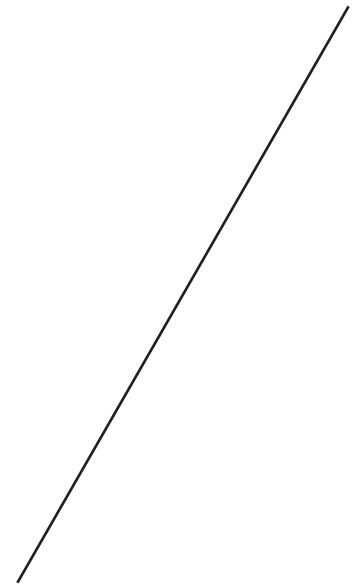


# Q3 2024

세 가지 시나리오



년 글로벌 시장 전망



2024년 중반 미국 시장은 경기 침체 없는 연착륙이 가능할 것으로 예상되지만 엇갈린 데이터 시그널로 인해 중앙은행의 금리 인하가 늦어지고 있습니다. 이로 인해 2024년 말 또는 2025년 초에 경착륙이 발생할 위험이 있습니다.



*The no-landing scenario is unlikely, the soft landing is possible, and the hard landing is more probable than priced by markets.*

Andrew Pease, Chief Investment Strategist



# 서론

올해의 핵심 질문인 미국 경제가 무사히 지나갈지, 아니면 연착륙 또는 경착륙을 하게 될 것인지에 대한 답이 아직 명확하지 않습니다. 이 세 가지 시나리오가 모두 가능한 이유는 다음과 같습니다

## 미국 경제가 직면할 수 있는 다양한 시나리오

재가속(무착륙) 상황에 대한 근거는 트렌드를 상회하는 일자리 증가세, 두 자릿수로 예상되는 기업 이익 성장, 2.5%를 상회하는 수준에 머물러 있는 인플레이션입니다.

연착륙 또는 트렌드를 하회하는 성장 시나리오에 대한 근거는 고용시장 선행 지표가 둔화하고 있다는 것입니다. 여기에는 고용률, 실질 가계 소득을 하락시키는 임금 성장 둔화, 신용 카드와 자동차 대출 연체를 증가로 알 수 있는 저소득 소비자들의 부실 징후 등이 포함됩니다.

경착륙(경기 침체)에 대한 근거는 과거의 선례입니다. 미국 연방준비제도(Fed)는 폴 볼커가 의장으로 재직했던 1980년대 초 이래 가장 공격적인 긴축에 나섰고, 2022년 중반 이후 Yield 곡선(10년물-2년물)이 역전되었습니다. 이는 경기 침체의 고전적인 징후로, 미국 경제는 긴축 통화 정책 기간이 지속된 후 경기 침체를 피한 선례가 없습니다.

가장 가능성이 낮은 시나리오는 무착륙입니다. 경기가 둔화하고 있고 인플레이션 압력이 완화되고 있다는 증거는 충분합니다. 팬데믹 기간에 쌓였던 가계 잉여 저축은 소진되었고 2022년 미국 연방정부의 인플레이션 감축법(IRA)에서 비롯된 2023년 재정 부양은 경제의 발목을 잡고 있습니다. 당사는 6개월간의 연 환산 근원 인플레이션 측정치가 약간 상승한 것은 신호가 아닌 노이즈에 가깝고, 임금 상승이 지속적으로 완만해지고 있는 추세이기 때문에 결국 인플레이션이 Fed의 목표인 2~2.5%가 될 것으로 예상합니다.

## 미국 경제는 연착륙과 경기 침체 중 어느 것을 향해 가고 있는가?

주요 논쟁은 연착륙과 경기 침체 중 어느 쪽일 것인가입니다. 경기 둔화 신호는 마이너스 성장을 초래하지 않고 인플레이션을 해결하는 건전한 리밸런싱으로 해석할 수도 있고 올해 말이나 2025년 초에 시작될 완만한 경기 침체로 이어지는 과정으로 해석할 수도 있기 때문에, 경제 데이터는 큰 도움이 되지 않습니다.

연착륙을 전망하는 측은 이번 경기 사이클이 과거와 너무 다르기에 일반적인 규칙이 적용되지 않는다는 주장입니다. 인플레이션 급등은 주로 코로나19 팬데믹 후 수요가 공급보다 빠른 속도로 회복된 데서 기인합니다. Fed의 이전 긴축과 달리, 가계와 기업은 과도한 대출을 하지 않았고, 30년 모기지 금리와 이보다 만기가 긴 회사채의 금리가 낮은 수준으로 유지되어 Fed의 금리 인상 영향을 피할 수 있었습니다. Fed의 긴축 정책의 타격이 이전보다 크지 않았기 때문에 경제가 점진적으로 둔화하고 경기 침체 없이 인플레이션을 낮출 수 있었습니다.

하지만 이것 역시 '이번은 다르다'가 아닌 '이번엔 더 오래 간다'는 뜻일 수 있습니다. 연착륙은 적어도 완만한 경기 침체로 오버슈트할 수 있습니다. 실제로 경제 회복력이 Fed의 금리 인하 시기를 지연시켜 경착륙의 가능성을 더 높일 수 있습니다.

