

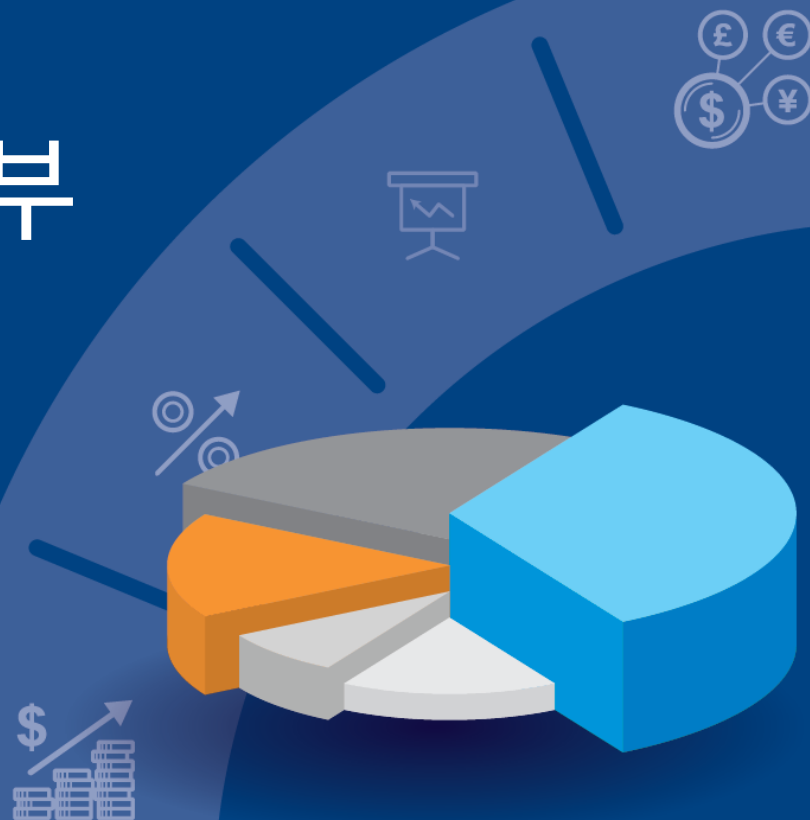
2021. 08. 18

하이투자증권 DGB

[Asset Allocation]

# 경기싸이클 상승 후반부 자산배분

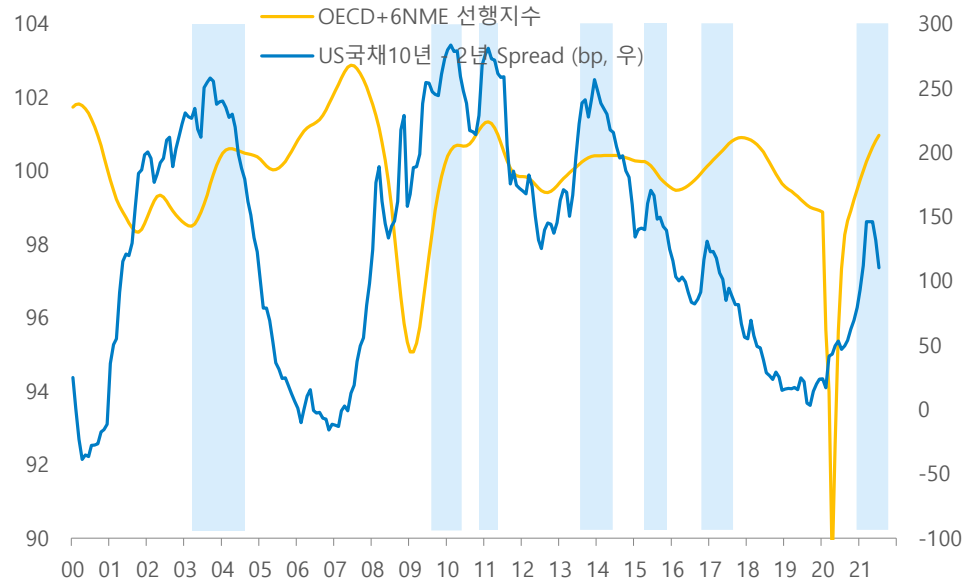
[자산배분] 장희종 02-2122-9182 / [hjchang@hi-ib.com](mailto:hjchang@hi-ib.com)



## 경기사이클 상승 후반부 자산배분

- 자산가격은 회복세 이후 등락 양상을 보이고 있고, 팬데믹 이후 경제 정상화 중에 델타 변이 확산과 공급망 교란 문제 지속, 글로벌 유동성은 정점에서 반락 흐름이 시작되고 있음. 글로벌 경기흐름을 보여주는 OECD+6NME 선행지수는 건조한 개선 흐름 이어지고 있지만, 미국 하이일드 가격의 채권시장 전체 대비 상대강도는 최근 둔화 양상. 채권시장의 경기에 대한 시각을 보여주는 것으로 판단됨.
- 경기사이클 상승 구간의 전반부와 후반부를 가르는 기준으로 장단기 금리 차를 주목할 필요. 중앙은행 정책 스탠스가 완화적에서 긴축 흐름으로 전환되는 시기에 국채 단기물 금리는 장기물 보다 상대적으로 더 상승하면서 장단기 금리 차는 축소되는 것이 일반적. 이는 경기사이클 상승 구간의 후반부 시작을 알리는 시그널로 볼 수 있음.
- 장단기 금리 차에 따른 구간별 증시 수익률을 보면, 현 시기와 같은 볼 플래트닝에 증시는 월평균 (+) 성과 기록. 다만, 완화적 금융환경과 경기모멘텀 개선이 나타나는 장단기 금리 차 확대 시기(베어 스티프닝) 보다는 기대 수익률을 낮추고 월간 상승 확률(Hit ratio)도 줄어드는 것은 유의할 필요.
- 이미 주요국 중앙은행 자산 증가율은 둔화세에 접어들었고, 자산가격 상승속도 둔화도 인정할 필요, 선별적 접근 중요한 시점으로 판단.
- 물가상승에 대한 원가부담을 안정적 재무구조를 바탕으로 보다 나은 영업마진을 보이는 퀄리티 기업들의 양호한 상대성과 기대. 이는 채권시장에서도 마찬가지로 적용할 수 있음.
- 경기사이클 상승 후반부와 상대적으로 나은 개선 흐름 및 안정성, 물가상승과 이후 중앙은행 스탠스 변화 감안해 선진국 중심 비중 확대 제시

글로벌 경기흐름을 선반영하는 OECD+6NME 선행지수가 정점을 기록하기 전에 장단기 금리 차는 먼저 정점을 기록하고 축소되는 경우가 많음. 이는 연준 정책 스탠스 변화를 채권시장이 반영하기 때문으로 최근에도 조기 테이터 전망과 함께 축소가 진행 중.



## 전술적 자산배분 제안

전술적 자산배분 제안: 경기사이클 상승 후반부와 상대적으로 나은 개선 흐름 및 안정성, 물가상승과 이후 중앙은행 스탠스 변화 감안해 선진국 중심 비중 확대 제시

자산	지역	자산 제안 비중 (%)	이전 제안 비중 (%)	이전 대비 변화 (%p)	투자가능 ET	CODE	투자자산 비중 (%)	자산배분 포인트
주식	선진국 주식	34	32	↑	KODEX 선진국MSCI World	A251350	10	- 경기싸이클 상승 후반부 감안해 선진국 증시에 비중 확대 유지하면서 상대적인 안정성 감안해 이전보다 비중 확대 제시. 시장 대표지수에 일정 수준 할당 - 경쟁력 있는 기업 중심으로 구성된 MOAT 편입 - 재무건전성 바탕으로 높은 ROE 기업들로 구성된 퀄리티 ETF 편입
					KINDEX 미국WideMoat가치주	A309230	12	
					iShares MSCI USA Quality ETF	QUAL	12	
	신흥국 주식	12	14	↓	iShares Core MSCI EM ETF	IEMG	6	- 신흥국 증시는 테이퍼 우려와 델타 변이 불안으로 상대적으로 부진 감안해 이전 보다 비중 축소 - 선별적 접근 차원에서 상대적으로 안정적인 고배당 ETF 편입
					WisdomTree EM High Dividend	DEM	6	
채권	미국 채권	25	20	↑	iShares Core US Treasury Bond	GOVT	10	- 선진국 중에 상대적으로 높은 금리매력과 안정성, 그리고 시장금리 상승이 나타나더라도 제한적이라는 전망 감안해 미국 국채 ETF 중심 구성 - 시장 이자율이 변동에도 손실을 제한할 수 있는 사다리형 미국채 투자 ETF 편입 - 국내 ETF 중에 미국 국채10년 선물 투자 ETF 편입
					PowerShares 1-30 Laddered Treasury Port PLW		10	
					TIGER 미국채10년선물	A305080	5	
	신흥국 채권	14	16	↓	iShares JPMorgan USD EM Bond	EMB	8	- 신흥국 채권 접근은 보수적인 관점에서 달러화 표시 채권 ETF으로 접근 유효 - 국내 채권은 패시브 보다는 유연한 대처 기대되는 액티브 채권 ETF 편입
					KODEX 종합채권(AA-이상)액티브	A273130	6	
대체		15	18	↓	TIGER 부동산인프라고배당	A329200	4	- 여전한 절대 저금리 환경은 실물자산 중에 REITs에 우호적 환경으로 판단, 양호한 배당수익률도 매력적 - 친환경 투자와 실물경기기의 회복 흐름 감안해 원자재 ETF에도 일부 배분
					Schwab US REIT ETF	SCHH	6	
					iShares Commodities Select Strategy ETF	COMT	5	
합계		100	100				100	



# 경기사이클 상승 후반부 자산배분

## I. 경기사이클 상승 후반부에 진입

## II. 경기사이클 상승 구간 후반부와 장단기 금리 차

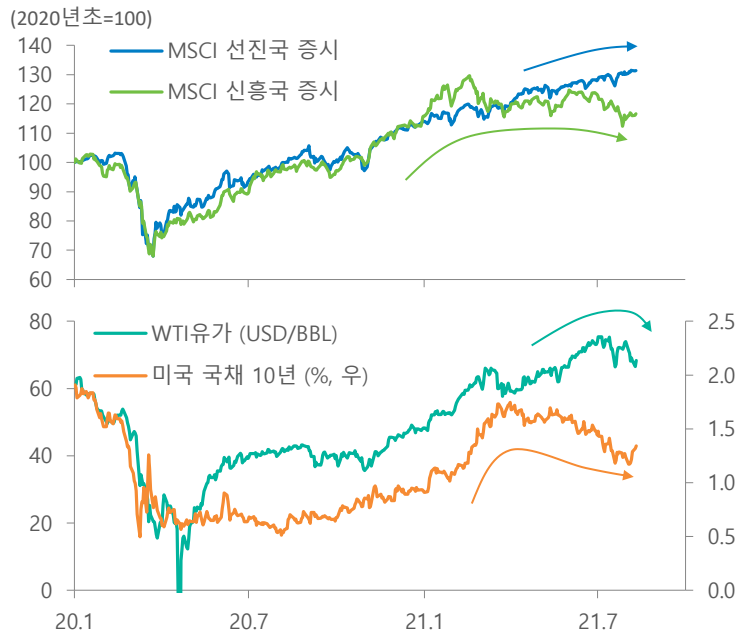
## III. 전술적 자산배분 제안



## 자산가격 회복세 이후 등락 양상: 경제 정상화 중에 공급 정상화 문제 지속

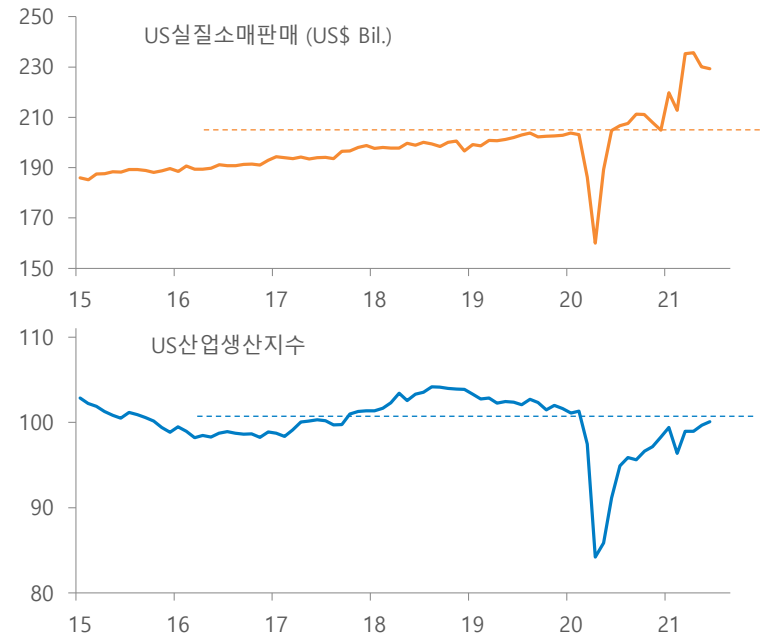
- 작년 3월 팬데믹 발발 이후 막대한 유동성 공급과 부양책에 힘입어 회복세를 보인 자산가격은 백신개발 및 접종 진전에 따라 호조세가 이어졌지만, 최근 델타변이 확산과 경기모멘텀 둔화 우려 속에 등락세 양상. 선진국 증시는 상대적으로 양호하지만 예전만큼 상승속도 면에서 못하고, 신흥국은 올해 초반 이후 주가지수 레벨이 더 이상 뻗지 못하고 있음. 유가는 올해 7월부터, 미국 국채10년물 금리는 올해 3월말 고점을 기록한 이후 둔화되었고 최근 반등했지만, 등락 중.
- 경기지표를 보면, 미국 실질 소매판매는 팬데믹 이후 정부 지원금과 고용회복 속에 이전을 넘어서는 회복세를 보이지만, 산업생산 지수는 공급망 차질로 아직 팬데믹 이전에 못 미치는 상황.

