Global Infrastructure Strategy

글로벌 인프라: 골 넣는 수비수

정연우 (글로벌 인프라)
02)2229-6539
yw.jeong@nhqv.com

NH투자증권 리서치본부에서 글로벌 인프라 자산 분석을 담당하게 된 **정연우**입니다. 전통 자산과 낮은 상관관계를 보이는 대체투자 자산에 대한 관심이 높아지는 가운데, 전 세계적으로 높은 물가 상승률, 강한 긴축 활동이 지속되며 인프라 섹터에 주목하는 움직임이 늘어나고 있습니다. 인프라 자산만이 가진 장점을 누릴 수 있는 동시에 접근이 쉬운 상장 인프라 투자에 초점을 맞춰 본 자료를 작성했습니다.

글로벌 상장 인프라 투자에 대해 **비중확대** 의견을 제시합니다. 인프라 자산은 수요가 비탄력적이고 운영 기간이 긴 특성상 인플레이션에 연동되는 계약 구조를 가지고 있어 고물가 시기 견조한 성과가 예상됩니다. 특히, 규제 자산 비중이 높아 수요 둔화로 인한 타격을 최소화할 수 있는 전력 송배전 유틸리티 섹터, 미국 천연가스 시장 성장 모멘텀 수혜가 예상되는 오일&가스 미드스트림 섹터에 투자하는 전략을 제시합니다.

NH투자증권

CONTENTS

I. 대체투자에 대한 관심 증대 및 인프라 자산 성과 4
1. 대체투자 시장에 대한 관심 증대 4
2. 인프라 자산의 특징 6
3. 글로벌 인프라 최근 성과 호조의 원인 7

II. 상장 인프라로 글로벌 인프라 투자하기 10
1. 상장 인프라 투자의 특징 10
2. 글로벌 상장 인프라 지수 및 섹터 분석 11

III. 글로벌 인프라 투자전략: 골 넣는 수비수 16
1. 고물가+경기 모멘텀 둔화 구간 글로벌 인프라 성과 16
2. 전력 송배전 유틸리티: 경기 둔화 시기 주목해야할 방어주 대표 주자 20
1) 전력 송배전 유틸리티 인프라의 사업 구조 21
2) 전기화(Electrification) 트렌드는 새로운 투자 기회 23
3) 방어주에 대한 관심 높아질 것 26
3. 오일&가스 미드스트림: 변화하는 에너지 패러다임 모멘텀 수혜 누릴 것 29
1) 오일&가스 미드스트림 인프라의 계약 형태와 성과 30
2) 러-우 전쟁, 북미 오일&가스 미드스트림 인프라에는 호재 32
3) 고물가+경기 둔화 환경하에서도 견조한 성과 이어갈 것 35

IV. ETF로 글로벌 인프라 투자하기 38
1. 글로벌 인프라 ETF: TOLZ (ProShares DJ Brookfield Global Infra ETF) 39
2. 유틸리티 인프라 ETF: VPU (Vanguard Utilities ETF) 41
3. 오일&가스 미드스트림 ETF: MLPX (Global X MLP & Energy Infra ETF) 43

글로벌 인프라: 골 넣는 수비수

Infrastructure Strategy | 2022. 9. 29

높은 물가 상승률, 공격적 긴축이 지속되며 경기 침체 우려 확대. 주식, 채권과 상관관계가 낮고, 인플레이션 헤지 기능을 갖춘 글로벌 인프라에 투자함으로써 포트폴리오 변동성 축소 가능

상장 인프라로 글로벌 인프라 투자하기

상장 인프라 투자는 인프라 자산이 가진 특성을 누릴 수 있는 동시에 접근이 쉽다는 장점 보유. 다수의 인프라 자산을 보유한 상장 인프라 기업에 투자함으로써 개별 자산 및 프로젝트 관련 리스크 최소화 가능

연초 이후 자산 시장 전반에서 약세 흐름이 나타나고 있지만, 글로벌 상장 인프라는 상대적으로 견조한 수익률 기록. 이는 글로벌 상장 인프라의 경기 방어주 매력과 인플레이션 헤지 기능이 주목받았기 때문

고물가+경기 모멘텀 둔화 구간 글로벌 인프라 투자전략

높은 물가 상승률이 당분간 지속될 것으로 예상되며 경기 모멘텀도 약화 중임을 고려해, 글로벌 인프라 비중확대 의견 제시. 상기 매크로 환경하에서 아웃퍼폼할 수 있는 인프라 섹터에 선별적으로 접근함으로써 성과 극대화할 수 있을 것

전력 송배전 유틸리티 섹터는 과거 경기 둔화기에 안정적인 성과를 기록했던 대표적인 경기 방어 인프라. 규제 자산 비중이 높아 경기 둔화 환경에서도 이익변동성이 작고, 안정적으로 배당금 지급

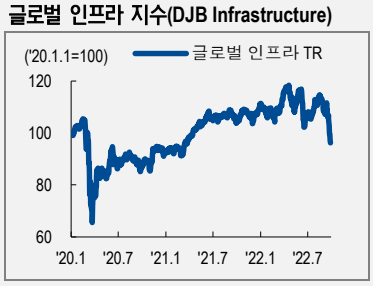
러-우 전쟁 이후 에너지 패러다임이 변화하며 에너지 가격 급등. 러시아산 에너지에 대한 제재가 본격화되는 가운데 미국이 천연가스 시장의 Key Supplier로 부상할 것. 미국산 LNG 수출이 크게 늘어나며 북미 오일&가스 미드스트림 인프라에 우호적인 영업 환경 조성될 전망

추천 인프라 ETF: TOLZ(글로벌 인프라), VPU(유틸리티), MLPX(오일&가스)

경기 민감도가 낮은 섹터와 북미 오일&가스 섹터 노출도가 높은 인프라 ETF 투자 권고. 경기 모멘텀이 둔화되는 환경에서 견조한 성과 기대되며, 북미 천연가스 시장 모멘텀 확대 수혜 예상

경기에 민감한 공항, 도로 섹터 비중이 가장 낮은 TOLZ(글로벌 인프라), 편입 종목 대부분이 경기 방어 섹터로 구성된 VPU(유틸리티), 천연가스 Value Chain 노출도가 높은 MLPX(오일&가스 미드스트림) 투자 유망

글로벌 인프라 지수(DJB Infrastructure)



섹터별 인프라 총 수익률 지수

섹터	수익률 (1W%)	수익률 (1M%)	수익률 (YTD%)
전력	-8.34	-13.68	-12.29
오일&가스	-9.25	-13.90	-1.57
통신	-7.33	-15.36	-27.80
수자원	-10.17	-15.75	-28.17
도로	-6.17	-13.28	-9.31
공항	-7.65	-11.29	-17.82
항만	-9.07	-12.45	-20.47
글로벌	-8.61	-13.98	-13.74

주1: DJB Global Infrastructure Index 하위 섹터별 Index Total Return(총 수익률)
주2: 2022년 9월 27일 종가 기준

정연우 (글로벌 인프라)
02)2229-6539, yw.jeong@nhqv.com

I. 대체투자에 대한 관심 증대 및 인프라 자산 성과

1. 대체투자 시장에 대한 관심 증대

대체투자 자산, 전통자산(주식, 채권) 외의 투자 자산

대체투자 자산은 전통 금융자산(주식, 채권, 현금성 자산 등)외의 투자 자산을 의미한다. 일반적으로 전통적인 금융자산과 Risk-Return 프로파일이 다른 투자 대상을 통틀어 대체투자로 정의하기도 한다. 대체투자 데이터 분석 회사 Preqin은 주요 대체투자 자산을 Private Equity, Private Debt, 헤지펀드(Hedge Fund), 부동산(Real Estate), 인프라(Infrastructure), 천연자원(Natural Resources)으로 분류하고 있다.

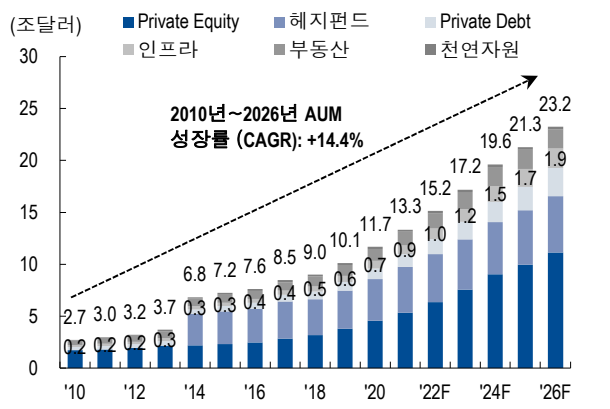
대체투자 자산 투자 통해 포트폴리오 분산 효과 얻을 수 있음

전통자산인 주식, 채권만으로 구성된 포트폴리오에 대체투자 자산 편입 시 전체 포트폴리오의 분산 효과가 커진다는 연구 결과가 등장하며 대체투자 시장에 대한 관심이 증대되었다. 다만 대체투자 자산은 공정시장가치(Fair Market Value)를 측정할 수 있는 거래소 등이 없는 경우가 많고, 특히 사모 시장의 경우 유동성이 낮아 기관투자자 등(LP)이 전문 운용사(GP)에 투자하는 형태로 거래가 이루어지고 있다.

대체투자 시장 규모 성장 중

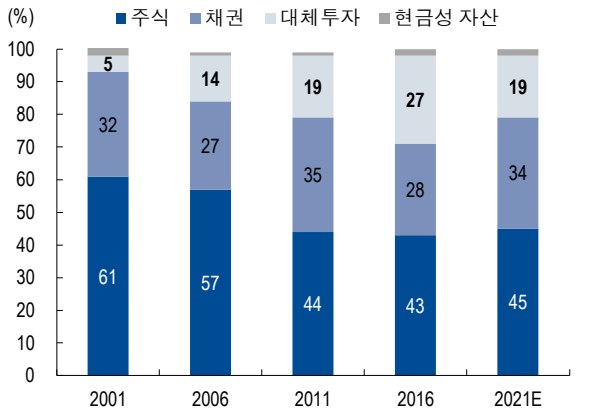
한편, 대체투자에 대한 관심이 높아지며 2010년 약 2.7조달러 수준이던 사모 대체투자 펀드 AUM(Asset Under Management)은 2021년 6월 말 기준 13.3조달러까지 증가하였다(그림1 참조). 합산 AUM 규모가 50조달러를 상회하는 P7(미국, 영국, 일본, 캐나다, 호주, 네덜란드, 스위스) 국가의 연금 펀드에서 대체투자 자산이 차지하는 비중 또한 2001년 5%에서 2021년 19%까지 상승하였다(그림2 참조).

그림1. 대체투자 자산별 AUM 추이



주1: 대체투자 자산별 펀드 AUM(Asset Under Management) 규모
주2: 2021년 수치는 2021년 6월말 기준
자료: Preqin, NH투자증권 리서치본부

그림2. 대체투자 투자 비중 늘어나는 추세



주: P7(미국, 영국, 일본, 캐나다, 호주, 네덜란드, 스위스) 국가 연금 펀드의 투자 비중
자료: Willis Towers Watson, NH투자증권 리서치본부

1) 포트폴리오 다각화
2) 타 자산과의 낮은 상관관계

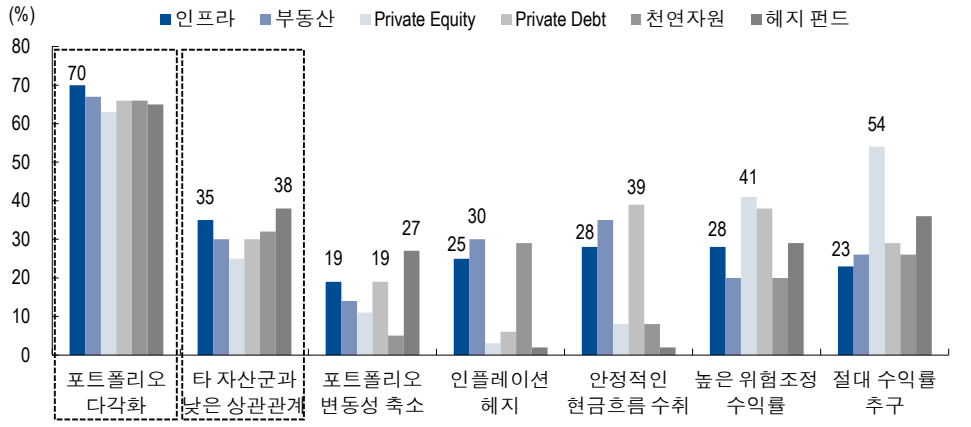
투자자들이 대체투자 자산에 투자하는 가장 주된 이유는 **1)포트폴리오 다각화 효과**를 얻기 위함이다. **2)타 자산과 낮은 상관관계**를 보인다는 점 또한 대체투자 자산의 특징이다. 다만, 각 자산별로 투자자들이 주목하는 특징은 상이하다(그림3, 표1 참조).

연초 이후 대체투자 시장 Keyword: Risk-off

한편, 연초 이후 공급망 병목 현상, 러시아-우크라이나 전쟁 등 여러 이슈가 겹치며 높은 물가 수준이 유지되고 있다. 높아진 물가를 통제하기 위한 긴축 활동이 가속화되며 경기 침체에 대한 우려가 커지고 있는 현 상황에서 대체투자 시장은 Risk-off 모드에 진입했다. 높은 수익률을 추구하지만 이로 인해 변동성이 높은 Private Equity에 대한 관심이 줄어드는 한편, 실물 자산을 기초자산으로 보유하여 인플레이션 헤지 능력을 갖춘 부동산, 인프라, 천연자원에 대한 투자 인기가 높아지고 있다.

대체투자 자산 투자자는 포트폴리오 다각화, 타 자산과의 낮은 상관관계에 주목

그림3. 대체투자 자산에 투자하는 이유



주: 대체투자 자산에 투자하는 기관투자자를 대상으로 진행한 설문조사
자료: Preqin, NH투자증권 리서치본부

표1. 대체투자 자산별 특징 및 위험 요인

구분	특징	위험 요인
Private Equity	- 전통 자산(주식, 채권) 대비 높은 수익률 추구 - 전통 자산(주식, 채권)과의 낮은 상관관계	- 낮은 유동성 - 가치평가 위험
Private Debt	- Private Equity 대비 짧은 투자 기간 - 채권 대비 높은 수익률	- 부실 대출 또는 부실 재무 약정 - 유동성 위험
헤지펀드 (Hedge Fund)	- 전통 자산(주식, 채권)과의 낮은 상관관계 - 절대적 수익률 추구	- 다양한 시장 위험에 노출 - 운용 능력에 의해 성과가 크게 좌우됨
부동산 (Real Estate)	- 전통 자산(주식, 채권)과의 낮은 상관관계 - 인플레이션 헤지 기능 보유 - 투자자의 위험 추구 성향에 따른 다양한 전략 추구 가능	- 매크로 환경으로부터 발생하는 체계적 위험 - 특정 지역 및 물건에 한정된 비체계적 위험
인프라 (Infrastructure)	- 안정적이고 예측가능한 현금흐름 - 인플레이션 헤지 기능 보유	- 정치적 위험 및 규제 위험 - 건설, 신용, 재무 위험
천연자원 (Natural Resources)	- 인플레이션 헤지 기능 보유	- 투기 수요에 의한 가격 왜곡 위험

자료: NH투자증권 리서치본부

2. 인프라 자산의 특징

인프라, 경제 활동의 기반을 형성하는 시설 및 자본

대체투자 자산 중 인프라(Infrastructure)는 경제 활동의 기반을 형성하는 기초적인 시설 및 자본을 의미한다. 최근에는 대표적 인프라 투자 자산인 **유틸리티**(전력, 가스, 수자원 등), **교통**(도로, 공항, 항만 등), **통신**뿐 아니라 **사회**(병원, 학교, 공원 등) 인프라까지 포함하는 개념으로 널리 사용되고 있다.

1) 독과점적 자산
2) 높은 진입장벽
3) 비탄력적 수요
4) 안정적 현금흐름

인프라 자산은 일반적으로 운영 기간이 길고, 초기 투자비용이 커서 **1)독점 및 독과점적**인 특성을 갖는 동시에 **2)높은 진입장벽**이 형성되어 있다. 또한 인프라 자산을 통해 제공되는 서비스 중 대다수는 경제 활동을 영위함에 있어 그 역할이 중요하기 때문에 **3)수요가 비탄력적**인 경우가 많은데, 이 때 규제 기관이 자산 운영에 개입하는 형태가 일반적이다. 지역 또는 자산의 종류에 따라 규제 방식이 상이하나, 요금 인상 상한선을 사전에 책정하거나 일정 수준의 수익성을 보장하는 경우가 많아 인프라 자산은 상대적으로 **4)안정적인 현금흐름**을 보인다. 규제 기관에 의해 안정적인 현금흐름이 일정 부분 보장된다는 점은 장점으로 작용할 수 있으나, 규제 리스크 및 정책 리스크와 같은 외부 요인에 의한 영향을 받을 수 있다는 점에서 주의가 필요하다.

직접 투자 시장에 참여할 수 있는 투자자는 소수

인프라 자산은 다른 대체투자 자산 대비 투자 기간이 길고 비교적 저위험 자산에 속하기 때문에 연기금 및 보험사 등 장기 부채를 보유한 기관투자자가 투자 시장에 참여하고 있다. 또한 인프라 종류마다 또는 프로젝트마다 구조가 다르고 복잡성이 높기 때문에 규모가 큰 자산일수록 경쟁이 제한적이며, 전문성을 갖춘 대형 투자자들이 참여하는 직접 투자 시장이 형성되어 있다.

표2. 인프라 자산의 특징

구분	특징
독과점적 자산	- 초기 투자 규모가 크고 고정 비용이 많이 소요되어 높은 진입 장벽 형성
비탄력적 수요	- 인프라 자산을 통해 제공되는 서비스 중 대다수는 경제 활동을 영위하는 데 있어 필수적
안정적 현금흐름	- 독과점적 성격, 비탄력적 수요 및 규제(Regulation) 영향으로 현금흐름 예측 가능성이 높음
인플레이션 헤지	- 자산을 통해 얻는 수익과 물가 상승률이 연동된 계약 구조를 채택하여 인플레이션 헤지 기능 보유
긴 운영기간	- 건설 기간 및 운영 기간이 길어 투자 기간이 길

자료: NH투자증권 리서치본부

3. 글로벌 인프라 최근 성과 호조의 원인

인플레이션, 경기 침체 우려에도 인프라는 상대적으로 견조

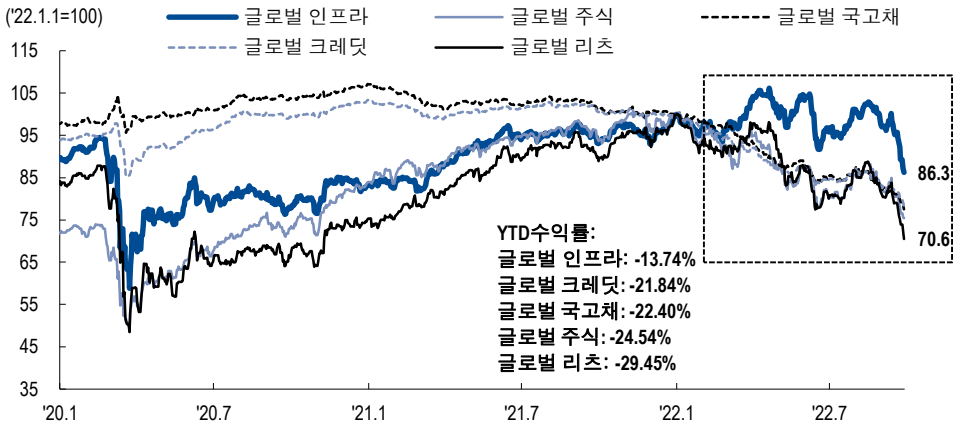
긴축 우려에 시장 금리가 상승하고 러시아-우크라이나 전쟁, 중국 봉쇄조치 여파에 인플레이션이 심화되며 연초 이후 자산 시장 전반에서 약세 흐름이 나타나고 있다. 다만 주요 자산 중 글로벌 인프라는 **연초 이후 -13.74%의 총 수익률을 기록하며 글로벌 주식 시장(-24.54%) 대비 아웃퍼폼(Outperform)하는 모습을 보였다(그림4 참조).** 이뿐만 아니라 **글로벌 리츠(-29.45%), 글로벌 국고채(-22.40%), 글로벌 크레딧(-21.84%) 등 주요 인컴(Income)형 자산 대비로도 우수한 성과를 기록했다.**

인프라 자산의 경기 방어주로서의 매력, 인플레이션 헤지 기능에 주목

글로벌 인프라가 연초 이후 전반적인 자산 시장 대비 우수한 성과를 보인 이유는 **경기 방어주로서의 매력과 높은 물가 환경을 버텨낼 수 있는 인플레이션 헤지 기능이 주목받았기 때문**이라고 판단한다. 경기 모멘텀 둔화, 높은 물가 상승률에 대한 우려가 당분간 지속되는 가운데 인프라 섹터에 대한 높은 관심이 유지될 것으로 예상한다.

