

THE GREAT REOPENING



Global Market Outlook – Q3 update





The great reopening

시장은 락다운이 완화되며 경기회복에 대한 기대감으로 랠리를 보임. 이러한 반등은 그간 과매도 상태에 대한 긍정적인 투자심리에 기반한 것이지만, 투자 심리가 중립으로 돌아오면서 당사 전략가들의 시장전망도 중립으로 선회됨.



전례 없는 수준의 재정 부양책, 지속되는 낮은 금리, 현재의 낮은 인플레이션은 주식, 회사채, 대체 등 위험자산이 상대적으로 아웃퍼폼하기에 좋은 시장환경을 조성함

Andrew Pease, Global Head of Investment Strategy



Introduction

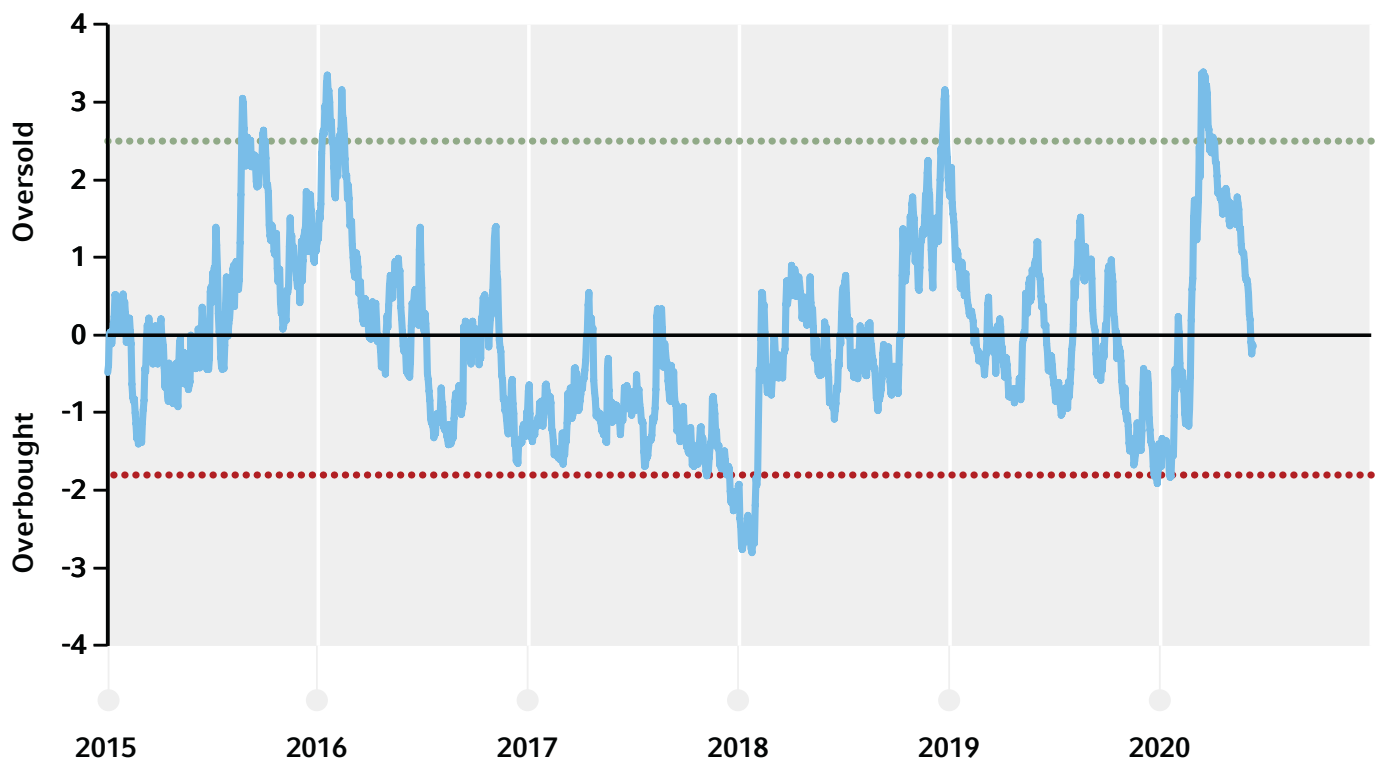
지난 1분기 역사상 가장 빠른 속도로 발생한 글로벌 주식의 30% 하락에 이어 2 분기에는 가장 큰 폭의 50일간의 상승을 기록함. S&P500 지수는 6월 23일에 3,100 수준으로 회복했고 Nasdaq은 6월 10일 역사적 고점을 경신함. 이 가운데 몇몇 시장 전문가들은 시장이 펀더멘털로부터 분리되었다고(detached) 표명함.