## 시장이 완만한 경기 침체의 위험을 과소평가하고 있는 것인가?

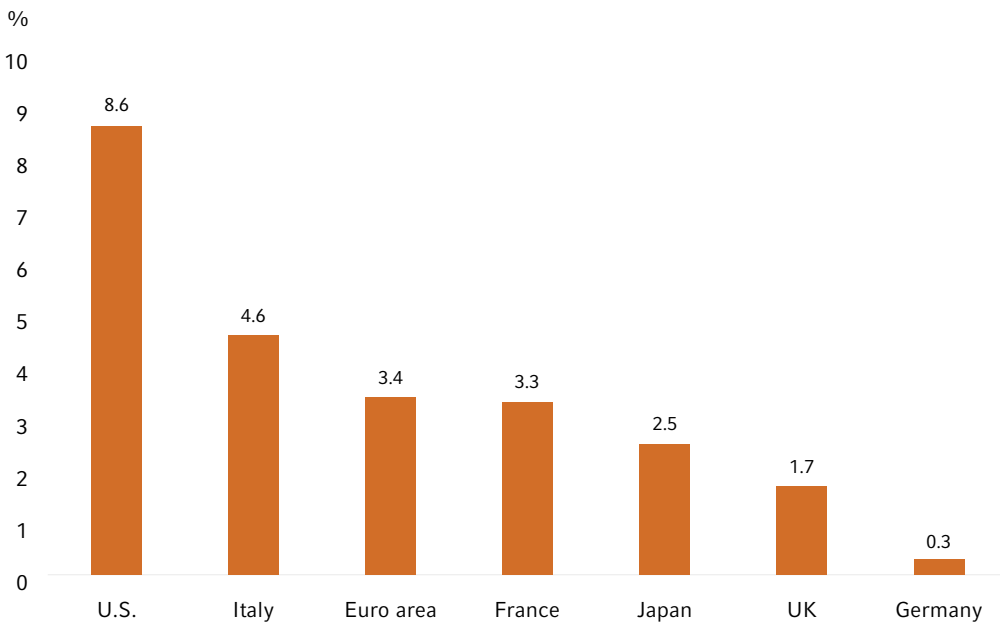
금융 시장은 연착륙 시나리오를 지지하고 있습니다. 이는 수익 성장 예상치에 대한 낙관론과 고수익 크레딧 스프레드가 경기 주기상 낮은 채무 불이행률 수준에 머물러 있는 것을 보면 알 수 있습니다. 당사는 두 시나리오 모두 가능성이 있지만 시장은 완만한 경기 침체의 위험을 과소평가하고 있다고 판단합니다. 이는 수익 전망의 비대칭을 초래합니다. 연착륙 예상이 맞을 경우 약간의 수익률 상승 여력이 있지만, 경기 침체가 발생할 경우 잠재적으로 큰 폭의 하락이 발생할 수 있습니다.

다른 선진국들은 대부분 코로나 이후 상대적으로 부진했던 국내총생산(GDP) 성장세가 회복되면서 상황이 개선되고 있습니다. 유럽은 2023년에 거의 경기 침체 상태였다가 글로벌 제조업의 호전과 은행 대출 회복세로 인해 경제가 활성화되고 있습니다. 일본의 GDP 성장률은 놀랍게도 2024년 1분기에 부진했지만 엔화 약세와 제조업 활동의 개선으로 단기 전망은 더 긍정적입니다. 영국은 인플레이션이 지속된 탓에 영란은행의 금리 인하가 지연되고 있긴 하지만 성장 지표는 완만하게 개선되는 중입니다.

중국의 전망 역시 부동산 시장 안정과 경기 부양을 위한 다양한 정책이 시행 중이기 때문에 긍정적으로 보입니다. 중국은 높은 저축률, 저조한 소비, 과잉 생산, 수출 수요 의존도와 관련하여 장기적인 큰 구조적 문제에 직면해 있습니다. 하지만 정책의 변화로 단기 전망이 개선되고 올해 초 중국 주식의 높은 과매도 분위기가 완화되었습니다.

올해는 투자자들에게 세 가지 시나리오 문제를 안겨 주었습니다<sup>1</sup>. 무착륙 시나리오의 가능성은 낮고, 연착륙은 가능하며, 시장의 예상보다 경착륙이 더욱 가능성이 있다는 것이 당사의 의견입니다. 인플레이션 우려가 줄어들면서 연착륙에 대한 기대도 향후 몇 달간 계속될 것으로 보입니다. 하지만 중반기 수익률 전망이 비대칭적이라는 것은 더 심각한 침체 징후를 면밀히 주시해야 함을 시사합니다.

### 코로나19 팬데믹 이후의 GDP 성장



Source: LSEG DataStream, Russell Investments' calculations, as at Q1 2024.



*The no-landing scenario is unlikely, the soft landing is possible, and the hard landing is more probable than priced by markets.*

**Andrew Pease, Chief Investment Strategist**

<sup>1</sup> 물리학의 삼체(Three-Body) 문제는 세 물체의 움직임을 예측할 수 없다는 것을 보여줍니다. [https://en.wikipedia.org/wiki/Three-body\\_problem](https://en.wikipedia.org/wiki/Three-body_problem)

# 인공 지능의 성장에 대한 논쟁

인공 지능(AI)에 대한 시장의 열광 뒤에는 AI가 생산성과 경제 성장에 미치는 영향에 대한 중요한 논쟁이 있었습니다. 향후 10년간 미국 GDP의 누적 증가 효과는 1%를 넘지 않을 것이라고 예상하는 매사추세츠 공과대학교 경제학과 교수 Daron Acemoglu는 회의적인 시각을 보입니다. 이는 GDP 누적 증가 효과가 7%(또는 인플레이션 조정 금액으로는 대략 미화 2조 달러)에 달할 것이라고 주장하는 McKinsey & Company와 Goldman Sachs 애널리스트들의 낙관적인 예측과 대조적입니다. 국제통화기금(IMF)은 1월에 AI가 "세계 경제를 재편할 잠재력"이 있다고 언급한 직원 문서를 공개했습니다.

장기적인 GDP 추세는 생산가능인구의 성장과 생산성(즉 투입 단위당 생산량)에 따라 결정됩니다. 인구가 고령화된다는 것은 생산성이 증가되지 않으면 현재의 GDP 성장 추세를 유지할 수 없다는 뜻입니다. 성장 낙관주의자들은 인공 지능이 기하급수적인 진보로 인한 성장 조짐이 있다고 봅니다.

## AI로 인한 잠재적 GDP 성장 효과는 어느 정도인가?

AI는 이미 일부 기업에서 비용 구조의 개선을 이끌고 있습니다. 예를 들어 컴퓨터 프로그래밍과 코딩 그룹들이 생산성의 극적인 증가를 보고하고 있습니다. 대규모 언어 모델<sup>2</sup>은 아직 초기 단계이며, 가상 어시스턴트인 ChatGPT가 불과 18개월 전인 2022년 11월에 출시되었다는 사실을 잊지 말아야 합니다.

이러한 회의론과 낙관론 사이의 괴리는 대부분 AI가 비용 효과적으로 수행할 수 있는 작업의 비중에 대한 이견에서 비롯됩니다. Acemoglu 교수는 이 비중이 꽤 낮다고 생각합니다. 특정 산업에서 효율성 향상의 초기 징후가 보였다는 점과 개선 진행 속도를 감안하여, 당사의 견해는 이보다는 낙관적입니다.