연초 이후 글로벌 인프라 지수의 아웃퍼폼(Outperform)

그림4. 주요 자산별 수익률 추이



주1: 글로벌 인프라(Dow Jones Brookfield Global Infrastructure TR), 글로벌 주식(MSCI ACWI TR), 글로벌 국고채(Global Agg Treasuries TR), 글로벌 크레딧(Global Agg Credit TR), 글로벌 리츠(FTSE EPRA Nareit Global REITs TR)
주2: 총 수익률(TR) 기준
주3: 2022년 9월 27일 종가 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

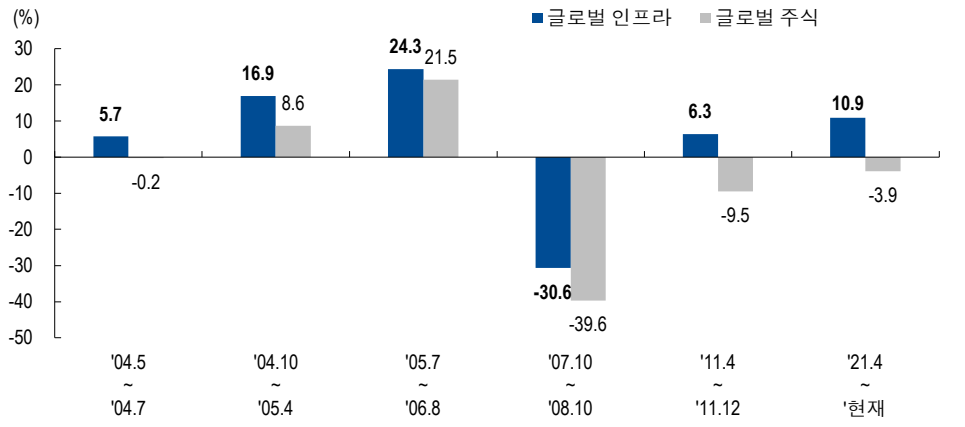
인플레이션과 연동된 계약 구조로 인플레이션 헤지

글로벌 상장 인프라 지수는 2003년 이후 물가 상승률(y-y)이 3% 이상이었던 모든 구간에서 주식 시장 대비 나은 성과를 보였는데(그림5 참조), **이는 인플레이션에 연동된 계약 구조를 지닌 인프라 자산이 많기 때문이다.** 이는 대체로 수요가 비탄력적이고 운영 기간이 긴 인프라 자산의 특성에 기인한다. 인플레이션에 연동된 계약 구조는 자산 운영자 입장에서는 긴 투자 기간 동안 수익 안정성을 일정 수준 보장받는 장치이며, 사용자 입장에서는 사용료의 과도한 인상을 방지할 수 있는 장치이다.

특히 독과점적인 성격이 강하고 수요가 매우 비탄력적인 유틸리티 인프라의 경우, 규제 기관에서 물가 상승률 및 금리 수준을 반영한 계약 구조를 도입하고 있다(표3 참조). 규제 자산 외의 자산도 인플레이션이 연동된 요금 구조를 설정하여 사용료를 수취하는 경우가 많다.

'03년 이후 CPI가 3%를 상회한 모든 구간에서 주식 시장 대비 아웃퍼폼

그림5. 높은 물가 시기 글로벌 인프라, 글로벌 주식 성과 추이



주1: 2003년 이후 미국 CPI(y-y)가 3%를 상회한 6번의 구간에서의 글로벌 인프라(Dow Jones Brookfield Global Infrastructure Index)와 글로벌 주식(MSCI ACWI)의 성과
주2: 총 수익률(Total Return) 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

표3. 인프라 자산의 계약 구조에 내재된 인플레이션 헤지 특성

계약 방식	섹터(예시)	특징
Regulated	전력·가스·수자원 유틸리티	규제당국에서 물가 상승률을 반영하여 요금 및 프로젝트 비용을 관리
Concession-Based	공항, 도로 인프라	사전에 합의된 계약으로 소비자물가 상승률과 연동된 요금 인상률 확보
Contracted: (GDP-Sensitive)	오일&가스 미드스트림, 철도, 항만 인프라	영업 환경을 고려하여 인플레이션이 직간접적으로 요금 인상률에 반영
Contracted:(Other)	통신	물가 상승에 관계없이 일정 수준의 요금 인상률 책정

자료: Cohen & Steers, NH투자증권 리서치본부

인프라 자산의 인플레이션 헤지 능력 주목받기 시작

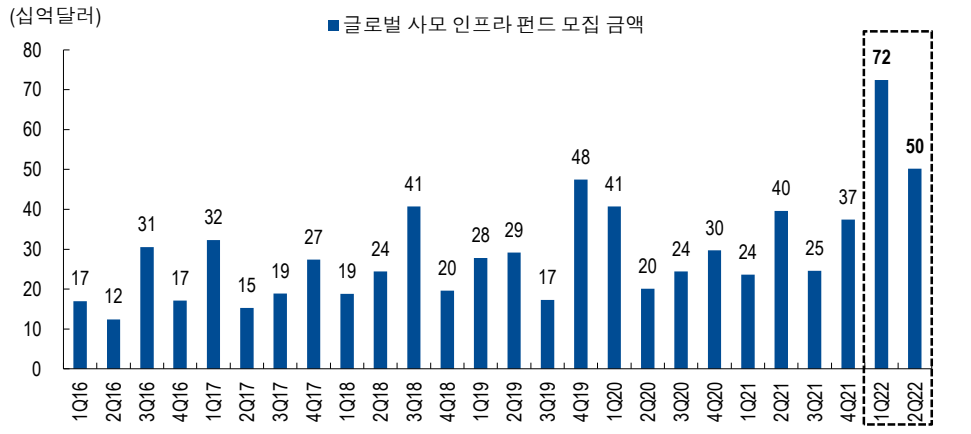
사모 대체투자 시장에서도 인프라 섹터에 대한 관심이 증대되고 있다. 특히 연초 이후 높은 물가 상승률이 지속되고 각국 정부의 긴축 활동이 가속화되며 경기 침체에 대한 우려가 높아지기 시작하자, 인플레이션 헤지 능력을 보유하여 고물가 시기 방어력이 우수한 인프라 펀드로의 자금 유입이 크게 늘어났다(그림6 참조).

화석연료 인프라 투자가 오히려 늘어나는 중

에너지 인프라 섹터에서 나타나고 있는 주목할만한 변화는 화석연료 인프라 투자가 늘고 있다는 점이다. 2010년대 초반까지만 해도 사모 에너지 인프라 펀드 모집액의 절반 이상을 차지하던 화석연료 인프라는 탈탄소화(Decarbonization)를 위한 움직임이 시작되며 2021년 그 비중이 3.4%까지 하락했다(그림7 참조). 하지만 연초 발발한 러시아-우크라이나 전쟁 이후 러시아산 에너지에 대한 제재가 시작되며 유럽 지역을 중심으로 에너지 부족 사태가 불거지기 시작했고, 화석연료 인프라 투자가 오히려 큰 폭으로 늘어났다.

그림6. 고물가 지속되며 인프라 자산에 대한 관심 증대

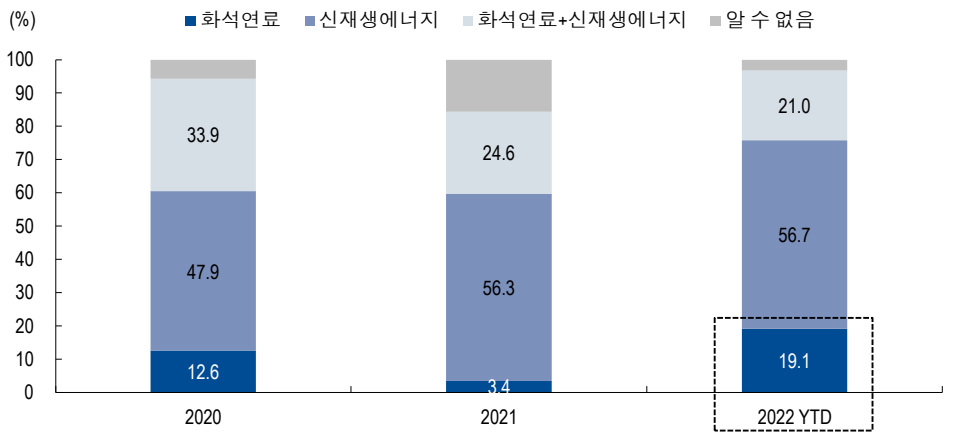
연초 이후 글로벌 사모 인프라 펀드 자금 유입 증가



자료: Preqin, NH투자증권 리서치본부

그림7. 북미 사모 에너지 인프라 펀드 모집 금액 추이

러-우 전쟁 이후 화석연료 인프라 투자 증가



주: 2022년 7월말 기준
자료: Preqin, NH투자증권 리서치본부

II. 상장 인프라로 글로벌 인프라 투자하기

1. 상장 인프라 투자의 특징

글로벌 상장 인프라 규모 2.5조달러

상장 인프라 기업은 다수의 인프라 자산을 직·간접적으로 소유 및 운영하며 발생한 수익을 투자자에게 분배하거나 재투자하는 사업 구조를 가지고 있다. 글로벌 상장 인프라 기업 협회 GLIO(Global Listed Infrastructure Organization)에서는 2021년 말 기준 글로벌 상장 인프라의 합산 시가총액을 약 2.5조달러로 평가하고 있다.

인프라 자산 직접 투자의 한계점 보완 가능

상장 인프라 투자는 인프라 자산이 가진 특성을 누릴 수 있는 동시에 접근이 쉽다는 장점을 가지고 있다. 앞서 언급한 인프라 자산에의 직접 투자는 초기 투자비용 및 진입장벽이 높고, 유동성이 낮다는 한계점을 갖는데, 상장 인프라 투자를 통해 이를 어느 정도 상쇄할 수 있다. 다수의 인프라 자산을 소유 및 운영하고 있는 상장 인프라 기업에 투자함으로써 개별 자산 및 프로젝트 관련 리스크를 최소화할 수 있다.

주식 시장 변동성에는 노출

다만, 이 역시 상장 기업에 투자하는 것과 마찬가지로 주식 시장 변동성에 노출된다는 한계점이 존재한다. 실제로 코로나19발 실물 경기 침체 공포가 극에 달했던 지난 2020년 3월, 일부 경기 민감 상장 인프라(공항, 도로 등) 기업의 주가는 전체 주식 시장보다도 더욱 크게 하락했다.

그림8. 상장 인프라 투자 구조(예시)

자료: NH투자증권 리서치본부

2. 글로벌 상장 인프라 지수 및 섹터 분석

대표적인 인프라 지수, DJB / S&P Infra Index

대표적인 글로벌 상장 인프라 지수로는 S&P에서 제공하는 Dow Jones Brookfield Global Infrastructure Index(이하 DJB Global Infrastructure Index)와 S&P Global Infrastructure Index가 사용되고 있다(표4 참조). 두 지수 모두 인프라 자산으로부터 현금흐름의 대부분을 창출하는 종목만으로 지수를 구성하여 글로벌 상장 인프라 시장의 흐름을 트래킹하고 있다.

DJB Infra Index가 보다 폭넓은 인프라 시장 커버

본 자료에서는 DJB Global Infrastructure Index를 주요 분석 대상으로 선정하였다. S&P Global Infrastructure Index는 하위 인덱스로 지역별 상장 인프라 지수만을 제공하는 데 반해, DJB Global Infrastructure Index의 경우 지역별 상장 인프라 지수 외에 섹터별 인프라 지수까지 제공하고 있다. 또한 단일 종목 및 섹터별 최대 비중 제한(캡) 수준이 상대적으로 높아 국가 및 기업 비중을 실제 시장과 최대한 가깝게 반영하고 있으며, S&P Global Infrastructure Index에는 포함되어 있지 않은 통신 인프라 종목까지 편입하여 보다 폭넓은 인프라 시장을 추종하고 있다.

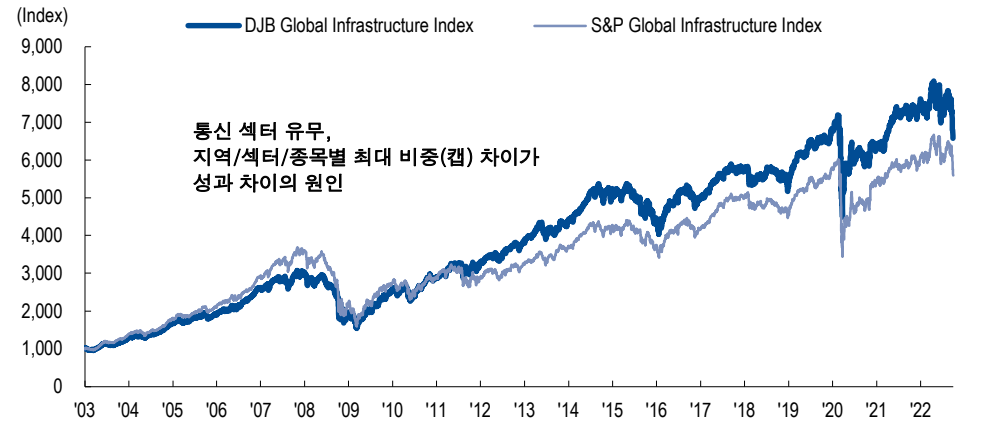
표4. DJB Global Infrastructure Index와 S&P Global Infrastructure Index 비교

항목	Dow Jones Brookfield Global Infrastructure Index	S&P Global Infrastructure Index
구성 종목 수	101개	75개
구성 방식	수정 시가총액 가중평균 (Modified Market Cap Weighted)	수정 시가총액 가중평균 (Modified Market Cap Weighted)
섹터 구성	유틸리티, 오일&가스, **통신**, 운송	유틸리티, 운송, 오일&가스
편입 기준	유동시가총액 5억달러 이상	유동시가총액 1억달러 이상
단일 종목 캡(최대 비중)	**10%**	**5%**
지역/섹터 캡(최대 비중)	• 지역: 개별 국가 비중(최대 50% Cap) • 섹터: 개별 섹터 비중(최대 50% Cap)	• 지역: 선진 시장(DM) 60종목, 신흥 시장(EM) 15종목 • 섹터: 유틸리티(40%, 30종목), 운송(40%, 30종목), 오일&가스 15종목(20%)
지수 제공일	2008년 7월 14일	2007년 2월 22일
지수 시작일	2002년 12월 31일	2001년 11월 16일
리밸런싱 주기	반기(6월, 12월)	반기(3월, 9월)

자료: S&P Dow Jones Indices, NH투자증권 리서치본부

두 글로벌 인프라 지수 성과 대체로 동행

그림9. DJB Global Infrastructure Index와 S&P Global Infrastructure Index 성과(2003년~)



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

글로벌 상장 인프라 지수 DJB Global Infra Index

대표적 글로벌 상장 인프라 지수인 DJB Global Infrastructure Index는 현금흐름의 70% 이상을 **공항**(Airports), **유료 도로**(Toll Roads), **항만**(Ports), **통신**(Communications), **전력 송배전**(Electricity Transmission & Distribution), **오일&가스 저장 및 운송**(Oil & Gas Storage and Transportation), **수자원 유틸리티**(Water Utilities) 등 인프라 자산 또는 인프라 자산 건설 활동을 통해 창출하는 종목을 지수에 편입하고 있다. 9월 27일 종가 기준 약 1.3조달러 규모의 종목 101개로 지수가 구성되어 있다.

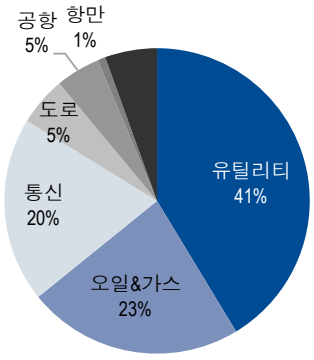
유틸리티, 오일&가스, 통신 섹터의 비중 큼

DJB Global Infrastructure Index 내에서는 전력 송배전, 가스, 수자원 유틸리티 및 복합 유틸리티 인프라를 포함하는 유틸리티 섹터가 41%로 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 오일&가스(23%), 통신(20%) 인프라가 그 뒤를 잇고 있으며, 도로, 공항, 항만 인프라로 구성된 운송 인프라 섹터는 약 11%를 차지하고 있다(그림10 참조).

북미(미국, 캐나다) 지역 비중이 높은 편

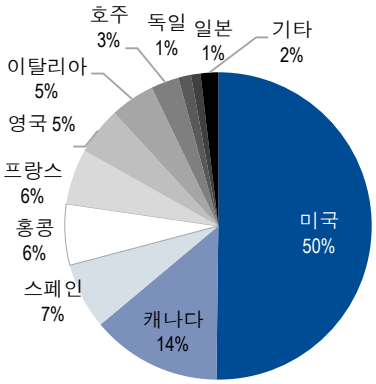
한편, 국가별 비중을 살펴보면 북미 지역이 전체 지수의 절반 이상을 차지하고 있다(그림11 참조). 독과점적인 특성이 강한 인프라 자산은 과거 그 중요성 때문에 국가에서 소유 및 관리하는 경우가 많았고, 민간 자본이 투입되는 경우에도 그 비중은 일부에 불과했다. 그러나 북미 지역의 경우 일찍이 민간 자본을 활용한 인프라 투자가 활성화되었고, 인프라 자산을 민영화하는 경우에도 운영을 적절히 통제할 수 있는 제도적 기반을 비교적 잘 마련해 상장 인프라 시장이 빠르게 성장하였다.

