

8월 26~28일

연준 잭슨홀 미팅

- 1) 주요국 중앙은행 총재들과 경제 전문가들이 참석하여 경제 정책을 논의하는 회의. 이번 회의에서 테이퍼링 관련 논의 이루어질 전망
- 2) 시장에서는 연준이 잭슨홀 미팅에서 테이퍼링 신호를 주고 9월 FOMC에서 구체적인 일정이나 논의를 할 것으로 예상

8월 11일

MSCI 반기리뷰

- 1) 글로벌 패시브 자금의 추종 기준인 모건스탠리캐피털 인터내셔널(MSCI) 지수의 조정은 반기 변경(5월, 11월)과 분기 변경(2월, 8월)로 이루어짐
- 2) 종목 편·출입은 유동 시가총액, 유동비율 등이 가장 많이 반영되며 통상적으로 편입 종목은 지수 추종 자금이 들어올 것으로 기대됨

7월은 델타 변이 확산 관련 불확실성 높아지는 가운데 코로나19 확산세가 진정될 수 있을 지 관심. 통화정책회의에서는 한국은행의 연내 금리인상 가능성, 연준의 테이퍼링 등에 관련된 논의가 이루어질 것으로 예상되는 한국 금통위와 미국 FOMC에 주목

8월은 연준 잭슨홀 미팅과 중국 베이징 회의 등 G2 주요한 정책 방향성을 가늠할 수 있는 회의가 대기하고 있으며 9월은 독일과 일본의 총선이 예정되어 있음. 3분기에 삼성전자와 애플의 신제품 공개, 카카오 자회사 상장 등도 주요 이슈 중 하나



임승미 글로벌투자전략팀 선임연구원
02-3771-7786
seungmi_lim@hanafn.com



어떻게

물려 줄까?



임상수
금융상품추진본부장

짱이
3세(아들)

몽이
4세(딸)

키워주고 물려주고 그것이 고민이라면?

FORTUNE World's Most Admired Companies 2021

포춘지 선정 '세계에서 가장 존경받는 기업' 에 투자

- 경제지 포춘에서 엄정한 기준에 따라 선정된 50대 기업이 투자 유니버스
- ESG 및 우량주(Quality) 등에 대한 리서치를 통해 포트폴리오 구성

* 세계에서 가장 존경받는 기업 : 투자 가치, 재무상태, 제품의 질, ESG, 인재 확보 능력 등으로 선정

증여랩



***상품 특징**

최소 50 울스타 중 지속가능한 ESG 우수 기업에 투자

지속가능한 기업에 집중하고 글로벌 연금의 자산 배분 전략을 활용하여 효율적인 수익 추구
→ 증여세 신고서비스 대행(신고금액 1,000만원 이상 시 횡수제한 없음) 및 장기 투자에 유리한 수수료 구조

자세한 내용은 영업점 및 홈페이지에서 확인하세요 랩 수수료 | · 장기보유형 : 선취 1.0%, 후취 연1.2%(기간별상이) · 자산배분형 : 선취 1.0%, 후취 연1.2%(기간별상이)

[투자자 유의사항] *투자자는 금융투자상품에 대하여 설명을 들을 권리가 있으며, 투자전 상품설명서 및 약관을 반드시 읽어보시기 바랍니다. *금융투자상품은 자산가치 변동, 환율변동 등에 따라 투자원금의 손실(0~100%)이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속됩니다. *금융투자상품은 예금보호법에 따라 예금부형공사가 보호하지 않습니다. *랩 계약은 고객계좌별로 운용·관리되는 투자일임계약으로 계좌별 운용실적이 상이할 수 있습니다. *해외주식거래 중개회사 및 해외 거래소에 지불하는 비용이 고객에게 추가로 발생할 수 있으며, 본 비용은 해당 거래소 및 중개회사 사정에 따라 변경될 수 있습니다. *증여세 발생 관련 내용(증여랩 가입고객 대상 최초증여, 기증어환산증여에 대한 현금증여 신고 대행서비스 무료 제공) 및 과세 기준·과세방법 등은 향후 세법 개정 등에 따라 변동 가능합니다. 금융투자협회 심사필제21-02960호(2021.06.21~2022.06.20), cc브랜드210625-0189



본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

 **하나금융투자**