또한, AI의 이점은 단순히 비용 절감에 그치지 않고 노동력과 새로운 업무의 재배치로 이어질 가능성이 높습니다.

역사적으로는 전기의 도입과 인터넷의 초기 상황에 비유할 수 있습니다. 두 가지 기술 모두 연간 약 1퍼센트포인트의 생산성 향상을 불러왔는데 이는 AI에 대한 낙관적인 예측 범위와 일치합니다.

여기에는 몇 가지 의미가 내포되어 있습니다. 첫 번째로 잠재 성장률의 증가가 균형금리( $r$ -star)의 상승으로 이어질 것이라는 점입니다. 두 번째로 세금과 분배 정책에 변화가 없으면 AI를 통한 생산성의 증가가 노동 인구보다는 자본에 유리하게 작용할 것이며, 이는 기업의 이익률을 뒷받침할 것을 뜻합니다. 세 번째로 이익률을 뒷받침하고 장기적으로 주당 순이익이 성장할 가능성이 높아져 주식시장의 적정 가치 범위가 높아질 것입니다.



*The benefits of AI will likely lead to reallocation of labor and new tasks, rather than simply being a cost-saving measure.*

Alex Cousley, Director, Senior Investment Strategist

<sup>2</sup> 대규모 언어 모델은 매우 규모가 큰 데이터 세트를 사용하여 콘텐츠를 인식, 요약, 번역, 예측, 생성할 수 있는 딥 러닝 알고리즘입니다.

# 미국 성장률 전망에 따른 연착륙 예상

미국 기업은 2024년 1분기에 양호한 수익을 기록했습니다. S&P 500의 수익은 전년 대비 약 11% 증가했으며, 이는 전 분기보다 더 높은 수치입니다

이번에도 전년 대비 50% 넘게 수익이 성장한 7대 성장 기술주인 매그니피센트 세븐(Magnificent Seven, M7) 역할이 컸습니다. 이와 대조적으로 S&P 493의 주당 순이익(EPS) 성장률(S&P 500에서 매그니피센트 세븐을 제외한 기업의 성장률)은 대략 전년 대비 3%였습니다. 하지만 S&P 493 기업들에게도 1분기는 수익이 회복되기 시작한 중요한 분기였습니다. 업계 애널리스트들은 올해 향후에는 S&P 493의 EPS 성장률은 증가하는 반면 매그니피센트 세븐의 성장률은 둔화할 것으로 예상하고 있습니다.

## 스몰캡 기업의 수익 전망

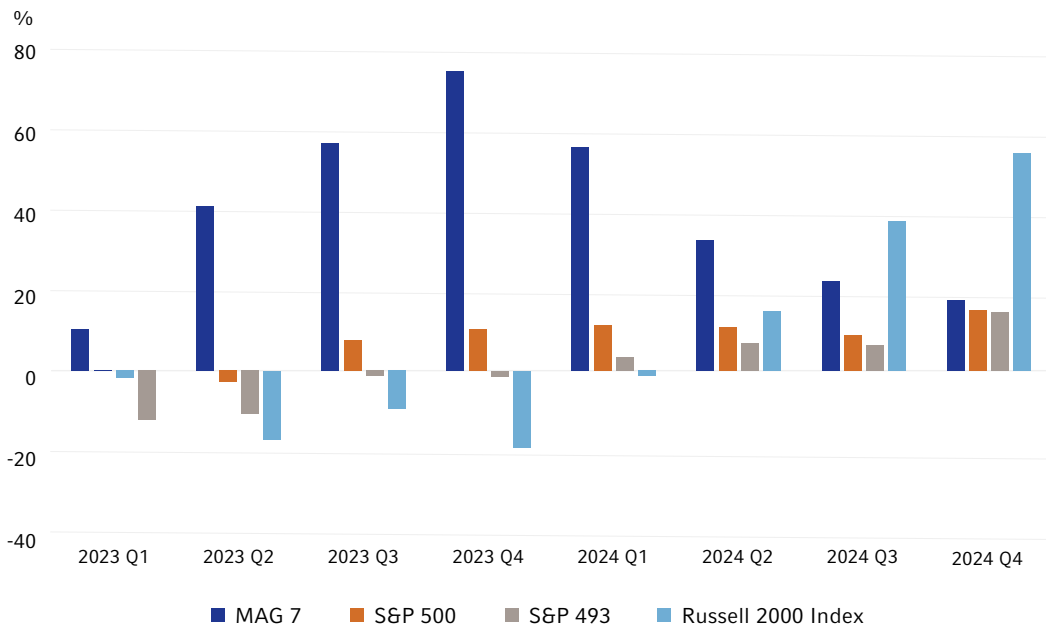
미국 스몰캡 기업(아래 차트 참조)은 금리에 대한 민감성 때문에 동종 업계의 대기업에 비해 큰 타격을 받았지만, 1분기에 잠정적인 안정화 징후를 보였습니다. Russell 2000® 지수의 수익 성장은 2023년 마이너스 성장과 달리 전년 대비 거의 변동이

없었습니다. 업계 애널리스트들은 스몰캡 기업의 수익이 급격히 반등하여, 2024년 4분기 말까지 수익 성장률이 전년 대비 50%를 넘어설 것으로 예상합니다.

당사는 이러한 시장 전망이 지나치게 낙관적이라고 판단합니다. 연착륙(당사의 기본 시나리오)이 실현된다면 이러한 전망이 적중하겠지만, 당사는 여전히 향후 12개월간 경기 침체가 일어날 가능성을 35%로 보고 있습니다. 경기 침체가 일어나면 수익은 전년 대비 10~15% 하락할 것입니다.

낙관적인 시장 전망은 경기 침체 없이 연착륙할 경우에만 맞을 것입니다. 하지만 더 성장할 여력이 많지 않기 때문에 미국 주식이 더욱 상승하는 데는 한계가 있을 것입니다.

## 미국 상장 기업의 주당 순이익(EPS) 성장률



Source: LSEG I/B/E/S Estimates, as of June 2024. The "magnificent seven" (Mag 7) represents seven technology stocks that drove a substantial portion of the market's returns in 2023 and 2024. The list includes Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet (Google), Tesla, Nvidia and Meta Platforms. The "S&P 493" is used here to represent the U.S. large-cap S&P 500® minus the seven "magnificent seven" stocks.