그림10. DJB Global Infrastructure Index 섹터 비중



자료: Bloomberg, FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림11. DJB Global Infrastructure Index 국가 비중



자료: Bloomberg, FactSet, NH투자증권 리서치본부

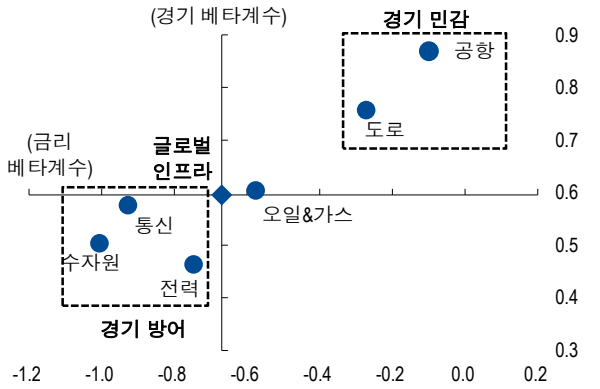
경기 민감 인프라와 경기 방어 인프라로 구분 가능

한편, 매크로 지표와의 베타계수 비교를 통해 각 인프라 섹터의 특성을 파악할 수 있는데(그림12 참조), 규제 자산 비중이 높고 수요가 비탄력적인 유틸리티(전력 송배전, 수자원)와 통신 섹터는 경기 베타계수가 낮은 **경기 방어 인프라**로 구분할 수 있다. 반면, 상대적으로 수요에 민감해 실물 경기의 영향을 많이 받는 공항, 도로 섹터는 경기 베타계수가 높은 **경기 민감 인프라**로 볼 수 있다.

코로나19 이후 경기 민감 인프라 부진, 경기 방어 인프라 상대적으로 견조

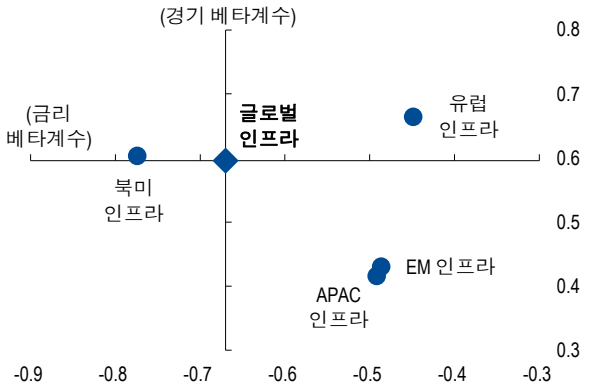
코로나19 시기 성과 분석을 통해 <그림12>에서 분류한 경기 방어 인프라, 민감 인프라의 특징을 확인할 수 있다. 경기 방어 인프라로 분류된 통신, 수자원, 전력 인프라의 경우 낙폭이 상대적으로 작았고, 회복 속도 또한 빨랐다. 반면, 경기 민감 인프라인 공항, 도로 인프라는 크게 하락하는 모습을 보였고, 특히 수요 회복이 늦어지고 있는 공항 인프라는 현재까지도 코로나19로 인해 확대된 낙폭을 줄이지 못하고 있다(그림14 참조).

그림12. 인프라 섹터별 경기/금리 베타계수 비교



주1: 2022년 1월 ~ 2022년 8월 주간 수익률(PR)을 바탕으로 조정베타계수 (Adjusted Beta)를 산출
주2: 미국 경기/금리 데이터를 일괄 적용하여 계산된 값
주3: DJB Global Infrastructure Index 및 하위 Index 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

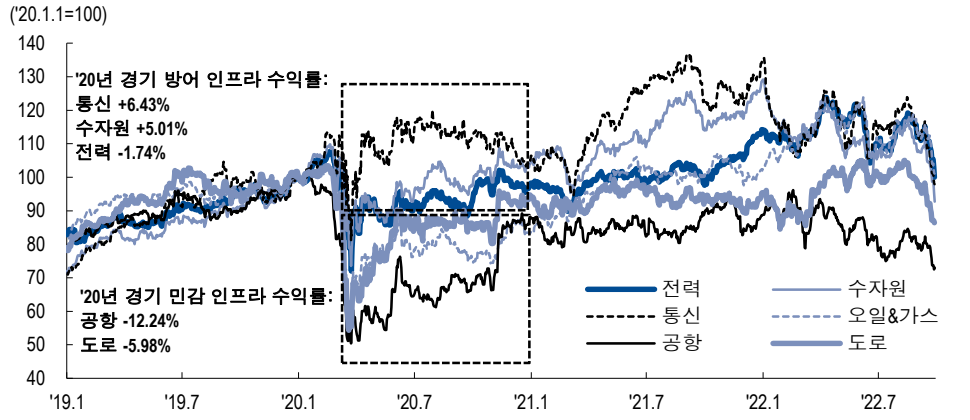
그림13. 지역별 인프라 경기/금리 베타계수 비교



주1: 경기 베타계수는 S&P Mid-cap 400 지수가 1% 상승할 때 지역별 인프라 지수 수익률(PR)의 민감도
주2: 금리 베타계수는 금리 상승으로 미국 국채 10년물 가격이 1% 하락할 때 지역별 인프라 지수 수익률(PR)의 민감도
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

코로나19 이후 경기 민감 인프라 크게 하락한 반면, 경기 방어 인프라는 견조

그림14. 글로벌 인프라 섹터별 총 수익률(2019년~현재)



주: 2022년 9월 27일 종가 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

경기 회복 구간에서의 모멘텀은 약한 편

한편, 경기 회복 구간에서 글로벌 상장 인프라는 전반적인 시장 대비 저조한 성과를 보여왔다. 이는 상장 인프라가 보유한 기초자산의 현금흐름이 계약 구조상 일정 수준으로 정해져 있는 경우가 많기 때문이다. 또한 많은 인프라 자산의 수요는 비탄력적이기 때문에 경기 회복기에도 가파른 수요 회복이 나타나지 않아 전체 시장 대비 이익 성장 모멘텀이 약한 편이다.

경기 회복 구간에서는 경기 민감 인프라의 견조한 성과 예상

다만, 경기 회복 구간에서도 인프라 섹터별로 성과 차이는 존재할 것으로 예상한다. 경기 회복 구간에서는 수요 회복 모멘텀을 더 잘 누릴 수 있는 경기 민감 인프라 섹터(도로, 공항, 항만, 오일&가스)가 상대적으로 아웃퍼폼하는 모습을 보일 것으로 전망한다.

표5. 글로벌 인프라 지역별/섹터별 총 수익률 지수(Total Return Index) 및 수익률

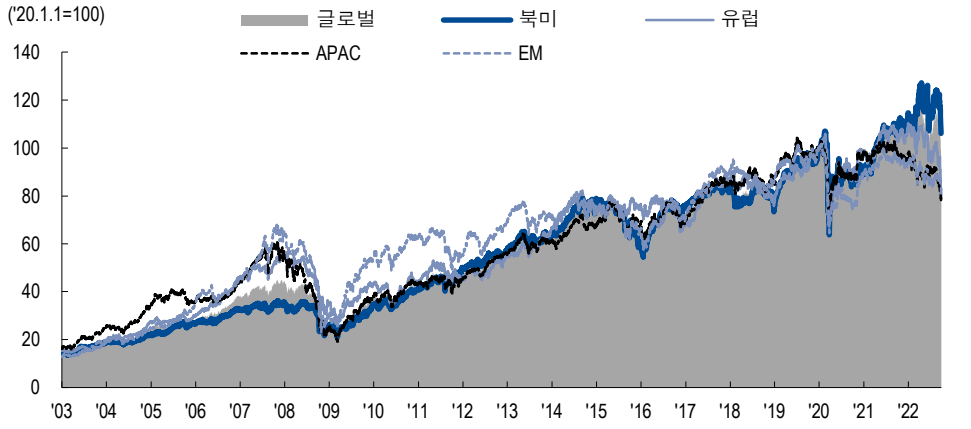
구분	구분	현재가	1W%	1M%	3M%	6M%	1Y%	YTD%
글로벌	DJB Global Infrastructure Index	6,573.54	-8.61	-13.98	-10.89	-16.00	-8.82	-13.74
지역별	북미 (Americas)	7,246.87	-8.38	-12.90	-7.55	-12.84	-0.64	-7.56
	아시아태평양 (APAC)	4,773.50	-6.57	-12.51	-15.07	-14.56	-21.38	-21.04
	유럽 (Europe)	5,184.39	-10.26	-18.05	-19.08	-25.71	-24.55	-27.35
	신흥시장 (Emerging Markets)	6,271.34	-6.89	-8.74	-6.63	-11.82	-14.65	-14.94
섹터별	공항 (Airports)	8,651.82	-7.65	-11.29	-11.41	-21.02	-18.52	-17.82
	통신 (Communications)	50,311.93	-7.33	-15.36	-15.70	-17.31	-21.54	-27.80
	전력 송배전 (Electricity T & D)	4,580.96	-8.34	-13.68	-9.09	-14.52	0.20	-12.29
	오일&가스 (Oil & Gas Storage & Transport)	5,817.14	-9.25	-13.90	-8.25	-14.87	-0.06	-1.57
	항구 (Ports)	1,861.61	-9.07	-12.45	-19.20	-19.62	-15.73	-20.47
	유료 도로 (Toll Roads)	4,977.34	-6.17	-13.28	-15.08	-10.38	-8.97	-9.31
	수자원 (Water)	7,822.09	-10.17	-15.75	-14.03	-22.02	-20.02	-28.17

주1: DJB Global Infrastructure Index 및 하위 섹터별 Index 총 수익률(TR) 기준
주2: 2022년 9월 27일 종가 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림15. 글로벌 인프라 지수 섹터별 성과(2003년~현재)

주: 총 수익률(Total Return) 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림16. 글로벌 인프라 지수 지역별 성과(2003년~현재)



주: 총 수익률(Total Return) 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

III. 글로벌 인프라 투자전략: 골 넣는 수비수

1. 고물가+경기 모멘텀 둔화 구간 글로벌 인프라 성과

글로벌 인프라 비중확대 의견 제시

인플레이션 Peak-out 신호는 확인되었으나 높은 물가 상승률이 당분간 지속될 것으로 예상되고, 경기 모멘텀은 약화 중임을 고려해 글로벌 인프라 비중확대 의견을 제시한다. 다만 상기 환경에서 전체 시장 대비 아웃퍼폼(Outperform)할 수 있는 인프라 섹터에 선별적으로 접근함으로써 성과를 극대화할 수 있다고 판단한다. 인프라 섹터 중에서는 **경기 둔화 시기 견조한 성과를 보이는 대표적 경기 방어 인프라 섹터인 전력 송배전 인프라**와 **에너지 패러다임 변화의 수혜가 기대되는 오일&가스 미드스트림 인프라**가 유망하다고 판단한다.

전력 송배전, 오일&가스 미드스트림 인프라 유망

인플레이션, Peak-out 하더라도 당분간 높은 수준 이어질 것

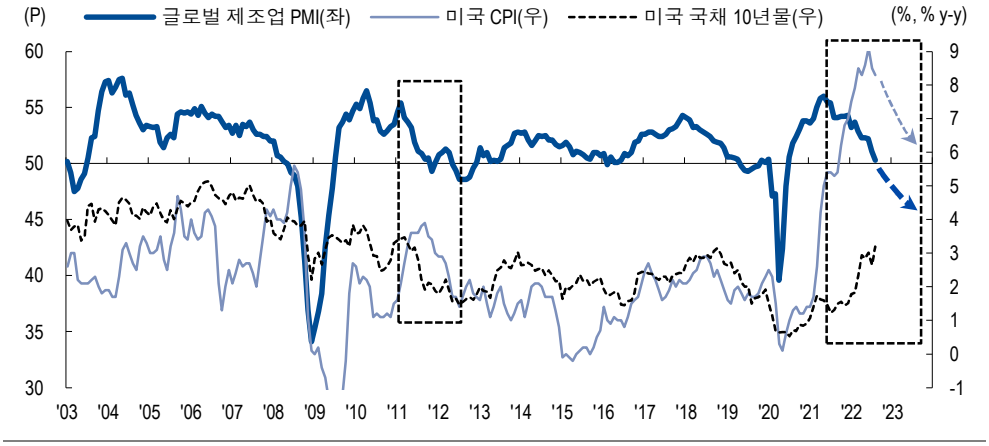
연초 이후 지속된 높은 물가 상승률은 그 원인이 러시아-우크라이나 전쟁, 공급망 병목, 에너지 전환(Energy Transition) 등으로 다양하기 때문에 정상 수준으로의 빠른 회귀는 어려울 것이다. 당사 매크로 뷰에 따르면 미국 물가 상승률(y-y)는 내년 초가 되어야 6%대 진입이 가능할 전망이며, 낮아지더라도 당분간 과거 대비 높은 수준을 이어갈 것으로 예상된다.

긴축 가속화되며 경기 둔화 우려 또한 심화

또한 높아진 물가를 통제하기 위한 미국 연준(Fed)의 긴축 정책이 가속화되며 경기 둔화 우려 또한 커지고 있는 상황이다. 2021년 5월을 고점으로 하락하고 있는 글로벌 제조업 PMI(구매자관리지수)는 2023년 상반기까지 현 추세를 유지할 것으로 전망된다. 세부적인 모습은 상이하지만, **현재의 환경을 인플레이션이 심화하는 동시에 약 2년에 걸쳐 경기가 둔화되었던 2011~2012년의 사례와 비교해볼 수 있다**(그림17 참조).

그림17. 글로벌 제조업 PMI, 미국 CPI 및 국채 10년물 금리 추이

2011~2012년 물가 Peak-Out + 경기 모멘텀 약화 시기와 유사한 흐름



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

유럽 재정위기발 공포 확산되며 글로벌 경기 둔화

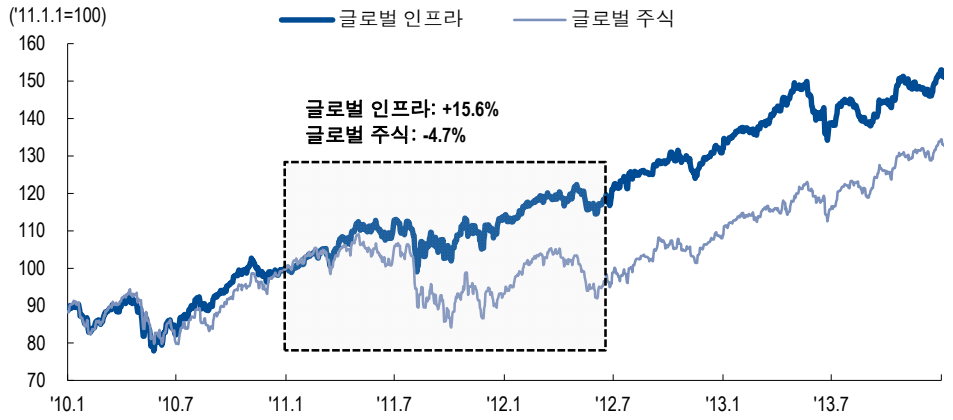
상기 언급된 2011년 초부터 2012년까지는 2009년 말 그리스의 재정위기가 촉발한 유럽 재정위기가 유로존 내에 확산되며 금융 시장의 불안감이 고조되고, 실물경제에까지 그 여파가 확산되며 유럽뿐 아니라 글로벌 경기가 약 2년 가까이 둔화되던 시기였다. 또한 2010년 후반 미국 연준의 양적 완화(QE) 이후 에너지 가격 및 주요 곡물 가격이 급등하며 2008년 이후 처음으로 3%를 상회하는 높은 물가 상승률이 지속되었다.

2011년~2012년 경기 둔화 시기, 경기 방어 인프라가 아웃퍼폼

유럽발 재정위기가 확산되며 글로벌 제조업 PMI가 둔화되었던 2011년 2월부터 2012년 6월까지 글로벌 인프라 지수는 전체 주식 시장 대비 20%p 이상 높은 총 수익률을 기록했다(그림18 참조). 구체적으로 살펴보면, 실물경기 둔화의 영향을 크게 받는 경기 민감 인프라 섹터가 아닌 경기 방어 인프라 섹터가 크게 아웃퍼폼하며 글로벌 인프라 지수의 견조한 성과를 견인한 영향이 컸다(그림19 참조).

그림18. 글로벌 인프라, 글로벌 주식 총 수익률 추이

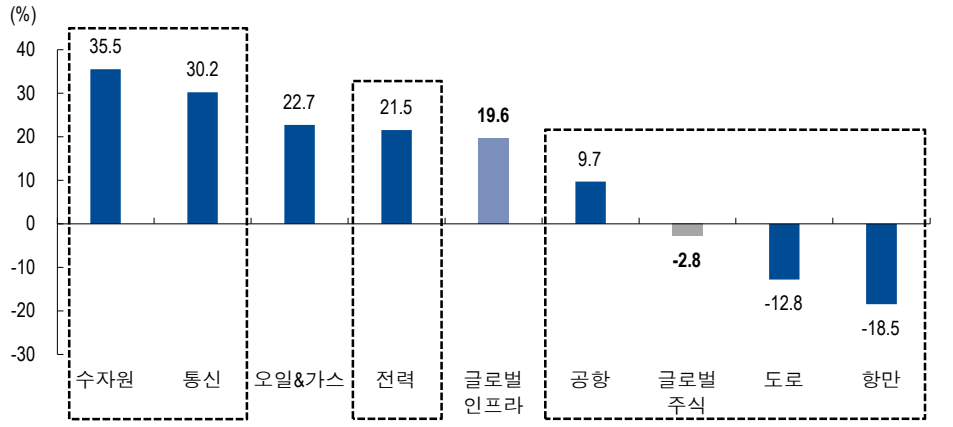
글로벌 인프라 지수가 주식시장 대비 아웃퍼폼



주1: 총 수익률(TR) 기준
주2: 글로벌 인프라(DJB Global Infrastructure Index), 글로벌 주식(MSCI ACWI)
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림19. 2011년 2월 ~ 2012년 6월 글로벌 주식 및 글로벌 인프라 섹터별 총 수익률 추이

경기 베타계수가 낮은 경기 방어 인프라 섹터가 글로벌 인프라 아웃퍼폼 견인



주: DJB Global Infrastructure Index 및 하위 섹터별 Index 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

경기 침체가 온다면…

시장은 경기 침체 가능성을 이미 반영 중이다(그림20, 21 참조). **상장 인프라는 주식 시장에 '상장'되어있기 때문에 경기 침체가 온다면 주식시장 변동성으로부터 자유로울 수 없다.** 지난 2번의 경기 침체 구간(글로벌 금융 위기, 코로나19)에서 글로벌 인프라 지수는 각각 42.4%, 37.7% 하락하며, 같은 기간 48.0%, 33.6% 하락했던 글로벌 주식 시장과 비슷한 낙폭을 기록했다(그림22 참조).

