Dec. 3, 2021

리서치센터 자산전략팀 2021.12

ASSET REPORT

200

12월 자산배분전략: 인플레가 가져올 변화

- 한국 자산배분모델 1사분면 이동과 주식시장 스타일 변화
- 한국 우량 크레딧물 선제적 비중 확대
- 중국시장 12월 경제공작회의 등 정책 모멘텀 기대

투자전략/자산배분 박소연
02-2004-9095, park.so-yeon@shinyoung.com

크레딧 전략 이경록
02-2004-9948, lee.kyoung-rok@shinyoung.com

ESG/ 글로벌유동성 오광영
02-2004-9256, oh.gwang-young@shinyoung.com

채권 전략 조용구
02-2004-9520 / cho.yong-gu@shinyoung.com

중국 전략 성연주
02-2004-9871 / seung.yeon-ju@shinyoung.com

원자재 분석 황현수
02-2004-9506 / hwang.hyun-soo@shinyoung.com

신영증권

Executive Summary

한국 주식

KOSPI200 기말 배당 수익률 1.5%로 배당 수취 겨냥한 PR 차익거래 매수세 유입 가능성. 그러나 1) 오미크론 변이 확산, 2) 12월 FOMC 테이퍼링 가속화 가능성 등으로 전체적인 흐름은 여전히 둔탁할 것. 12MF PBR 1배인 2,800선 전후 대응 권고. 통화긴축 대비해 중소형주보다는 대형주, 테마주보다는 배당주/반도체 비중확대

미국 주식

바이든 대통령의 인프라 투자안 의회 통과 힘입어 에너지, 금융, 자동차, 반도체 등 대형주/구경제 퍼포먼스 강화, 최선호 시장 view 유지. 다만 12월 FOMC 테이퍼링 가속화시 변동성 확대 가능성 있어 미국 주식 비중을 28%에서 25%로 3%P 하향 조정. 미국 부동산/리츠 ETF(10%), 미국 반도체 ETF(5%) 교체 편입

중국 주식

미국 테이퍼링 가속화 불구 최근 위안화는 상대적 강세를 보이고 있으며, 중국 증시도 대외적 리스크 요인에 비해 조정폭 제한적인 상태. 12월 경제공작회의 등 중요 회의 앞두고, 중국 정부의 중점 정책 중심으로 관련 업종 기대감이 높아질 것으로 판단.

한국 채권

11월 금통위는 우려보다 덜 매파적, 시장금리 안정에 도움. 1월 추가 인상으로 1분기 말 기준금리 1.25% 도달하고 이후 허들이 높아지면서 속도조절 국면 진입할 것, 3분기말 추가 인상으로 2022년말 기준금리 1.5% 도달 예상. 연말까지는 현 레벨을 중심 레인지 장세, 우량 크레딧물의 강세 예상되어 선제적 비중 확대 대응

미국 채권

11월 FOMC 의사록에서는 정책의 인내심 보다는 유연성이 강조. 파월 의장 연임도 테이퍼링 속도 가속화 및 조기 금리 인상을 지지. 변이 바이러스 이슈는 긴축을 크게 미룰만한 재료는 아닐 것으로 예상. 미국채 장기물은 변동성은 불가피하나 반등세가 유효한 경로. 물가채와 크레딧물 위주의 보수적 대응 지속

원자재

원유는 최근 촉발된 공급 부족 사태와 전력난 이슈가 연말까지 지속될 것. 2022년부터는 수요의 경직화, 공급 확대 가능성 부각되며 점차 가격 안정화 예상. 우라늄은 기존 화석연료 가격 급등에 친환경 에너지원 분류 기대가 동시에 작용. 우라늄 채굴 기업 추종하는 ETF인 URA 투자 대안 유효

I. 12월 자산배분 시그널

- 금융시장 사분면 모델 소개와 활용법
- 주식시장 투자 시그널 지표
- 채권시장 투자 시그널 지표

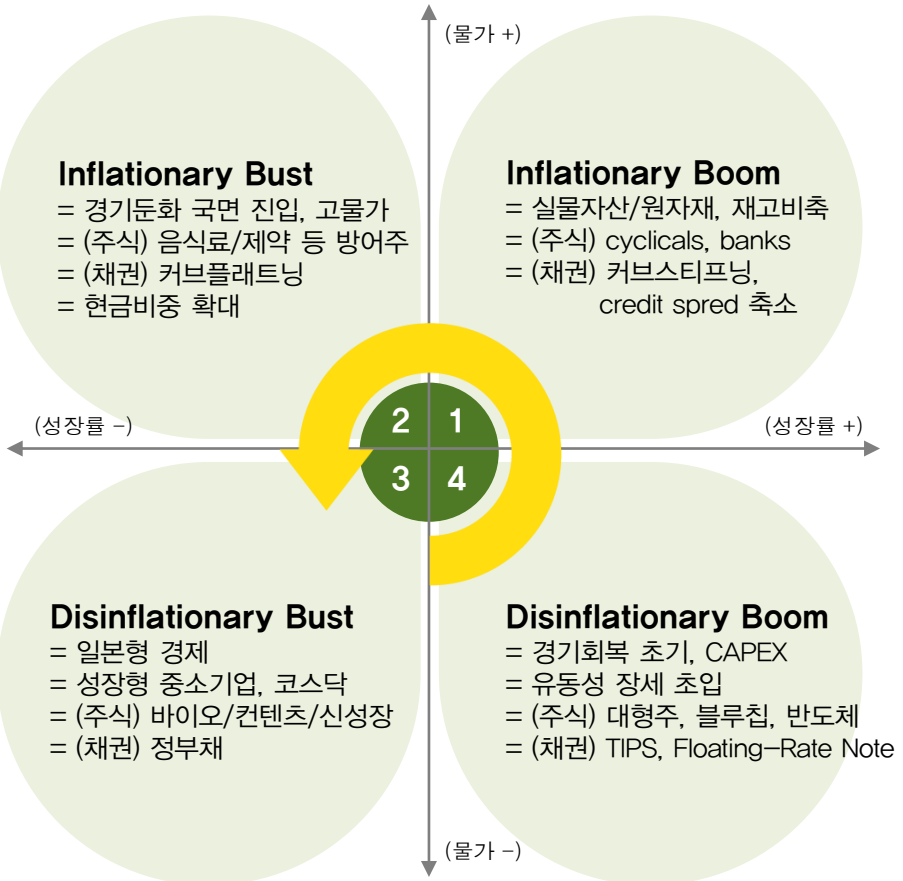
[금융시장의 4계절] 성장률과 물가의 하모니

경기와 물가로 보는 사분면

- **금융시장 국면을 4개로 분할**
  - 물가 : CPI, PPI, PCE 인플레이션 등의 지표를 활용해 물가 압력을 표준화
  - 성장률 : OECD, 통계청 경기선행지수 등의 지표를 활용해 성장률 압력을 표준화

  - **1사분면 (인플레이션 붐)** : 실물자산/원자재, 재고비축 등의 사이클을 반영
  - **2사분면 (인플레이션 버스트)** : 경기둔화 국면 진입, 일드커브 플래트닝, 방어주
  - **3사분면 (디스인플레이션 버스트)** : 일본형 디플레 경제, 성장형 중소기업과 코스닥
  - **4사분면 (디스인플레이션 붐)** : 경기회복 초기, 유동성 장세 초기/CAPEX 태동, 대형주와 블루칩

경기선행지수와 물가로 나눠보는 금융시장의 4계절



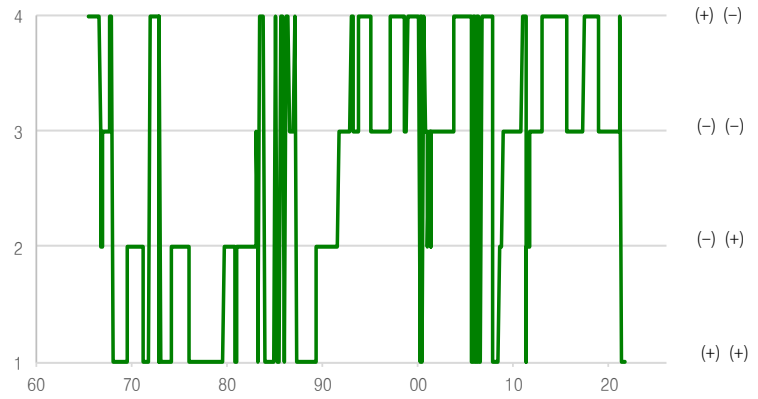
자료: 신영증권 리서치센터

[미국의 4계절] 12월 모델 : 2사분면 이동 가능성

인플레이션 압력 지속

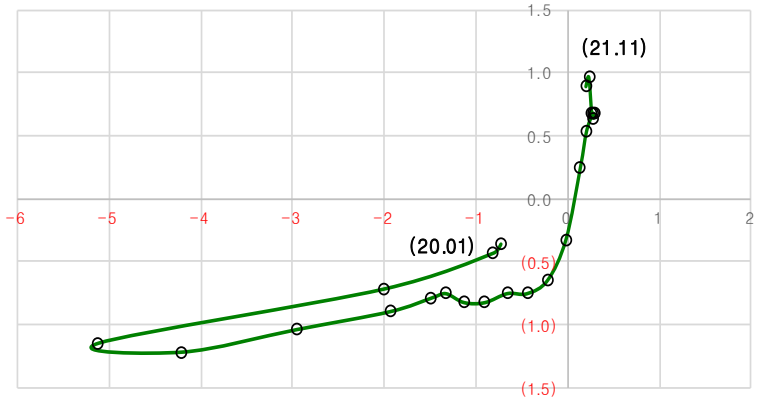
- **미국은 CPI 물가지표 기준으로 2011년 이후 처음 1사분면 진입**
  - 긍정적 : 성장률과 물가가 함께 살아나는 국면은 위험자산 투자에 우호적
  - 부정적 : 국면 변화 초기에는 극심한 변동성 수반 (구조조정과 산업의 변화)
  - 경기선행지수 하락세 심화되고, CPI 기준 4% 이상의 높은 물가 상승률 유지될 경우 내년 초 위험자산 비중축소 시그널인 2사분면 이동 가능성 높아져