당사가 확신하는 부분은 락다운이 완화되며 2차 대유행이 나타나지 않는 것에 대한 긍정적인 결과를 시장은 반영하고 있다는 점임. 전례 없는 규모의 재정 부양책, 지속되는 낮은 금리, 현재의 낮은 인플레이션은 위험자산이 상대적으로 아웃퍼폼하기에 좋은 시장환경을 조성함.

지난 1분기 리포트에서는 당사의 cycle, value, sentiment (CVS) 투자 의사결정 프로세스를 기반으로 주식, 회사채(크레딧) 등 위험자산이 현금, 국채 등 방어적 성격의 자산들을 아웃퍼폼할 것이라는 긍정적인 견해를 조심스럽게 내비침. Value는 시장의

급락에 이어 개선되었고 cycle 전망은 중앙은행과 정부의 'whatever it takes' 스탠스와 함께 긍정적으로 돌아섬. 가장 중요하게는, 투자심리에 대한 당사의 composite contrarian indicator는 가장 극단의 매수 시그널을 나타냈음. 즉, 과매도 현상은 투자자들이 매우 조심스럽고, 하방 리스크에 대한 우려가 크다는 것을 의미하는데, 이러한 현상은 락다운에 따른 경제적 충격이 우려했던 것보다 덜하고, 6월 중순까지는 2차 대유행이 아직 나타나지 않았기에 위험자산의 반등을 위한 기반을 제공함.

Composite contrarian indicator



Source: Russell Investments. Last observation: 12 June 2020. Contrarian indicators for investor sentiment give a numeric measure of how pessimistic or optimistic market actors at large are.

시장의 반등으로 (당사의 CVS 투자사결정 모델에서의) value는 글로벌 주식과 크레딧에서 더 이상 매력적이지 않은 상황. 한편, cycle 전망은 재정/통화 부양책이 지속되고 락다운으로부터 경제활동이 재개됨에 따라 개선됨. 투자심리는 더 이상 우호적이지 않음. 6월 중순 당사의 composite contrarian indicator는 중립의 시그널을 나타내고 있는데, 이는 과매도 상황에 따른 시장의 반등세가 약화되고 시장이 부정적 뉴스에 따라 조정을 받을 리스크가 더 커졌음을 의미함.

밸류에이션과 투자심리에 대한 중립적인 입장(neutral value, neutral sentiment), 우호적인 경기사이클은 당사로 하여금 더욱 균형 잡힌 투자전망에 대한 견해를 갖도록 유인함. 단기적으로는 3월 저점 대비 약 40% 반등한 시장은 현재 부정적 뉴스에 취약한 상황이며, 투자심리는 당사 지표상 과매수 신호가 나오기 직전으로 판단됨. 하지만, 중기적으로는 우호적인 경기사이클 전망에 힘입어 주식이 채권보다 우수한 성과를 기록한 것으로 예상함.

Main risks

주요 리스크는 바이러스의 2차 대유행과 앞으로 있을 11월 미국 대선임.