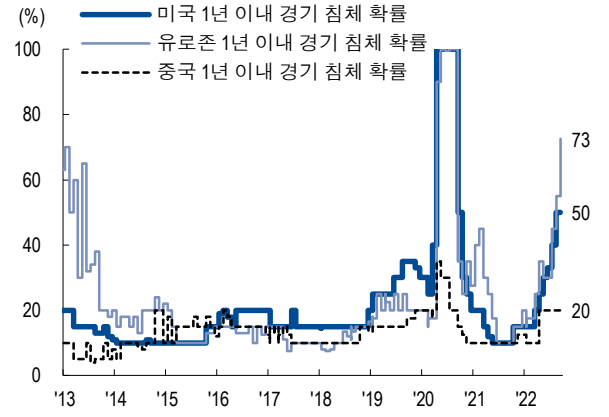
경기 방어 인프라 섹터의 견조한 성과 예상

다만 경기 침체 구간에서도 섹터별로 상반된 성과가 나타났는데, 경기 둔화 시기에서 아웃퍼폼 할 수 있는 경기 방어 인프라 섹터가 과거 경기 침체 구간에서도 비교적 양호한 성과를 보였다(그림22 참조). **향후 경기 침체가 오더라도, 규제 자산 비중이 높고 수요가 비탄력적이어서 수요 둔화로 인한 타격을 최소화할 수 있는 경기 방어 인프라 섹터가 상대적으로 견조한 성과를 거둘 것으로 예상한다.**

그림20. 2023년 8월 경기 침체 확률: 54%

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

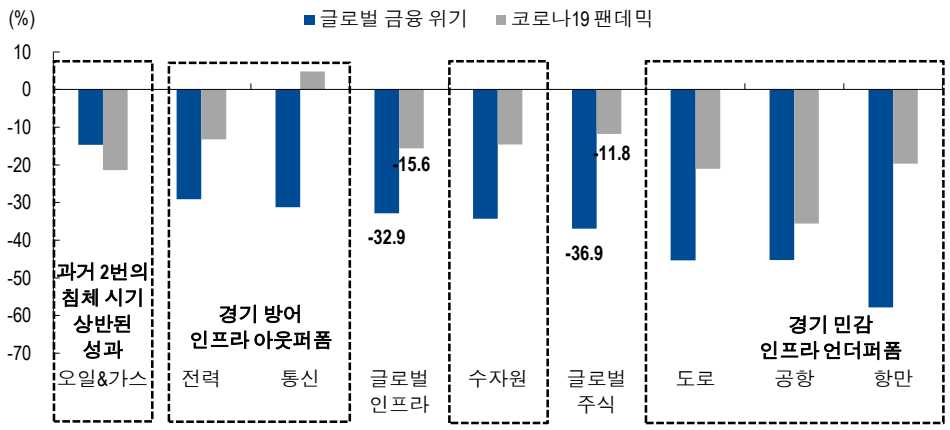
그림21. 시장은 경기 침체 가능성에 베팅하기 시작



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

주식시장 변동성, 피해갈 순 없지만 방어할 순 있다

그림22. 경기 방어 인프라는 과거 경기 침체 구간에서 비교적 양호한 성과 기록



주1: NBER(전미경제연구소)이 정의한 지난 2번의 경기 침체 구간 수익률
주2: DJB Global Infrastructure Index 및 하위 섹터 Index 기준
주3: 글로벌 주식(MSCI ACWI)
주4: 총 수익률(Total Return) 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

인플레이션이 심화가 나쁘지만은 않은 이유

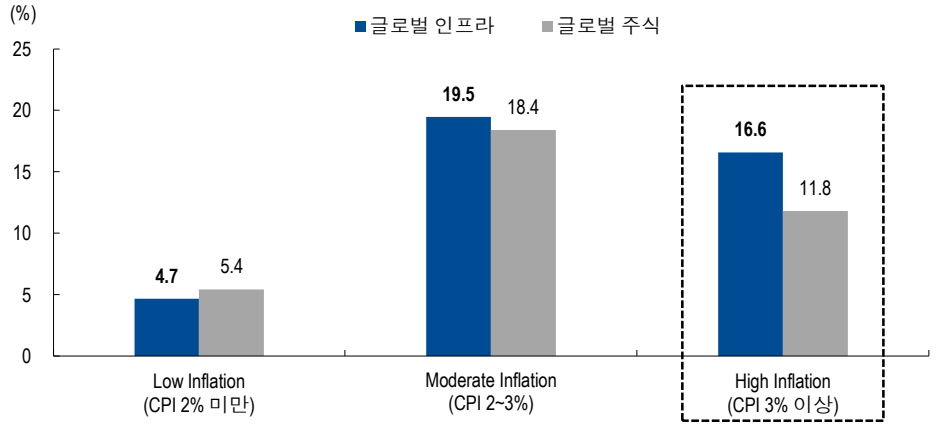
앞서 언급한대로 2021년초 이후 지속되고 있는 높은 물가 상승률의 Peak-out 신호가 최근 확인되었지만, 내년 초에도 물가 상승률 5~6%대의 고물가 환경이 지속될 전망이다. **이러한 환경 속 글로벌 인프라 섹터에 내재된 인플레이션 헤지 기능이 계속해서 주목받을 것으로 예상한다.**

높은 물가 시기 주식 시장 대비 아웃퍼폼

실제로 글로벌 인프라 섹터는 과거 고물가 구간에서 견조한 성과를 기록해왔다. **2003년 이후 미국 소비자 물가 상승률(y-y)이 2%를 상회했던 구간에서 글로벌 주식 시장 대비 아웃퍼폼하는 모습이 나타났는데**(그림23 참조), **특히 물가 상승률이 3%를 상회하는 고물가 구간에서는 대부분의 인프라 섹터가 주식 시장 대비 높은 수익률을 기록했다**(그림24 참조).

그림23. 인플레이션 구간별 글로벌 인프라, 글로벌 주식 성과 추이

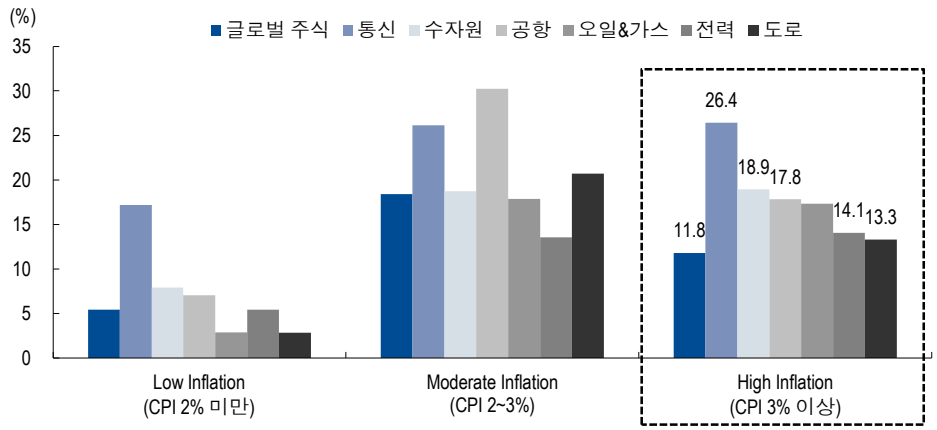
과거 고물가 시기 주식 시장 대비 견조한 성과 기록



주1: 2003년 이후 미국 CPI(y-y) 구간별 글로벌 인프라와 글로벌 주식의 연율화된 총 수익률(Total Return)
주2: 글로벌 인프라(DJB Global Infrastructure Index), 글로벌 주식(MSCI ACWI)
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림24. 인플레이션 구간별 글로벌 인프라 섹터 및 글로벌 주식 성과 추이

고물가 구간 대부분의 인프라 섹터가 주식 시장 아웃퍼폼



주: 총 수익률(TR) 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

2. 전력 송배전 유틸리티: 경기 둔화 시기 주목해야할 방어주 대표 주자

전력 산업, 발전-송배전-판매 3단계로 구성

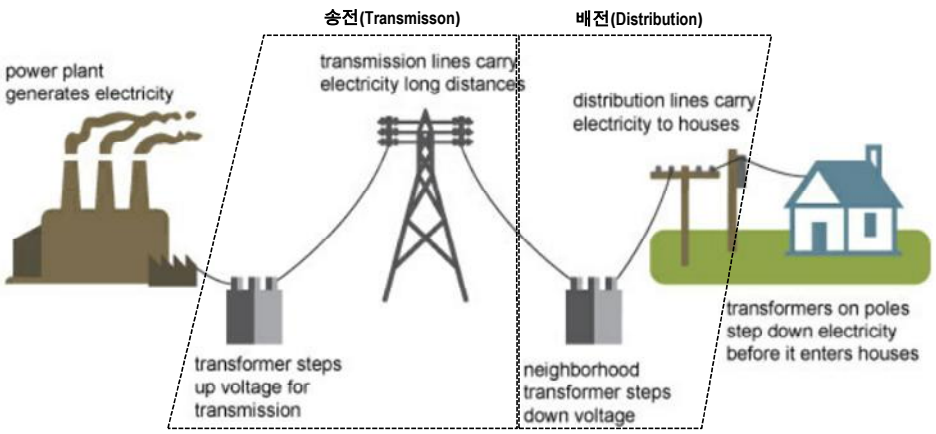
전력 산업은 크게 발전(Generation), 송배전(Transmission & Distribution), 판매(Retail)의 3단계로 구성된다. 전력 발전소에서 생성된 전기는 송전 및 배전 과정을 거쳐 최종 수요처까지 전달되는데(그림25 참조), '송전'은 발전소에서 생산한 전기를 전압을 낮출 수 있는 변전소까지 이동시키는 과정이고, '배전'은 전압을 낮춘 전기를 최종 소비자에게 전달하는 과정을 의미한다.

송배전 유틸리티는 대부분의 국가에서 규제 자산

국가 또는 지역별로 전력 유틸리티의 운영 형태는 매우 다양하다. 미국, 영국, 유럽 및 호주 등에서는 송배전 유틸리티의 민간 소유를 허용하는 대신 규제 기관이 개입하는 구조를 채택하는 반면, 우리나라와 같이 공기업이 송배전 및 판매 사업을 독점하는 국가도 있다. 하지만 운영 형태에 관계없이 장기간에 걸쳐 형성되어온 전력망은 자연독점적 성격이 강하다. 이 때문에 대부분의 국가는 송배전 유틸리티, 그중에서도 특히 송전 유틸리티를 규제 자산으로 정의하여 수익 구조에 개입할 수 있는 제도를 도입하거나, 송전망의 소유권 및 운영권을 국유화하여 독점 시장에서 발생할 수 있는 폐해를 방지하고 있다.

그림25. 전력 송배전 유틸리티 구조

전력 산업은 발전-송배전-판매 3가지 과정으로 구분



자료: ERCOT, NH투자증권 리서치본부

1) 전력 송배전 유틸리티 인프라의 사업 구조

규제 자산 비중이 높을수록 안정적

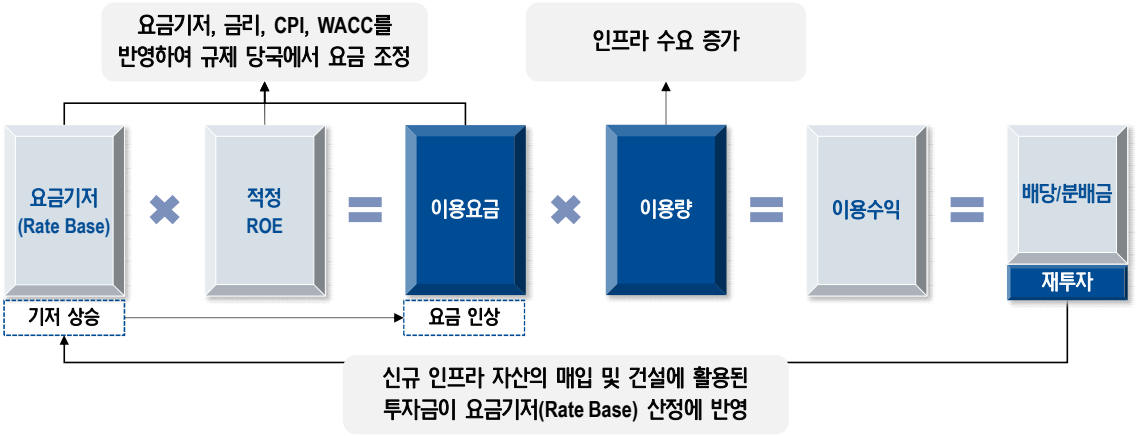
전력 송배전 유틸리티 인프라는 전통적으로 경기 둔화 시기에 견조한 성과를 보이는 '방어주'로 알려져 있는데, 이는 이들 인프라가 보유하고 있는 자산 중 규제 자산 비중이 높기 때문이다. 미국, 영국, 호주 등 여러 국가는 Incentive-Based 방식을 통해 규제 자산의 운영에 개입하고 있다. Incentive-Based 방식은 규제 자산 운영 주체가 Capex 투자로 지출한 금액에 대해 규제 기관에서 보상하고, 동시에 일정 수준의 수익성을 보장하는 방식이다. 운영 주체 입장에서는 투자한 금액과 일정 수준의 수익성을 동시에 보장받을 수 있고, 규제 기관은 적절한 수준의 설비 투자를 유도하는 동시에 유틸리티를 통해 공급되는 전력의 안정성을 확보할 수 있다.

국가별로 개입 방식은 다르지만, Incentive-Based 방식이 적용되는 규제 자산의 수익 구조를 간단하게 도식화하면 <그림26>과 같다. 유틸리티가 자산 운영을 통해 얻을 수 있는 수익은 유틸리티가 보유하고 있는 규제 자산의 요금기저(Rate Base)에 규제 기관에서 결정한 보수율(ex. ROE)을 적용한 값으로 결정된다. 요금기저는 매년 기초 규제 자산에서 감가상각비를 차감한 후, 새롭게 지출한 Capex 금액 중 규제 기관이 인정한 금액만큼을 합하여 산정한다.

Capex 투자 늘려 수익 증대 가능

특히 미국과 다수 유럽 국가는 전력 송배전 유틸리티가 지출한 운영비(인건비, 임대료 등 사업을 운영하며 지출한 비용)를 소비자에게 전가할 수 있는 구조를 갖추고 있다. 다만 운영비로 지출한 금액을 초과하는 금액을 회수할 수는 없는 구조인데, 대신 유틸리티는 신규 자산 투자를 통해 요금기저를 높여 수익을 증대시킬 수 있다. 다만, 과도한 투자를 방지하기 위해 투자 결정 및 자금 조달 과정에서 규제 기관의 인가가 요구된다.

그림26. 규제 자산(Regulated Asset)의 수익 구조(예시)



자료: NH투자증권 리서치본부

전력 유틸리티가 보장받는 규제 ROE는 10% 안팎

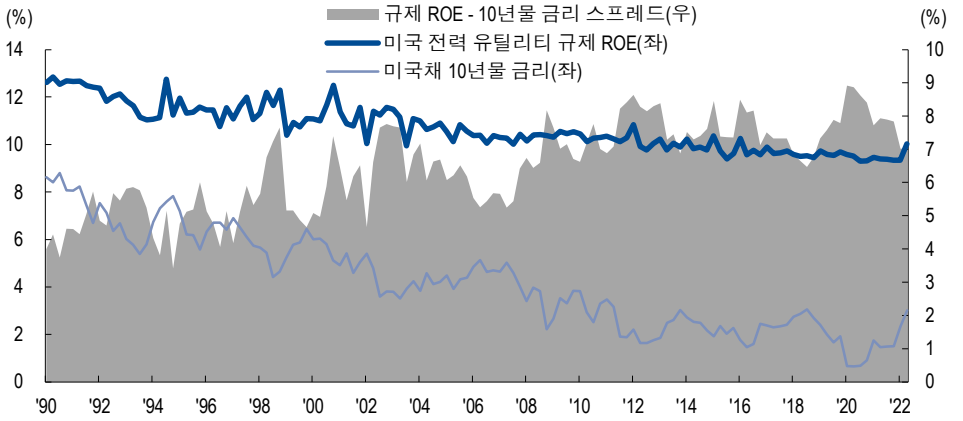
미국은 일찍이 민간 자본의 전력 송배전 시장 참여를 허용하고 Incentive-Based 방식을 도입하여 상장 전력 유틸리티 시장이 빠르게 발전해왔다. 전력 송배전 시스템, 전력, 오일&가스의 거래 가격 및 조건 등을 규제하는 FERC(연방에너지규제위원회)는 주기적으로 미국 전력 유틸리티에 적용되는 규제 ROE를 발표하는데, **1990년 이후 20년 넘게 10% 안팎의 ROE를 전력 유틸리티에 보장하고 있다**(그림27 참조).

비탄력적 전력 수요 + Capex 투자 = 낮은 이익 변동성

전력 송배전 유틸리티는 규제 기관이 일정 수준의 수익성을 보장하는 환경하에서 Capex 투자를 늘려 추가 수익을 창출해왔다. 또한 **비탄력성이 강한 전력 수요**(그림28 참조)**에 따른 물량 증가 효과를 누리며 역사적으로 낮은 이익 변동성을 보여왔다**(그림29 참조).

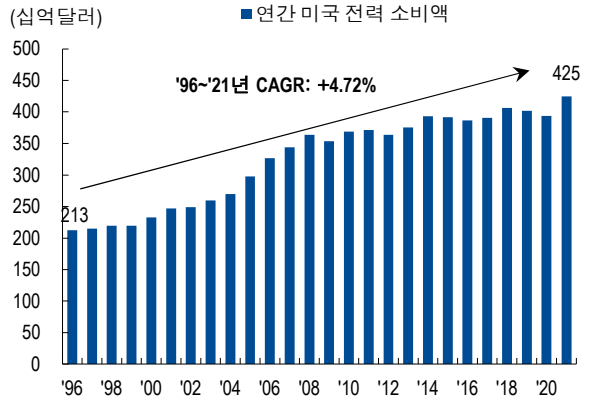
규제 기관을 통해 보장받는 안정적인 ROE 수준

그림27. 미국 전력 유틸리티 규제 ROE 및 미국 국채 10년물 금리, 스프레드



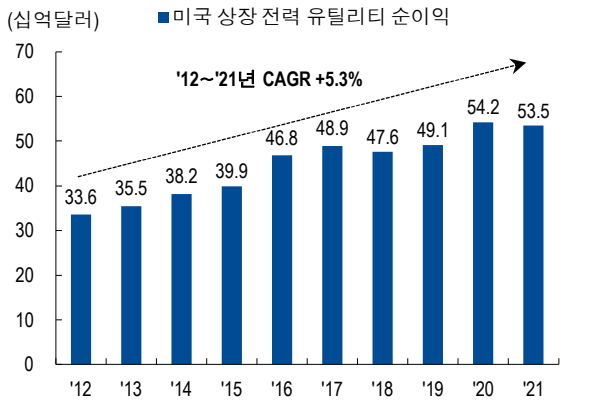
주: 2Q22말 기준
자료: EEI, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림28. 전력 수요는 비탄력적



자료: EIA, NH투자증권 리서치본부

그림29. 전력 유틸리티의 이익 변동성 낮음



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

2) 전기화(Electrification) 트렌드는 새로운 투자 기회

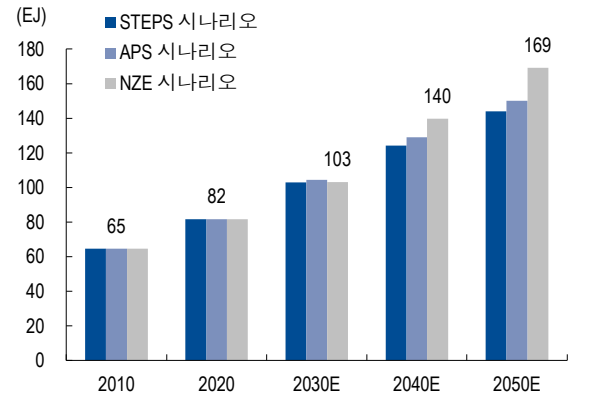
전기화: 전력 소비량 증가 전망

한편, 전 세계적으로 탄소배출량 감축을 위한 움직임이 본격화되며 '전기화(Electrification)' 트렌드가 부상하고 있다. **IEA(International Energy Agency)가 제시하는 'Net Zero 2050 시나리오'에 따르면, 글로벌 전력(Electricity) 소비량은 2050년까지 현재의 2배 이상으로 늘어날 것으로 예상된다**(그림30 참조). 같은 기간 전력은 전체 에너지 수요에서 차지하는 비중도 현재 19.8%에서 최대 49.2%까지 상승해 2050년에는 화석연료를 제치고 소비량 기준 1위 에너지원으로 올라설 전망이다(그림31 참조).