*Our base-case scenario is that a soft landing eventuates, but we still see a 35% probability of a recession over the next 12 months..*

BeiChen Lin, Investment Strategist

# 지역별 현황

## 미국

2024년 중반 미국 경제는 더 견고한 양상을 보이고 있습니다. 노동시장은 2019년 수준의 균형을 되찾으면서, 견조하지만 더 이상 심각한 인플레이션을 초래할 만큼 과열되지도 않은 상태입니다. 근원 개인소비지출(PCE) 물가는 경기 사이클 내에서 가장 높은 수준이었던 5.6%에서 2.6%로 누그러졌고 내년 Fed의 목표치를 향해 계속 낮아지고 있는 것으로 보입니다. 이러한 상황에서 당사는 Fed가 올해 말에 신중하게 금리 인하를 시작할 것으로 예상하는데, 9월이 첫 인하 시점이 될 가능성이 높습니다. 1분기 기업 이익은 매그니피센트 세븐의 주도로 견조한 모습을 보였습니다. 중요한 점은 해당 기간에 S&P 500의 대기업과 Russell 2000 지수의 스몰캡 기업의 이익도 폭넓게 안정화되었다는 점입니다.

향후 1년 동안 미국 경제가 경기 침체를 피할 가능성은 높지만 거시 경제적 불확실성은 높은 상태라고 판단합니다. Fed는 금리 인하를

시작하는 데 필요한 인플레이션 데이터의 기준을 높게 잡아 '회귀 회피(reversion aversion)' 의사를 보였습니다. 이는 경기 사이클의 점진적 둔화가 지속되어 경기 후퇴로 이어질 위험이 있습니다. 시장은 연착륙 전망이 반영되어 있으나, 불확실성이나 이러한 결과에 대한 당사와 같은 보수적인 시각은 반영되어 있지 않습니다. 주식 밸류에이션은 고평가된 상태이며 신용 스프레드는 축소되어 있습니다. 시장 심리에 대한 당사의 독자적인 측정치는 투자자 낙관론을 보여주지만, 올해 중반에 위험회피(risk-off) 태세로 급히 전환해야 할 만큼 극단적인 수준의 낙관론은 아닙니다. 국채 yield는 데이터가 고르지 못하고 Fed가 이러한 데이터에 의존하고 있기 때문에 여전히 변동성이 매우 높은 상태입니다. 당사는 채권이 시작 실질금리 측면에서나 부정적인 경제 시나리오에 대비한 다각화 수단으로서도 좋은 가치를 지닌다고 판단합니다.



## 유로존

유로존 국가들은 산업 활동이 회복되고 은행 대출 성장률이 개선되고 인플레이션이 유럽중앙은행(ECB)이 원하는 수준을 향해 변화되면서 계속 밝은 전망을 유지하고 있습니다. ECB는 6월 초에 처음으로 금리를 25 베이스포인트(bps) 인하했고, 시장은 향후 12개월에 걸친 100bps 추가 인하를 예상하고 있습니다.

최근 유럽 의회 선거에서는 우익 포퓰리스트 정당의 우세로 인한 정치적 혼란이 나타났습니다. 프랑스의 에마뉼 마크롱 대통령이 정부를 구성하는 의회 총선을 실시하기로 하면서 유럽 경제대국 중 하나인 프랑스를 곧 극우가 집권하게 될 수도 있다는 우려가 나오고 있습니다. 이로 인해 투자자들이 정부 부채가 높은 상황에서 감당할

자금 없이 세금이 인하될 가능성을 우려하면서 유로존 주식이 4.5% 가량 매도되는 사태가 촉발되었습니다. 하지만 이러한 우려는 과도한 것으로 보입니다. 두 단계로 이루어지는 프랑스 선거 과정에서 극우가 승리를 거둘지 확신하기 어렵습니다. 또한 이탈리아의 조르지아 멜로니 총리의 경우에도 그렇듯이, 유럽의 포퓰리스트 정당은 집권 후 책임감 있게 처신할 수 있습니다.

당사는 유럽 주식이 미국 주식에 비해 매력적인 가격 수준이며 정치적 혼란이 수그러들고 경제 상태가 개선되어 기대 실적이 상향되면 다시 반등할 수 있다고 판단합니다.



## 영국

기저 효과를 감안해야 하겠지만 영국의 전망도 개선되기 시작했습니다. 소비자와 기업의 신뢰 수준이 반등하고 있으며 주택 가격이 회복되기 시작했다는 조짐이 포착되고 있습니다. 그러나 근원 인플레이션이 3.9%로 고착화된 모습을 보이면서, 영란은행은 단기 금리 인하 시점을 시사하지 못하고 있습니다. 금리 시장에는 향후 12개월 동안 영란은행이 금리를 100bp 인하하리란 예상이 반영되고 있는데, 이는 내년 인플레이션이 영란은행의 목표치인 2%에 근접할 것이라는 점을 감안하면 현실적으로 보입니다.

리시 수낙 총리가 7월 4일 총선 실시를 발표하면서, 현재 여론 조사는 키어 스타머가 이끄는 노동당이 확실한 승리를 거둘 것으로 예상합니다. 노동당은 세금과 정부 지출에 큰 변화가 없을 것임을 약속하며 신중한 캠페인을 벌이고 있습니다.

FTSE 100 지수는 12개월 선행 추가수익비율이 11.4배, 배당수익률이 3.5% 수준이라 상대적으로 매력적입니다. 영국의 10년물 수익률은 4.1%로 매력적으로 평가되고 있습니다.