CPI 인플레이션 기준: 2011년 이후 처음으로 1사분면 진입



자료: 신영증권 리서치센터

2020.01~ 최근까지의 궤적: 모델값이 소폭 왼쪽으로 이동



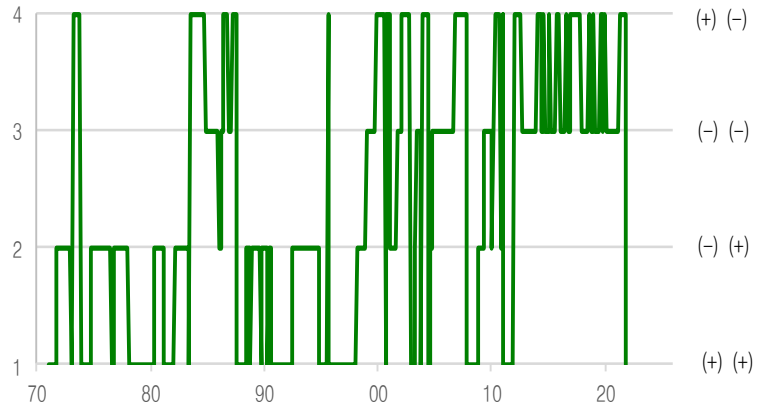
주: 11월 모델값은 블룸버그 예상치와 과거 평균경로 대입하여 산출
자료: 신영증권 리서치센터

[한국의 4계절] 12월 모델 : 10년만에 1사분면 진입

10년만에 처음으로 1사분면 진입

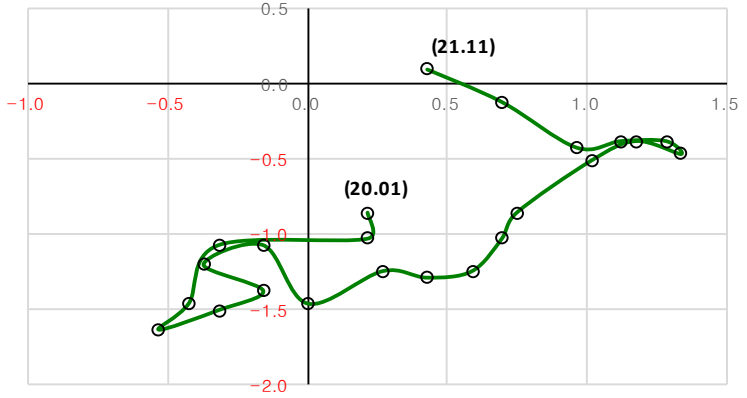
- **통계청 경기선행지수 하락세 지속, 11월 CPI 3.7%로 서프라이즈**
  - 11월 CPI 전년동월비 3.7% 증가 서프라이즈 : 작년 통신료 지원 기저효과 사라졌고, 최근 유류세 인하까지 반영됐지만 시장 예상을 크게 뛰어넘어
  - 향후 경기선행지수 추가 하락시 모델은 왼쪽으로 더 이동
  - 이 경우 3~4개월 후 2사분면 진입 가능성 염두
  - 과거 케이스에서는 모델의 사분면 값이 변할 때 변동성 급격하게 증가하는 경우 다수

한국 자산배분 모델 10년만에 1사분면 이동



주: 한국은 개발도상국, 소규모 수출경제 특성 고려해 84년 이후 z-밸류 표준화
자료: 신영증권 리서치센터

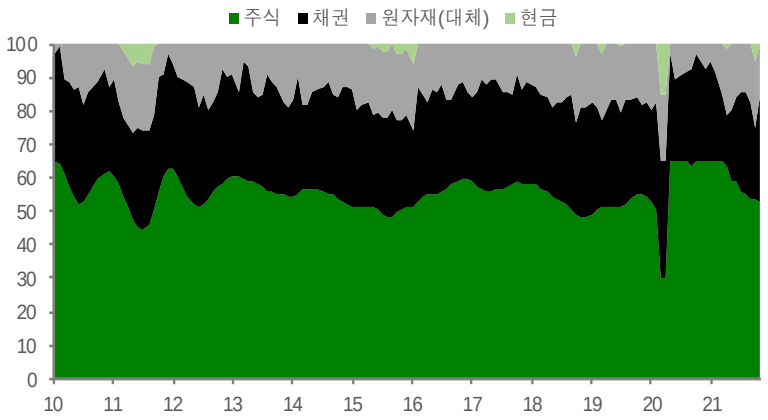
2020.01~ 최근까지의 궤적: 4사분면 내 왼쪽 이동



주: 11월 모델값 중 경기선행지수는 과거 평균경로 대입하여 산출
자료: 신영증권 리서치센터

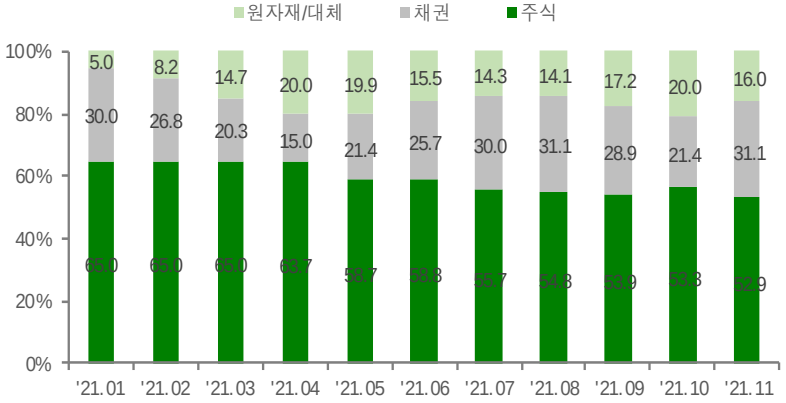
[시그널 / 12월 자산배분모델] 주식 Dn, 채권 Up, 대체 Dn

자산배분 배분 비중 모델값 추이



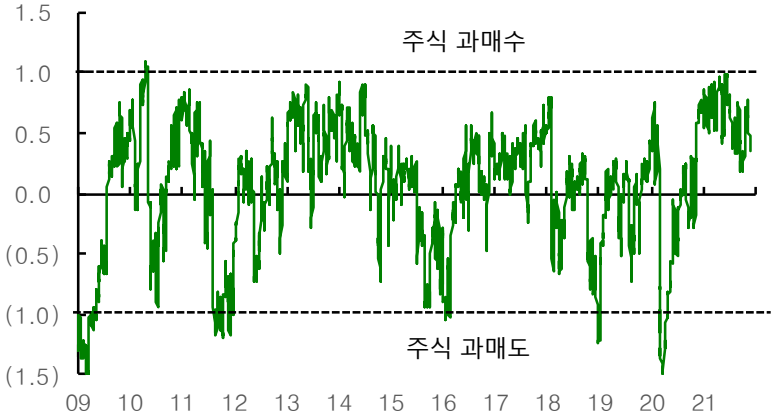
자료 : 신영증권 리서치센터

2021년 자산배분 배분 비중 모델값 추이



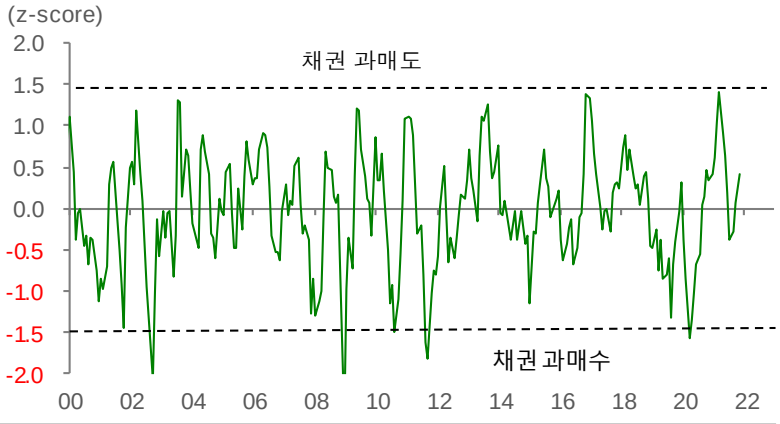
자료 : 신영증권 리서치센터

주식시장 센티멘트 지수



주: 금융시장 자금지표와 옵션 변동성 지표 등을 활용해 구성
자료 : Datastream, 신영증권 리서치센터

채권시장 센티멘트 지수

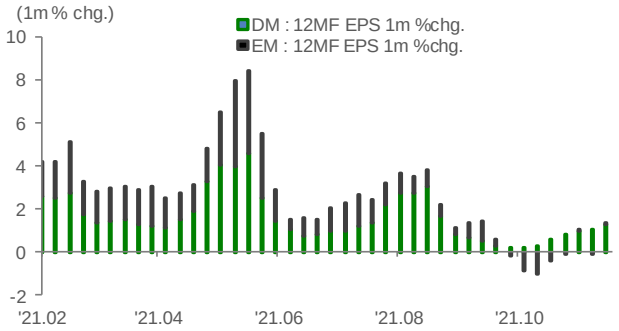


주: 금리 변동폭에 따른 과매수/과매도를 기술적 지표로 판단
자료 : Datastream, 신영증권 리서치센터

[시그널 / Equity] 12월 미국주식 비중확대 유지

선진국 비중확대 유지

- **선진국(미국/유럽/일본) 상향 vs. 신흥국(한국/중국) 하향 지속**
  - 선진국 〉 신흥국 배분 전략 여전히 유효
  - 미국 상대 매력 여전, 이익 상향조정 흐름 유지
  - 일본주식 배분 확대 시그널 강하게 유지
  - 신흥국은 이익 하향폭은 둔화됐지만 상대 매력 떨어져



신영 자산배분 모델 시그널 - Equity : 선진국 비중확대 유지, 미국/일본 상대강도 강화

		12주전	8주전	4주전	현재	비고
선진국 우위	EPS 상대강도	1	2	3	3	3점 만점
이익상향조정 (1m, 3m)	DM	2	2	2	2	상향은 1점
	EM	2	1	1	0	하향은 0점
	미국	2	2	2	2	
	유럽	2	2	2	2	
	일본	2	2	2	2	
	한국	1	1	0	0	
	중국	0	0	0	0	
국가별 상대강도	미국	3	6	8	9	미국 12점 만점
	유럽	3	1	1	0	
	일본	3	3	2	3	
	한국	2	1	1	0	
	중국	1	1	0	0	
상대 시그널 (미국 대비)	시그널1-DM	DM OW	DM OW	DM OW	DM OW	
	시그널2-한국	-	-	-	-	
	시그널3-유럽	-	유럽up	유럽up	유럽up	
	시그널4-일본	일본up	일본up	일본up	일본up	
	시그널5-중국	-	-	-	-	