신재생이 앞으로 늘어나는 발전량의 대부분을 담당할 것

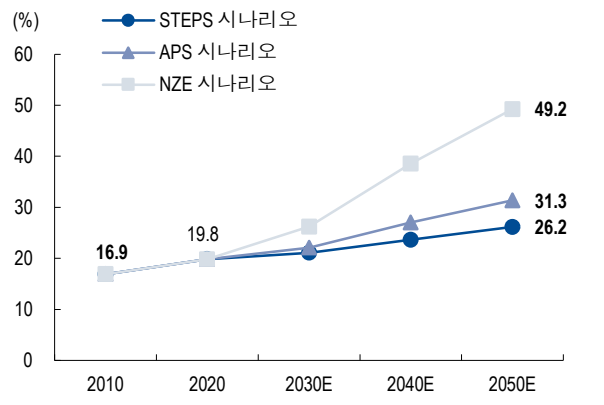
한편, 상기 시나리오 달성을 위해서는 화석연료 사용량이 현재의 1/4 수준으로 감소해야 한다. IEA가 제시하는 탄소중립 시나리오 중 다소 보수적인 STEPS 시나리오를 가정하더라도, 2050년에는 신재생에너지 발전 비중이 약 60%를 차지할 것으로 예상된다(그림32 참조). **전력 생산을 늘리는 동시에 화석연료 사용을 줄이기 위해서는 필수적으로 신재생에너지 발전량이 확대되어야 한다.**

그림30. 글로벌 전력 수요



주: EJ(Exajoule)=10^{18}J(줄)
자료: IEA, NH투자증권 리서치본부

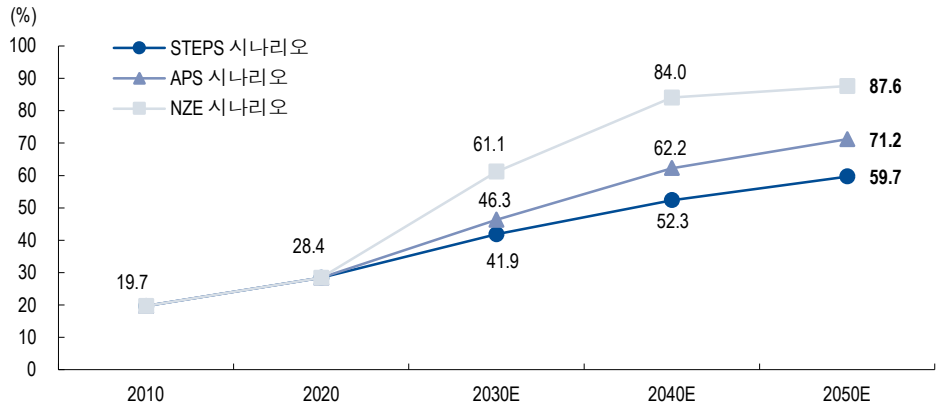
그림31. 시나리오별 전체 에너지 소비량 중 전력 비중



주: 글로벌 에너지 수요 중 전력이 차지하는 비중
자료: IEA, NH투자증권 리서치본부

그림32. 탄소중립 시나리오별 신재생에너지 발전 비중

보수적인 시나리오를 가정하더라도, 2050년 신재생에너지 발전 비중은 60%



주: NZE, APS, STEPS 순서대로 급진적인 탄소중립 시나리오
자료: IEA, NH투자증권 리서치본부

신재생 발전의 개선 과제, 간헐성

다수 신재생 발전원은 개별 발전 Site의 규모가 크지 않고 지리적으로 분산되어 있다. 따라서 생산된 전기의 이동 경로가 기존 대규모 화석연료 발전소의 이동 경로(발전소-송전망-변전소-배전망-최종 수요처)와 일치하지 않는 경우가 많다. 또한 신재생 발전의 개선 과제 중 하나는 간헐성(Intermittency)인데, 출력 변동성이 높아 기존 전력망과의 연결이 늘어날수록 전체 전력 계통에 가해지는 부담이 늘어나게 된다.

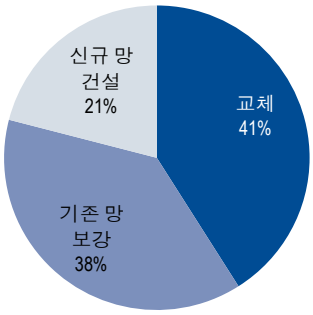
신재생 발전 확대는 새로운 투자 수요를 의미

신재생에너지 발전량이 빠르게 늘어나며 기존 화석연료 발전소와 연결되어있는 전통적인 전력망에 대한 투자는 기존 설비의 교체 수요를 제외하면 점점 줄어드는 추세이다. 대신 전력 유틸리티들은 Net Zero 달성을 목표로 신재생에너지로 생산한 전기를 최종 소비자에게 효율적으로 제공하기 위해 노력 중이다. 그리드(전력 계통) 현대화, ESS(에너지 저장장치), 스마트미터, 수요 대응 유연화 등 새로운 분야에 대한 투자 확대가 대표적이다.

그리드 투자는 전세계적 과제

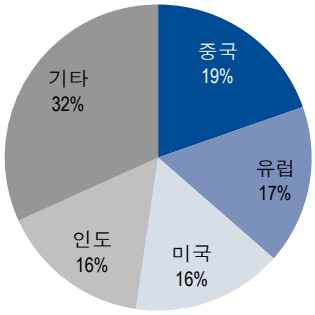
특히 그리드 투자의 필요성이 크게 대두되고 있다. IEA는 향후 빠르게 늘어날 신재생에너지 발전량을 효율적으로 처리하기 위해 EMDE(신흥국 및 개발도상국) 지역에서 2030년까지 연간 2,500억달러 규모의 그리드 투자가 필요할 것으로 전망하고 있다(현재 연간 투자액 약 600억달러). 선진국의 경우에도 연간 1,400억달러의 그리드 투자가 필요한 상황이다.

그림33. 전력망 교체, 보강, 신규 수요가 고르게 분포



주: 2020~2050년 전 세계 전력망 지출 예정금액 14조달러 중 전력망 교체, 보강, 신규 건설 수요가 차지하는 비중
자료: BNEF, NH투자증권 리서치본부

그림34. 모든 지역에서 전력망 투자 이루어져야 하는 상황



주: 2020~2050년 전 세계 전력망 지출 예정금액 14조달러 중 각 국가 또는 지역이 차지하는 비중
자료: BNEF, NH투자증권 리서치본부

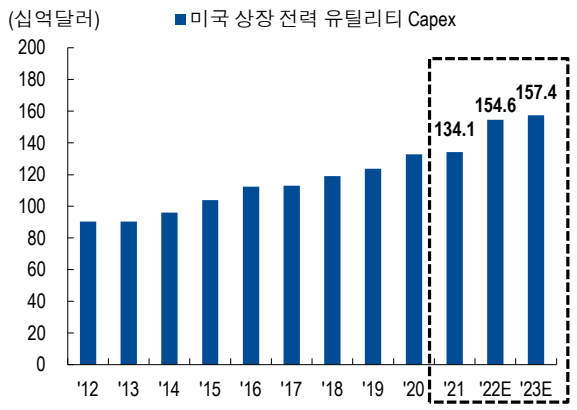
미국 전력망 투자 가파르게 늘어날 전망

올해 미국 상장 전력 유틸리티들의 Capex는 공격적인 전력망 투자에 힘입어 지난해 대비 15.3% 늘어날 전망이다(그림35 참조). 이는 2020년 캘리포니아 대규모 정전사태, 2021년 텍사스 정전사태 등 이상 기후로 인한 피해가 잇따라 발생하고, 올해 초 러시아-우크라이나 전쟁 여파로 전력 판매 가격이 오르자 신재생 발전 확대 및 그리드 현대화의 필요성이 커진 탓이다. 또한 미국 DoE(Department of Energy)는 올해 초 'Building a Better Grid Initiative'를 발표하며 미국 전력망 현대화에 200억달러 이상 투자할 계획임을 밝혔다.

발전 시장 경쟁은 치열

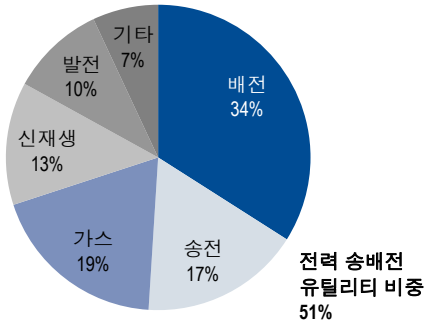
과거 발전 사업과 송배전 사업을 모두 영위하던 전력 유틸리티들은 발전 사업에 대한 투자를 늘리면서 규모를 키워왔다. 하지만 발전 시장에 민자발전사업자(IPP)들이 진입하는 동시에 신재생 발전 및 분산 전원이 늘며 점차 경쟁이 치열해지자, 자연독점적인 성격을 갖는 송배전 사업에 대한 투자 비중을 늘리고 있다(그림36 참조).

그림35. 미국 상장 전력 유틸리티 Capex 추이



자료: S&P, EEI, NH투자증권 리서치본부

그림36. 송배전 인프라 투자금액이 절반 이상 차지



주1: 2022~2024년 북미 전력 및 가스 유틸리티의 Capex 금액 비중
주2: 가스는 가스 파이프라인, 저장 및 운송 인프라를 포함
자료: S&P, NH투자증권 리서치본부

3) 방어주에 대한 관심 높아질 것

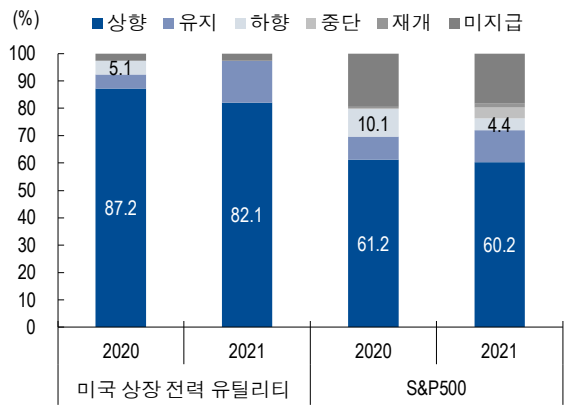
낮은 이익 변동성은 안정적인 배당의 원천

전력 유틸리티의 낮은 이익 변동성은 안정적인 배당의 원천으로 작용했다. 지난 2020년, 2021년 미국 상장 전력 유틸리티 중 각각 87%, 82%의 기업이 배당을 상향하며, S&P 500 기업 대비 높은 배당 상향 비율을 보였다(그림37 참조). 2012년 이후 평균적으로 5%가 넘는 DPS(주당 배당금) 상승률(y-y)을 기록하며 꾸준히 배당금을 상향해왔다는 점 또한 주목할 만하다(그림38 참조).

M&A 활동으로 유틸리티 규모 대형화, 배당 상향 기업 증가

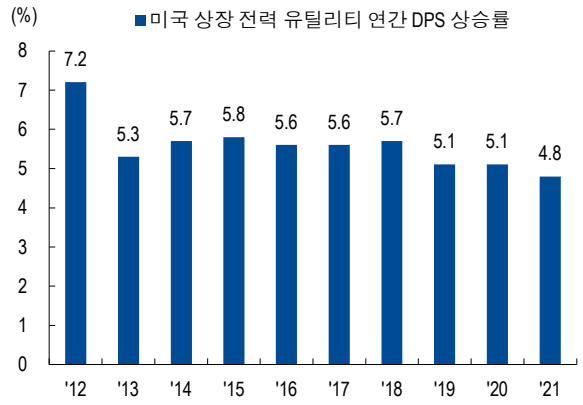
과거 1990년대 후반 미국에는 100개에 가까운 전력 유틸리티 인프라가 상장되어 있었으나, 이후 M&A가 활발히 진행된 결과 2021년 말 기준 39개의 상장 전력 유틸리티가 사업을 영위하고 있다. M&A 활동을 통해 자산 규모를 키워나간 전력 유틸리티들의 사업 안정성이 높아지며 배당을 상향하는 기업의 비율 또한 상승해왔다(그림39 참조).

그림37. 코로나19 시기에도 배당 상향 기업 비율 높았음



자료: S&P, EEI, FactSet, NH투자증권 리서치본부

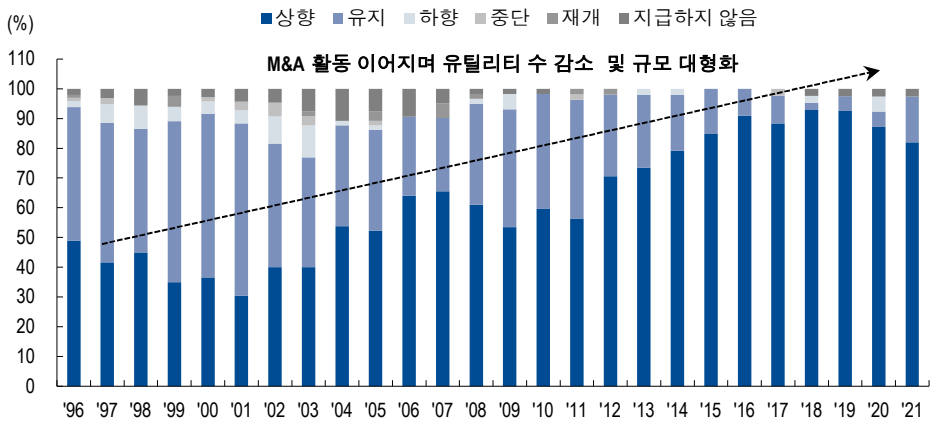
그림38. DPS(주당 배당금) 꾸준히 상승



주: 해당 기간 중 배당을 중단 또는 재개한 기업 제외
자료: S&P, EEI, NH투자증권 리서치본부

그림39. 연도별 미국 상장 전력 유틸리티 연간 DPS 변동 추이

배당 상향 기업 비율 상승 추세



주: 미국 상장 전력 유틸리티 중 연간 DPS(주당 배당금)를 상향, 유지, 하향, 중단, 재개 또는 미지급한 비중
자료: S&P, EEI, NH투자증권 리서치본부

높지는 않지만 안정적인 배당

규제 자산 비중이 높은 전력 유틸리티는 운영 비용을 소비자에게 전가하고, 늘어난 Capex 투자를 통해 요금기저를 높여 안정적인 이익을 창출해왔다. 2022년 9월 27일 종가 기준 배당수익률(12개월 후행)은 약 3.04%로 매우 높은 수준은 아니나, 지난 10년간 배당금을 연 평균 5% 이상 안정적으로 늘려왔다는 점에 주목할 필요가 있다.

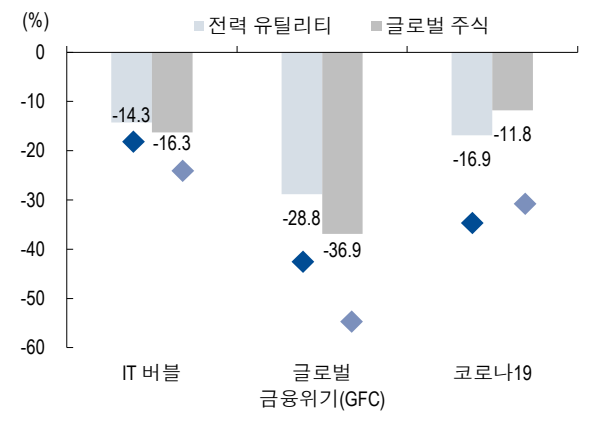
경기 둔화 환경 속 방어주 역할 부각될 것

높아진 물가 상승률을 통제하기 위한 긴축이 가속화되며 경기 모멘텀이 약화할수록, 연초 이후 높아진 전력 유틸리티의 방어주 매력에 대한 관심이 지속될 것으로 전망한다(그림40 참조). 전력 유틸리티 인프라는 실물 경기가 직접적인 타격을 입었던 코로나19 시기를 제외한 과거 두 번의 경기 침체 시기에 상대적으로 견조한 성과를 보였다(그림41 참조). 수요의 완만한 둔화를 유도해 인플레이션을 안정화시키는 것이 현재 연준의 목표라는 점을 감안할 때, 경기 침체가 오더라도 지난 코로나19 시기와 같이 수요가 급격하게 둔화되는 흐름은 나타나지 않을 것으로 예상한다. 전력 유틸리티 중에서도 **보유 자산 중 규제 자산 비중이 높아 이익 변동성이 낮고, 활발한 Capex 투자를 통해 자산 규모 및 수익을 늘려나갈 수 있는 업체의 견조한 성과를 예상한다.**

그림40. 방어주 매력 부각되며 주식 시장 대비 아웃퍼폼

주: 총 수익률(TR) 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림41. 경기 침체 구간 성과 상대적으로 견조



주1: NBER(전미경제연구소)이 정의한 지난 3번의 경기 침체 구간 수익률
주2: 각 경기 침체 구간 최대 낙폭 표시
주3: 총 수익률(TR) 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

표6. 미국 주요 전력 유틸리티 기업 리스트

티커	종목명	시가총액 (백만달러)	배당수익률 (T12M)	비고
NEE US	NextEra Energy	161,198	2.09	Mostly Regulated
SO US	Southern Company	79,605	3.72	**Regulated**
DUK US	Duke Energy	77,637	3.99	**Regulated**
D US	Dominion Energy	62,996	3.52	**Regulated**
SRE US	Sempra Energy	49,419	2.91	**Regulated**
AEP US	American Electric Power Company	49,128	3.26	**Regulated**
EXC US	Exelon	40,246	3.33	Mostly Regulated
XEL US	Xcel Energy	38,262	2.79	**Regulated**
ED US	Consolidated Edison	33,036	3.39	**Regulated**
WEC US	WEC Energy Group	30,663	2.99	**Regulated**
PEG US	Public Service Enterprise Group	30,331	3.55	Mostly Regulated
ES US	Eversource Energy	29,319	3.01	**Regulated**
PCG US	PG&E	25,343	0.00	**Regulated**
EIX US	Edison International	24,095	4.43	**Regulated**
DTE US	DTE Energy	23,832	2.88	Mostly Regulated
AEE US	Ameren	22,403	2.72	**Regulated**
FE US	FirstEnergy	22,153	4.02	**Regulated**
ETR US	Entergy	22,134	3.71	**Regulated**
PPL US	PPL Corporation	20,245	3.27	**Regulated**
CNP US	CenterPoint Energy	19,206	2.36	**Regulated**
CMS US	CMS Energy Corporation	18,433	2.90	**Regulated**
AGR US	Avangrid	17,139	3.97	Mostly Regulated
EVRG US	Evergy	14,575	3.61	**Regulated**
LNT US	Alliant Energy	14,561	2.95	**Regulated**
NI US	NiSource	11,111	3.43	**Regulated**
PNW US	Pinnacle West Capital Corporation	7,876	4.88	**Regulated**
OGE US	OGE Energy	7,800	4.21	**Regulated**
MDU US	MDU Resources Group	5,673	3.12	Mostly Regulated
IDA US	IDACORP	5,351	2.83	**Regulated**
BKH US	Black Hills Corporation	4,665	3.32	**Regulated**
POR US	Portland General Electric Company	4,295	3.76	**Regulated**
HE US	Hawaiian Electric Industries	4,035	3.80	**Regulated**
PNM US	PNM Resources	3,997	2.98	**Regulated**
ALE US	ALLETE	3,113	4.77	Mostly Regulated
AVA US	Avista Corporation	2,921	4.40	**Regulated**
OTTR US	Otter Tail Corporation	2,687	2.56	**Regulated**
MGEE US	MGE Energy	2,630	2.24	**Regulated**
UTL US	Unitil Corporation	783	3.19	**Regulated**