## 일본

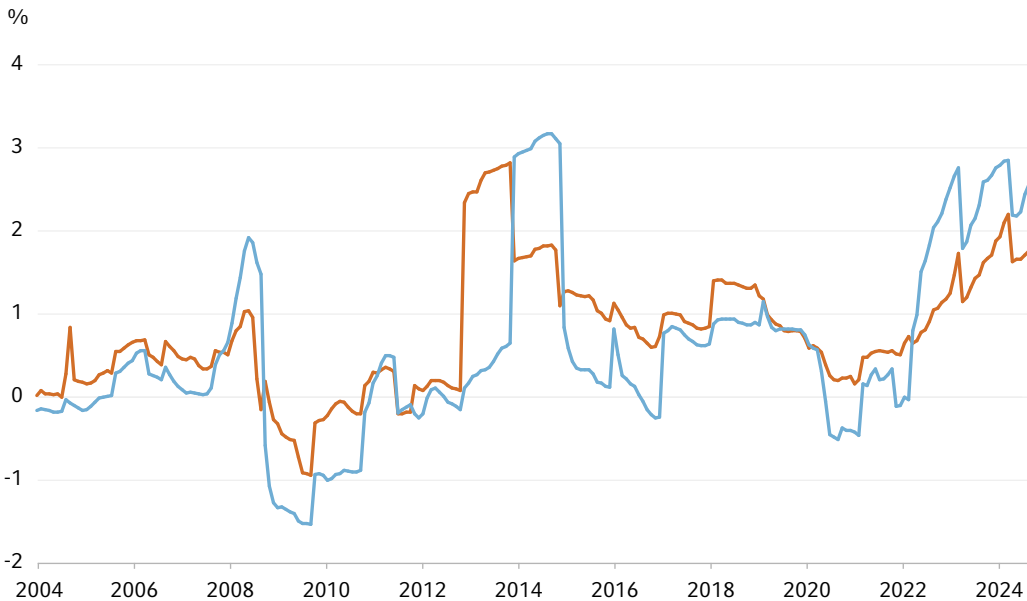
인플레이션이 20년 넘게 제로에 가까운 수준에 머물렀던 일본은 인플레이션 상승이 예상되고 있습니다. 아래의 차트는 전문가들이 다음 재정 연도의 인플레이션이 일본은행(BoJ)의 목표 수준에 근접할 것이라고 예측하고 있음을 보여주고 있습니다. 3월에는 일본은행이 17년 만에 처음으로 금리를 인상하였고, 향후 신중한 속도로 추가 금리 인상을 단행할 것으로 예상됩니다. 경제 전망은 제조업이 회복되고 중국의 전망이 더 우호적으로 바뀌어 감에 따라 양호해 보입니다. 일본 엔화의 약세로 인해

일본을 방문하는 관광객의 수가 안정적으로 유지되고 있습니다.

일본 국채는 밸류에이션 측면에서 매력적이지 않는데, 특히 인플레이션이 상승할 것으로 예측되기 때문입니다. 일본 주식에는 이미 좋은 소식이 상당 부분 반영되어 있지만 기업 이익은 견조할 것으로 예상됩니다. 일본 엔화는 G10<sup>3</sup> 국가의 통화 중 가장 저렴한 통화 중 하나이지만 미국과 일본의 금리 차가 좁혀지기 시작하면 강세를 보일 가능성이 높습니다.



### 근원 인플레이션 예측치: 일본



Source: LSEG DataStream, as of June 2024.

<sup>3</sup> G10 국가는 11개의 산업화된 국가로 구성되어 있으며, 매년 또는 필요에 따라 더 자주 만나 국제 금융 사안에 대해 논의, 토론하며 협력합니다. 회원국은 벨기에, 캐나다, 프랑스, 독일, 이탈리아, 일본, 네덜란드, 스웨덴, 스위스, 영국, 미국입니다.



## 중국

중국의 정책 입안자들은 중국 부동산 시장의 회복을 위해 점점 더 강력한 태도를 취하고 있습니다. 이들은 지방 정부가 다양한 도시에서 남은 재고를 매입하도록 허용하는 프로그램을 효과적으로 고안해냈습니다. 이 시범 프로그램은 그 규모는 크지 않으나 정책 입안자들의 이러한 태도 변화는 중국 경제의 중요한 전환점이 된다고 판단합니다. 이 프로그램은 성공적인 것으로 판명되면 더욱 확장될 것으로 예상됩니다.

또한 중국 기업들은 거버넌스와 주주 환원에 더욱 초점을 맞추고 있습니다. 수 년간 중국 주식은 기업들이 주식 발행을 늘리면서 가치가 희석되어 어려움을 겪었습니다. 자사주 매입 발표가 늘어나고 있고, 이를 통해 개선된 경제활동이 주당 순이익에 더 유의미한

방식으로 반영될 것입니다. 중국 주식은 여전히 글로벌 주식이나 이머징마켓의 주식에 비해 저렴해 보입니다.

여전히 중국에 리스크는 있습니다. 11월의 미 연방 정부 선거를 치르는 과정에서 미국과의 긴장이 고조될 수 있습니다. 대유럽 전기 자동차 수출이 극적인 성장세를 보인 후 유럽 연합의 대응이 한층 더 공격적으로 바뀔 위험도 있습니다. 투자자들은 7월에 예정된 중국 정부의 전원회의(plenum)<sup>4</sup> 와 함께 이러한 위험을 면밀히 주시해야 합니다.



## 캐나다

캐나다 경제는 인구 증가가 내수와 그에 따른 GDP 성장을 뒷받침하면서 경기 침체를 피할 수 있었습니다. 그러나 캐나다의 실업률이 지속적으로 상승(지난 12개월간 저점 5.4%에서 6.2%로 상승)하고 2022년 2분기 이후 1인당 GDP가 3% 넘게 감소했다는 것은 헤드라인 GDP가 시사하는 것보다 경기가 좋지 않음을 나타냅니다.

이러한 배경을 고려하면, 캐나다은행(BoC)이 G7 중앙은행 중 처음으로 정책을 완화하여 목표 금리를 25bps 낮은 4.75%로 내린 것은 타당해 보입니다. 당사는 디스인플레이션 추세가 계속되는 한 올해 세 번 더 금리 인하의 가능성이 있다고 봅니다. 캐나다은행에 대해 당사는 업계 컨센서스보다 다소 비둘기파적인

견해이지만, 이는 당사가 캐나다 경제를 더 우려스러운 시각으로 보고 있기 때문이기도 합니다. 캐나다의 경기 침체는 더 이상 공통된 전망이 아니지만 당사는 캐나다 경제가 향후 12개월간 경기 침체에 빠질 위험이 여전히 평균 이상이라고 생각합니다.

당사는 거시경제적 관점을 고려하여, 국채가 경제난의 수혜를 입을 가능성이 있기 때문에 국채에 대한 긍정적인 전망을 유지하고 있지만 캐나다 주식에 대해서는 조심스러운 입장입니다.



<sup>4</sup> 중국의 **전원회의**란 공산당 중앙위원회의 모든 위원과 후보위원이 참석하는 회의를 말합니다. 보통 5년에 한 번 열리는 당대회 사이에 일곱 번의 전원회의가 열립니다.