주: EPS 상대강도가 6개월 연속 상향되면 Overweight 신호로 간주
주2: EPS 상대강도 1M, 3M, 6M 상향에 1점씩 부여
주3: 미국과 유럽/일본/한국 상대배분을 고려하여 점수화
자료: 신영증권 리서치센터

[시그널 / Fixed Income] 12월 채권 중립, 해외 크레딧 축소

채권 중립, 해외 크레딧 비중축소 시그널

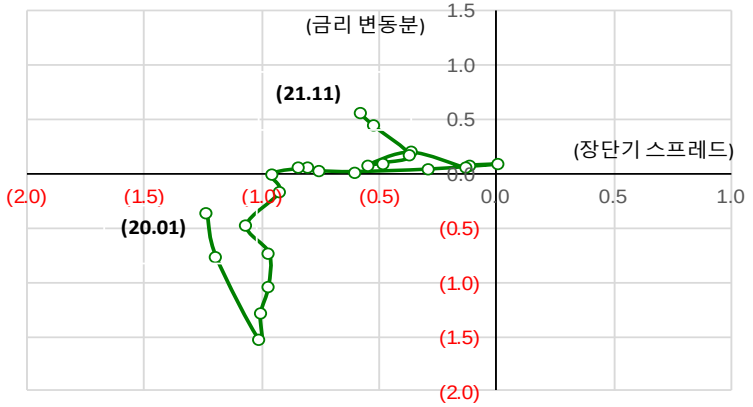
- **금리 상승, 장단기 스프레드도 축소 지속**
  - 미국 하이일드 OAS 스프레드 반등, 선행성 있는 Caa-Ba간 스프레드도 확대되어 경계 시그널 지속
  - EM 아시아 하이일드 스프레드도 상승세 지속되어 경계 필요

		전년말	전월	현재	비고
채권	단기채권	2	2	2	최근 6개월 평균금리 대비 변동폭을 Z-score로 변형
	장기채권	2	2	1	최근 6개월 평균금리 대비 변동폭을 Z-score로 변형
	합계	4	4	3	총점 8점 만점
크레딧	US 하이일드 OAS	3	1	0	1M, 3M, 6M 대비 확대되면 0, 축소되면 1로 계산, 3점 만점
	US Caa-Ba 스프레드	2	0	0	1개월 전 대비, 3개월 전 대비 확대되면 0, 축소되면 1로 계산, 2점 만점
	EM Asia 하이일드 OAS	2	0	0	1개월 전 대비, 3개월 전 대비 확대되면 0, 축소되면 1로 계산, 2점 만점
	합계	7	1	0	총점 7점 만점

장단기 스프레드와 금리 변동으로 보는 사분면

주: 장단기 스프레드는 미 10-2년 기준, 금리 변동분은 6개월 평균 대비 변동폭
자료: 신영증권 리서치센터

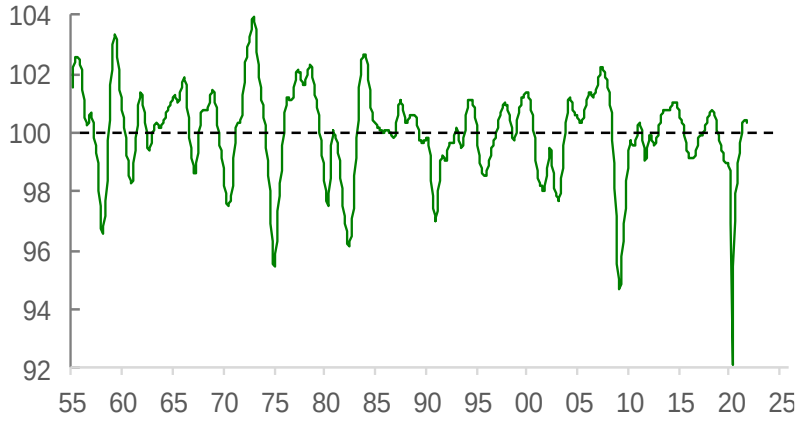
2020.01~ 최근까지의 궤적: 공급발 인플레를 반영



주: 장단기 스프레드는 미 10-2년 기준, 금리 변동분은 6개월 평균 대비 변동폭
자료: 신영증권 리서치센터

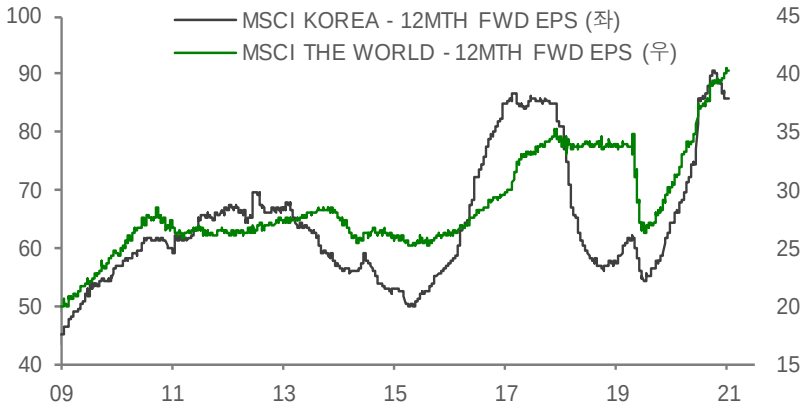
[Chart Book] 자산배분을 위한 경제 및 시장지표

미국 OECD 경기선행지수



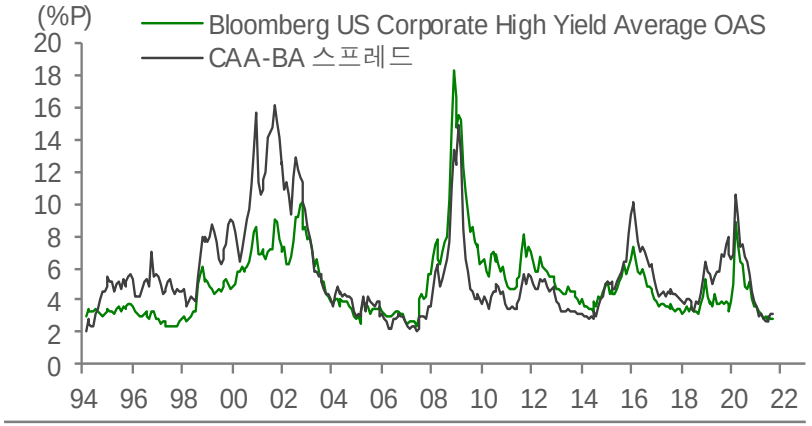
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

한국과 미국 기업이익 추정치 : 12MF EPS 추이



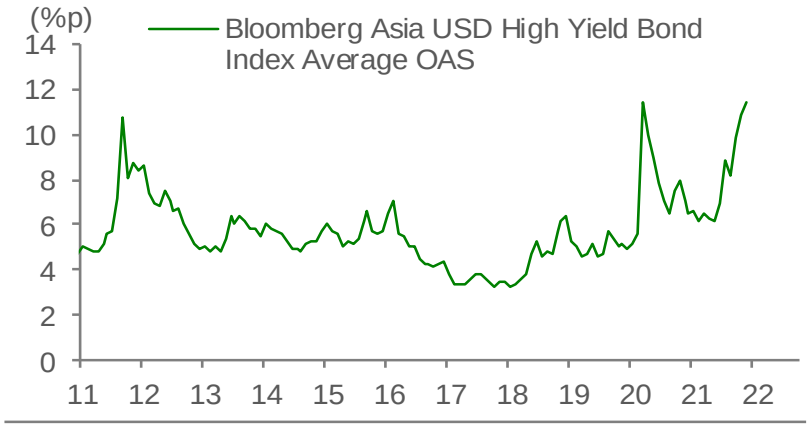
자료 : IBES, 신영증권 리서치센터

블룸버그 US 하이일드 OAS와 Caa-Ba 등급간 스프레드



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

아시아 USD 하이일드 OAS 스프레드



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

II. 자산군별 전망

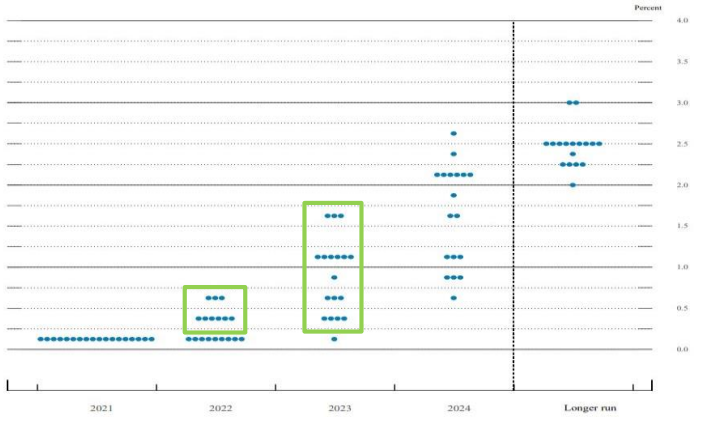
- 미국 채권 / 한국 채권
- 미국 주식 / 한국 주식 / 중국 주식
- 원자재 / ESG

[미국 채권] 인플레이션에 대한 인식 변화

12월 FOMC Preview

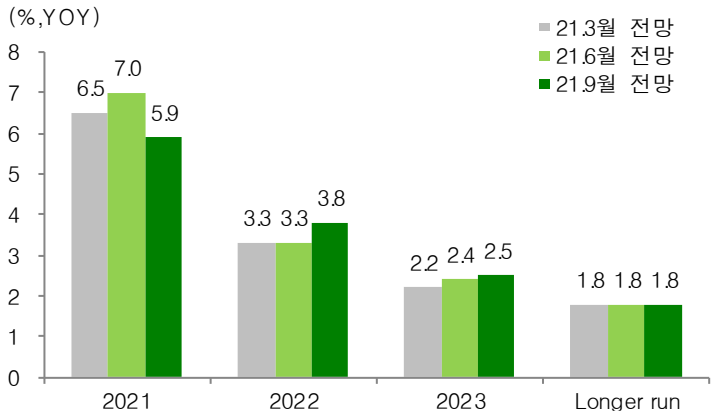
- GDP성장률 올해 5%대 중반으로 하향(반대 급부로 내년은 상향), 물가 올해와 내년 모두 추가 상향 예상
- 실업률은 기존 전망 대비 소폭 개선될 것으로 전망
- 점도표는 2022년 인상이 우세한 구도로 변경 확실시 (기존 9:9로 동률), 2023~2024년은 3회 인상 수준으로 중간값 형성 예상
- 당사 2022년 하반기 두 차례 금리 인상 예상. 테이퍼링은 연초부터 월별 225억달러로 기존 150억달러 대비 1.5배 가속화 전망