주1: Regulated= 보유 자산 중 규제 자산 비중 80% 이상, Mostly Regulated= 보유 자산 중 규제 자산 비중 80% 미만
주2: 2022년 9월 27일 종가 기준
자료: EEI, Bloomberg, FactSet, NH투자증권 리서치본부

3. 오일&가스 미드스트림: 변화하는 에너지 패러다임 모멘텀 수혜 누릴 것

업스트림-다운스트림 연결고리, 미드스트림

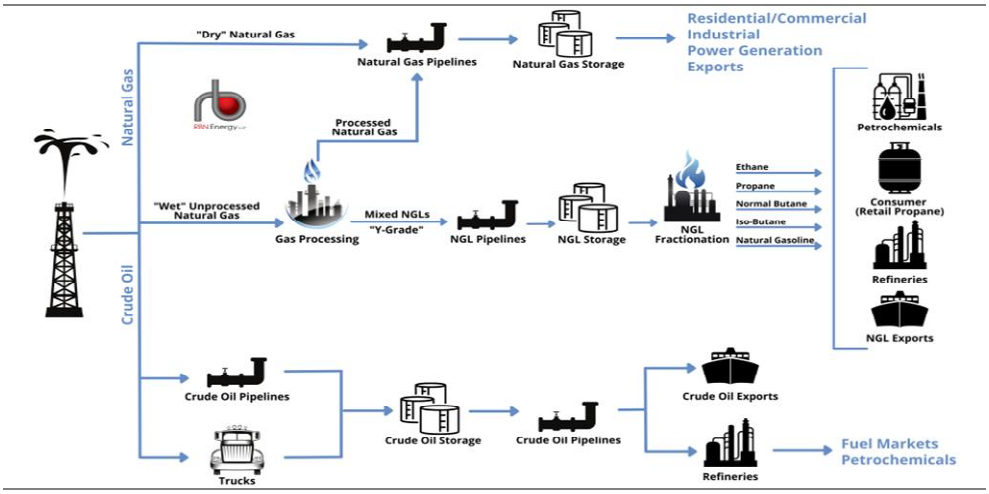
석유 및 가스 산업은 원유 및 가스를 채굴 및 생산하는 **업스트림**(Upstream), 생산된 석유 및 가스를 운송·저장·처리하는 **미드스트림**(Midstream), 석유 및 가스를 가공하여 소비자가 사용할 최종 제품을 생산하는 **다운스트림**(Downstream)의 세 가지 과정으로 분류할 수 있다. 이 중 업스트림에서 생산된 원유 및 가스를 운송·저장·처리하는 과정에 투입되는 설비 및 시설이 오일&가스 미드스트림 인프라에 해당한다(그림42 참조).

에너지 가격 영향 받지만, 업스트림보다 덜 민감

미드스트림 인프라는 원유, 가스 등 에너지 가격의 변동에 업스트림보다는 덜 민감하게 반응하는 자산이다(그림43 참조). 에너지 가격의 움직임에 수익성이 크게 좌우되는 업스트림 기업의 높은 실적 변동성으로 인한 영향을 최소화할 수 있는 계약 구조를 가지고 있기 때문이다. 안정적인 계약 구조로 현금흐름 예측가능성을 높여 투자자에게 높은 배당수익률을 제공하는 자산으로 자리매김해왔다.

그림42. 석유 및 가스 산업 흐름도

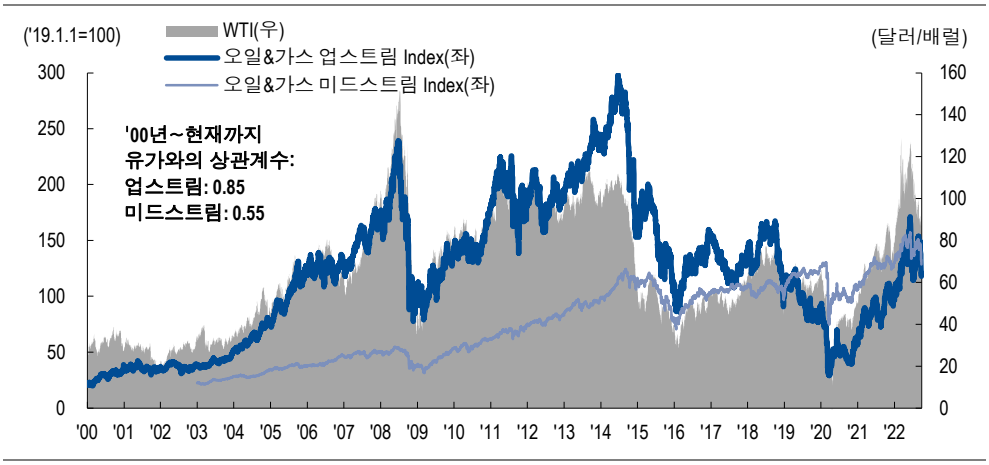
업스트림으로부터 생산된 오일&가스를 수집, 처리, 운송, 저장, 기화/액화



자료: RBN Energy, NH투자증권 리서치본부

그림43. 에너지 가격에 영향 받으나 업스트림보다는 변동성 낮아

유가와의 상관계수: 업스트림 0.85 미드스트림 0.55



주: 총 수익률(TR) 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

1) 오일&가스 미드스트림 인프라의 계약 형태와 성과

가격 위험을 최소화한 계약 형태가 일반적

에너지 가격이 오일&가스 미드스트림 인프라 성과에 미치는 직접적인 영향은 제한적인데, 이는 계약 구조가 가격 위험을 상당 부분 통제하고 있기 때문이다. 특히 파이프라인(Transportation) 자산의 경우, 대다수 계약이 가격(P) 위험과 물량(Q) 위험을 제거한 Take-or-Pay 또는 가격(P) 위험을 최소화하고 처리 물량(Q)에 비례하여 요금을 수취하는 Fee-based 형태를 띤다(표7 참조).

에너지 가격 영향으로부터 완전히 자유롭지는 않음

다만 낮은 에너지 가격이 장기간 지속될 때에는 업스트림의 경제성이 약화되며 생산자와의 계약이 파기되거나 재협상 압력이 가해지기도 한다. 다시 말하면, 업스트림으로부터 수취하는 처리 물량이 에너지 가격의 영향으로부터 완전히 자유롭지는 못하다고 할 수 있다. **그러나 러시아-우크라이나 전쟁 이후 빠르게 높아진 현재의 에너지 가격이 급락할 가능성은 희박한 바, 이에 따른 관련 투자 확대 및 처리 물량 증가는 오일&가스 미드스트림 인프라에 호재로 작용할 것으로 판단한다.**

장기 계약을 통해 현금흐름 안정성 확보

또한 대부분의 오일&가스 미드스트림 인프라는 장기 계약을 체결하여 수취 현금흐름의 안정성을 확보하고 있다. 북미 오일&가스 미드스트림 인프라 중 가장 규모가 큰 파이프라인 자산의 경우 일반적으로 10년 이상의 장기 물량 처리 계약을 체결하고 있으며, 처리 용량의 80~90% 이상에 대한 물량을 확보하는 경우 파이프라인 건설에 착수한다.

요금에 물가 상승분 반영 가능

미국의 규제 기관인 FERC(연방에너지규제위원회)는 북미 내 오일&가스 파이프라인의 자산의 건설 및 운영 과정을 승인 및 검토하며 운송 요율을 결정하고 있다. **북미 내 주(州)간(Interstate) 파이프라인 자산의 운송 요금 인상률은 FERC에 의해 PPI±α 형태로 설정된다. 즉, 수취하는 현금흐름에 인플레이션이 반영되는 구조를 갖추고 있다.** α는 운영 주체의 재무성과, 비용 구조를 점검하여 결정된다. FERC는 이해관계자 간 갈등을 최소화시키는 동시에 미드스트림 인프라 자산을 운영하는 주체에 적정한 수준의 수익성을 보장하는 역할을 수행한다.

표7. 오일&가스 미드스트림 인프라 물량 처리계약 종류

계약 종류	특징
Take-or-Pay	- 자산을 사용하는지 여부에 관계없이 최소 처리량을 규정 - 가격 위험, 물량 위험을 제거하고 용량요금(Toll-fee)을 수취하는 형태
Fee-based	- 처리물량에 비례하여 요금을 지급하는 계약 형태 - 가격 위험을 최소화할 수 있으나 물량 위험에 노출되는 형태
Cost of Service	- 이용자에게 서비스를 제공하기 위해 투입한 운영 비용(Opex)과 자본적 지출(Capex) + 합의된 수준의 인센티브를 수취
Percentage-of-Proceeds	- 업스트림으로부터 물량을 수취하고, 해당 물량을 처리하며 산출되는 부산물 또는 가격 상승분에 대한 Upside 수취 - 가격, 물량 위험에 동시에 노출되는 형태

자료: NH투자증권 리서치본부

셰일 혁명 이후 처리 물량 늘어나며 가파르게 성장

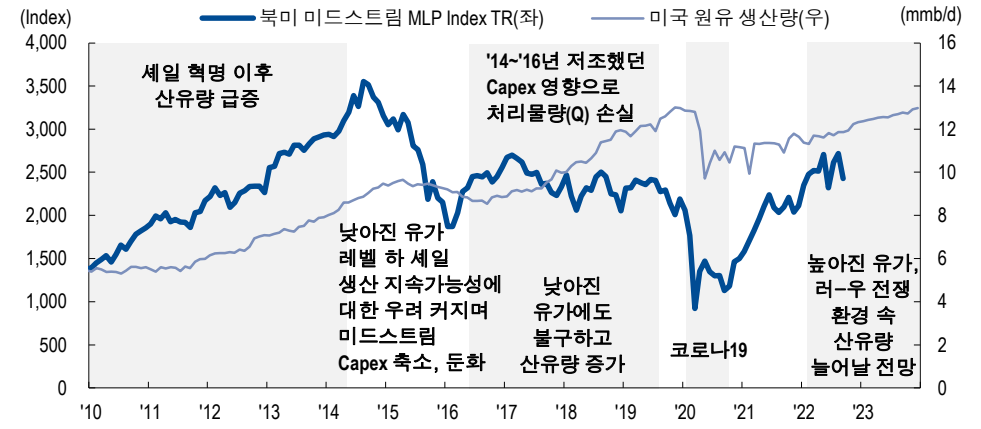
오일&가스 미드스트림 인프라는 가격 위험을 최소화시킨 장기 계약을 통해 수취한 안정적인 현금흐름을 투자자에게 배당으로 지급하고 잉여 현금흐름을 신규 자산에 투자하며 성장하는 구조를 갖추고 있다. 특히 2010년대 초반 셰일 혁명 이후 산유량이 늘어나는 환경 속 오일&가스 미드스트림 인프라의 처리 물량이 늘어나며 가파른 성장세가 나타났다(그림44 참조).

과거 성과 부진의 원인은 소극적 Capex 투자

한편, 2014년 이후 공급 과잉 우려가 커지며 유가가 하락 국면에 진입하자 미국 셰일 업계가 저유가 환경에서 생산성을 유지하지 못할 것이라 예상한 미드스트림 업체들이 Capex 투자에 소극적인 태도를 보이기 시작했다(그림45 참조). 그러나 저유가 환경에서도 미국 업스트림 셰일 기업들의 생산량은 예상보다 견조했으며, 저조한 Capex 투자 여파로 충분한 Capacity 증설에 실패했던 오일&가스 미드스트림 업체들은 견조한 처리 물량을 확보할 수 있는 기회를 놓치며 이후 부진한 성과를 기록했다.

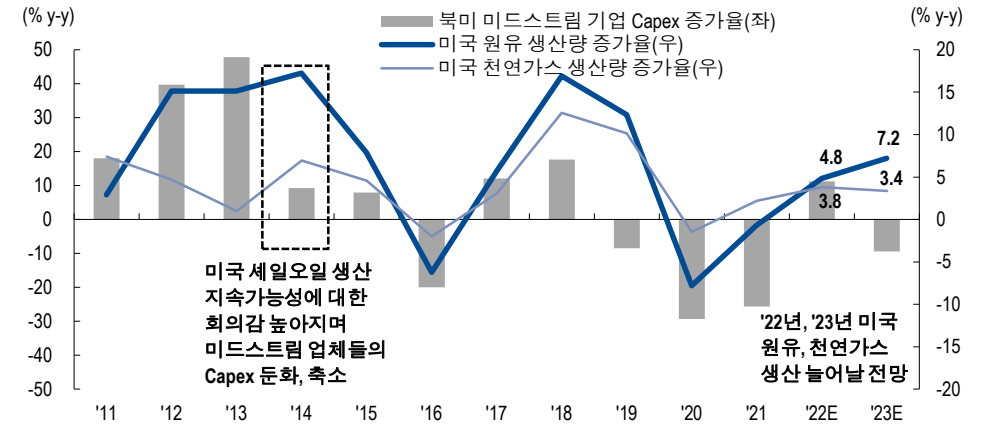
러-우 전쟁 이후 산유량 늘어나는 환경 진입

그림44. 북미 미드스트림 인프라 지수와 미국 원유 생산량



자료: DoE, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림45. 북미 미드스트림 인프라 Capex와 미국 원유 생산량



주: 북미 상장 오일&가스 미드스트림 상위 24개사 연간 Capex 기준
자료: Bloomberg, FactSet, NH투자증권 리서치본부

2) 러-우 전쟁, 북미 오일&가스 미드스트림 인프라에는 호재

높은 에너지 가격 등 산유량 증가 환경 조성

코로나19 이후 에너지 수요의 회복세가 이어지는 가운데, 올해 초 발발한 러시아-우크라이나 전쟁 이후 에너지 가격 상승 흐름이 이어지고 있다. EIA는 러시아산 에너지에 대한 제재가 지속되며 올해와 내년 미국 원유 생산량이 각각 4.8%, 7.2% 증가할 것으로 예상하고 있다(그림46 참조).

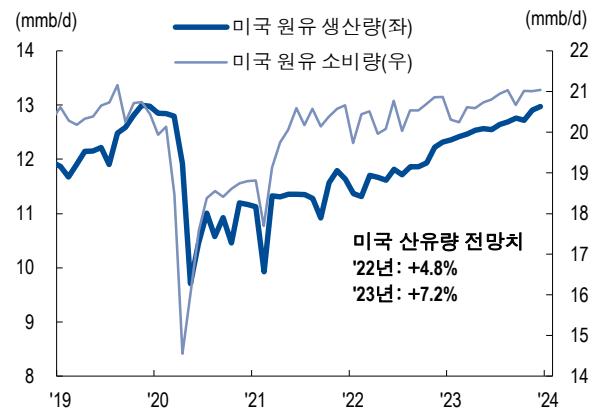
산유량 + Capex 증가, 미드스트림 처리 물량 늘어날 것

높은 에너지 가격이 지속되며 북미 오일&가스 업스트림, 미드스트림 업체들은 코로나19 이후 큰 폭으로 줄였던 Capex 투자를 재개하고 있다(그림47,48 참조). **앞서 언급했듯 이는 처리 물량이 늘어나는 결과로 이어져 북미 오일&가스 미드스트림 인프라에 우호적으로 작용할 것으로 전망한다.**

천연가스 시장 모멘텀 더 강할 것으로 예상

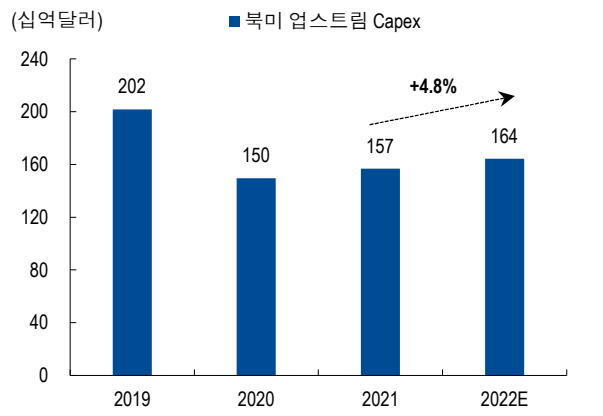
특히, 천연가스 시장은 지난해 북반구 한파와 저조한 신재생 에너지 발전량 등 다양한 수급 불안 요인의 연이은 발생에 따른 가파른 가격 상승세, 러시아-우크라이나 전쟁 발발 이후 재차 성장했다. **미국이 전 세계 천연가스 시장의 Key Supplier로 부상하는 가운데, 천연가스 시장의 강한 모멘텀을 예상한다**(그림49 참조).

그림46. 미국 원유 생산량 늘어날 전망



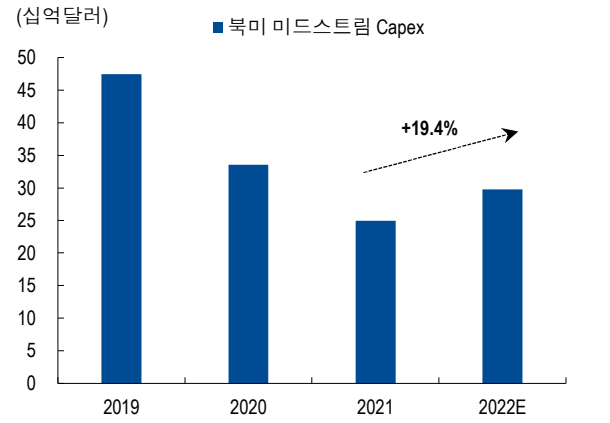
자료: EIA, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림47. 북미 업스트림 Capex 증가세로 전환할 전망



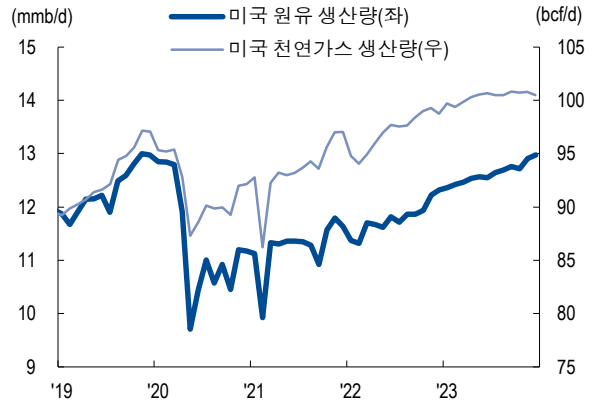
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림48. 북미 미드스트림 Capex 증가세로 전환할 전망



자료: Bloomberg, FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림49. 천연가스 Value Chain의 모멘텀 강해질 것



자료: EIA, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

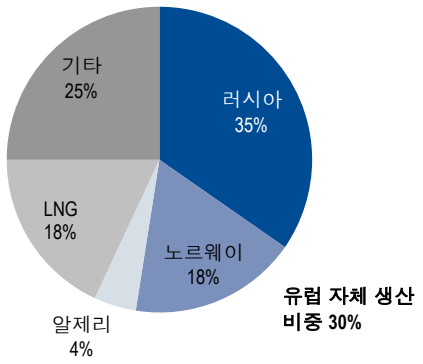
러-우 전쟁 이후 유럽의 LNG 수요 빠르게 늘어날 것

장기화되고 있는 러시아-우크라이나 전쟁은 북미 천연가스 시장에 호재로 작용하고 있다. 러시아산 천연가스 의존도가 35%(그림50 참조)인 유럽은 지난 5월 REPowerEU 계획을 통해 올해 말까지 러시아산 천연가스 수입량을 1/3로 줄이고, 2027년까지 전면 감축한다는 목표를 제시했다. 다만 러시아를 제외하면 유럽 내 자체 공급 물량 비중이 30% 수준에 불과한 점을 감안하면 다른 대륙으로부터의 LNG 수입량 확대는 필연적이다.