## 호주 및 뉴질랜드

호주는 여전히 경기 침체를 피하기 위해 힘든 길을 가고 있습니다. 소비자들은 호주중앙은행(RBA)의 기준 금리 인상과 변동 금리 모기지 금리 인상으로 힘들어하고 있습니다. 소비자 지출은 크게 둔화되었습니다. 세금 감면은 7월 1일에 시작될 예정입니다. 가처분 소득 증가분을 모두 소비할 가능성은 높지 않지만 특히 저소득 소비자들에겐 어느 정도 도움이 될 수 있습니다. 중국의 경제활동 개선도 도움이 될 것입니다.

호주의 인플레이션 추세는 전 세계와 비교해 약 6개월 뒤쳐지고 있습니다(팬데믹 봉쇄 해제가 더 늦게 이루어졌기 때문). 따라서 호주중앙은행도 주요 중앙은행들보다 늦게 금리를 인하할 가능성이 높습니다. 호주중앙은행이 오는 11월 금리를 인하하리라는 전망이 현재의 당사 기본 시나리오이지만, 2025년 초까지 금리를 동결할 가능성도 배제할 수 없습니다.

뉴질랜드의 경제는 지난 4 분기 중 3개의 분기에서 위축되었는데, 이는 뉴질랜드 중앙은행(RNBZ)의 공격적인 조치 후 경제가 압박을 받고 있음을 보여줍니다. 여전히 미미한 신용 성장과 큰 경상수지 적자폭으로 인해, 앞으로도 상황은 어려울 것으로 전망됩니다. 실업률이 저점에서 1% 넘게 증가했음에도 불구하고 임금 압력은 아직 약화되지 않았습니다. 이로 인해 뉴질랜드 중앙은행은 어려운 상황에 놓여 있습니다. 당사는 미국 연방준비제도가 금리를 인하한 후에 뉴질랜드 중앙은행이 금리 인하를 시작할 것으로 예상합니다.



*European stocks are attractively valued relative to U.S. stocks.*

**Andrew Pease, Chief Investment Strategist**

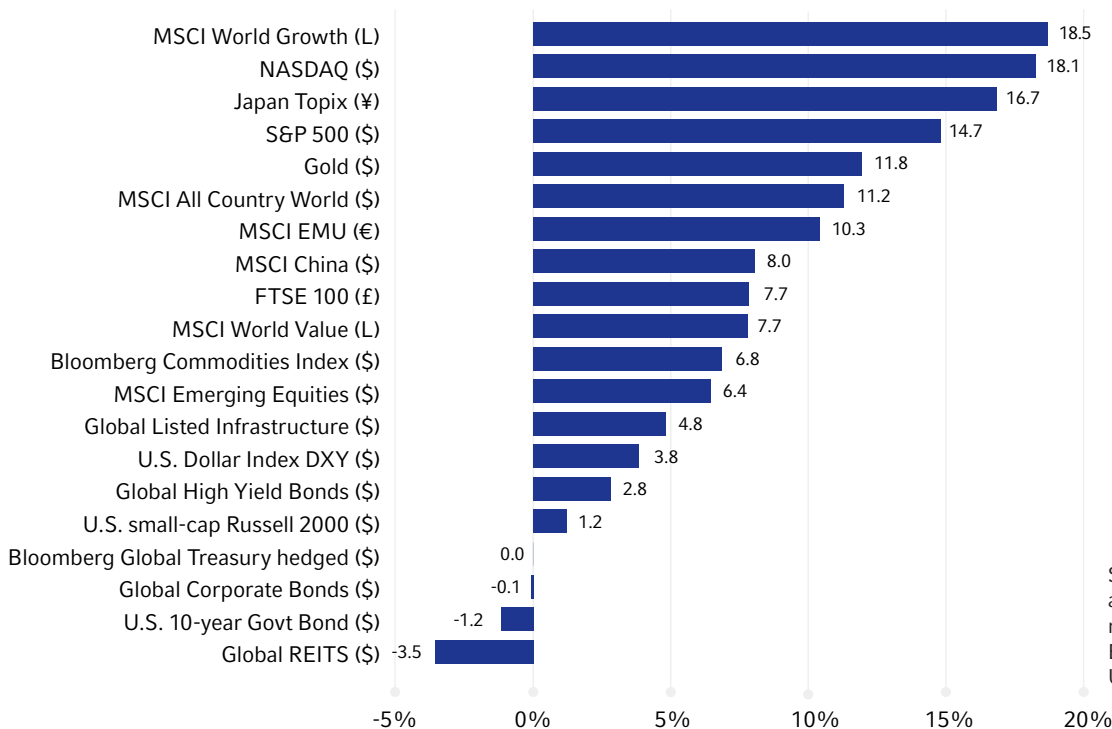
# 자산군별 선호도

글로벌 주식은 2024년 상반기에 다시 한 번 미국 초대형 성장주의 주도하에 탄탄한 수익을 가져다주었습니다. 하지만 매그니피센트 세븐과 그 외의 주식시장 사이의 차이는 여전히 큼니다. 엔비디아는 이 기간에도 컴퓨팅 기술, 특히 그래픽 처리 장치에 대한 강력한 수요가 블록버스터급 수익 보고서와 주식 성과로 이어지면서 계속 빛을 발했습니다. 한편 단기 및 변동 금리 대출로 인해 금리 익스포저가 더 큰 경향이 있는 중소기업은 Fed의 긴축 통화 정책으로 인해 심한 역풍을 맞았습니다. 미국 스몰캡 Russell 2000 지수는 미국 대기업의 실적을 큰 차이를 두고 따라가면서 올해 6월 중순까지 두각을 나타내지 못했습니다

중앙은행이 데이터에 의존하는 가운데 인플레이션 데이터와 성장률 데이터가 변동성이 심하고 때로 일관되지 않은 상황과 맞물려, 채권 시장은 계속해서 높은 변동성을 보이고 있습니다. 국채 수익률은 미국의 인플레이션 수치 악화로 Fed의 금리 인하 예상 시기가 늦어지면서 4월 중순에 급등하였습니다.

최근에는 성장 둔화와 인플레이션 완화로 수익률이 하향세로 돌아섰으며, 현재 시장은 6월 유럽중앙은행과 캐나다은행의 금리 인하를 따라 Fed도 9월에 금리를 인하할 것이라고 예상하고 있습니다.