2021년 9월 점도표



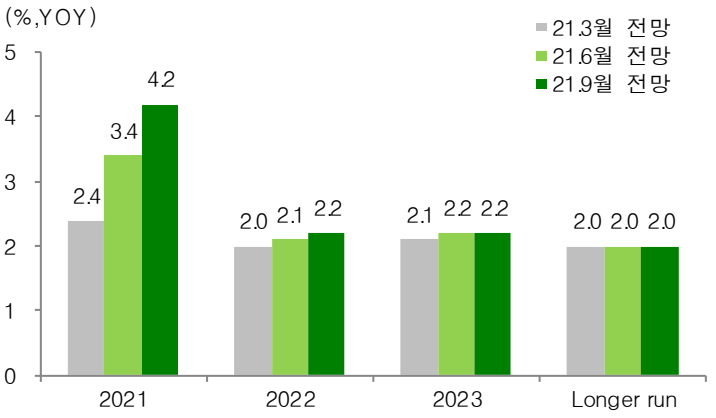
자료 : FRB, 신영증권 리서치센터

9월 SEP GDP성장률 전망 변화



자료 : FRB, 신영증권 리서치센터

9월 SEP PCE 인플레이션 전망 변화



자료 : FRB, 신영증권 리서치센터

[미국 채권] 인플레이션에 대한 인식 변화

1) 파월 의장 연임, 브레이너드 부의장 지명

- 바이든 대통령은 파월 연준 의장의 재지명과 브레이너드 이사의 부의장 지명을 발표. 연준은 통화정책의 연속성과 안정성을 확보
- 브레이너드 부의장 지명자는 연준 내에서도 비둘기파적인 성향이지만 인플레이션에 대해서 1) 주택임대료 및 자가주거비 2) 공산품 수요와 가격 3) 임금상승률 4) 장기 기대인플레이션의 측면에서 유의해 면밀히 모니터링하겠다는 입장
- 옐런 재무부 장관은 인플레이션이 풍토병이 되지 않도록 해야 한다고 언급. 파월 의장은 연임 지명 후 연설에서 인플레 고착화를 막기 위해 우리의 수단을 사용할 것이라고 언급

2) 주요 연준 인사들의 변심

- 불라드 세인트루이스 연은 총재와 윌러 이사는 테이퍼링를 내년 3월까지 마치고 조기 금리 인상에 대비해야 한다고 주장. 최근에는 클라리다 부의장이 이에 동조하며 12월 FOMC에서 테이퍼링 속도 가속화를 논의할 것임을 시사
- 기존에 비둘기파 성향이었던 윌리엄스 뉴욕 연은 총재, 에반스 시카고 연은 총재도 인플레이션 지속성에 대한 우려를 표명. 또한 데일리 샌프란시스코 연은 총재는 조건부 테이퍼링 가속화에 지지의견 제시

파월 의장과 브레이너드 부의장 지명자

자료 : Google Image, 신영증권 리서치센터

불라드 세인트루이스 연은 총재와 윌리엄스 뉴욕 연은 총재

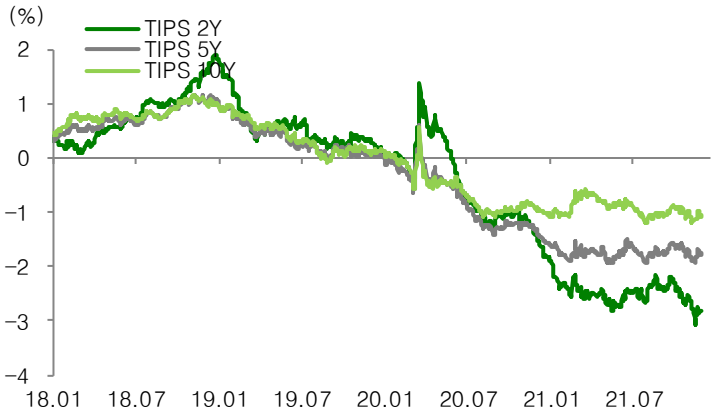
자료 : Google Image, 신영증권 리서치센터

[미국 채권] 인플레이션에 대한 인식 변화

연준의 조기 금리 인상 전망 강화

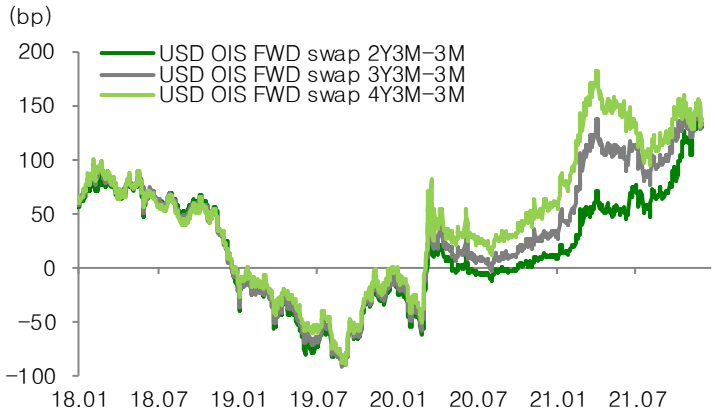
- USD OIS에 반영된 금리 인상 기대 2년 내 5.2회, 3년 내 5.4회, 4년 내 5.5회 수준
- USD FRA에 반영된 6개월, 12개월 내 변동 기대 +23.2bp, +65.2bp
- 연준의 인플레이션 통제 의지 강화, 금리 인상 시작 앞당겨지고 중장기 폭은 축소(최종 1.50% 내외). 미국채 커브 과도한 스티프닝 및 경기 과열 제한요인
- 단기 기대인플레 재차 상승, 실질금리 상승 제약

주요 만기별 실질금리(TIPS) 추이



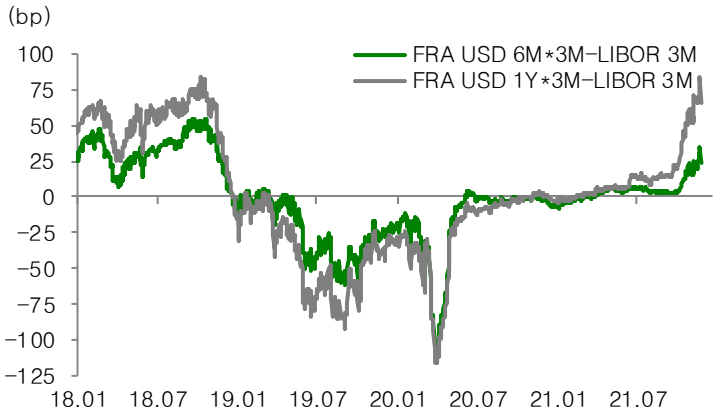
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

USD OIS 만기별 Forward swap



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

USD FRA에 반영된 금리 변동 기대



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

2022년 대통령 선거

- **여야 양강 후보 주요 공약 비교**
  - 더불어민주당: 이재명 후보
  - 국민의힘: 윤석열 후보
- **핵심은 재정정책과 통화정책 방향성**
  - 여당 정권연장 시 확장적 재정 지속 가능성(기본 시리즈 등). 야당 정권교체 시 상대적 긴축 예상
  - 다만 야당도 50조원 규모 소상공인 지원 등 공약
  - 통화정책은 여당이 상대적으로 금리 인상 압력

2022년 대선 주요 일정

내용	일정
대담 및 토론회 개최	2022. 2. 15 ~ 3. 8
재외투표소 투표	2022. 2. 23 ~ 2. 28
사전투표	2022. 3. 4 ~ 3. 5
선거일	2022. 3. 9
신정부 출범일	2022. 5. 10

자료 : 중앙선거관리위원회, 신영증권 리서치센터

윤석열 후보 주요 대선 공약

분야	세부 내용
부동산	* 임기 내 주택 250만호 공급(민간부문) * 원가주택 30만호, 역세권 첫 집 20만호 공급 * 1주택자 양도소득세 및 재산세 부담 축소 * 실수요자 DTI, LTV 등 대출 규제완화 * 신혼부부 및 청년층 LTV 80%로 상향
경제	* 민간 주도 일자리 창출 지원 * 취약계층 청년을 위한 청년도약계좌 도입 * 52시간 근무, 근로자 자율적 추가 근로 선택 * 과도한 국가채무 만드는 정책 지양 * 대통령 직속 코로나 긴급구조 특별본부 설치 * 초저금리 특례보증 대출 50조원 추가 지원, 소상공인 지원금 최대 5천만원 * 전국민 재난지원금 반대
외교, 안보	* 군필자 민간주택 청약 가산점 제도 도입 * 모병제 부정적 의견

자료 : 언론보도, 신영증권 리서치센터

이재명 후보 주요 대선 공약

분야	세부 내용
부동산	* 임기 내 주택 250만호 공급(공공부문, 100만호 기본주택) * 장기임대 공공주택 비율 10%까지 상향 * 국토보유세 도입 – 부동산 보유 실효세율 0.17%→1% * 분양가 상한제, 분양 원가 공개, 후분양제 실시
경제	* 연 100만원 기본소득 * 무주택자 공공주택 100만호, 최대 1천만원 마이너스 통장 제공 * 주 4일제 도입 * 적극적인 확장 정책 * 전국민 재난지원금 추가 지급 → 철회
외교, 안보	* 선택적 모병제 도입