그림1. 팬데믹 직후 부양책과 이어진 백신개발로 상승했던 자산가격 등락세 진입



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 소매판매 회복은 팬데믹 이전을 넘어서는 반면, 산업생산은 미달

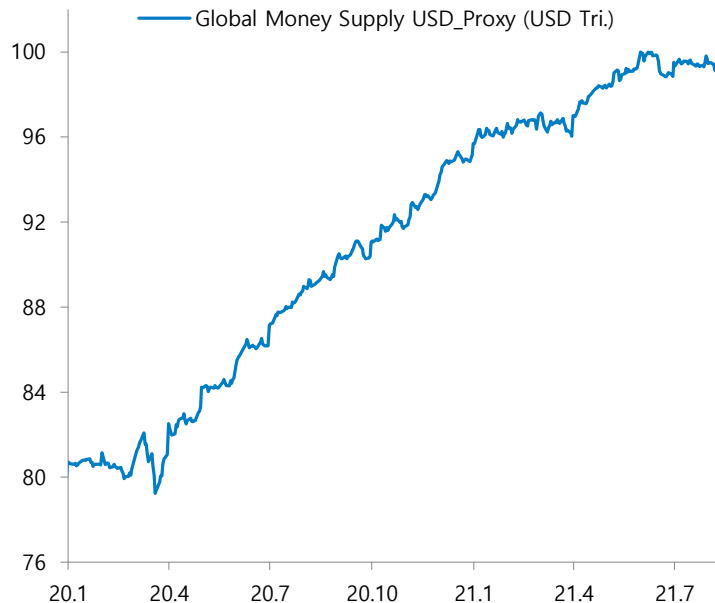


자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

## 글로벌 유동성 증가세 둔화

- 미국, 유로존과 전세계 주요 10개국(신흥국 포함)의 통화량(M2)을 달러화로 표시해 합산한 글로벌 통화공급 지표는 5월 이후 등락세를 보이다 최근 둔화 양상. 그동안 글로벌 자산가격 상승을 지지해왔던 유동성의 절대 레벨이 달라지고 있는 점은 경기사이클 후반부에 진입했음을 알리는 의미있는 신호로 판단.
- 글로벌 달러 유동성을 보여주는 전세계 외환준비금(World Total Reserves ex Gold) 증가율 역시 최근 등락을 보이며 둔화 가능성이 높은 상황. 전세계 외환준비금의 증가율은 글로벌 증시 상승률과도 유사한 흐름을 보여왔던 점은 주목.

그림4. 글로벌 유동성은 최근 둔화 양상

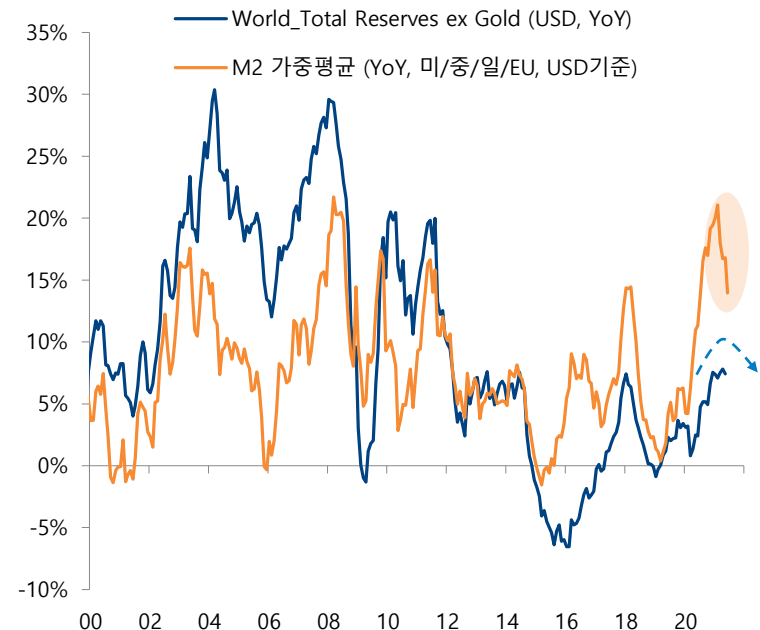


주: 미국, 유로존과 전세계 주요 10개국(신흥국 포함)의 M2를 달러화로 표시해 합산  
자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 미국과 유럽의 기대 인플레이션은 지속



그림5. 주요국 M2 증가율 둔화는 글로벌 달러화 유동성 증가율 둔화로 이어질 듯

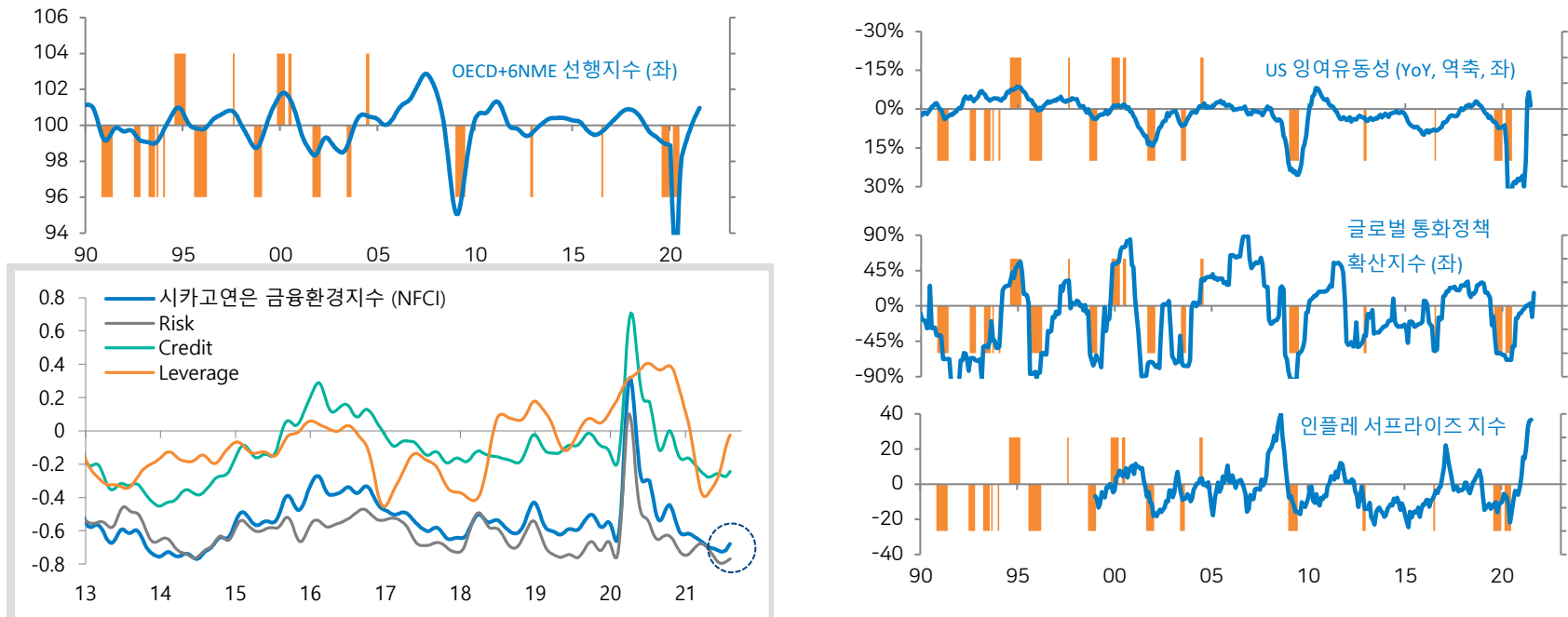


자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

## 아직은 완화적 금융환경이지만...

- 글로벌 유동성 환경 체크를 위한 당사의 hawkish-dovish 지수는 작년 상반기 완화적 금융환경을 가리켰으나, 이후 잉여유동성 반락과 인플레이 서프라이즈 반등으로 완화 신호는 사라진 상황. 통화정책 확산지수도 주요국 중앙은행의 테이퍼 언급과 태도 변화 등이 확인되고 있어 (+)권 진입해 있음.
- 금융환경의 현재 레벨을 보여주는 시카고 연은의 금융환경지수는 Leverage 항목이 0선에 근접하고 있고, Credit과 Risk 항목이 바닥권에 소폭 반등하고 있지만, 아직은 완화적 수준에 여전히 위치. 다만, 구성 항목들이 방향성이 돌아서고 있고 경기개선과 함께 향후 금융환경지수의 반등 예상. 당장은 완화적 금융환경에 위치해 있지만, 최근의 흐름이 이어진다면 현재 레벨에 있을 수는 없을 것으로 보임.

그림6. 작년 상반기 완화적 금융환경 두드러졌지만, 이후 당사 hawkish-dovish 지수에서 완화 신호는 사라짐. 금융환경의 레벨을 보여주는 시카고 연은 NFCI는 아직 완화적 위치

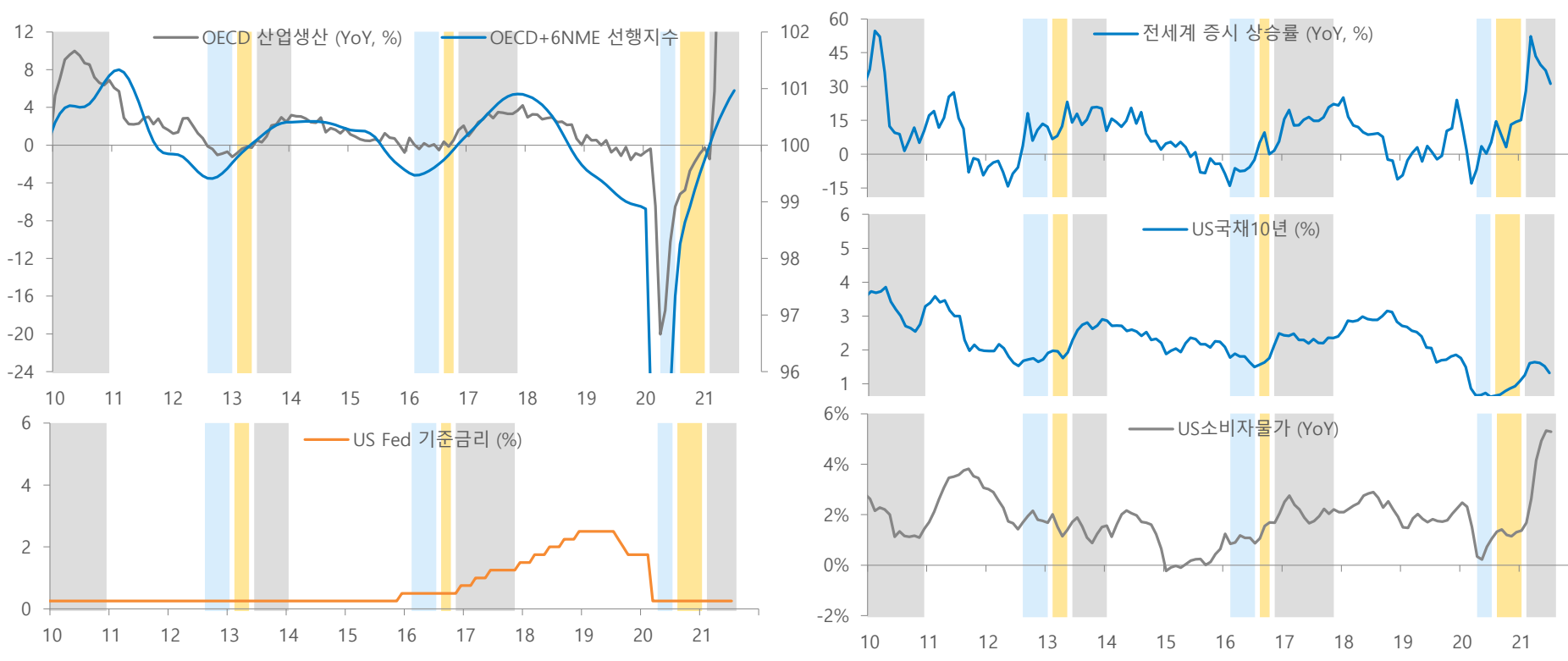


자료: REFINITIV, Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

## 변화의 시간이 시작되고 있다

- OECD+6NME 경기선행지수는 기준선인 100선을 넘어 동행지수인 산업생산과 동반 상승이 진행 중. 경기회복 구간을 지나 경기호조 구간(회색 음영)에 진입한 상황. 과거 이러한 경기사이클 구간에서는 증시 상승률의 개선 속도가 둔화되거나 높은 시장금리와 물가상승률을 보였음. 경기사이클 위치로 볼 때, 최근 물가상승 흐름은 경기 순환적인 요인만으로도 불가피한 상황.
- 물가상승 부담은 그동안 완화적 통화 스탠스 취해왔던 주요국 중앙은행 정책변화로 나타나고 있음.