## 자산군 실적, 올 초부터 6월 14일까지



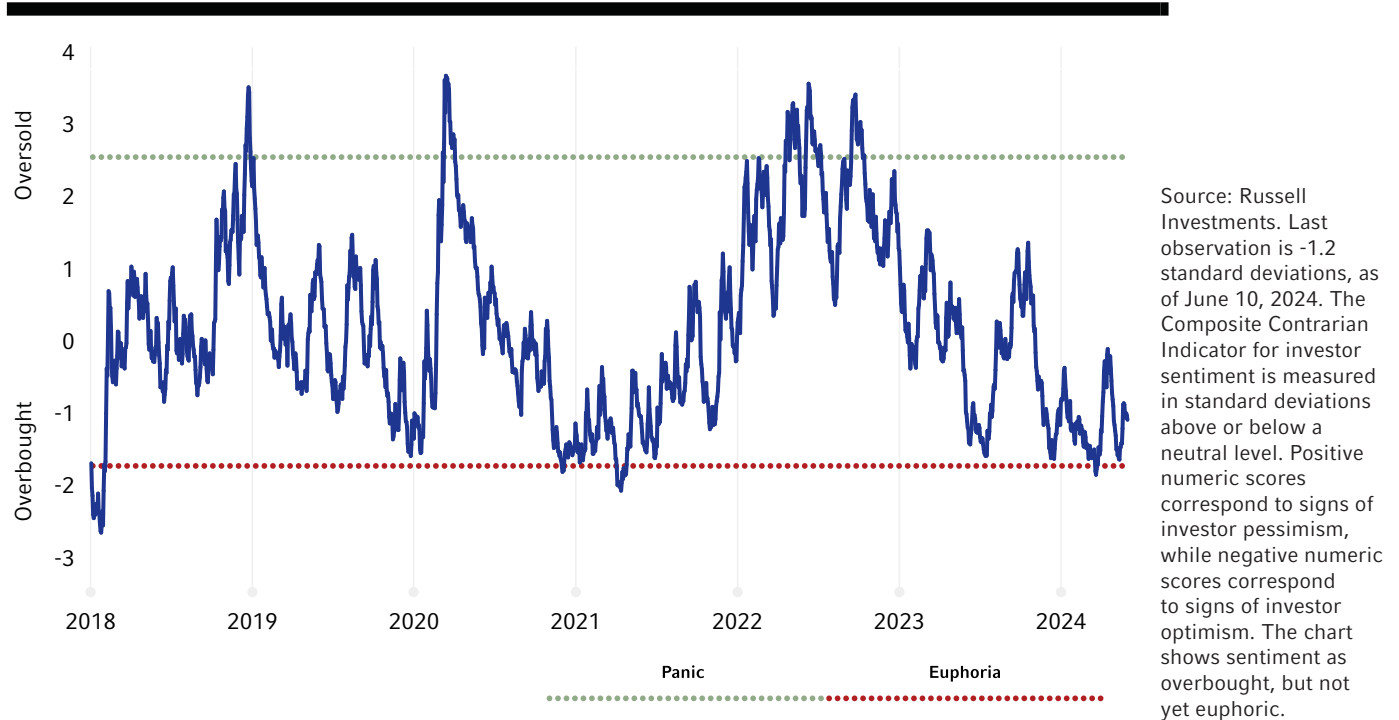
Source: LSEG DataStream, as of June 13, 2024. EMU refers to the European Economic & Monetary Union.

## 경기 사이클 전망

당사는 당사의 경기사이클, 가치,センチメント(CVS) 투자 의사 결정 프레임워크를 통해 시장 전망을 평가합니다. 경기사이클은 여전히 매우 불확실합니다. 완전 고용 상태에서 운영되는 경제에서 Yield 곡선이 역전되었다는 것은 경기확장 후반부(late cycle)임을 시사합니다. 하지만 회복 탄력적인 성장률, 기업 이익 개선, 디스인플레이션, 중앙은행의 금리 인하가 예상된다는 점 때문에 연착륙으로 가는 길은 열려 있습니다. 주식, 회사채와 같은 위험 자산에 대한 밸류에이션은

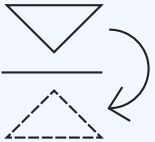
높은 쪽으로 치우쳐 있고, 투자자들이 연착륙 시나리오에 대해 강한 확신을 갖고 있는 미국에서 특히 그렇습니다. 한편 국채의 경우, 더 부정적인 경제 시나리오가 현실화될 경우 다각화 잠재력과 높은 실질 수익으로 인해 대부분의 선진국 시장에서 매력적인 가격으로 책정되어 있다고 봅니다. 마지막으로, 당사의センチメント 지표는 시장 심리가 낙관적이지만 당사의 포트폴리오 전략에서 위험회피(risk-off) 태세로 급히 전환해야 할 만큼 극단적인 수준은 아닙니다.

## センチメント



당사의 CVS 프레임워크가 다소 조심스럽게 편향되어 있어 주식과 회사채에 하향 비대칭성이 있을 가능성을 시사하지만, 당사는 현재 상태가 장기적인 전략적 자산 배분에서 크게 벗어나야 할 만큼 지속 불가능한 극단적 상황이라고 보지 않습니다. 당사의 포트폴리오 전략은 일반적으로 거시적인 불확실성이 높은 경우 다각화를 중시하고 유효한 수익의 주요 동인으로 주식의 선택을 중시합니다.

2024년 중반 기준으로 당사가 선호하는 자산군은 다음과 같습니다.



**주식** 시장, 섹터 또는 스타일 전반에 걸쳐 극적인 전술적 기회는 포착되고 있지 않습니다. 주식시장에서 주가가 더 낮은 부문에는 밸류 팩터, 스몰캡, 금융 기관, 그리고 이머징 마켓이 있습니다. 하지만 이러한 익스포저의 대부분은 불확실성이 증가하는 시기에 베타<sup>5</sup>가 더 높아집니다. 따라서 당사의 주식 전략은 일반적으로 중립적이며 포트폴리오에서 위험과 수익의 주요 동인으로서 종목 선별을 강조합니다.