미국산 LNG 수출 확대, 북미 미드스트림 업체에 호재

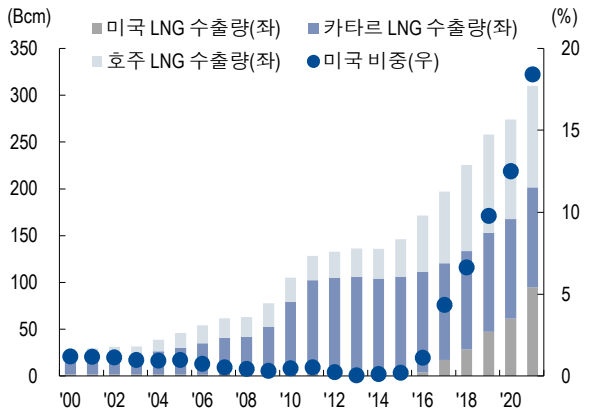
2017년까지만 해도 LNG 순수입국이던 미국은 셰일 혁명 이후 천연가스 생산량과 수출량이 빠르게 늘어나며 카타르, 호주를 제치고 글로벌 1위 LNG 수출국으로 부상했다(그림51 참조). 현재 유럽이 역외 천연가스 공급 다변화를 추진하는 가운데 미국은 LNG 수출 증가를 뒷받침하는 제도를 도입하며 적극적인 지원에 나서고 있다. 호주산 LNG는 유럽까지의 수송 거리가 길고, 카타르산 LNG는 장기계약물량이 많아 추가 공급가능물량이 제한적이다. 대신 상대적으로 추가 공급가능물량이 많은 **미국산 LNG 수출량이 가파르게 늘어날 전망이며**(그림52,53 참조), **특히 LNG 처리 물량 비중이 높은 북미 미드스트림 업체의 더 큰 수혜를 예상한다.**

그림50. 유럽은 러시아산 가스 수입 비중을 낮춰야 하는 상황



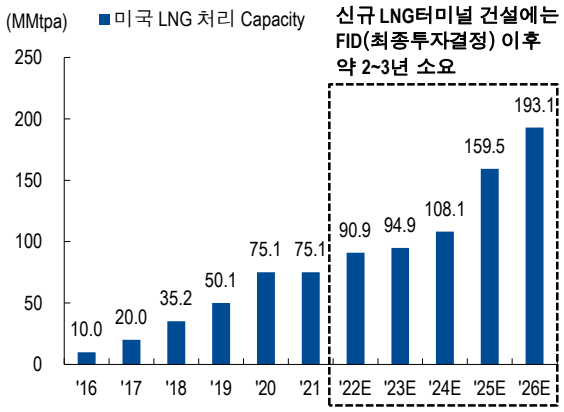
주: 2019년 기준 EU28개국의 천연가스(PNG+LNG) 수입국 비중
자료: Eurostat, NH투자증권 리서치본부

그림51. 미국의 LNG 수출량 가파르게 상승



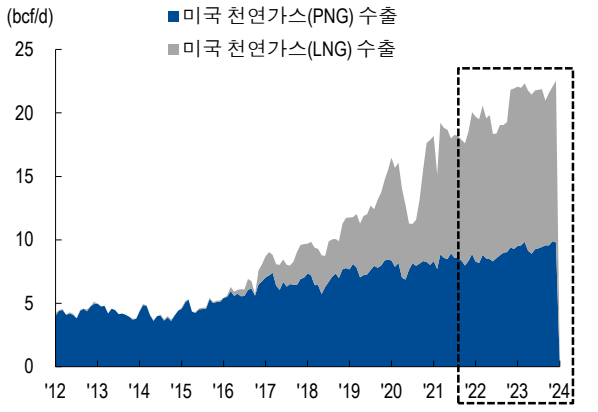
자료: BP, NH투자증권 리서치본부

그림52. 미국 LNG 처리 용량 가파르게 늘어날 것



자료: BNEF, NH투자증권 리서치본부

그림53. 미국 LNG 수출량 늘어날 전망



자료: EIA, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

러시아산 에너지 관련, 미드스트림 인프라 물량 차질 불가피

다만, 러시아산 원유 및 천연가스에 노출되어 있는 유럽 미드스트림 인프라에 대해서는 주의가 필요하다. EU의 러시아산 에너지 제재 강화로 러시아로부터의 에너지 수입이 큰 폭으로 감소하거나 끊기는 시나리오가 현실화된다면 러시아산 에너지를 수집, 저장, 운송하는 미드스트림 기업의 처리 물량 차질이 불가피할 전망이다.

실제로, 러시아로부터 천연가스를 구입하여 유럽 내 여러 국가에 판매하는 기업 Uniper(UN01 GR)는 EU의 러시아산 에너지 제재 이후 러시아산 천연가스의 공급량이 급감하는 사태를 겪었다. 러시아산 천연가스 공급 감축에 따른 부족분을 메우기 위해 현물 가스 시장에서 높은 가격을 지불하게 되면서 Uniper의 재정적 부담이 커지자 독일 정부는 긴급 구제금융에 나섰고, 한화 기준 총 40조원 이상의 공적자금을 투입해 해당 기업 국유화에 나섰다(표8 참조).

전력 가격 상승세가 가파른 유럽 미드스트림 인프라는 주의 필요

이탈리아, 네덜란드 등 일부 유럽 국가에서는 규제 자산 비중이 높은 가스 유틸리티 인프라가 통상적으로 높은 에너지 가격을 소비자에게 전가하여 수익성을 일정 수준 방어할 수 있다. 그러나 연초 이후 유럽 지역에서 나타나고 있는 급격한 전력 상승세가 지속된다면, 일부 국가의 경우 가계 부담 축소를 위해 정책 당국이 개입할 수밖에 없는 상황이다. 정책 당국의 개입이 현실화된다면 유럽 가스 유틸리티의 수익성은 악화될 것이다. 이와 같은 리스크 감안 시 유럽 미드스트림 인프라에는 주의가 필요하다고 판단한다.

표8. 독일 가스 유틸리티 Uniper 국유화 History

날짜	이벤트
2022.02.21	주당배당금(DPS) 삭감 발표(1.37유로 → 0.07유로)
2022.05.07	노드스트림2 가스 파이프라인 가동 취소에 따른 손실 약 10억유로 인식
2022.05.16	신용등급 하향(BBB → BBB-)
2022.06.29	연간 가이던스 철회
2022.07.22	독일 정부, 약 150억유로 규모 긴급 구제금융 발표
2022.08.29	정부 신용 한도 13억유로 연장 신청
2022.09.20	독일 연방정부, Uniper 모기업 보유 지분 인수 위한 최종 협상 진행 발표

자료: Uniper, 언론 보도, NH투자증권 리서치본부

3) 고물가+경기 모멘텀 둔화 환경하에서도 견조한 성과 이어질 것

고물가 환경은 당분간 지속될 전망

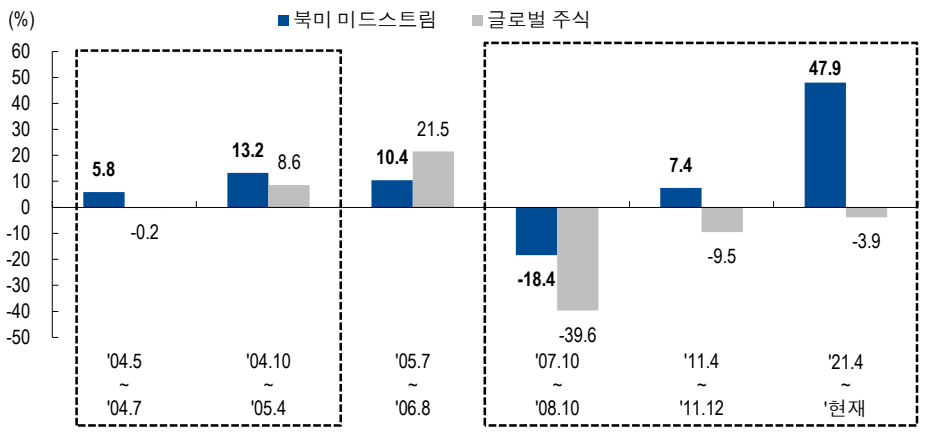
높아진 물가 상승률을 통제하기 위한 미국 연준의 공격적 금리 인상이 이어지고 있다. 다만 현재의 인플레이션은 유동성 공급, 러시아-우크라이나 전쟁, 공급망 차질 등 그 원인이 다양하기 때문에 Peak-out 신호는 확인되었지만 당분간 높은 물가 상승률이 지속될 것으로 예상되고 있다.

고물가 환경 장기화 되더라도, 오일&가스 미드스트림의 견조한 성과 예상

인플레이션이 연동된 요금 인상 구조를 갖추고 있는 북미 오일&가스 미드스트림 인프라는 과거 고물가 시기 견조한 성과를 보여왔다(그림54 참조). 앞서 살펴본대로 오일&가스 미드스트림 인프라는 요금 설정 구조상 인플레이션 헤지 능력을 갖추고 있다. **따라서 향후 고물가 환경이 장기화된다 하더라도, 북미 오일&가스 미드스트림 인프라에는 유리한 환경이 전개될 것으로 전망한다.**

그림54. 인플레이션 심화 시기에 아웃퍼폼(Outperform)

높은 인플레이션 시기에 아웃퍼폼



주1: 2003년 이후 미국 CPI(y-y)가 3%를 상회한 6번의 구간에서의 북미 미드스트림 인프라(AMZX Index)와 글로벌 주식(MSCI ACWI) 성과
주2: 총 수익률(TR) 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

경기 침체가 온다면…

인프라 자산군 중 에너지 수요에 대한 민감도가 높은 오일&가스 미드스트림 인프라는 경기 침체 구간에서 부진한 성과를 기록하는 자산으로 알려져 있다. 그러나 2000년 이후 발생한 3번의 경기 침체 구간(IT버블, 글로벌 금융 위기, 코로나19)에서 북미 오일&가스 미드스트림 인프라가 실제로 전체 주식시장 대비 부진한 성과를 기록한 시기는 가장 최근 경기 침체 구간이었던 코로나19 시기가 유일했다.

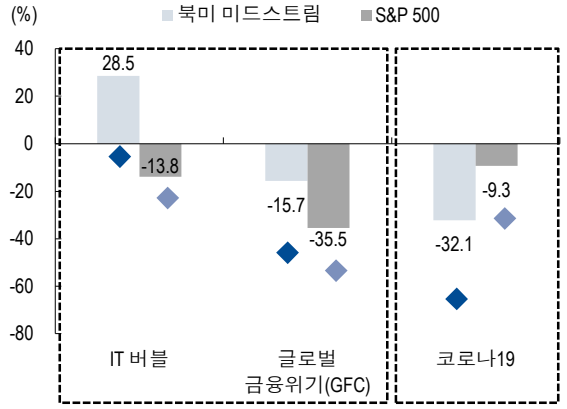
에너지 수요 타격이 심했던 코로나19 당시 성과 특히 부진

북미 오일&가스 미드스트림 인프라는 2000년대 초 IT버블과 2000년대 후반 글로벌 금융 위기 당시 오히려 S&P 500 대비 견조한 성과를 기록했는데, 최근 코로나19 시기와 가장 큰 차이점은 에너지 수요에 대한 타격이었다(그림55 참조). 기술주 Overvalue, 금융시장 관련 리스크가 번지며 찾아온 두 번의 경기 침체 구간에서는 에너지 수요 타격이 상대적으로 작았다. 반면, 이동제한 조치 및 봉쇄 조치 등으로 직접적인 수요 타격이 발생했던 코로나19 시기에는 에너지 수요가 급감했고(그림56 참조), 북미 오일&가스 미드스트림 인프라는 이전 2번의 경기 침체와 비교해서도 크게 부진한 성과를 기록했다.

침체 자체보다는 에너지 수요 변화에 주목

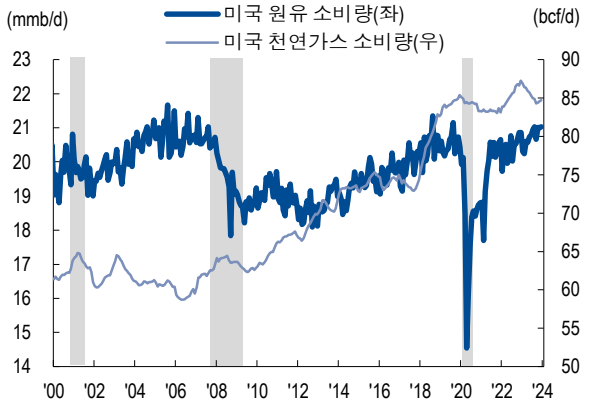
향후 경기 침체가 오더라도, 북미 오일&가스 미드스트림 인프라의 성과를 예상하기 위해서는, 침체 자체보다는 에너지 수요 변화에 주목해야 할 것이다. 적절한 수요 둔화로 인플레이션을 완화시키는 것이 연준의 목표이며, 러시아-우크라이나 전쟁으로 인해 에너지 안보가 주목받고 있는 현 상황에서 에너지 수요가 큰 타격을 받는 시나리오가 현실화할 가능성은 낮을 것으로 판단한다.

그림55. 과거 경기 침체 구간에서 나타난 상반된 성과



주1: NBER(전미경제연구소)이 정의한 지난 3번의 경기 침체 구간 수익률
주2: 각 경기 침체 구간 최대 낙폭 표시
주3: 총 수익률(TR) 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림56. 코로나19 시기에 에너지 수요 타격이 특히 심했음



주: 천연가스 소비량은 직전 12개월 평균
자료: EIA, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

북미 천연가스 미드스트림 인프라 견조한 성과 예상

오히려 러시아-우크라이나 전쟁 이후 전 세계 천연가스 시장에서는 미국이 Key Supplier로 부상하고 있다는 점을 고려할 때, **북미 미드스트림 인프라 중에서도 특히 천연가스 Value Chain 관련 자산 비중이 높은 기업은 상대적으로 견조한 성과를 거둘 것으로 예상**하며, 연초 이후 지속되어온 북미 오일&가스 미드스트림 인프라의 견조한 성과가 당분간 이어질 것으로 전망한다(그림57 참조).

안정적인 현금흐름, 높은 배당수익률

북미 오일&가스 미드스트림 인프라는 안정적인 현금흐름을 창출하는 자산으로 주목받아왔다. 원유 및 천연가스를 생산하는 업스트림으로부터 수취하는 에너지 가격의 변동성으로 인해 발생하는 위험을 최소화하기 위해 장기 물량 처리 계약을 체결하기 때문이다. 안정적이고 예측가능한 현금흐름을 기반으로, 주식 및 리츠 등 타 자산군 뿐만 아니라 글로벌 인프라 섹터 중에서도 높은 배당수익률을 제공하는 편이다(그림58 참조).

연초 이후 북미 오일&가스 미드스트림 인프라 아웃퍼폼

그림57. 북미 오일&가스 미드스트림 인프라와 글로벌 주식 성과 추이

주1: 총 수익률(TR) 기준
주2: 2022년 9월 27일 종가 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

높은 배당수익률을 제공하는 오일&가스 미드스트림 인프라

그림58. 오일&가스 미드스트림 인프라, 미국 리츠, 미국 국채 10년물 추이

주: 12개월 후행 배당수익률 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

IV. ETF로 글로벌 인프라 투자하기

인프라 ETF를 활용하여 글로벌 인프라 시장 및 인프라 섹터 전반에 투자할 수 있다. 다양한 종류의 지역별, 섹터별 인프라 ETF가 시장에 상장되어 있는데, 각 인프라 ETF가 가진 특성을 분석하여 선별적으로 접근할 수 있다.

글로벌 인프라 ETF

종류 및 규모에 있어 선택지가 다양한 글로벌 인프라 ETF

글로벌 인프라 시장 전반에 투자할 수 있는 ETF는 종류 및 규모에 있어 선택지가 다양한데, 이는 각 ETF별로 벤치마크 지수가 다르기 때문이다. 전반적인 글로벌 인프라 시장의 움직임을 추종한다는 점에서는 동일하지만, 트래킹하는 인프라 지수 간의 특성에 따라 상이한 성과가 나타난다(표9 참조).

섹터별 인프라 ETF

인프라 섹터 ETF를 통해 선호 섹터에 투자 가능

특정 섹터를 추종하는 인프라 ETF에 투자하여 선호하는 섹터에 대한 노출도를 높일 수 있다. 유틸리티, 오일&가스 인프라 섹터의 경우 다양한 종류의 ETF가 시장에 상장되어 있어, 각 ETF의 특성을 비교한 투자가 가능하다. 다만, 글로벌 인프라 지수 내에서도 상대적으로 비중이 작은 운송 및 수자원 인프라의 경우 선택지가 다양하지 않은 편이다(표10 참조).

표9. 글로벌/지역별 인프라 ETF 리스트

지역	티커	종목명	AUM (백만달러)	배당수익률 (T12M)	보수 (%)
미국	PAVE	Global X U.S. Infrastructure Development ETF	3,365	0.74	0.47
글로벌	IGF	iShares Global Infrastructure ETF	3,327	2.74	0.43
글로벌	NFRA	FlexShares STOXX Global Broad Infra Index Fund	2,449	3.07	0.47
미국	IFRA	iShares U.S. Infrastructure ETF	1,568	2.09	0.30
글로벌	GII	SPDR S&P Global Infrastructure ETF	510	3.16	0.40
글로벌	**TOLZ**	**ProShares DJ Brookfield Global Infra ETF**	**134**	**3.17**	**0.46**
이머징	EMIF	iShares Emerging Markets Infrastructure ETF	21	3.01	0.60

주: 2022년 9월 27일 종가 기준
자료: Bloomberg, FactSet, NH투자증권 리서치본부

표10. 섹터별 인프라 ETF 리스트

섹터	티커	종목명	AUM (백만달러)	배당수익률 (T12M)	보수 (%)
유틸리티	XLU	Utilities Select Sector SPDR Fund	17,187	2.90	0.10
유틸리티	**VPU**	**Vanguard Utilities ETF**	**5,924**	**2.90**	**0.10**
유틸리티	FUTY	Fidelity MSCI Utilities Index ETF	2,168	2.77	0.08
오일&가스	AMLP	Alerian MLP ETF	5,987	8.45	0.87
오일&가스	**MLPX**	**Global X MLP & Energy Infrastructure ETF**	**909**	**5.79**	**0.45**
오일&가스	AMZA	InfraCap MLP ETF	283	9.85	1.40
오일&가스	ENFR	Alerian Energy Infrastructure ETF	120	7.67	0.35
통신	XLC	Communication Services Select Sector SPDR	7,876	1.18	0.10
수자원	PHO	Invesco Water Resources ETF	1,566	0.32	0.60
운송	IYT	iShares US Transportation ETF	737	1.31	0.42

주: 2022년 9월 27일 종가 기준
자료: Bloomberg, FactSet, NH투자증권 리서치본부

1. 글로벌 인프라 ETF: TOLZ (ProShares DJ Brookfield Global Infrastructure ETF)

TOLZ: 글로벌 인프라 ETF

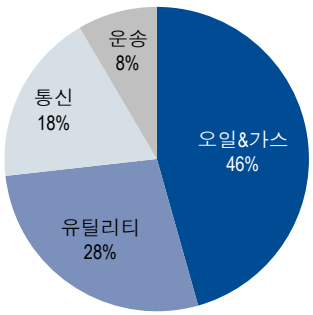
글로벌 인프라 ETF 중 TOLZ(ProShares DJ Brookfield Global Infrastructure ETF)의 **견조한 성과를 예상한다.** DJB Global Infrastructure Composite Index를 벤치마크로 추종하는 TOLZ는 글로벌 인프라 섹터에 대한 집중도가 가장 높은 ETF로, 현금흐름의 70% 이상을 인프라 자산으로부터 창출하는 종목 117개를 편입하고 있다(표11 참조).