그림7. 글로벌 경기선행지수는 기준선인 100선을 넘어섰고, 동행지수인 산업생산과 동반 상승하는 회색 음영 구간에 진입. 물가 및 시장금리 상승에 대해 관심을 가져야 할 시기



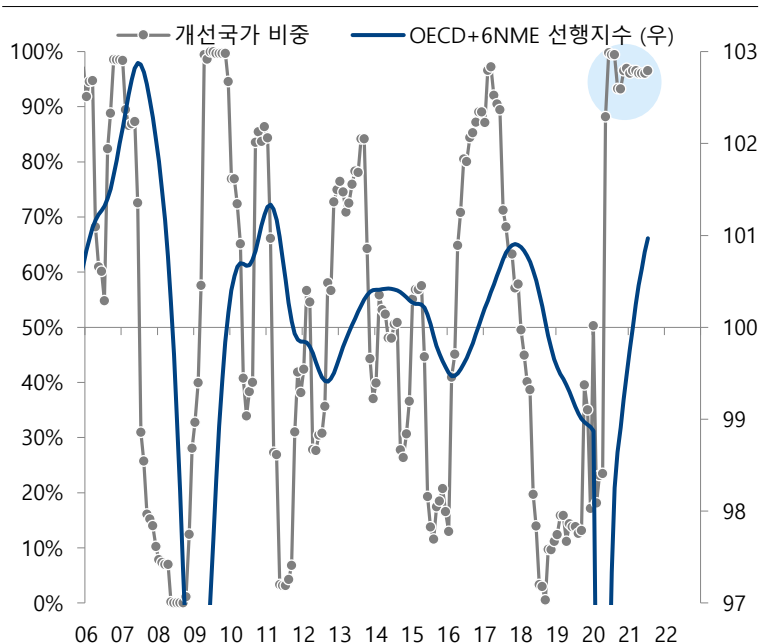
자료: REFINITIV, Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부



## 글로벌 경기선행지수 견조하지만, 모멘텀은 둔화 가능성

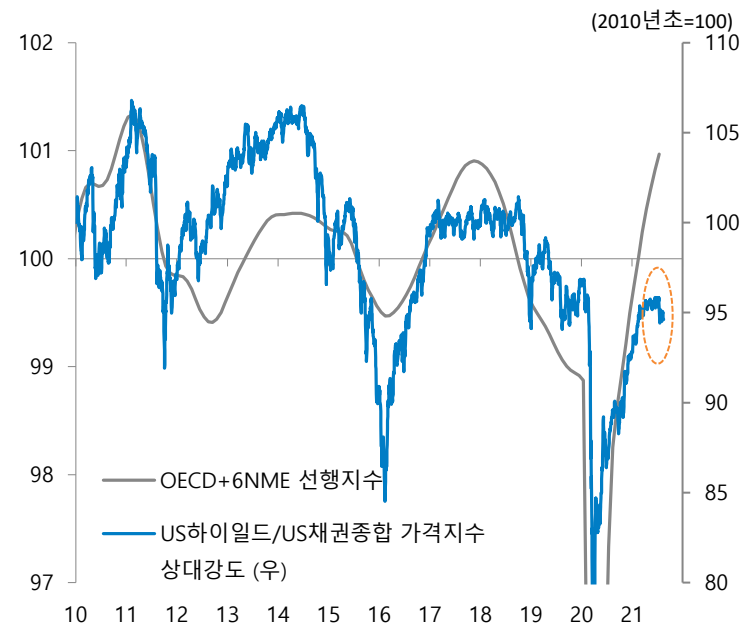
- 글로벌 경기흐름을 보여주는 OECD+6NME 선행지수는 최근 견조한 개선 흐름 이어지고 있지만, 구성국가들의 개선 비중으로 나타난 선행지수 diffusion 지수는 95% 내외에서 등락 중. 과거에도 구성국가들의 개선 비중으로 나타난 diffusion 지수가 변동성이 있긴 해도 선행지수의 방향성을 미리 보여준 점을 감안하면 최근의 선행지수 개선 흐름 지속에 대해서도 고민이 필요한 시점
- 전통적으로 선행지수 흐름과 유사한 흐름을 보여준 미국 하이일드 가격의 채권시장 전체 대비 상대강도는 최근 둔화 양상이 뚜렷해지고 있음. 채권시장에서 일별로 산출되는 가격이라는 점에서 변동은 있겠지만, 하이일드 채권이 대표적인 위험자산이고 이의 가격 흐름이 채권 시장대비 부진한 점은 채권시장의 경기에 대한 시각을 보여주는 것으로 해석 가능

그림8. OECD+6NME 구성국가들의 개선 비중과 선행지수 추이



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그림9. 글로벌 선행지수와 미국 하이일드 채권가격의 전체 시장대비 상대강도

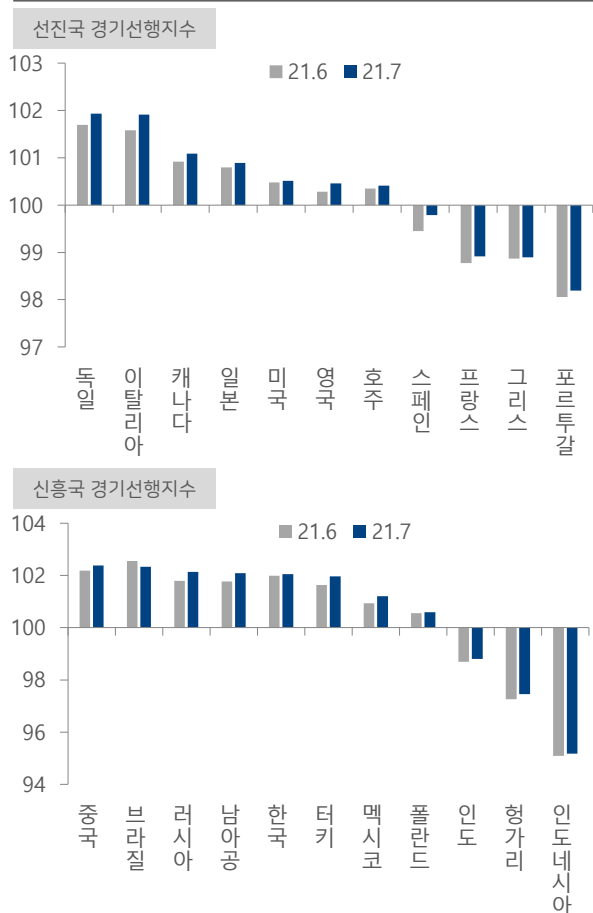


자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

## 주요국 경기선행지수 위치

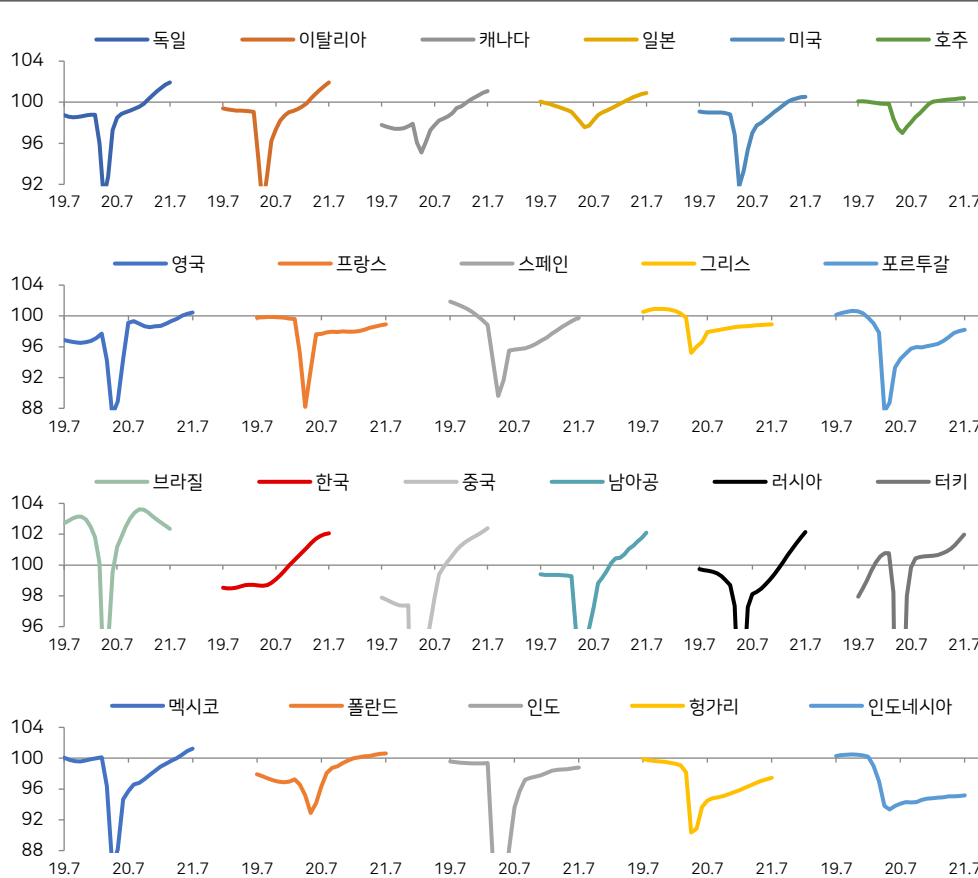
- 현재 각국 경기선행지수 흐름은 대체로 선행지수 상승세 보이고 있지만, 독일과 이탈리아 등 서구권 선진국을 중심으로 개선 흐름 양호.
- 반면, 남유럽 국가들과 일부 신흥국들의 선행지수 횡보세가 확인되고, 브라질은 최근 연이은 금리인상과 함께 둔화세가 두드러지고 있음.