자료 : 언론보도, 신영증권 리서치센터

금통위 구성 불확실성 확대

- **임기 만료를 앞둔 총재와 금통위원**
  - 이주열 총재 3월말 만료, 대통령 당선인 지명 예상
  - 전국은행연합회 추천 임지원 위원 5월 중순 만료
- **기존 매파 3명, 비둘기파 1명, 중도파 1명**
  - 매파: 이승헌, 박기영, 서영경 위원
  - 비둘기파+중도파: 주상영, 조윤제 위원
  - 신임 총재는 대통령 당선인과 인수위가 중요
  - 과거 은행연합회 추천 위원은 캐스팅보트 역할

이주열 총재와 임지원 위원

자료 : Google Image, 신영증권 리서치센터

현재 금융통화위원회 구성

성명	임기	선임 절차
이주열 총재	2014. 4. 1 ~ 2022. 3. 31	당연직
임지원 위원	2018. 5. 17 ~ 2022. 5. 12	전국은행연합회 추천
조윤제 위원	2020. 4. 21 ~ 2024. 4. 20	기획재정부 추천
서영경 위원	2020. 4. 21 ~ 2024. 4. 20	대한상공회의소 추천
주상영 위원	2020. 4. 21 ~ 2024. 4. 20	금융위원회 추천
이승헌 위원	2020. 8. 21 ~ 2023. 8. 20	당연직
박기영 위원	2021. 10. 6 ~ 2023. 4. 20	한국은행 추천

자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

2022년 상반기 주요 일정

내용	날짜	비고
1월 금통위	2022. 1. 14	금리 인상 1회 전망
2월 금통위	2022. 2. 24	
제20대 대통령 선거	2022. 3. 9	
이주열 총재 임기 만료	2022. 3. 31	당연직
4월 금통위	2022. 4. 14	
임지원 위원 임기 만료	2022. 5. 12	전국은행연합회 추천
5월 금통위	2022. 5. 26	수정 경제전망 발표

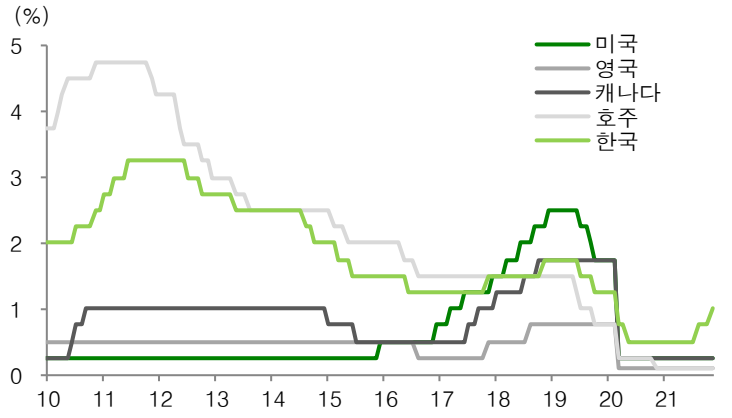
자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

[한국 채권] 통화정책

기준금리 1.25% 도달 이후 속도조절

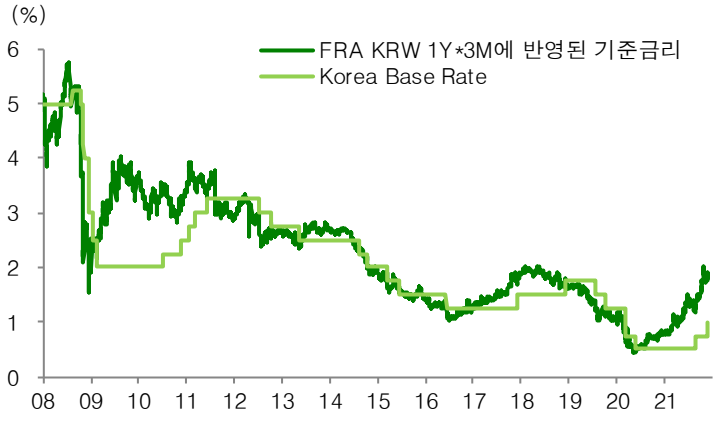
- 한국, 노르웨이, 뉴질랜드는 글로벌 선진권역 중 통화 정책 정상화의 선두권에 위치, 초기 인상 속도 빨라
- 한은 금통위 구도, 기존 비둘기파 위원 1명(주상영 위원)에 10월 중립 의견(조윤제 위원) 등장. 1분기 추가 인상 시 동결 소수의견 2표로 증가 가능성
- 내년 상반기 정치 이벤트와 금통위 변화 등 불확실성
- 기준금리 1.25% 도달 이후 속도조절 예상. 1분기 이후 인상은 빨라야 3분기말 추정(2022년말 1.50%)

글로벌 주요국 기준금리 추이



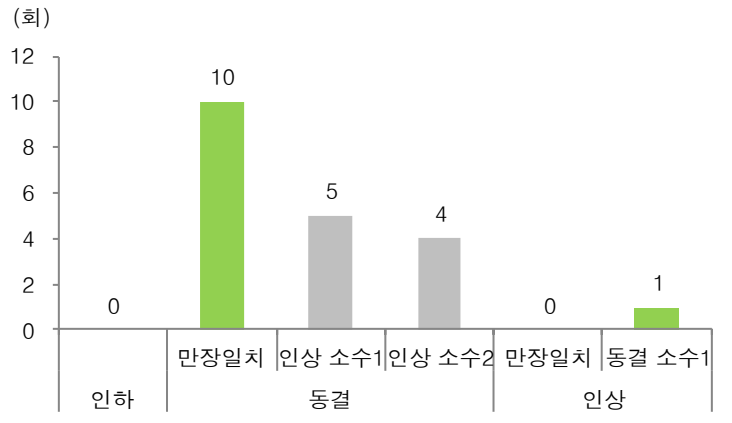
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

FRA KRW 1Y*3M에 반영된 기준금리 수준



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

역대 금통위 기준금리 인상 직전 회의



주 : 2021년 포함 총 20차례 사례, 모두 25bp 인상
자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

[미국 주식] 이익 추정치 상향 지속, 밸류에이션은 부담

통화긴축 리스크, 밸류에이션 부담 경계

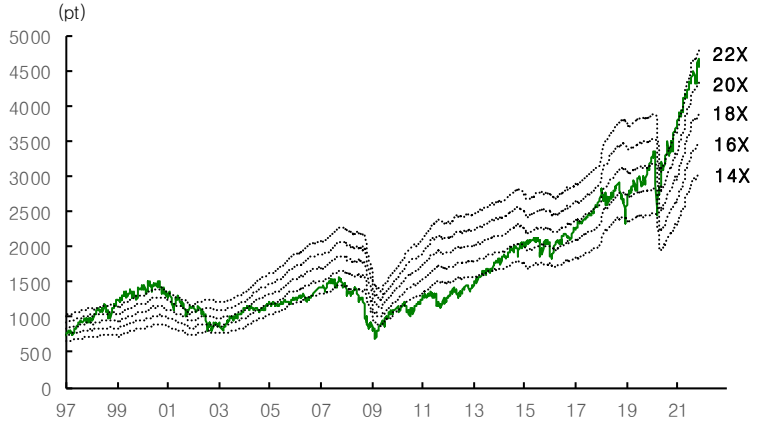
- **미국주식 최선호 시장 유지, 고밸류 부담은 경계**
  - 바이든 대통령의 인프라 투자안 의회 통과 힘입어 에너지, 금융, 자동차, 반도체 등 대형주/구경제 퍼포먼스 강화되어 최선호 시장 view 유지
  - 다만 12월 FOMC에서 테이퍼링 가속화시 변동성 확대 가능성 있어 미국 주식 비중을 28%에서 25%로 3%P 하향 조정
  - 부동산/리츠 ETF(10%), 반도체 ETF(5%) 편입

미국 기업실적 추정치 : 에너지/소재/금융 중심 상향

	21.06	21.07	21.08	21.09	21.10	21.11
US comp.	0.51	2.41	1.29	0.01	0.90	0.71
Energy	5.03	5.60	4.40	1.56	13.29	7.90
Materials	2.94	3.83	3.47	0.74	2.73	1.37
Industrials	0.27	1.63	1.38	-0.55	-0.67	-0.13
Con.D	1.59	2.21	-0.22	-0.91	0.34	-2.50
Con.S	0.20	0.19	0.72	0.22	-0.37	0.26
Healthcare	-0.61	0.63	1.08	0.44	0.49	1.62
Financials	0.47	3.49	0.75	0.06	1.87	0.45
IT	0.44	2.27	1.50	-0.19	0.05	0.92
Comm.	-0.05	5.23	1.45	0.01	-0.82	-0.46
Utilities	-0.17	-0.62	0.12	0.21	0.02	-0.23
Real Estates	1.72	1.39	6.92	-0.78	1.08	2.13

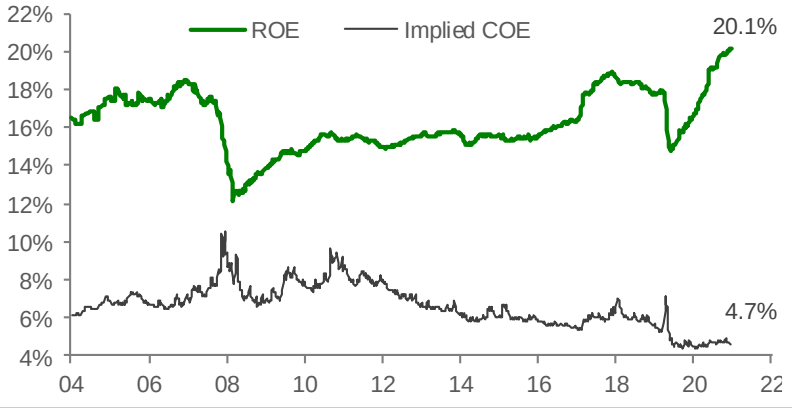
자료 : IBES, 신영증권 리서치센터

미국 주식시장 : 12MF P/E 밸류에이션 밴드



주: S&P500 기준
자료 : IBES, 신영증권 리서치센터

미국 주식시장 : 12MF ROE와 Implied COE



주: S&P500 기준
자료 : IBES, 신영증권 리서치센터

[한국 주식] 반도체 실적 하향 조정 완화, 12MF PBR 1배 2,790선

반도체 실적 하향 조정 완화

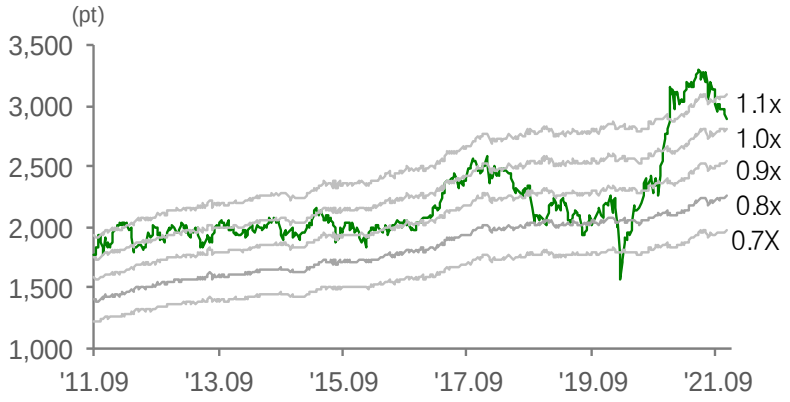
- **한국주식 중립 의견 유지**
  - KOSPI200 기말 배당 수익률 1.5%로 배당 수취 겨냥한 PR 차익거래 매수세 유입 가능성
  - 그러나 오미크론 변종, 2) 12월 FOMC 테이퍼링 가속화 등 전체적인 흐름 여전히 둔탁할 것
  - 12MF PBR 1배 2,800선 전후 대응 권고. 중소형주보다 대형주, 테마주보다 반도체/배당주 확대
  - 자산배분모델 1사분면 이동으로 컬러 변화 예상