표11. ProShares DJ Brookfield Global Infrastructure ETF(TOLZ)

	내용
티커	TOLZ US
운용회사	ProShares
기초자산/지수	Dow Jones Brookfield Global Infrastructure Composite Index
구성 종목 수	117개
AUM	1.3억달러
배당수익률(T12M)	3.17%
배당 주기	분기별
설정일(상장일)	2014.03.25
총 보수	0.46%

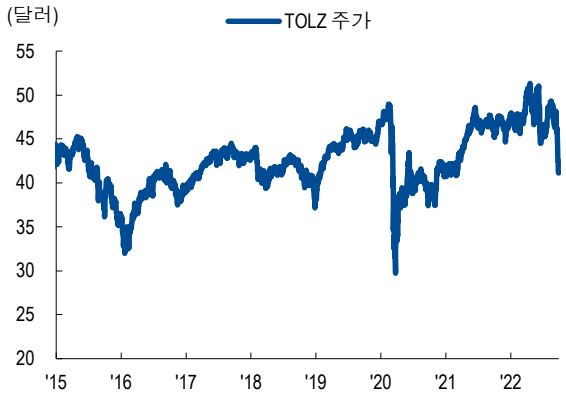
자료: ProShares, FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림59. TOLZ 보유 종목 섹터별 비중



자료: ProShares, FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림60. TOLZ 주가 추이



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

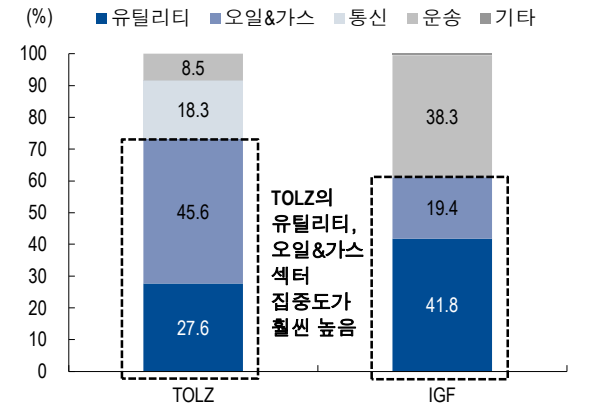
TOLZ는 유틸리티, 오일&가스 집중도 높은 편

글로벌 인프라 ETF 중 가장 규모가 큰 IGF(iShares Global Infrastructure ETF)와의 비교를 통해 TOLZ의 특성을 파악해볼 수 있다. IGF가 벤치마크로 추종하는 S&P Global Infrastructure Index는 섹터별 비중이 유틸리티 40%, 운송 40%, 오일&가스 20%로 고정되어 있다. 반면, TOLZ의 경우 섹터 비중이 고정되어 있지 않으며, 오일&가스 미드스트림(46%) 섹터 비중이 높고 운송 인프라 비중이 낮다는 점이 특징이다(그림61 참조).

TOLZ의 아웃퍼폼 예상

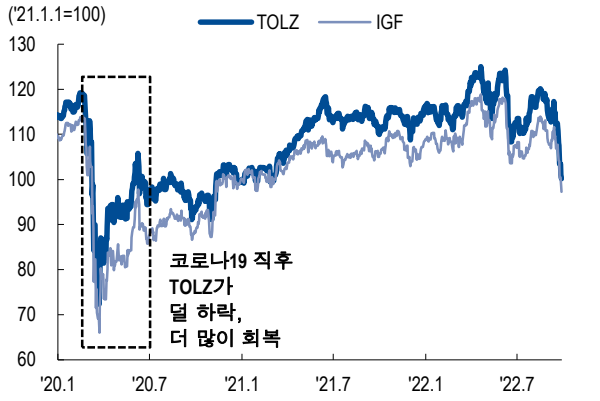
IGF는 경기 민감 인프라 섹터인 운송 섹터의 비중이 약 38%로, 8.5%인 TOLZ 대비 큰 편이다. 코로나19 발생 직후 경기 방어 섹터 비중이 높은 TOLZ의 방어력 및 회복력이 IGF 대비 우수했다(그림62 참조). **향후 경기 모멘텀이 약화하는 환경에서도 경기 민감 인프라 섹터 비중이 낮고, 오일&가스 섹터 집중도가 높아 에너지 패러다임 변화 모멘텀을 더 크게 누릴 수 있는 TOLZ가 아웃퍼폼할 것으로 예상한다.**

그림61. TOLZ, IGF 보유 종목 섹터별 비중



자료: ProShares, BlackRock, FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림62. 코로나19 직후 더 나은 방어력, 회복력인 보인 TOLZ



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

표12. TOLZ 상위 10개 보유 종목

티커	국가	종목명	섹터	비중(%)
ENB CN	캐나다	Enbridge Inc	오일&가스	7.29
AMT US	미국	American Tower Corp	통신	7.05
CCI US	미국	Crown Castle Inc	통신	4.47
DG FP	프랑스	VINCI SA	인프라 건설	4.17
TRP CN	캐나다	TC Energy Corp	오일&가스	4.14
NG LN	영국	National Grid Plc	유틸리티	3.96
SRE US	미국	Sempra Energy	유틸리티	3.38
LNG US	미국	Cheniere Energy Inc	오일&가스	2.55
TCL AU	호주	Transurban Group	도로	2.50
WMB US	미국	Williams Companies Inc	오일&가스	2.37

주: 2022년 9월 26일 종가 기준
자료: ProShares, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

2. 유틸리티 인프라 ETF: VPU (Vanguard Utilities ETF)

VPU: 미국 유틸리티 인프라 ETF

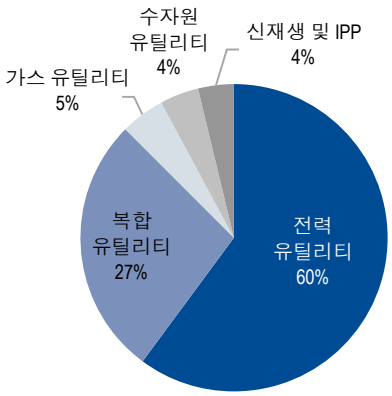
유틸리티 인프라 ETF인 VPU(Vanguard Utilities ETF)는 MSCI US Investable Market Utilities 25/50 Index를 벤치마크 지수로 추종하고 있으며, 미국 상장 유틸리티 종목 65개를 편입하고 있다(표13 참조).

표13. Vanguard Utilities ETF

	내용
티커	VPU US
운용회사	Vanguard
기초자산/지수	MSCI US Investable Market Utilities 25/50 Index
구성 종목 수	65개
AUM	59억달러
배당수익률(T12M)	2.90%
배당 주기	분기별
설정일(상장일)	2004.01.26
총 보수	0.10%

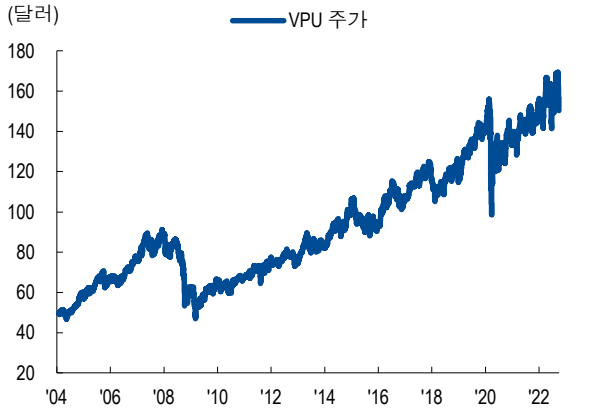
자료: Vanguard, FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림63. VPU 보유 종목 섹터별 비중



자료: Vanguard, NH투자증권 리서치본부

그림64. VPU 주가 추이



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

표14. VPU 상위 10개 보유 종목

티커	국가	종목명	섹터	비중(%)
NEE US	미국	NextEra Energy Inc	전력 유틸리티	13.94
DUK US	미국	Duke Energy Corp	전력 유틸리티	6.87
SO US	미국	Southern Company	전력 유틸리티	6.83
D US	미국	Dominion Energy Inc	전력 유틸리티	5.53
SRE US	미국	Sempra Energy	전력 유틸리티	4.32
AEP US	미국	American Electric Power Company	전력 유틸리티	4.29
EXC US	미국	Exelon Corp	전력 유틸리티	3.59
XEL US	미국	Xcel Energy Inc	전력 유틸리티	3.37
ED US	미국	Consolidated Edison Inc	전력 유틸리티	2.89
PEG US	미국	Public Service Enterprise Group Inc	전력 유틸리티	2.71

주: 2022년 8월 31일 종가 기준

자료: Vanguard, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

XLU를 대안으로 선택 가능하나...

VPU는 유틸리티 인프라 ETF 중 규모가 가장 큰 XLU(Utilities Sector SPDR Fund)와 섹터 구성, 운용 보수 등이 매우 유사하다(표15, 그림65 참조). 다만, XLU는 S&P 500 유틸리티 기업 29개만을 편입하고 있는 반면, VPU는 대형 및 중소형 유틸리티 종목까지 골고루 편입하고 있다는 점에서 차이가 있다. 두 ETF는 섹터 구성이 유사하여 역사적으로 비슷한 성과를 보여왔기 때문에(그림66 참조), 상대적으로 규모가 큰 XLU는 VPU의 대안이 될 수 있다. 다만, 중소형 유틸리티 종목까지 편입하여 종목 수가 많은 VPU가 전체 유틸리티 시장을 더욱 폭넓게 반영하고 있어 향후 더 유망할 것이라 판단한다.

VPU가 유틸리티 시장 더 폭넓게 반영

경기 둔화 시기 견조한 성과 예상

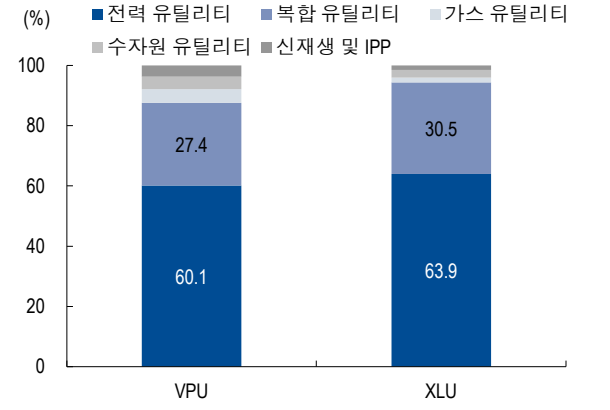
VPU 구성 종목의 약 96%는 규제 자산 비중이 높아 방어주 역할을 수행할 수 있는 북미 유틸리티 종목으로 구성되어 있다. **향후 경기 모멘텀이 약화한다면, VPU에 투자하여 전체 시장 대비 견조한 성과를 거둘 수 있을 것으로 예상한다.**

표15. 유틸리티 ETF: VPU와 XLU 비교

	VPU	XLU
티커	VPU US	XLU US
ETF명	Vanguard Utilities ETF	Utilities Select Sector SPDR Fund
운용회사	Vanguard	SSGA
기초자산/지수	MSCI US IMI/Utilities 25/50 Index	S&P Utilities Select Sector Index
구성 종목 수	65개	29개
AUM	59억달러	172억달러
배당수익률(T12M)	2.90%	2.90%
배당 주기	분기별	분기별
설정일(상장일)	2004.01.26	1998.12.16
총 보수	0.10%	0.10%

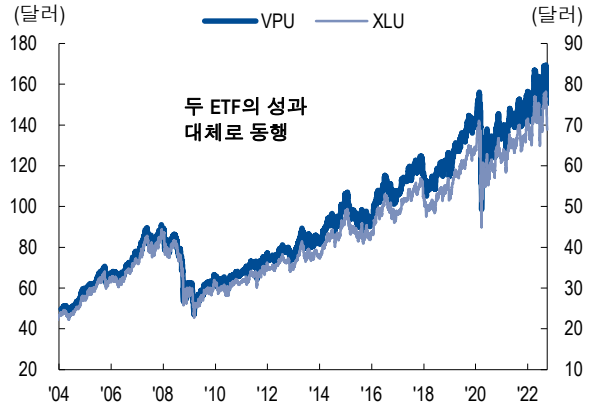
자료: Vanguard, SSGA, FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림65. VPU, XLU 보유 종목 섹터별 비중



자료: Vanguard, SSGA, NH투자증권 리서치본부

그림66. VPU와 XLU의 성과는 대체로 동행



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

3. 오일&가스 미드스트림 인프라 ETF: MLPX (Global X MLP & Energy Infra ETF)

MLPX: 북미 오일&가스 미드스트림 인프라 ETF

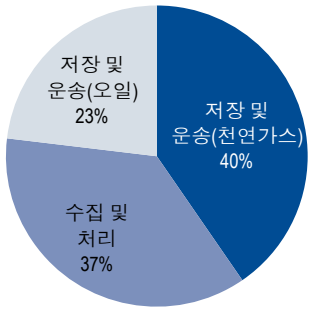
북미 오일&가스 미드스트림 인프라 ETF인 MLPX(Global X MLP & Energy Infra ETF)는 Solactive MLP & Energy Infrastructure Index를 벤치마크 지수로 추종하고 있으며, 미국과 캐나다에 상장된 오일&가스 미드스트림 인프라 기업 27개를 편입하고 있다(표16 참조). 5.79%의 매력적인 배당수익률(12개월 후행 배당수익률 기준)을 제공한다는 점이 특징이다.

표16. Global X MLP & Energy Infrastructure ETF

	내용
티커	MLPX US
운용회사	Mirae Asset Global Investments
기초자산/지수	Solactive MLP & Energy Infrastructure Index
구성 종목 수	27개
AUM	9억달러
배당수익률(T12M)	5.79%
배당 주기	분기별
설정일(상장일)	2013.08.06
총 보수	0.45%

자료: Mirae Asset Global Investments, FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림67. MLPX 보유 종목 섹터별 비중



자료: Mirae Asset Global Investments, NH투자증권 리서치본부

그림68. MLPX 주가 추이

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

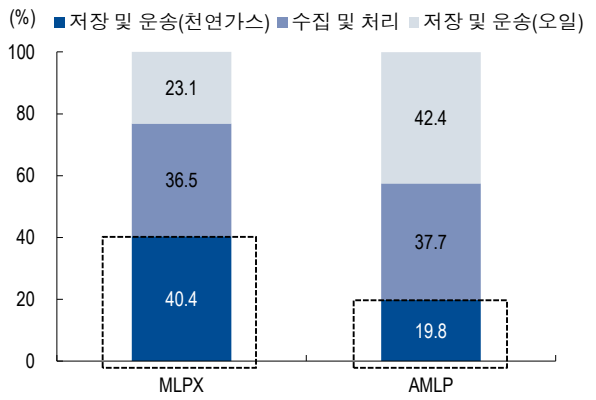
오일&가스 미드스트림 인프라에 투자할 수 있는 ETF는 다양

MLPX 외에도 오일&가스 미드스트림 인프라에 집중적으로 투자할 수 있는 ETF는 AMLP(Alerian MLP ETF), AMZA(InfraCap MLP ETF), ENFR(Alerian Energy Infrastructure ETF) 등이 있다. AMZA와 ENFR은 북미 오일&가스 미드스트림 인프라 기업을 편입하고 있다는 점에서는 MLPX와 동일하나, 액티브 ETF인 AMZA의 경우 보수가 높고 변동성이 심하다는 단점이 있고, ENFR은 AUM이 작아 유동성이 상대적으로 낮다.

천연가스 Value Chain 비중이 높은 MLPX의 우수한 성과 예상

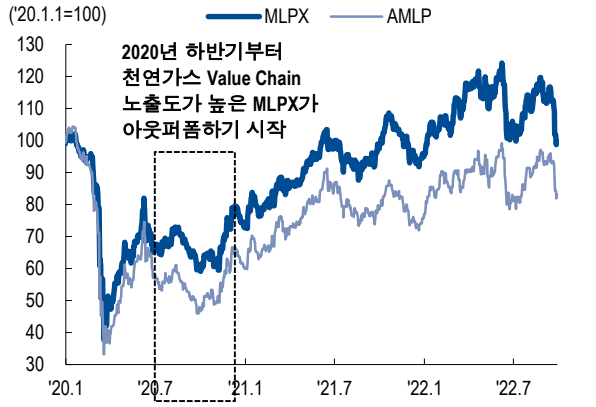
AMLP는 오일&가스 미드스트림 인프라 ETF 중 가장 규모가 크고 유동성도 우수한 편이며, 북미 오일&가스 미드스트림 인프라 기업에 투자할 수 있다는 점은 MLPX와 유사하다. 그러나 AMLP의 천연가스 저장 및 운송 섹터 비중이 19.8%로, 40.4%인 MLPX 대비 낮다는 것이 결정적인 차이점이다(그림69 참조). 2020년 하반기부터 천연가스 가격 상승세가 시작되며 천연가스 Value Chain 관련 기업 비중이 높은 MLPX의 아웃퍼폼이 이어지고 있다(그림70 참조). **향후 천연가스 Value Chain 노출도가 높은 MLPX에의 투자를 통해 글로벌 천연가스 시장의 Key Supplier로 부상한 미국 관련 모멘텀을 누릴 수 있을 것으로 예상한다.**

그림69. MLPX 보유 종목 섹터별 비중



자료: Mirae Asset Global Investments, NH투자증권 리서치본부

그림70. MLPX와 AMLP 성과 비교



자료: SS&C, NH투자증권 리서치본부

표17. MLPX 상위 10개 보유 종목

티커	국가	종목명	섹터	비중(%)
ENB CN	캐나다	Enbridge Inc	오일&가스 미드스트림	9.10
TRP CN	캐나다	TC Energy Corp	천연가스 미드스트림	8.92
WMB US	미국	Williams Companies Inc	오일&가스 미드스트림	8.67
LNG US	미국	Cheniere Energy Inc	LNG(액화천연가스) 미드스트림	8.58
KMI US	미국	Kinder Morgan Inc Class P	오일&가스 미드스트림	7.06
OKE US	미국	ONEOK Inc	천연가스 미드스트림	6.07
ET US	미국	Energy Transfer LP	오일&가스 미드스트림	4.61
EPD US	미국	Enterprise Products Partners LP	오일&가스 미드스트림	4.45
TRGP US	미국	Targa Resources Corp	천연가스 미드스트림	4.45
ETRN US	미국	Equitrans Midstream Corp	천연가스 미드스트림	4.34

주: 2022년 9월 26일 종가 기준
자료: Mirae Asset Global Investments, FactSet, NH투자증권 리서치본부

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자 상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.