그림10. 국가별 경기선행지수 레벨의 최근 변화



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그림11. 국가별 경기선행지수 24개월 Flow



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부



# 경기사이클 상승 후반부 자산배분

I. 경기사이클 상승 후반부에 진입

II. 경기사이클 상승 구간 후반부와 장단기 금리 차

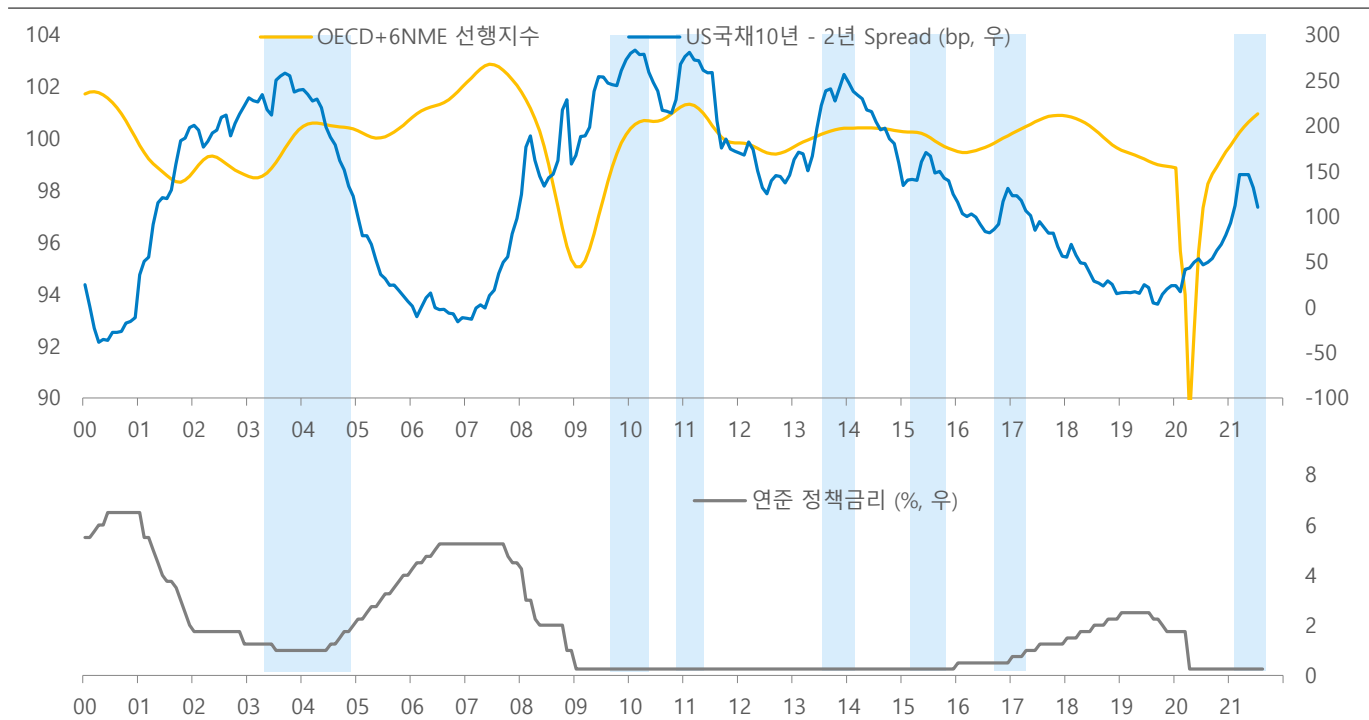
III. 전술적 자산배분 제안



### 연준의 정책 스탠스를 반영하는 장단기 금리 차

- 경기선행지수가 정점을 기록하기 이전에 장단기 금리 차이가 먼저 고점에서 반락하는 경우가 많음. 경기위축과 확장을 가르는 기준선 위로 선행지수 개선세가 나타나는 시기에 경기호조와 함께 중앙은행 정책 스탠스 변화도 나타나기 때문. 최근에도 물가상승과 나아진 경기상황을 바탕으로 연준의 조기 테이퍼 주장이 많아지고 있음.
- 중앙은행 정책 스탠스가 완화적에서 긴축 흐름으로 전환되는 시기에 국채 단기물 금리는 장기물 보다 상대적으로 더 상승하면서 장단기 금리 차는 축소되는 것이 일반적. 이는 경기사이클 상승 구간의 후반부 시작을 알리는 시그널로 볼 수 있음.

그림12. 글로벌 경기흐름을 선반영하는 OECD+6NME 선행지수가 정점을 기록하기 전에 장단기 금리 차는 먼저 정점을 기록하고 축소되는 경우가 많음. 이는 연준 정책 스탠스 변화를 채권시장이 반영하기 때문으로 최근에도 조기 테이퍼 전망과 함께 축소가 진행 중.

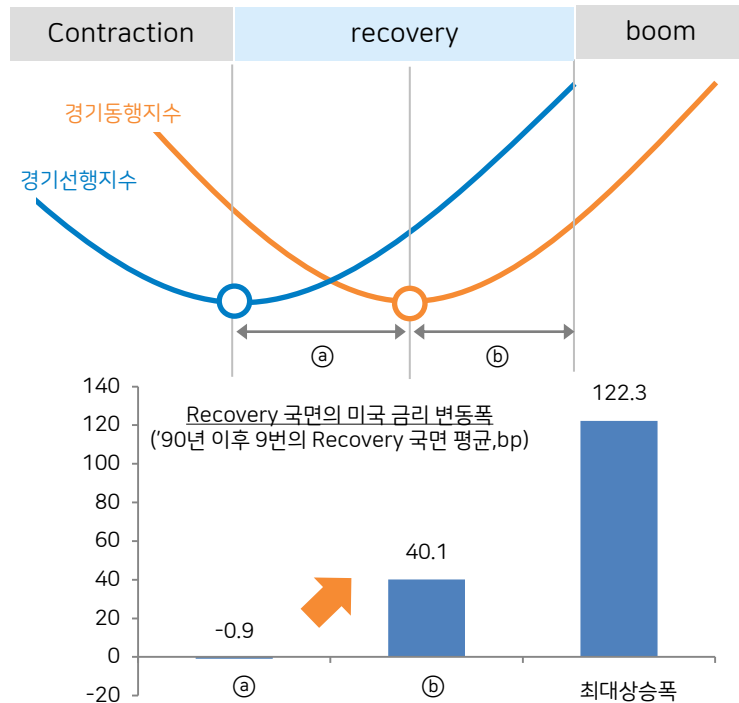


주: 하늘색 음영은 장단기 금리 차 고점을 기록하고 반락하는 시기  
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

### 경기회복 구간 동행지수와 선행지수 반등이 동시에 나타날 때: 실물자산 강세 구간

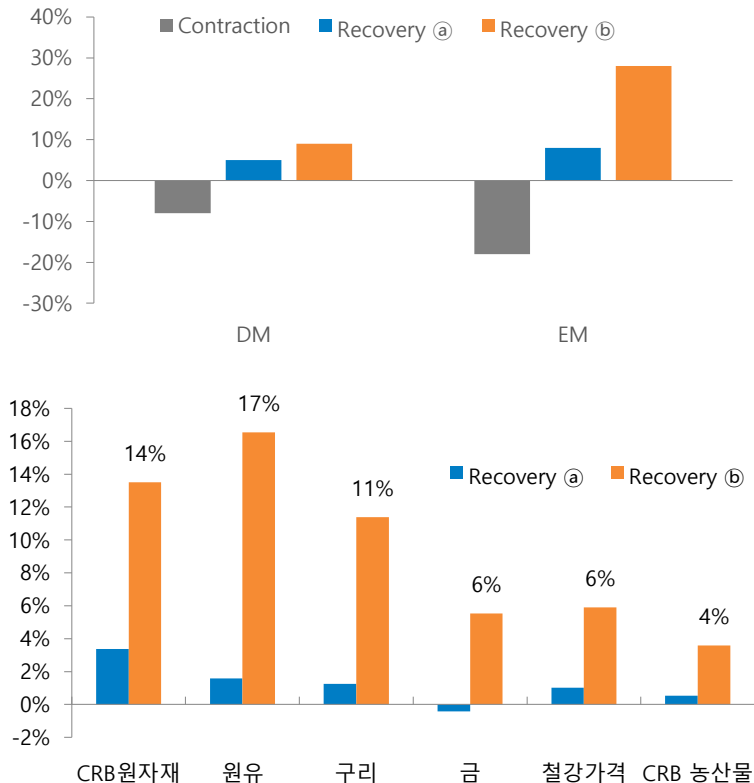
- 마찬가지로 경기회복 구간도 동행지수 반등 시작을 기준으로 전반부와 후반부를 구분할 수 있음. 일반적으로 후반부에 시장금리 반등이 더 뚜렷한 것이 특징. 시장금리 상승에도 불구하고 아직 초반이고 실물경기 회복 흐름 진행 중이어서 자산가격 호조세 이어짐.
- 경기동행지수 반등은 실물경기 회복을 의미하므로, 증시 상승세는 좀 더 이어지고 대표적인 실물자산인 원자재 가격 상승세 두드러짐.

그림13. 경기회복 국면에서 시장금리는 경기동행지수 증가율 반등 이전(㉠)에는 못 오르다가 반등이 시작되면(㉡) 본격적으로 상승



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그림14. 경기 동행지수 반등과 함께 증시 상승세가 가속화 되고 실물자산의 가격 상승세도 확대

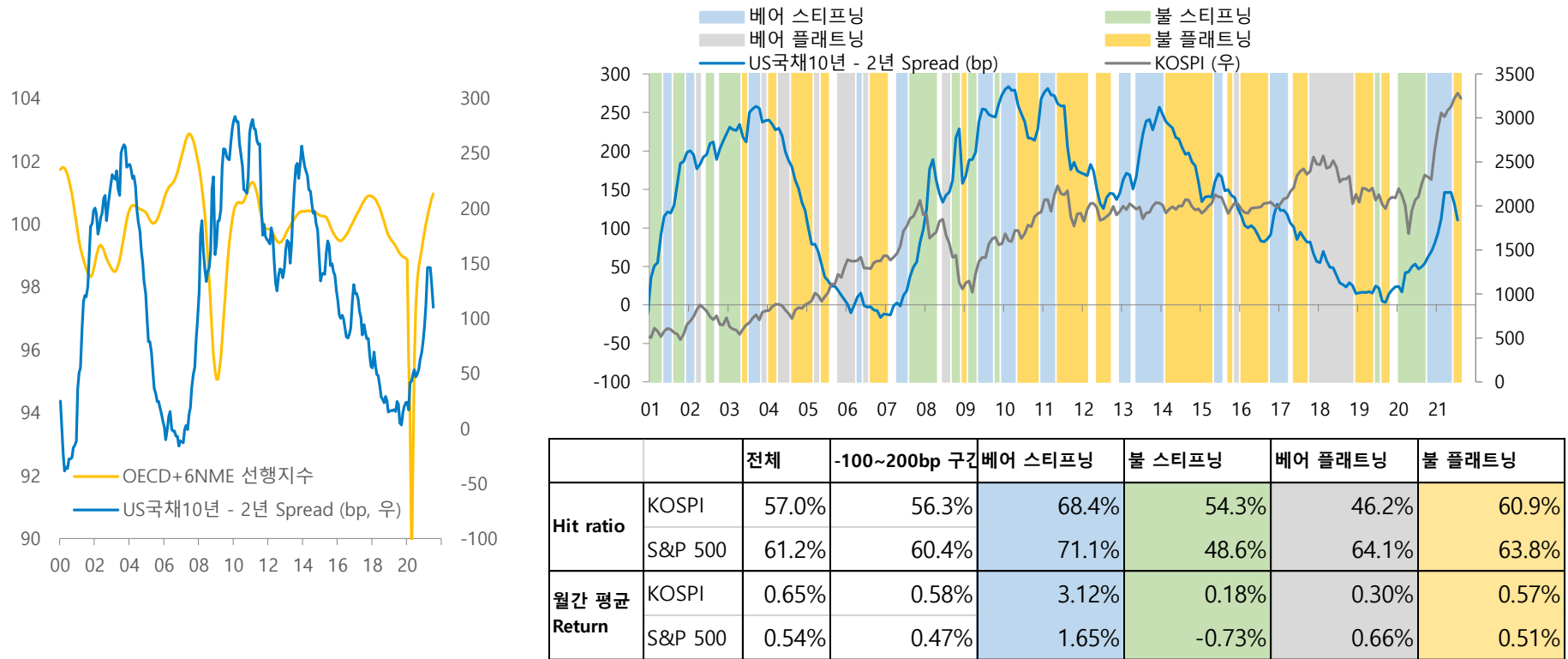


주: MSCI AC World 기준 섹터지수 등락률을 의미  
자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

### 경기사이클 호조(Boom) 구간의 후반부를 알리는 것은 장단기 금리 차이

- 경기 호조기에 접어든 이후 실물경기 회복이 본격화되면서 물가상승이 나타나면 중앙은행 정책 스탠스 변화도 시작되는 것이 일반적. 이러한 흐름은 채권시장의 단기 금리를 상승시키는 반면, 장기물 금리의 경우 향후 경기모멘텀 둔화 우려를 반영해 상대적으로 덜 상승하게 되면서 장단기 금리 차이가 축소(플래트닝)됨.
- 장단기 금리 차이에 따른 구간별 증시 수익률을 보면, 현 시기와 같은 불 플래트닝 시기에 증시는 월평균 (+) 성과 기록한 것으로 확인됨.