한국 기업실적 추정치 : 반도체 하향 조정폭 둔화

	21.07	21.08	21.09	21.10	21.10	21.11
WI26	3.0	4.1	0.3	-0.4	-0.5	-0.8
에너지	7.1	9.4	5.1	-0.5	6.6	13.7
화학	4.9	3.9	-5.6	-1.0	1.4	0.5
철강	14.8	14.2	3.0	6.6	16.7	-0.3
자동차	3.4	6.2	1.4	0.8	-0.2	0.2
유통	2.7	5.0	2.2	0.5	-1.1	7.7
헬스케어	1.0	-1.5	0.2	0.4	13.5	-11.2
은행	1.9	6.1	0.8	1.3	5.7	1.9
증권	0.2	4.9	1.0	-1.4	-1.4	1.8
반도체	4.7	4.7	1.3	-3.0	-7.6	-1.3
통신서비스	2.2	3.4	8.1	1.5	0.6	1.7

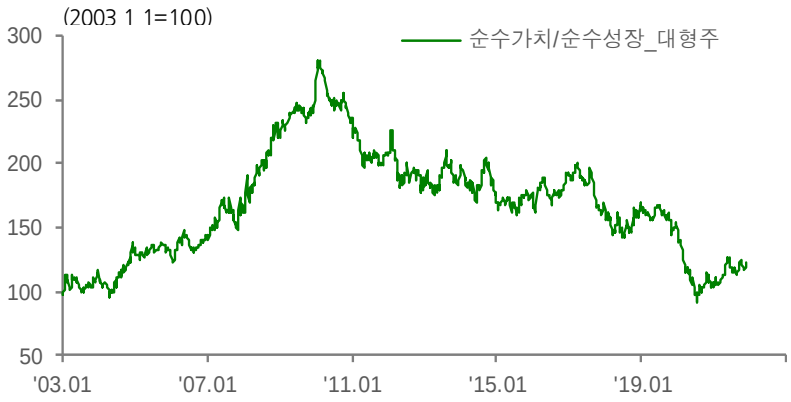
자료 : Wisefn, 신영증권 리서치센터

한국 주식시장 : 12MF PBR 1배 2,790선



자료 : Wisefn, 신영증권 리서치센터

순수가치 상대강도 반등 지속될까

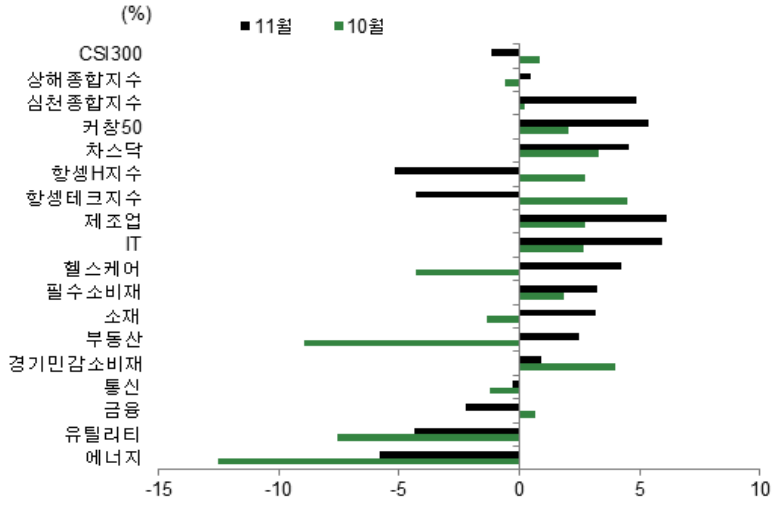


자료 : Wisefn, 신영증권 리서치센터

[중국 주식] 11월은 위안화 상대적 강세에 선방

- **11월 중국 증시 선방 : CSI300 –1.2%, 상해종합 기준으로는 +0.4%로 보합, 부동산 규제 일부**
  - 부동산 규제가 일부되며 부동산주 반등폭이 확대됐고, 베이징 증권거래소 개장 및 위안화 상대 강세로 중소형주 중심 자금 유입 확대
  - 1) 11월 초 일부 부동산 기업/지방정부가 융자 방안 및 주택 구매/판매 제한 완화, 부동산주 반등
  - 2) 10월부터 위안화 상대적 강세 흐름 지속, 생산자 물가 부담 낮추기 위한 중국 정부 환율 개입 영향
  - 중국 정부의 규제 완화 일부 나오고 있으나 기조 자체가 변한 것은 아님. 경기둔화 우려로 변동성 확대 국면 좀 더 지속. 다만 12월 경제공작회의를 앞두고 있어 정책 수혜주는 긍정적

11월 중국 업종/지수별 수익률 TOP – IT 및 차스닥/커창50



자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

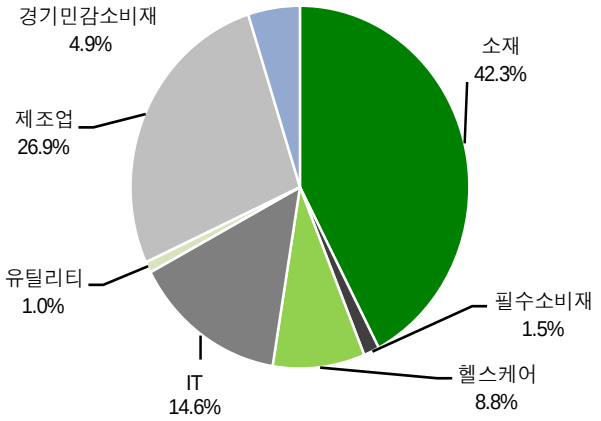
지난 10월부터 위안화 상대적 강세 지속

자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

[중국 주식] 12월 경제공작회의 앞두고 정책 수혜주 GO

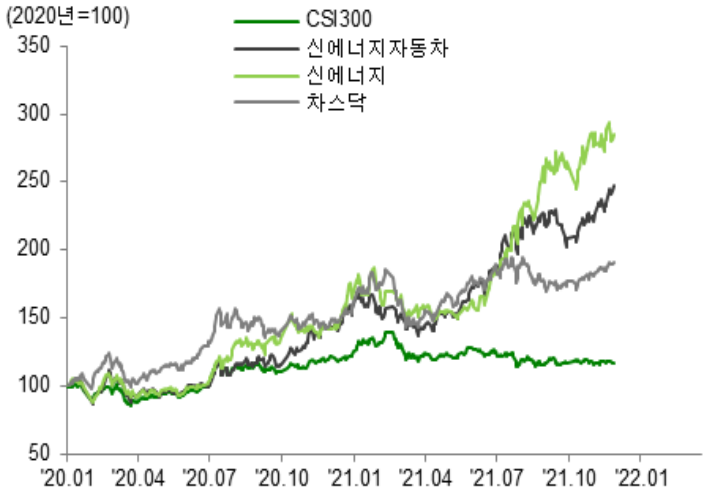
- **지난 11월15일 베이징증권거래소 정책 발표 후 3개월 만에 빠른 개장**
  - 중국 정부의 중소형 성장기업 지원정책(보조금 및 금융지원) 강화 예상
  - 특히 2019년 5월~2021년 7월까지 3차례에 걸쳐 발표한 '전문/정교/특색/참신(专精特新) 중소기업 [작은거인(小巨人) 기업]' 이 향후 베이징증권거래소에 대거 상장할 것으로 예상
  - 12월 초 중국 경제공작회의 개최 예정. 2022년 세제개혁 방향성 가시화될 것으로 보이며, 경기둔화 우려로 재차 부양 기대감 높아질 수 있을 것으로 예상.
  - 단, 구체적인 정책 발표는 3월 전인대 이후에나 가능하기 때문에 증시 반등세를 이끌 재료는 아직 무리. 정책 수혜주(신에너지/전기차 및 중소형 성장주[차스닥 등]) 상승세 지속 예상