- 6월 중순, 아시아와 유럽의 락다운이 완화된 이후 바이러스 2차 대유행은 유의미하게 나타나지 않은 상황임. 하지만 바이러스 전염성은 매우 높고 엄격한 락다운 조치를 통해서만 지금까지 바이러스를 봉쇄할 수 있었기에 향후 몇 개월 내에 2차 대유행 발생여부를 확인할 수 있을 것으로 보임. 긍정적인 점은 현재 많은 국가들이 2차 대유행에 대한 준비(i.e. healthcare capacity, treatment)가 잘 되어있다는 것이고, 또한 (비록 가장 낙관적으로 빠른 시기는 2021년이지만) 치료제 개발에 대한 뉴스 또한 희망적임.
- 11월 미국 대선에서 민주당 후보 조 바이든이 확실히 앞설 경우, 이에 대한 시장의 관심은 더욱 커질 것으로 예상. 바이든 후보는 적어도 트럼프 대통령의 2017 법인세 인하를 부분적으로 철회할 계획을 가지는데, 이는 2021년 기업들의 EPS에 영향을 미칠 것으로 보임. 따라서 주목할 사항은 미 대선 결과에 따른 법인세 인상 및 기업규제 강화 리스크 발생 여부임.
- 또다른 미 대선관련 리스크는 미중 무역분쟁 갈등의 재점화임. 주식시장과 경제의 회복은 트럼프 대통령에게 재선에 대한 절호의 찬스를 제공하기에, 당사는 그가 무역분쟁 재점화를 일으키지 않을 것으로 예상함. 하지만 이 전망은 만약 대선을 몇 개월 앞둔 여론조사에서 그에 대한 지지가 떨어진다면 바뀔 수 있음. 트럼프 대통령은 미국 중심주의와 중국에 대한 공격이 그의 재선 가능성을 높일 수 있다고 결론 지을 수 있기 때문임.

Longer-term COVID-19 implications

팬데믹의 장기적 영향을 아래 5가지로 정리할 수 있음.

- 1. 저금리 환경의 지속:** 글로벌 경제는 팬데믹으로부터 큰 충격을 받았고 주요 중앙은행들은 금리를 제로 또는 더 낮은 수준으로 유지하고 있음. 상당한 경제적 유희생산능력 (economic spare capacity)으로 인해 적어도 향후 몇 년간 인플레이션은 낮게 유지될 것으로 예상함. 이는 중앙은행도 기준금리를 낮게 유지하면서 결국 채권 수익률도 낮아질 것을 의미함. 더 나아가 제로 금리를 경험한 중앙은행들은 인플레이션이 상승하면 기준금리를 낮게 유지할 가능성이 높음. 그리고 그들은 긴축적 통화정책을 너무 성급히 이행하는 것을 지양할 것으로 예상함.
- 2. 세계화의 감소:** 세계화는 코로나19 이전부터 이미 감소 추세였음. 2008년 금융위기는 시장 자본주의 모델을 채택한 서양국가들의 신뢰를 떨어뜨림. 이러한 양상은 브렉시트, 트럼프의 부상, 미중 무역분쟁과 함께 지속됨. 금번 바이러스사태는 반세계화 트렌드를 가속화시키고 있음. 글로벌 공급망(supply chain)은 불분명해지고(unwound), 팬데믹은 식량안보에 대한 우려와 의약품의 내수생산에 대한 압력을 조성함.
- 3. 정부부채 증가와 경제 내에서 더욱 커진 정부의 역할:** 락다운은 2차 세계대전 이후 가장 큰 폭의 정부부채 증가로 이어졌고 산업에 대한 정부지원이 더욱 확대됨. 결과적으로는 락다운 관련 정부 지원금을 어떻게 마련하고 팬데믹에 의해 더욱 악화된 불평등을 어떻게 해결한 것인가의 정치적 논쟁이 발생할 것으로 보임. 고소득 화이트칼라 노동자들은 집에서 격리가 가능한데, 저소득 노동자들은 실직을 당하거나 덜 안전한 업무환경에서 일해야만 하는 상황임.
- 4. 결국에는 나타날 인플레이션의 상승:** 인플레이션은 경기침체가 초래한 경제적 유희생산능력으로 향후 몇 년간은 이슈가 되지 않을 것으로 보이나, 장기적으로는 인플레이션이 예상보다 더 높아질 것으로 판단됨. 세계화는 디플레이션을 의미하고 반세계화는 인플레이션임을 감안, 공급 측면에서 1) 더 높아진 투입비용, 2) 더 비싸진 해외 노동자, 3) 무역관세 증가 그리고 4) 보호무역주의는 인플레이션을 유발할 것으로 보임. 수급 측면에서 중앙은행은 인플레이션 상승에 느슨하게 대응하고 정부는 인플레이션 상승으로 정부부채 부담을 덜 것으로 예상함.