그림15. 장단기 금리 차이는 경기 호조 시기에 중앙은행 정책 스탠스 변화를 반영해 나타나므로 경기호조 시기의 성격 변화를 보여주는 시그널로 볼 수 있음



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

### 물가 상승세는 연준의 정책 스탠스 변화로 이어질 듯

- 최근 물가는 경기회복과 팬데믹 이후 공급망 재편 따라 높은 수준 움직임 당분간 이어질 것으로 전망. 전년비 기저효과 따른 물가상승률은 조금 둔화될 수 있어도 작년 팬데믹 기간 동안 단기간에 무지막지하게 공급된 유동성과 재정지원 효과가 여전히 남아있고, 공급망 차질에 따른 불안이 물가상승을 자극할 것으로 보임.
- 물가 상승세가 이어지면서 연준의 정책 스탠스 역시 변화될 것으로 전망. 테이퍼에 대한 언급 또는 향후 일정 제시 등은 증시와 원자재 같은 높아진 위험자산 가격에 위협이 될 수 있음. 다만, 낮은 재고수준과 팬데믹 이후 경제 정상화 흐름이 위험자산 가격의 하방을 당분간 지지할 수 있는 요인으로 판단됨

그림16. 미국과 유럽의 기대 인플레이 상승은 지속

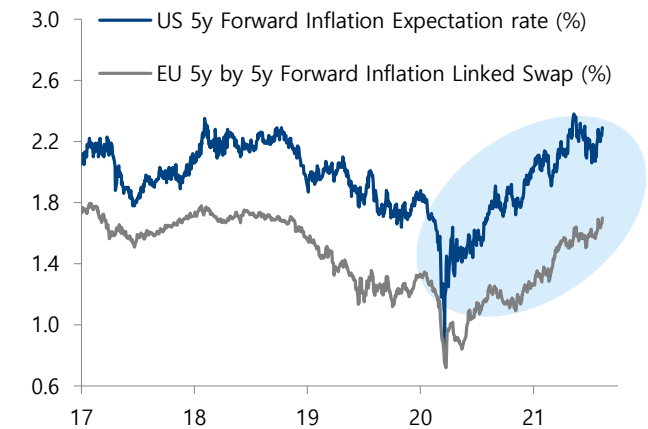
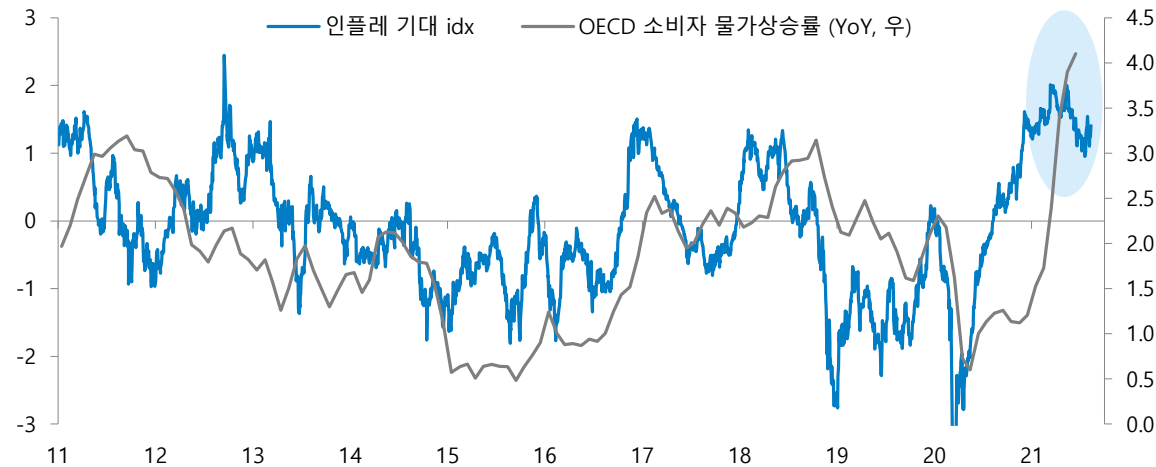


그림17. 당사의 인플레이 기대지수는 역대 고점 수준에 위치. 조만간 기저효과 소멸로 증가율 상 둔화는 가능하겠지만, 경기회복 및 공급망 재편 등에 따른 높은 물가수준은 좀 더 이어질 것으로 전망

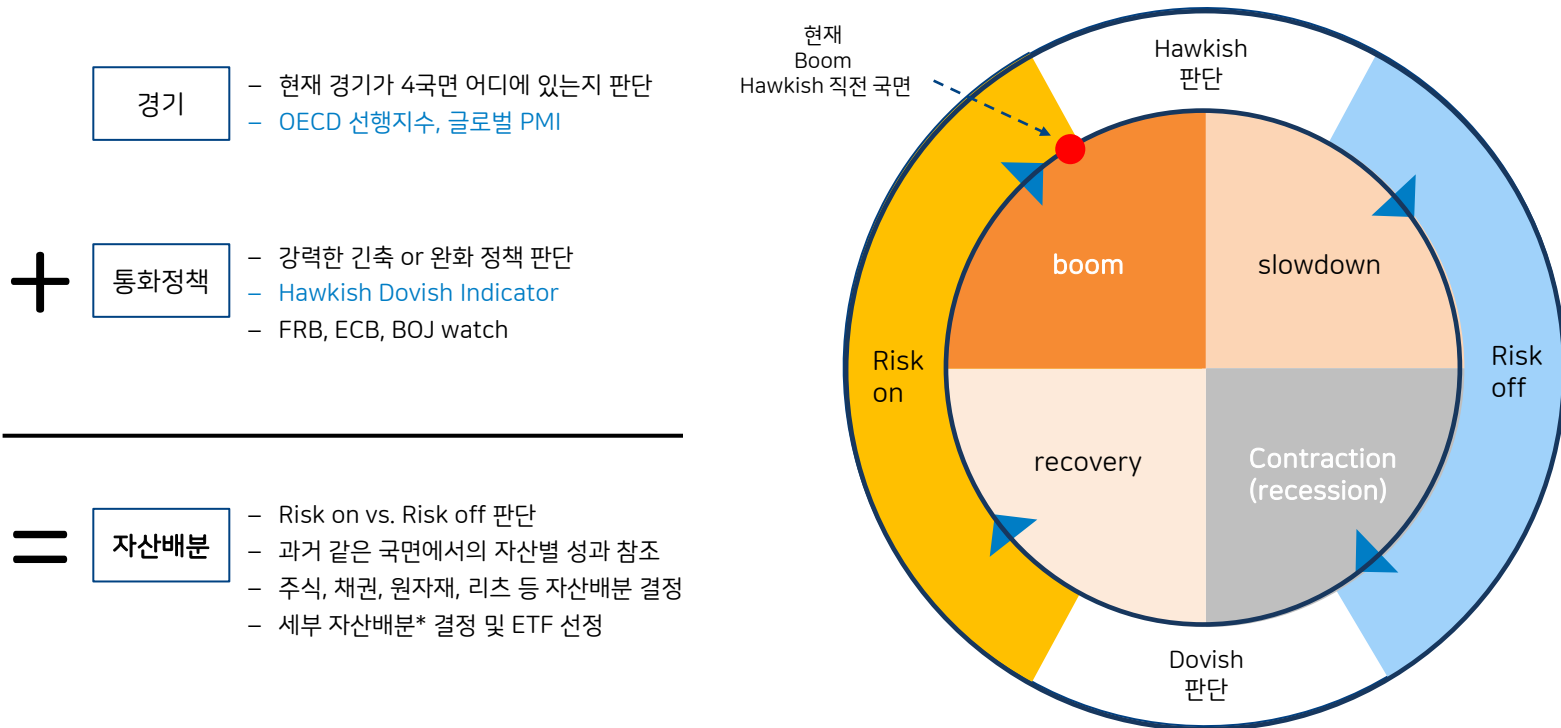


자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

### 현재 경기사이클 상의 위치는 상승 구간 후반부

- 경기지표 개선과 기업이익 호조와 함께 경제 정상화 흐름이 진행되고 있지만, 물가상승 부담도 높아지고 있는 상황임을 감안하면 현재 경기사이클 위치는 경기사이클 상승 구간 후반부에 진입한 것으로 판단됨.

그림18. '경기+통화정책(유동성)' approach로 자산배분 접근

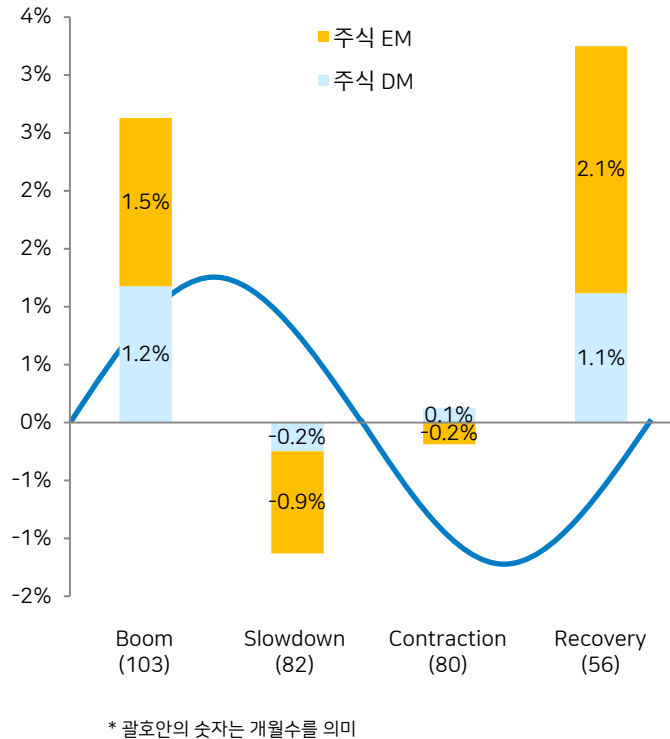




### '경기+통화정책' approach의 성과

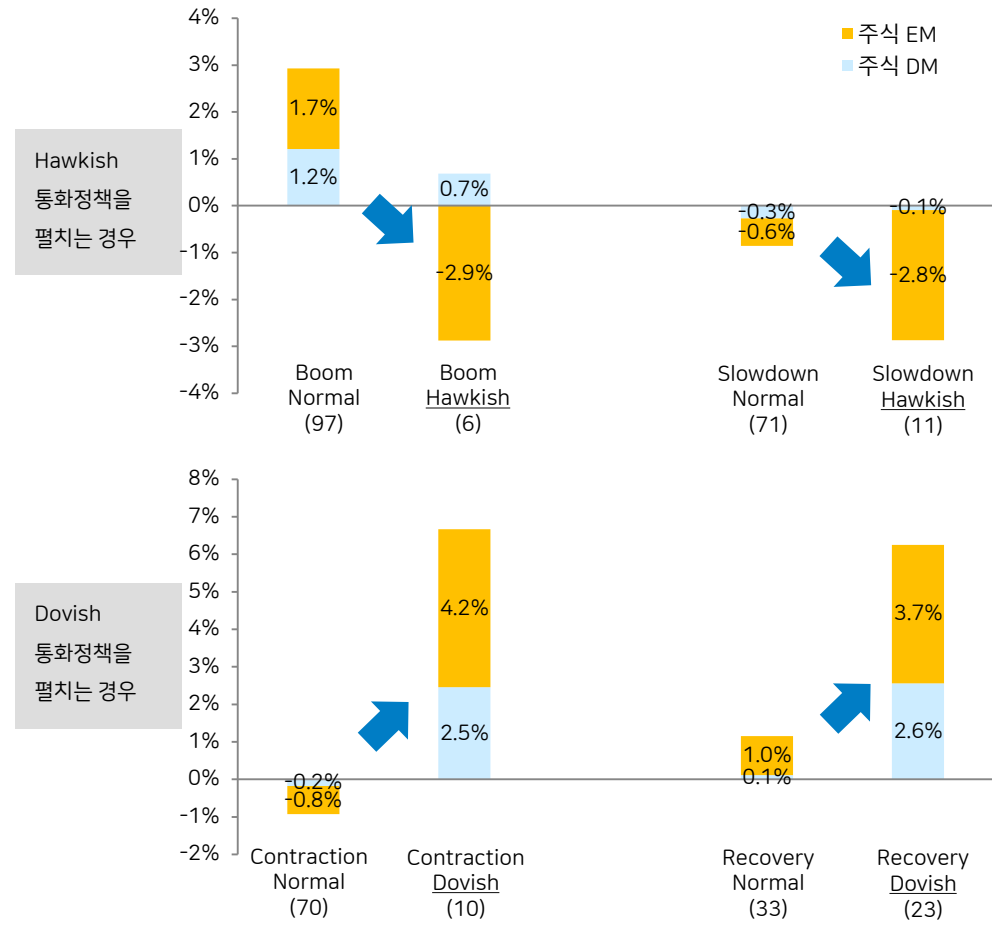
- Boom과 Slowdown 국면에서 과도한 긴축은 주식의 성과를 낮추었고, Contraction과 Recovery 국면에서 과도한 완화는 주식의 성과를 크게 향상시키는 것으로 확인됨.

그림19. 일반적으로 글로벌 주식은 Boom과 Recovery에서 성과가 좋고 Slowdown과 Contraction 국면에서 성과 부진



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

그림20 그러나 이를 HD indicator와 결합하면 주식의 수익률을 더 정확하게 구별 가능. 즉, 과도한 긴축은 주식 성과를 낮추고, 반대로 과도한 완화는 크게 개선되는 것을 확인



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

# 경기사이클 상승 후반부 자산배분

- I. 경기사이클 상승 후반부에 진입
- II. 경기사이클 상승 구간 후반부와 장단기 금리 차
- III. 전술적 자산배분 제안

## 유동성에서 시작한 자산가격 상승세, 다만, 최근 개선 모멘텀은 둔화

- 경기회복은 유동성 반등에서 시작. 전통적으로 선행지수 구성항목에서 M2와 같은 유동성 항목의 비중은 상당히 높은 편. 연준을 비롯한 글로벌 정책당국의 막대한 유동성 공급이 경기회복으로 이어진 것은 자명한 사실
- 올해 들어서 중국은 자산가격 거품 우려와 미중 대립에 대비한 선제적 대응 차원에서 유동성 공급 축소 흐름 이어가고 있음. 미국과 중국의 명목 시장금리는 모두 팬데믹 이전 수준에 도달한 이후 둔화세가 이어져 왔음.