11월 베이징 증권거래소 개장 - 전문/정교/특색/참신(专精特新) 중소기업 17개 상장



자료: Wind, 신영증권 리서치센터

중국 정책 수혜주 GO



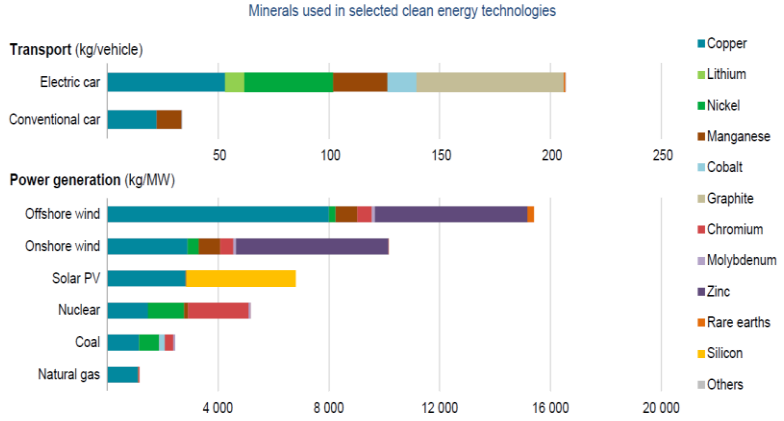
자료: Wind, 신영증권 리서치센터

[원자재] 2022년 전망: Slow and Steady

2022년 원자재 시장 전망: Slow and Steady

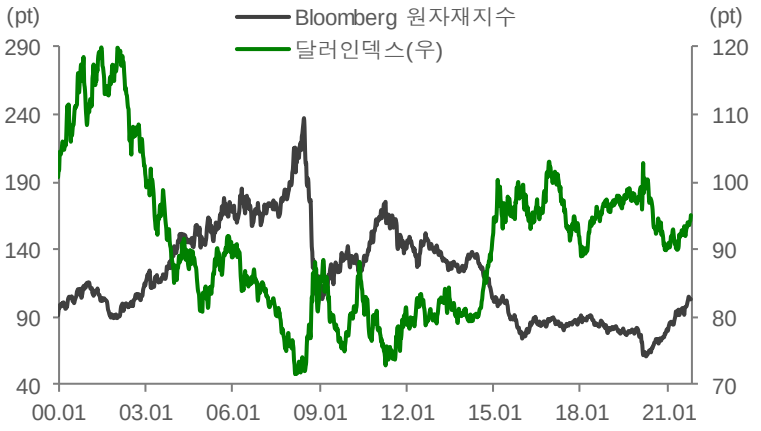
- 경기 흐름 고려 시, 2021년과 같은 폭발적인 원자재 가격 상승 Trigger를 기대하기 어려움. 반면, 원자재 공급은 생산활동 재개 속, 코로나19 우려 축소로 지연되었던 광산 프로젝트들이 재개되며 개선될 전망
- 글로벌 주요국들의 통화정책 중요도가 높아짐. 통화정책 정상화 국면에서는 달러화 또한 강해질 전망
- 비철금속(구리, 알루미늄), 2차전지 광물(양극재 원재료인 니켈과 리튬, 코발트)에 대한 수요는 친환경 정책 기조가 지속되는 환경에서는 긍정적인 추세를 이어갈 전망. 원자력(우라늄)에 대한 수요도 기대
- 2021년 큰 폭으로 상승한 에너지(원유, 천연가스, 석탄)는 2022년 1분기를 기점으로 하락 추세로 전환할 것으로 예상. 전반적인 2022년의 에너지 가격 흐름은 상고하저 흐름 형성 전망
- 통화정책 기조 정상화 국면에서는 귀금속에 대한 투자 매력은 축소될 전망
- 투자 측면에서는 마진이 개선되는 추세를 보이고 있는 광산기업으로의 투자가 유효하다는 판단

강화되는 친환경 정책 기조. 분야별 원자재 수요도 증가할 전망



자료: IEA [The Role of Critical Minerals in Clean Energy Transitions]

통화정책 정상화 국면에서의 달러 강세 흐름. 원자재 가격 하락 요인



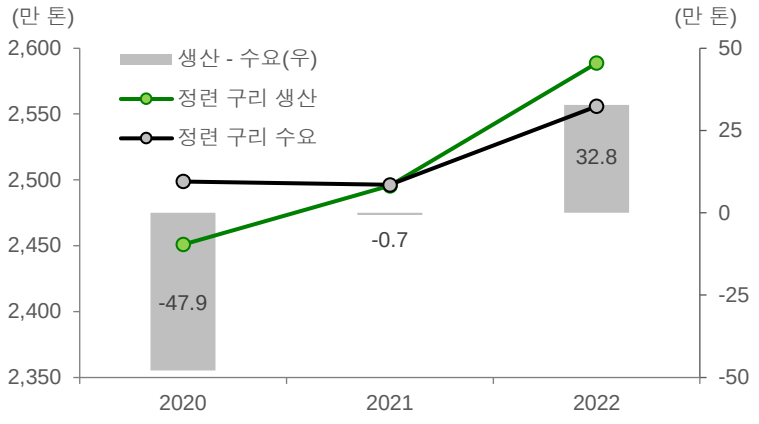
자료: Bloomberg

[원자재] 2022년 전망: 비철금속

비철금속

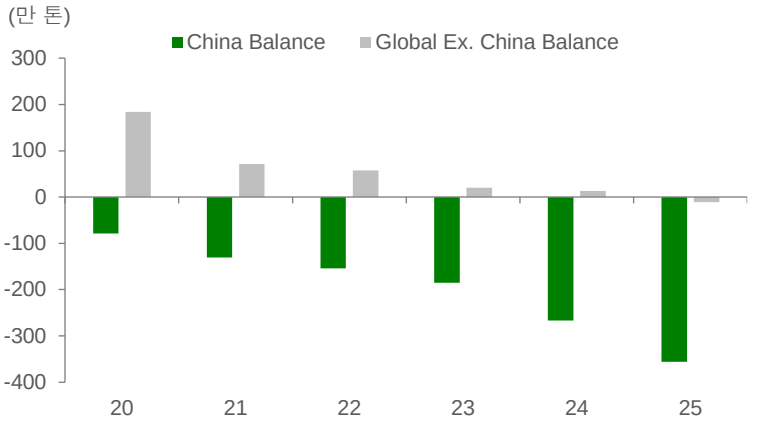
- 구리: 광산 프로그램 재가동 및 코로나19 사태 이후 개선되는 광산 생산량 등으로 공급은 개선될 전망. 수요 또한 친환경 정책 기조에 힘입어 2021년 수준의 흐름을 전개할 수 있을 전망
- 알루미늄: 중국의 알루미늄 공급이 관건. 환경규제 지속 하에서는 생산량이 크게 개선되기 어려울 전망 수요는 친환경 정책에 동조화 되며 개선될 수 있을 전망
- 니켈: 인도네시아의 공급 개선 등은 공급 과잉 현상을 시사. 2차전지 페러다임의 변화 (High Nickel Grade NMC Vs. 중국의 LFP)에 따라 수요 상황이 변할 것으로 예상
- 기타 희소금속(2차전지 양극재 광물): 리튬은 LFP 혹은 NMC 2차전지에 필수적으로 활용되는 원자재 코발트의 필요도는 점진적으로 낮아질 것으로 보임

전기동 구리 수급, 공급 초과 현상이 도래할 전망



자료: ICSG (2021년 10월 전망 기준)

중국의 알루미늄 Shortage는 글로벌 권역의 공급 부족으로 연계



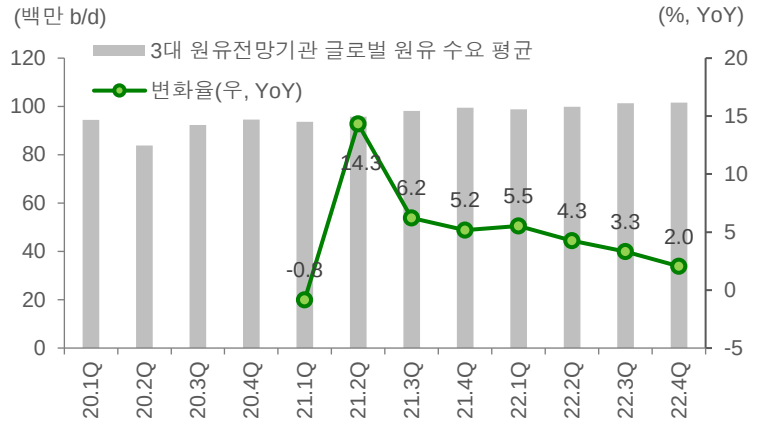
자료: Wood Meakenzie, CRU

[원자재] 2022년 전망: 에너지

에너지

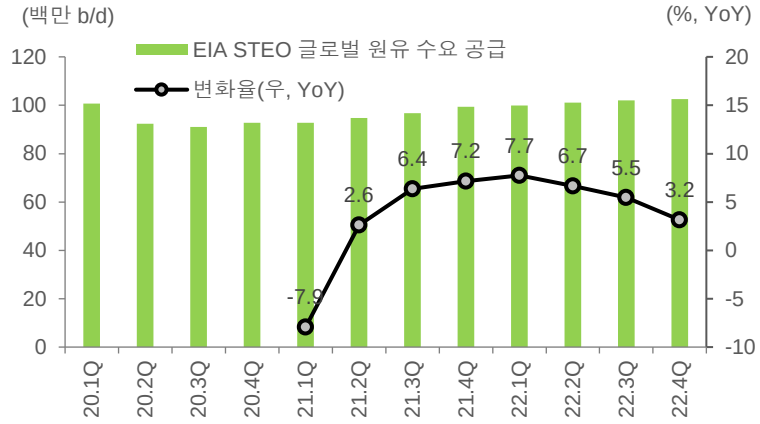
- 원유: 변이 바이러스 우려 상존. 다만, 파급력은 제한적일 전망. 전반적으로 하반기 부근에 이르러 공급 과잉 현상(OPEC+의 산유량 정상화 〉 미국의 산유량 증가 속도 개선)이 부각될 전망. 수요 또한 2021년 대비 큰 폭으로 개선되기 어려울 것으로 보임. 상고하저 흐름 전망
- 천연가스: 유로존 지역의 천연가스 가격 급등세 진정이 천연가스 가격 안정화의 핵심. 2022년 1분기 부근, 천연가스 수요가 축소되는 시점에서 가격 안정화 흐름 전개 전망
- 석탄: 장기적으로는 비중을 줄여야 하는 에너지원. 다만, 에너지를 많이 소비하는 신흥국인 중국 & 인도에서의 수요가 유지될 것으로 예상되며 공급 또한 다소 부진한 것으로 보여 가격 안정화는 어려울 전망
- 우라늄: 친환경에너지로의 변환 과정에서 수요가 개선될 수 있을 전망. 반면, 공급량이 크게 개선되기는 어려울 것으로 보이는 만큼 가격 측면에서는 메리트가 있을 것으로 보임

글로벌 원유 수요 전망 추이



자료: EIA (11월 STEO), IEA (11월 OMR), OPEC(11월 MOMR)

글로벌 원유 공급 전망 추이



자료: EIA (11월 STEO)