**국채**는 매력적으로 평가되고 있습니다. 상당수 선진국 국채는 실질 금리(real yield)가 수십 년 만에 최고 수준이고 경기 침체가 닥칠 경우, 두 자릿수 수익률을 기록할 가능성이 있기에 보유 이익이 양호하다고 생각합니다. **신용 스프레드**는 **투자 적격 등급과 고수익** 기업 모두 기록적으로 타이트한 수준이어서, 멀티에셋 투자자들의 리스크-보상 프로필이 매력적이지 않은 상태입니다.



일부 선진국 시장에서 중앙은행의 금리 인하가 시작되면서 대출 비용의 감소가 예상되고 이는 금리에 민감한 **상장 부동산 기업**에게 순풍으로 작용할 것입니다. 한편 순영업이익(NOI) 성장률은 일부 시장에서 여전히 공급이 타이트한 가운데 견실한 상태를 유지하고 있습니다. 상장 부동산 기업과 상장 인프라 기업의 밸류에이션은 주식보다 더 매력적인 상태로 균형 잡힌 투자 포트폴리오를 위해 주목할 만한 다각화 자산입니다. 미국 경제에 대해 당사는 조심스럽게 낙관적으로 전망하고 있으나, 위험은 여전히 존재합니다. 상장 인프라의 낮은 하락장 방어 수익은 주식 대량 매도가 발생할 경우 포트폴리오에 완충 장치가 되어 줄 수 있습니다. OPEC+의 **석유** 감산 연장은 지정학적 긴장 고조와 함께 원유 가격이 더 이상 하락하지 않도록 하고 있습니다. 하지만 유가는 세계 경제가 추세보다 낮은 성장 기간을 향해 나아가면서 침체된 석유 수요로 제약을 받을 수도 있습니다. 금은 지정학적 긴장과 중앙은행의 매입으로 인해 가격이 상승했지만 실질 금리에 비해 높은 밸류에이션을 받고 있고 중국인민은행이 5월에 금 매입을 중단했다는 소식과 함께 향후 금 가격이 하락할 위험이 있습니다. 지속 가능한 에너지로 전환하려는 전 세계적인 움직임이 **기초 금속**에 대한 수요를 견실하게 뒷받침할 것입니다.

<sup>5</sup> 베타라는 용어는 금융에서 시장과 비교하여 주식 또는 포트폴리오가 가지는 변동성 또는 체계적 위험을 나타냅니다.

당사는 대부분의 주요 통화에 대해 중립 포지션을 유지하며, 중기적으로 구매력 평가 기준 미국 달러는 고평가, 일본 엔화는 특히 저평가된 것으로 보입니다.



사모시장은 특히 자본 비용이 증가하고 한 해 동안 몇몇 국가에서 이어지는 선거로 인한 불확실성 가운데서 회복력 있는 모습을 보였습니다. 하지만 미실현 가치의 상당 부분이 시장에 남아 있고, 부실한 회수(exit) 환경으로 인해 많은 스폰서들이 어려움을 겪으면서 납입자본에 대한 분배가 계속 낮은 수준에 머물러 있습니다. 컨티뉴에이션 펀드(continuation vehicles)의 확산이 예상되며 이는 계속해서 사모 투자자들에게 수익원이 될 것이지만, 당사는 경쟁이 더 치열해진 밸류에이션 환경에서 일부 거래는 더욱 엄격한 기준으로 평가받게 될 것으로 예상합니다. 높아진 금리로 인해 운용팀은 더 많은 창의력을 발휘해야 하고 결과를 내기 위해 운영 부가가치에 집중해야 합니다. 사모 채권의 Yield는 여전히 매력적이지만, 거시적 불확실성이 심화되었다는 것은 탄탄한 자산 운용 역량을 갖춘 사모 신용 펀드를 선택하는 것이 여전히 매우 중요하다는 점을 시사합니다. 실물 자산 중에서는 상업용 부동산의 가치가 매수자와 매도자 간의 교착 상태가 부채 만기를 통해 부분적으로 해소되면서 2024년에 바닥을 칠 것으로 예상됩니다.



*Our portfolio strategies are generally emphasizing diversification into high macro uncertainty and emphasizing security selection as the primary driver of active return.*

Paul Eitelman, Senior Director, Chief Investment Strategist, North America

## IMPORTANT INFORMATION

The views in this Global Market Outlook report are subject to change at any time based upon market or other conditions and are current as of 26 June 2024.

Unless otherwise specified, Russell Investments is the source of all data. All information contained in this material is current at the time of issue and, to the best of our knowledge, accurate. Any opinion expressed is that of Russell Investments, is not a statement of fact, is subject to change and does not constitute investment advice. The information, analyses and opinions set forth herein are intended to serve as general information only and should not be relied upon by any individual or entity as advice or recommendations specific to that individual or entity. Anyone using this material should consult with their own attorney, accountant, financial or tax adviser or consultants on whom they rely for advice specific to their own circumstances.

This material is not an offer, solicitation or recommendation to purchase any security. Nothing contained in this material is intended to constitute legal, tax, securities, or investment advice, nor an opinion regarding the appropriateness of any investment, nor a solicitation of any type. These views are subject to change at any time based upon market or other conditions and are current as of the date at the top of the page. Copyright © Russell Investments 2024. All rights reserved. This material is proprietary and may not be

reproduced, transferred, or distributed in any form without prior written permission from Russell Investments. It is delivered on an “as is” basis without warranty.

The information contained herein has been obtained from sources that we believe to be reliable, but its accuracy and completeness are not guaranteed. You can contact us by telephone on +82-2-6137-6900. Russell Investment Tujajamun Chusik Hoesa (Russell Investments Korea Limited), Registration no. 110111-4653047, of 19 Floor 10, Gukjegeumyung-ro, Yeongdeungpo-gu, Seoul, Korea 07326 holds a discretionary investment management and investment advisory license issued by the Financial Supervisory Service in Korea. Russell Investments’ ownership is composed of a majority stake held by funds managed by TA Associates with minority stakes held by funds managed by Reverence Capital Partners and Russell Investments’ management. Frank Russell Company is the owner of the Russell trademarks contained in this material and all trademark rights related to the Russell trademarks, which the members of the Russell Investments group of companies are permitted to use under license from Frank Russell Company. The members of the Russell Investments group of companies are not affiliated in any manner with Frank Russell Company or any entity operating under the “FTSE RUSSELL” brand.

2024 Global Market Outlook: Q3 Update

AUSF1-01228