그림21. 팬데믹 이전 수준 도달 이후 등락 중인 미중 시장금리

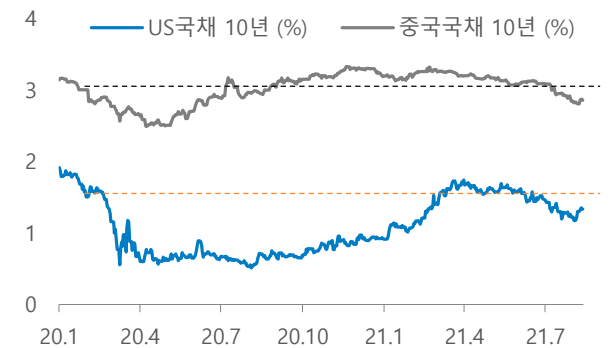
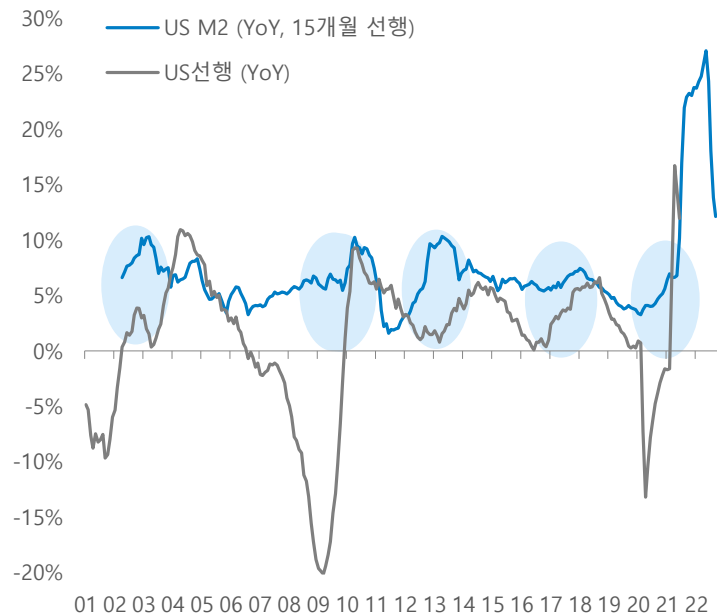
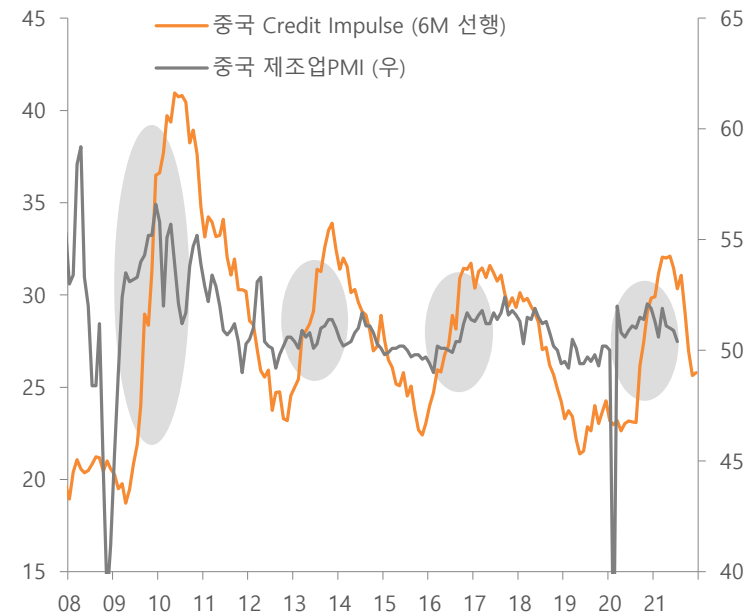


그림22. 통화당국의 막대한 유동성 공급이 선행지수 회복에 절대적 기여



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그림23. 중국도 유동성 긴급 지원으로 경기회복 성공, 최근에는 긴축 전환



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

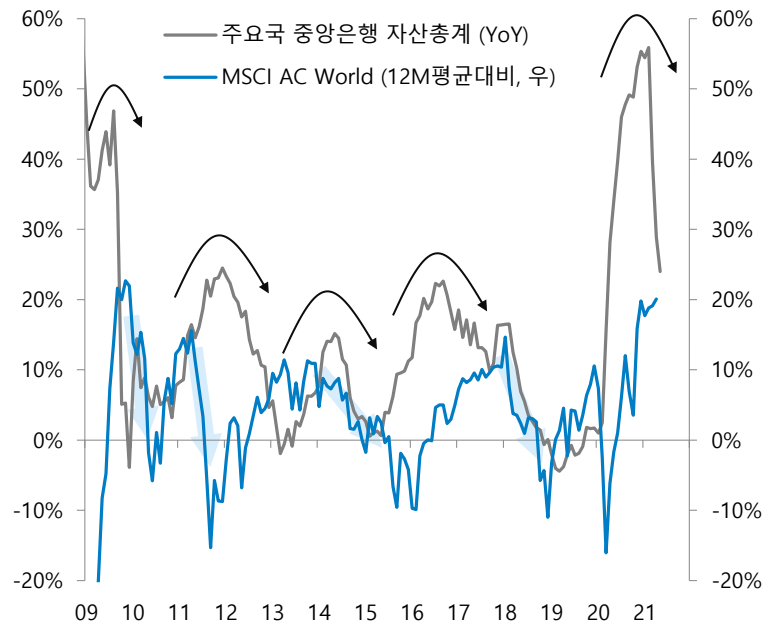
## 자산가격 상승속도 둔화는 인정할 필요, 선별적 접근 중요한 시점

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

그림24. 글로벌 증시 이익증가율과 주가상승률 최근 교차



그림25. 주요국 QE강도가 둔화되면, 증시 상승률도 둔화 불가피



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그림26. 글로벌 유동성과 증시 밸류에이션은 변동 폭 차이에도 등락 흐름은 유사

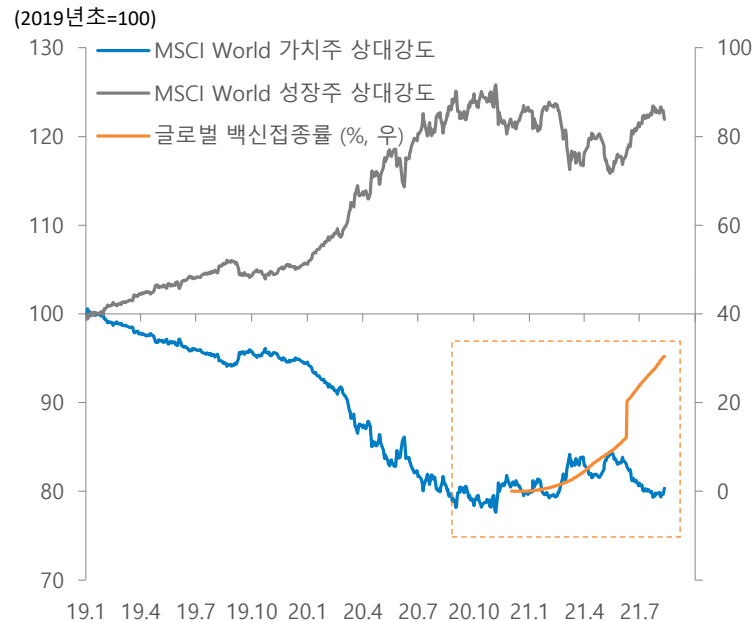


자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

## 백신접종률 상승과 함께 가치주 호조, 물가 우려는 좀 더 이어질 듯

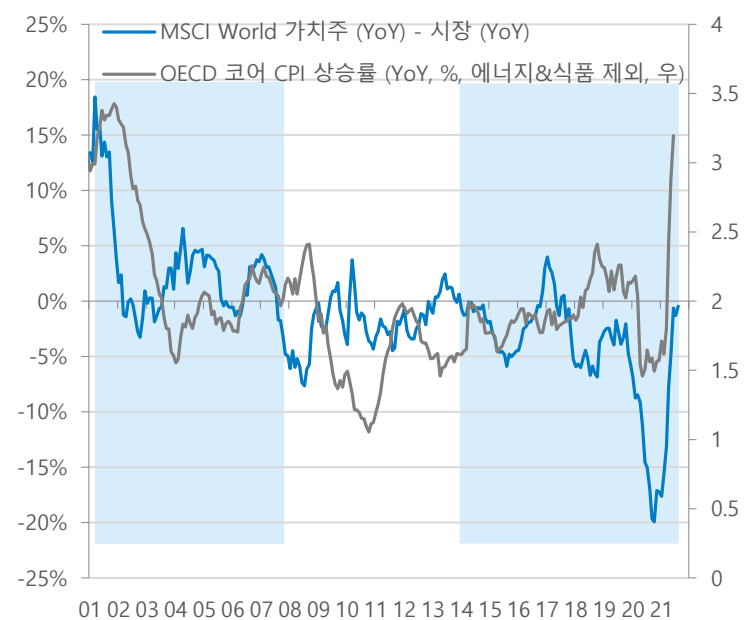
- 팬데믹 발발 직후 증시를 주도했던 성장주는 작년 11월 백신 개발 발표와 12월부터 시작된 백신 접종률이 올라가면서 상대적 부진이 나타난 반면, 경기민감 섹터 비중이 큰 가치주는 꾸준히 개선 중. 델타 변이 확산으로 주춤하기도 했으나, 백신 접종률이 당분간 좀 더 올라가고 경제 정상화 흐름 속에 가치주의 나은 상대성과 흐름은 좀 더 이어질 것으로 전망
- 다만, 가치주의 시장대비 성과는 물가 흐름과 연동된 점이 많았다는 점은 주목할 부분. 경기민감 섹터 비중이 높은 가치주의 상대성과 개선은 경기호조와 함께 나타나는 물가상승으로 이어진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

그림27. 백신 접종률 상승과 함께 증시 가치주 상대강도 개선 기대



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림28. 가치주의 상대적 강세와 글로벌 코어 물가상승률

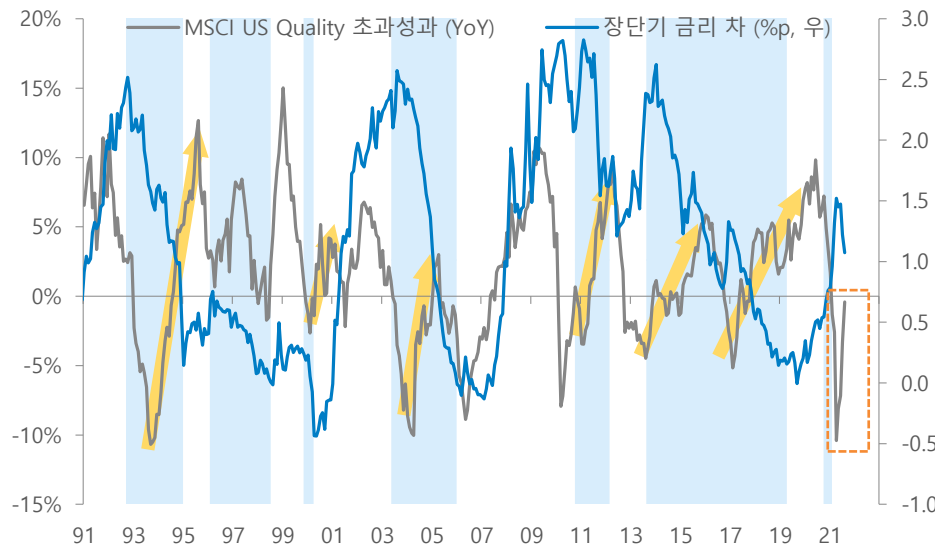


자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

## 퀄리티의 중요성이 높아지고 있음

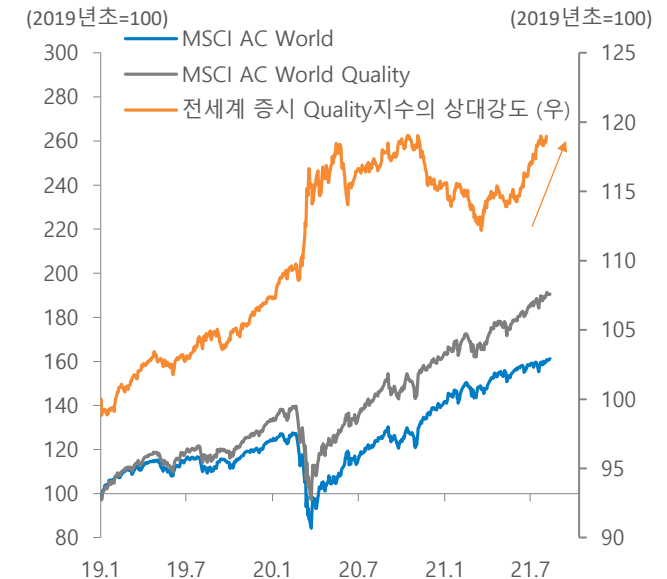
- 앞서 살펴본 것처럼 경기호조세가 이어지고 있지만 후반부에 진입하고 있고, 물가상승이 나타나고 있는 점도 경기회복 초기에 있었던 전 반적인 증시의 상승을 기대하기 어려운 시점임. 이 시기에는 업황 호조세가 이어지는 산업이나 경쟁력 높은 기업들을 중심으로 자산가격 상승세가 이어진 점도 주목할 필요
- 물가상승에 대한 원가부담을 안정적 재무구조를 바탕으로 보다 나은 영업마진을 보이는 경쟁력 있는 기업들은 장단기 금리 차가 축소될 때에 시장대비 양호한 흐름이 나타난 경우가 많았음. 최근에도 전세계 증시의 퀄리티 주가지수는 시장대비 양호한 성과를 기록 중.