[원자재] 2022년 전망: 귀금속

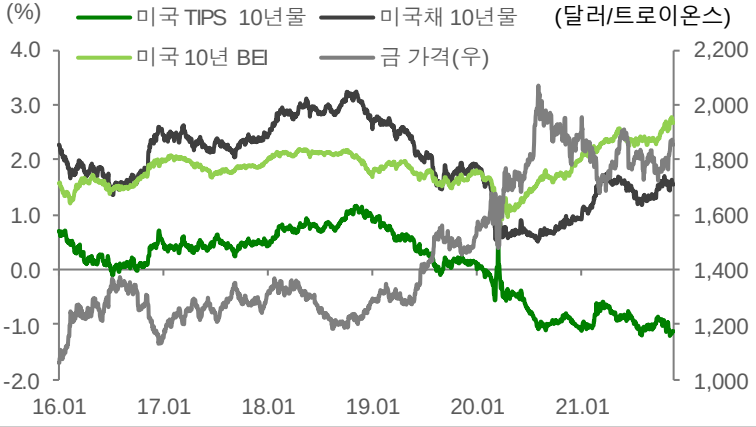
귀금속

- 글로벌 주요국 통화정책 정상화 국면에서 부각되는 달러화의 상대적 강세 환경에서는 금 투자 메리트 ↓
- 통화정책 정상화 국면에서는 금 가격 상승을 이끌었던 매크로 환경[인위적인 명목금리 경직(제로금리), 실질금리 유지(물가채 보유잔고 조절)를 통한 BEI Level 개선]이 조성되기 어려움
- 매크로 측면에서도 살펴보면 전적으로 위험자산에 대한 선호가 반영되어 있어 큰 틀에서의 가격 상승세 전환은 어려울 것으로 보임
- 인플레이션 부담에 따른 Hedge 차원에서의 수요(실물 금괴, 금화 투자 및 낮아진 가격 메리트에 따른 민간 금 수요 개선)는 금 가격의 하단을 지지할 수 있겠으나, 상대적으로 낮아진 ETF의 보유잔고 및 중앙은행의 금 수요 등은 금 가격이 크게 개선되기 어려움을 시사

달러인덱스와 금 가격 흐름 추이

자료: Bloomberg

미국 국고채, 물가채(TIPS) 10년물, 10년 BEI와 금 가격 추이



자료: Bloomberg

[ESG] COP26 이후 친환경 세상으로 급속한 진전

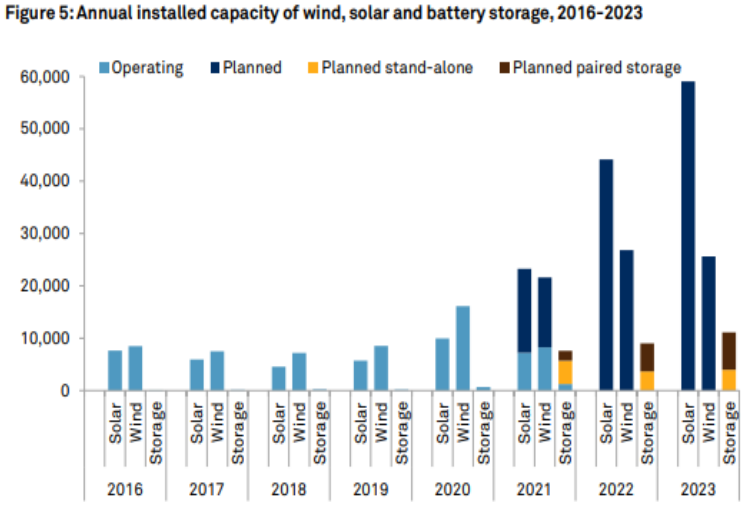
친환경 관련 투자 본격적으로 시작될 것

- COP26은 각국 정부의 친환경 투자를 촉진하게 할 촉매제 역할
- 공급망 이슈로 인해 화석연료 및 원자재, 친환경적이지 못한 상품 가격의 급등은 오히려 친환경 제품의 가격이 상대적으로 가격경쟁력을 갖게 됨 → 코로나19로 인해 환경에 대한 관심 증가 → 친환경 사회로의 가속을 가져오게 될 것으로 전망됨
- EU, 미국 등 주요국 친환경 정책 강화속에 COP26은 2022년 이후 대규모 투자 집행의 명분으로서 역할

COP26, 친환경 기술을 강화할 것

자료: BBC, 언론, 신영증권 리서치센터

큰 폭으로 증가하는 미국의 재생에너지 투자



자료: S&P Market Intelligence, 언론, 신영증권 리서치센터

[ESG] COP26 이후 친환경 세상으로 급속한 진전

주요 ESG가이드 확정 가능성으로 친환경 가속화

- **EU택소노미와 K택소노미 조만간 확정 전망**
  - EU 택소노미 내년부터 적용 예정 → 2022년 EU그린딜, 친환경 관련 본격적인 투자 집행이 시작될 것
  - 국내 K-택소노미 및 ESG 공시가이드 라인 등 정부가 주도한 ESG가이드 곧 발표 전망
    → 국내도 친환경 관련 투자가 보다 정교해지고 확대되는 계기가 될 것
- **COP26, 탄소시장지침 합의 + 2022년 NDC 재점검 예정 + EU,미국 탄소국경세 도입 전망**

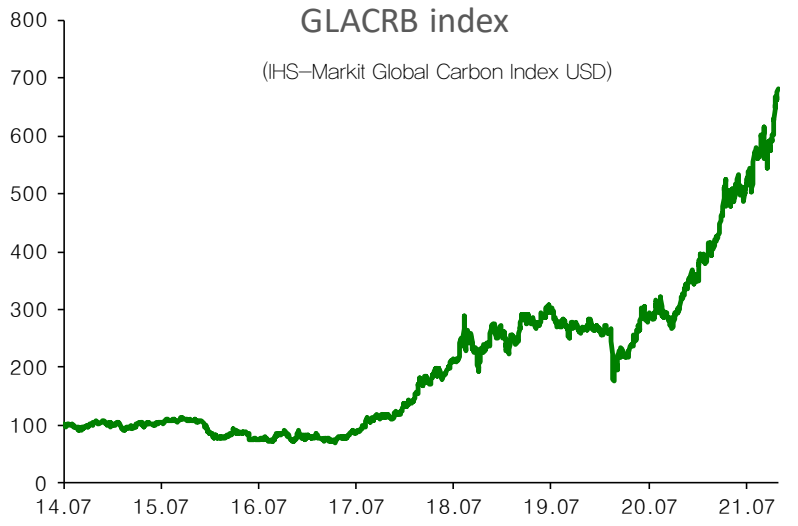
→ 탄소배출권에 대한 관심 증가 더욱 확대 전망

K-택소노미(초안) 10대 분야 87개 경제활동

분야	경제활동
임업	조림,기존 삼림 관리 등 5개
농어업	친환경 가축 생산, 친환경 유기농업 등 6개
제조업	저탄소 시멘트 제조, 그린수소 제조 등 9개
에너지	태양광발전·풍력발전을 통한 전력생산, 폐열을 통한 열 생산 등 27개
환경	대기오염 처리, 중앙 폐수처리 시스템 등 17개
수송	화물철도 운송, 대중교통, 저탄소 도시개발 등 12개
정보통신	저탄소 인터넷 데이터센터 등 3개
건축물	신규 친환경 건축물 건설, 기존 건축물의 그린리모델링 등 4개
자연생태 보호 및 보전	자연 생태계 보전, 복구 등 2개
전문적 활동 및 과학기술 개발 활동	기후변화 적응 관련 R&D 등 2개

자료: 환경부, 신영증권 리서치센터

높은 관심 속에 고공 행진을 보이고 있는 탄소배출권



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

III. 12월 EMP 포트폴리오

12월 신영증권 자산배분 IPC – ETF 유니버스 제안

- (한국주식) 통화긴축 대비해 중소형주보다는 대형주, 테마주보다는 배당주/반도체 등 비중 확대. ETF는 비메모리 반도체 ETF(8%)와 바이오 ETF(7%)로 교체
- (미국 주식) 12월 FOMC 테이퍼링 가속화 시 변동성 확대 가능성 있어 미국 주식 비중을 28%에서 25%로 3%p 하향 조정. 미국 부동산/리츠 ETF(10%), 미국 반도체 ETF(5%) 교체 편입
- (미국 채권/한국 채권) 당분간 투자성과 양호할 것으로 보이는 TIPS 비중 추가 확대하고 중기 크레딧 ETF 비중을 소폭 축소하는 수준에서 미세 조정. 한국은 12월 채권시장 안정세를 되찾을 것으로 판단해 우량 크레딧 ETF 비중 선제 확대

자산	국가	11월 제안비중	12월 제안비중	유니버스
주식	한국	15%	15%	• KODEX K-신재생에너지액티브(385510 KS) (편출) • TIGER 200 철강소재(139240 KS) (편출) • KODEX 바이오(244580 KS) (7%) • KBSTAR 비메모리반도체액티브(388420 KS) (8%)
	미국	28%	25%	• SPDR S&P Regional Banking(KRE US) (편출) • Invesco Dynamic Leisure and Entertainment(PEJ) (편출) • iShares Preferred and Income Securities(PFF) (8%→5%) • Real Estate Select Sector SPDR(XLRE) (10%) • iShares Semiconductor(SOXX) (10%)
	중국	12%	12%	• TIGER 차이나전기차 SOLACTIVE(371460 KS) (6%) • KODEX 차이나심천ChiNext(합성)(256750 KS) (6%)
채권	미국	13%	13%	• Vanguard Intermediate-Term Corporate Bond(VCIT US) (4%→3%) • iShares TIPS Bond(TIP US) (5%→6%) • iShares iBoxx $ High Yield Corporate Bond (HYG US) (4%)
	한국	12%	15%	• KBSTAR 중기우량회사채 (136340 KS) (4%→7%) • KODEX 국고채3년(114260 KS) (5%) • KOSEF 국고채10년(148070 KS) (3%)
대체	-	20%	20%	• Invesco DB Agriculture(DBA) (5%) • Global X Uranium(URA) (5%) • KODEX 미국 달러선물(261240 KS) (5%) • SOL 글로벌탄소배출권선IHS(합성)(400590 KS) (5%)

자료: 신영증권 리서치센터