그림29. 장단기 금리 차와 퀄리티 주가지수의 초과성과



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림30. 최근 퀄리티 주가지수의 상대강도 추이

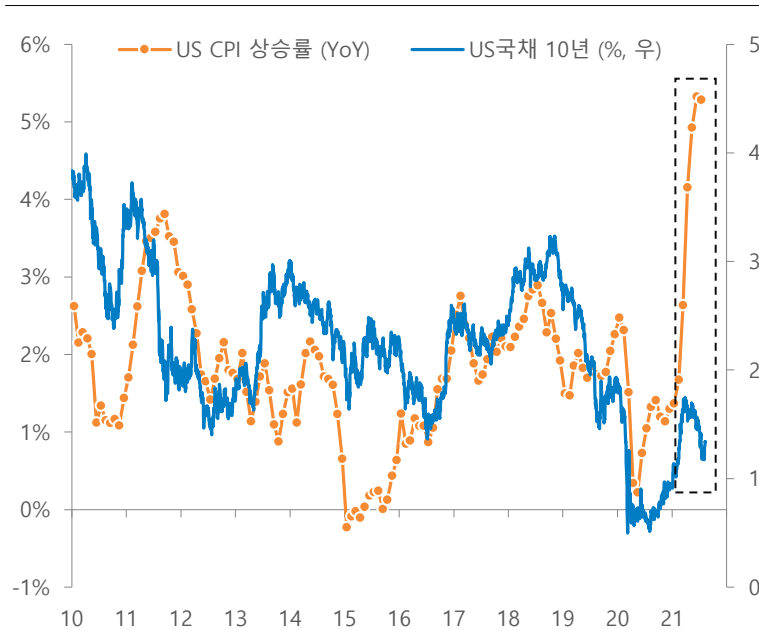


자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

## 불확실한 금융시장 환경에서 퀄리티의 나은 성과 기대

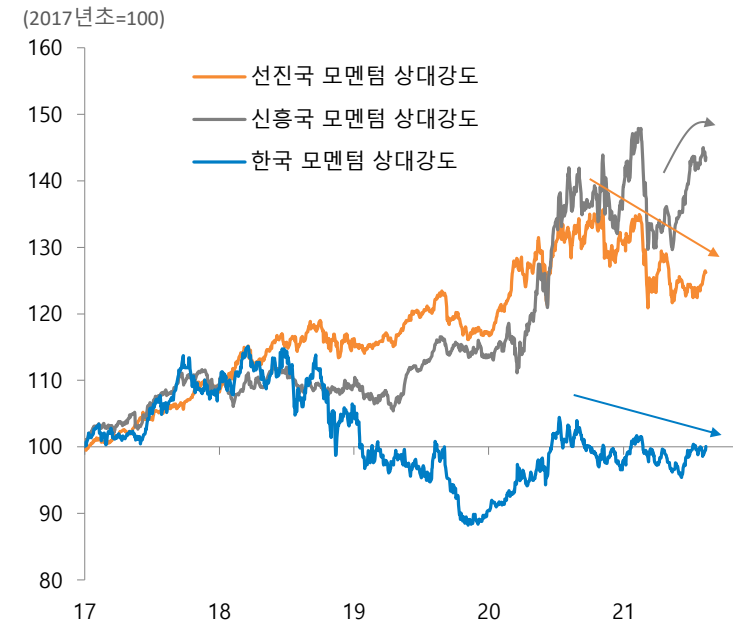
- 물가상승률은 기록적으로 높아졌지만, 시장금리는 오히려 하향세를 보이면서 전반적인 금융시장 환경이 안정되지 못한 상황을 보여주고 있음. 델타변이 확산과 공급망 차질, 연준의 테이퍼에 대한 불확실성 등은 향후 경기 및 시장 전망에 우려를 높이고 있기 때문. 이러한 상황에서 안정적 재무구조와 높은 영업마진, 견조한 기업이익 흐름을 보이는 퀄리티 기업들은 불안한 금융시장 환경에서 보다 나은 성과를 보일 수 있을 것으로 기대됨.
- 최근 주식시장에서 주가모멘텀을 바탕으로 선정한 종목들로 주가지수를 산출한 모멘텀 지수의 시장대비 성과는 지난 팬데믹 이후 전반적인 증시 호조세를 보이던 시기와 확연히 달라진 모습. 선진국 증시의 모멘텀 지수 상대강도의 둔화세가 이어지고 있고, 신흥국 증시 역시 최근 재반등했지만 이전 고점 보다 낮은 수준에서 등락 양상 기록 중. 모멘텀이 사라질 시장에서 퀄리티는 좋은 대안이 될 것으로 기대.

그림31. 엇갈리는 물가상승률과 국채 금리



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그림32. 증시 전반적인 모멘텀은 둔화 양상

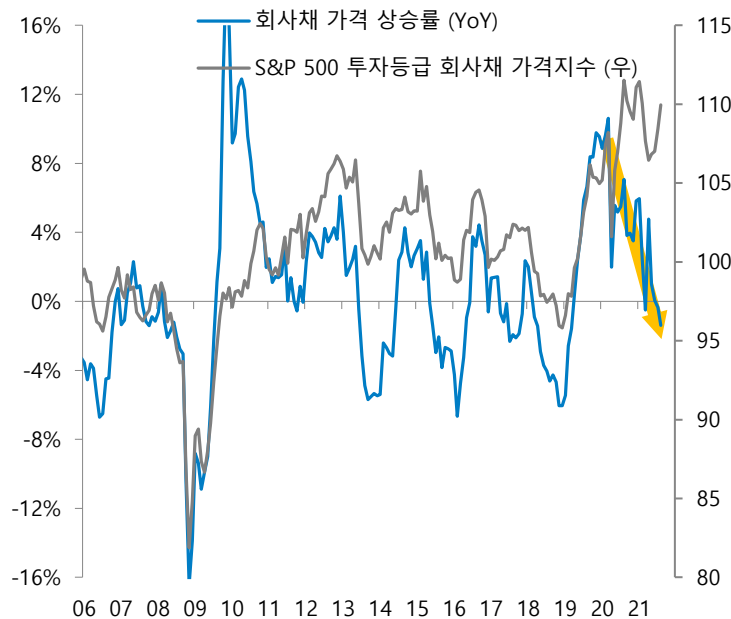


자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

## 채권시장도 퀄리티 기반 접근 필요

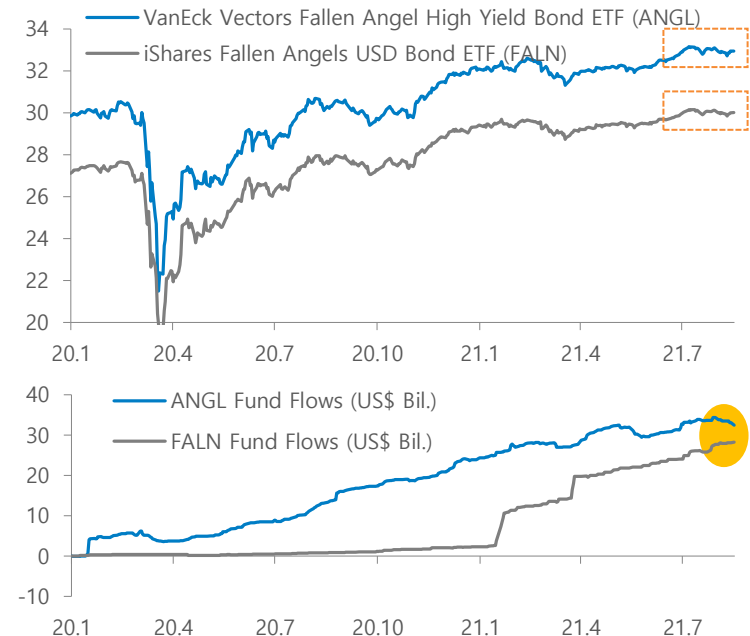
- 채권시장에서도 최근 투자등급 회사채 가격의 전년비 상승률 둔화세가 이어지고 있음. 회사채 가격 레벨 자체도 올해 상반기 고점을 기록한 이후 등락 양상 진행 중. 미국 국채 가격의 호조세가 이어지고 있는 것과 대비되는 현상으로 퀄리티에 대한 구분이 진행 중인 것으로 판단됨.
- 특히 투자등급에서 투기등급으로 떨어진 소위 'fallen angel' 하이일드 채권의 가격은 지난 팬데믹 이후 우상향 상승세가 이어지다 최근 둔화 흐름을 보이고 있고, 관련 ETF(ANGL, FALN)의 자금유입 흐름도 둔화세가 나타나고 있음. 채권시장에서도 투자등급에 따른 퀄리티에 따라 가격 차별화와 자금이동이 진행되고 있음.

그림33. 투자등급 회사채 가격 상승률도 전년비 (-)권에 진입



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그림34. Fallen Angel 회사채 ETF 가격도 등락 양상, ETF 자금유입도 둔화세



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부



## 장기적으로는 테이퍼가 성장주에 긍정적으로 작용할 듯

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

그림35. 미국 산업생산지수와 하이테크산업의 생산지수

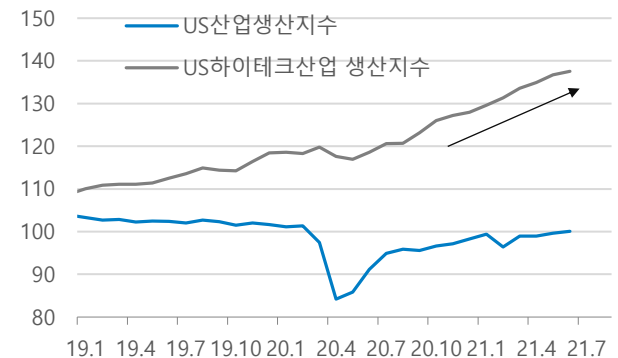
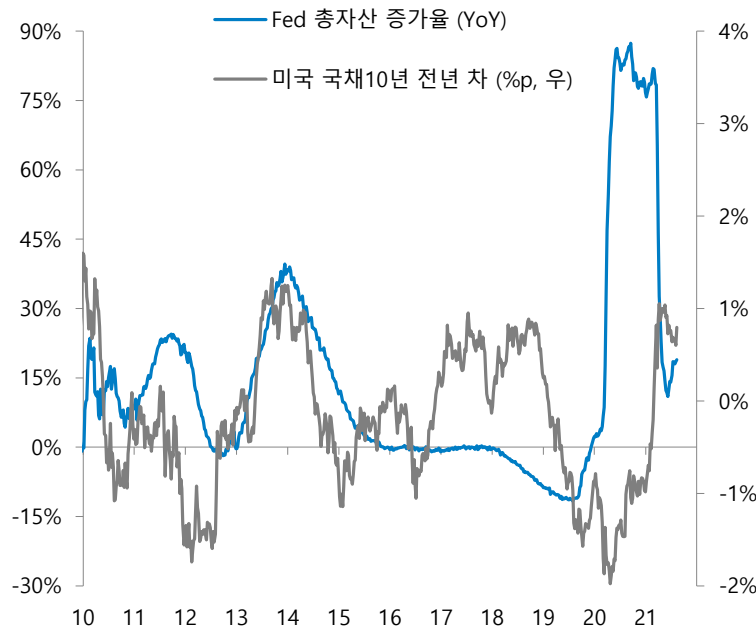
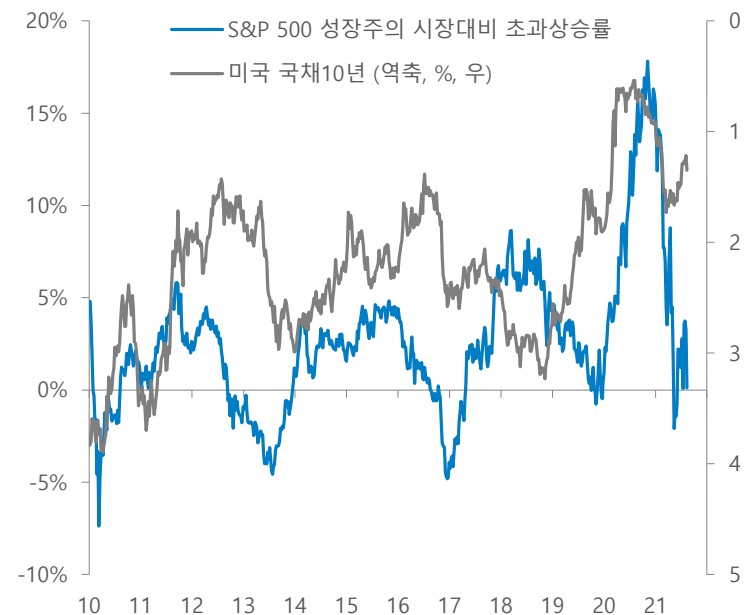


그림36. 테이퍼가 시작되면 시장금리도 상승 모멘텀 둔화가 일반적



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

그림37. 시장금리 하락은 성장주의 상대적 강세 요인

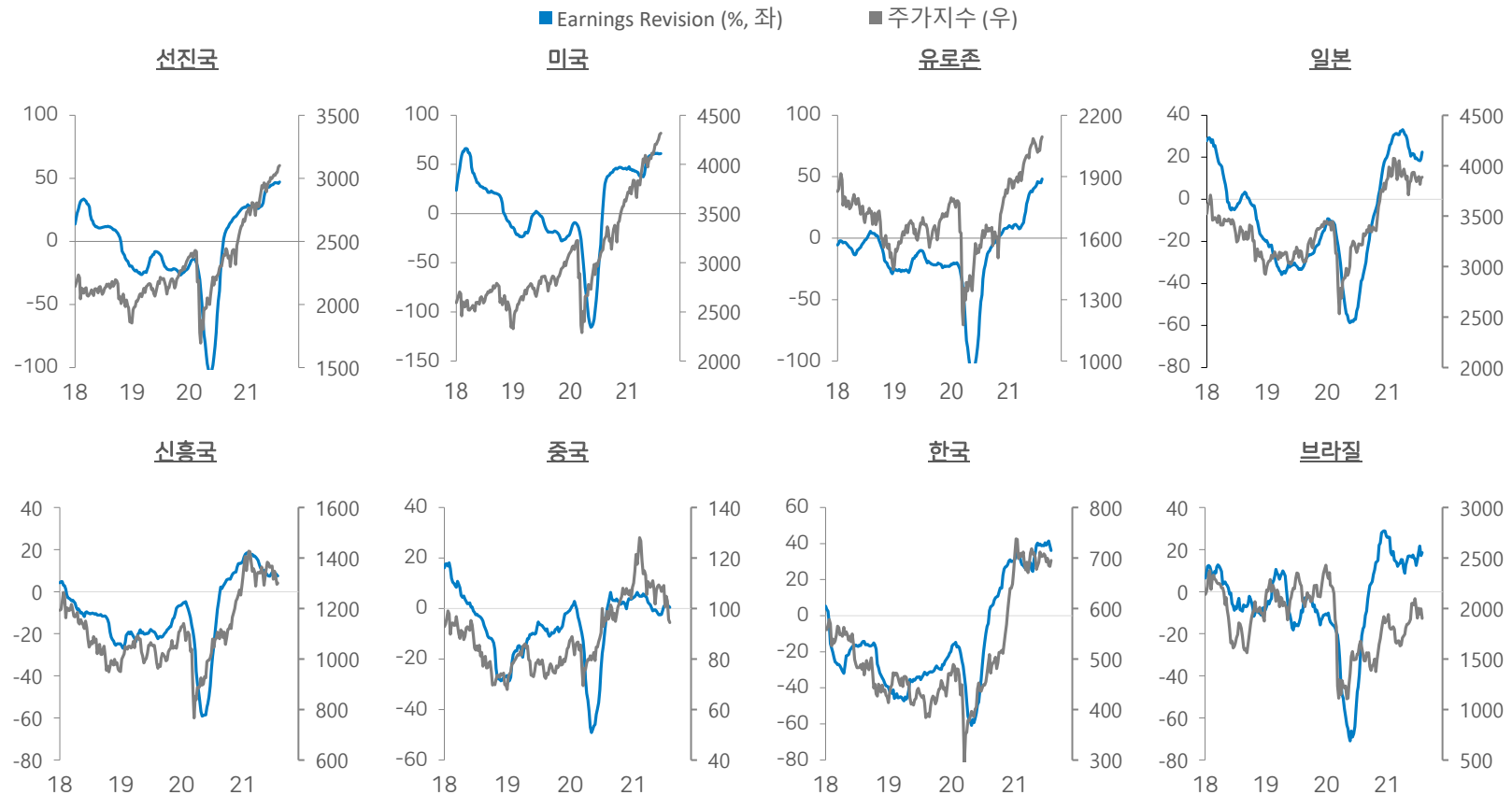


자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

## 주요국 기업 Earnings Revision

- 현재 각국 경기선행지수 흐름은 대체로 선행지수 상승세 보이고 있지만, 독일과 이탈리아 등 서구권 선진국을 중심으로 개선 흐름 양호. 반면, 남유럽 국가들과 일부 신흥국들의 선행지수 횡보세가 확인되고, 브라질은 최근 연이은 금리인상과 함께 둔화세가 두드러지고 있음.

그림38. 주요국 기업 Earnings Revision을 보면, 미국과 유로존은 우상향 흐름 속에 있으나, 신흥국과 아태 지역 국가들은 둔화세가 나타나고 있음.

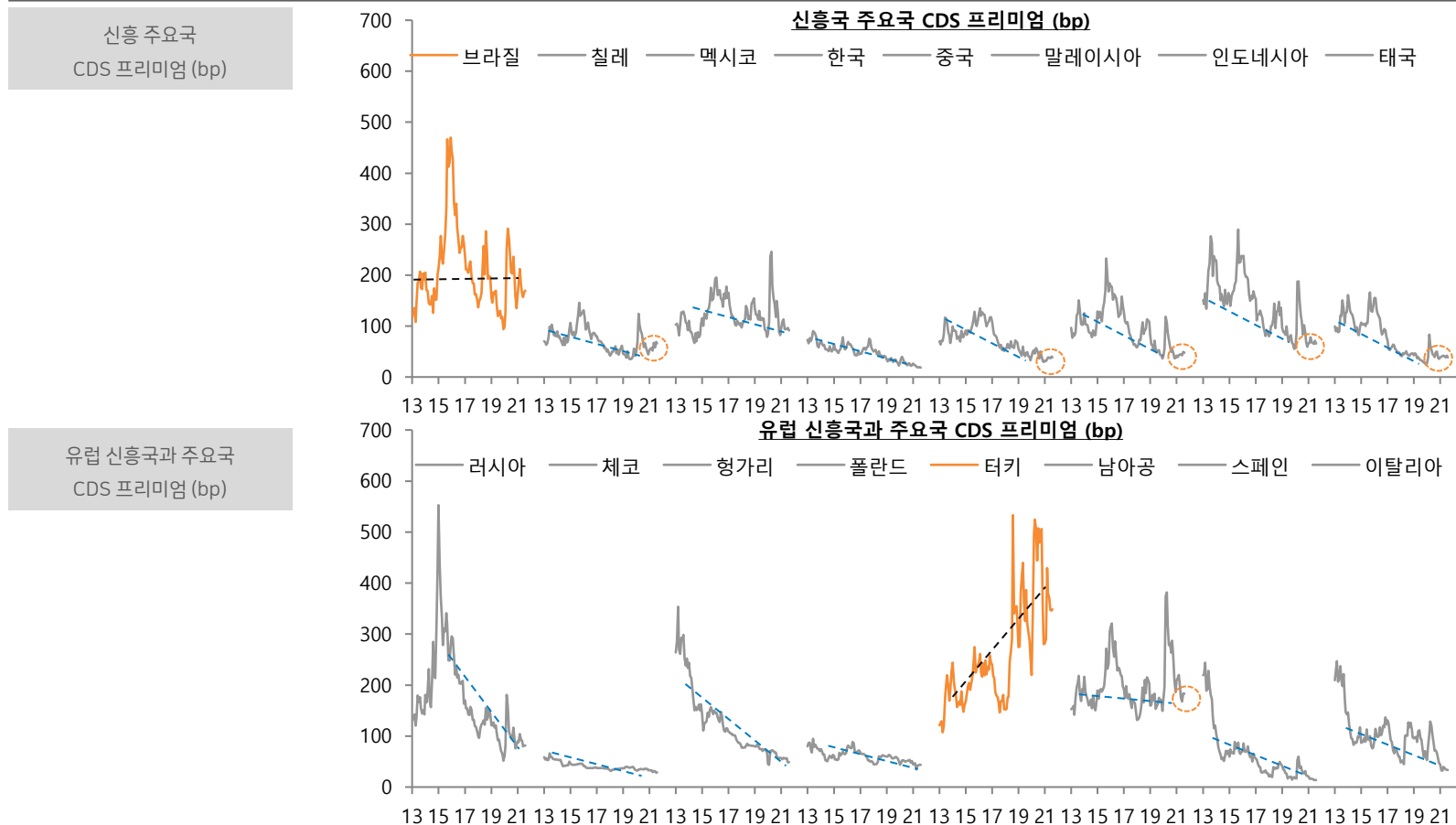


자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

## 주요 신흥국과 남유럽 국가 CDS

- 현재 각국 경기선행지수 흐름은 대체로 선행지수 상승세 보이고 있지만, 독일과 이탈리아 등 서구권 선진국을 중심으로 개선 흐름 양호.
- 반면, 남유럽 국가들과 일부 신흥국들의 선행지수 횡보세가 확인되고, 브라질은 최근 연이은 금리인상과 함께 둔화세가 두드러지고 있음.

그림39. 주요 신흥국들의 CDS 추이는 일부 국가를 제외하면 대체로 하향 안정세가 그동안 이어져 왔으나, 최근 중국 등 아태지역과 남아공 신흥국들 중에서 반등도 확인됨.



자료: REFINITIV, 하이투자증권 리서치본부

## 전술적 자산배분 제안

그림40. 전술적 자산배분 제안: 경기사이클 상승 후반부와 상대적으로 나은 개선 흐름 및 안정성, 물가상승과 이후 중앙은행 스탠스 변화 감안해 선진국 중심 비중 확대 제시

자산	지역	자산 제안 비중 (%)	이전 제안 비중 (%)	이전 대비 변화 (%p)	투자가능 ET	CODE	투자자산 비중 (%)	자산배분 포인트	
주식	선진국 주식	34	32	↑	KODEX 선진국MSCI World	A251350	10	- 경기사이클 상승 후반부 감안해 선진국 증시에 비중 확대 유지하면서 상대적인 안정성 감안해 이전보다 비중 확대 제시. 시장 대표지수에 일정 수준 할당 - 경쟁력 있는 기업 중심으로 구성된 MOAT 편입 - 재무건전성 바탕으로 높은 ROE 기업들로 구성된 퀄리티 ETF 편입	
					KINDEX 미국WideMoat가치주	A309230	12		
					iShares MSCI USA Quality ETF	QUAL	12		
	신흥국 주식	12	14	↓	iShares Core MSCI EM ETF	IEMG	6		- 신흥국 증시는 테이퍼 우려와 델타 변이 불안으로 상대적 부진 감안해 이전 보다 비중 축소 - 선별적 접근 차원에서 상대적으로 안정적인 고배당 ETF 편입
					WisdomTree EM High Dividend	DEM	6		
채권	미국 채권	25	20	↑	iShares Core US Treasury Bond	GOVT	10	- 선진국 중에 상대적으로 높은 금리매력과 안정성, 그리고 시장금리 상승이 나타나더라도 제한적이라는 전망 감안해 미국 국채 ETF 중심 구성 - 시장 이자율이 변동에도 손실을 제한할 수 있는 사다리형 미국채 투자 ETF 편입 - 국내 ETF 중에 미국 국채10년 선물 투자 ETF 편입	
					PowerShares 1-30 Laddered Treasury Port PLW		10		
					TIGER 미국채10년선물	A305080	5		
	신흥국 채권	14	16	↓	iShares JPMorgan USD EM Bond	EMB	8		- 신흥국 채권 접근은 보수적인 관점에서 달러화 표시 채권 ETF으로 접근 유효 - 국내 채권은 패시브 보다는 유연한 대처 기대되는 액티브 채권 ETF 편입
					KODEX 종합채권(AA-이상)액티브	A273130	6		
대체		15	18	↓	TIGER 부동산인프라고배당	A329200	4	- 여전한 절대 저금리 환경은 실물자산 중에 REITs에 우호적 환경으로 판단, 양호한 배당수익률도 매력적 - 친환경 투자와 실물경기회복의 회복 흐름 감안해 원자재 ETF에도 일부 배분	
					Schwab US REIT ETF	SCHH	6		
					iShares Commodities Select Strategy ETF	COMT	5		
합계		100	100				100		

#### Compliance notice

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

(작성자 : 장희종)

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