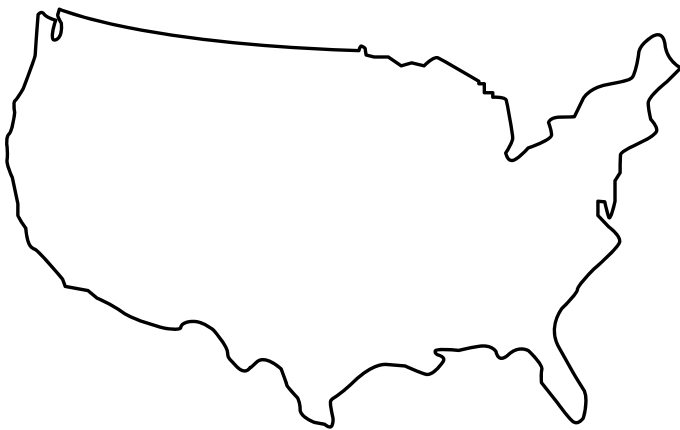
당사는 현재의 낮은 금리로 국채와 현금보다는 주식, 부동산, 인프라 등 높은 배당 수익률을 제공하는 자산군을 선호함

Andrew Pease, Global Head of Investment Strategy

- 5. 이익마진에 대한 압박:** 더욱 더딘 경제성장 트렌드, 덜 효율적인 자본배분, just-in-case 형태의 재고관리, 높아진 세금과 임금은 기업 이익마진에 압박을 가할 것임. 이를 상쇄할 한가지 잠재적 요소는 락다운에 따른 기술 사용증가가 비용절감과 생산성 개선으로 이어지는 것임.

당사는 위 트렌드로 인해 글로벌 매출과 공급망에 노출된 종목들보다 내수주들을 선호함. 중소형주들은 지난 10년의 트렌드와는 반대로 대형주 대비 우수한 성과를 보일 것으로 전망. 선진 주식시장은 (이머징 대비) 기술이전의 감소와 경제성장에서의 수출 의존이 낮은 부분으로 혜택을 입을 것으로 예상함. (즉, 반세계화 현상은 이머징에는 걸림돌로 작용) 당사는 현재의 낮은 금리로 국채와 현금보다는 주식, 부동산, 인프라 등 더 높은 배당 수익률을 제공하는 자산을 선호함.

Regional Snapshots



United States

4월에는 미국 전 국민의 95%가 외출 제한 명령(stay-at-home order)에 처하는 등 미국 경제는 전례 없는 둔화세를 보였지만 재정/통화 정책 대응에서도 동일하게 전례 없는 모습을 보임. 미 연준은 기준금리를 제로로 인하하였고 무제한 QE와 함께 투자등급, 하이일드 채권을 매수하겠다고 표명함. 재정부양책 패키지는 소규모 사업자들을 위한 대출, 직장을 잃은 중위소득 노동자들을 위한 (임금과 동일한 수준의) 실업수당 제공을 포함함. 이 패키지는 2차 세계대전 이래 가장 큰 규모이고 앞으로도 더 발표될 것으로 예상함. 당사는 미국 경제 전망에 긍정적인 견해를 가짐.

전례 없는 부양책과 향후 몇 년간 인플레이션 없는 성장 가능성을 감안, 투자자들은 앞으로 평상시보다 높은 주식 리스크 프리미엄을 얻을 것으로 보임. 미국의 코로나바이러스 감염률은 여전히 상대적으로 높기 때문에 2차 대유행 가능성은 모니터링이 필요한 하방 리스크로 존재. 추가적인 미중간의 관계 악화 또한 우려사항임. 반대로 6월 또는 7월로 예상되는 백신 테스트 결과에 대한 뉴스는 약 복음이 전 세계적으로 가능해지기 전부터 주식시장의 큰 폭의 상승세를 이끌 것으로 전망.



Eurozone

유럽 경제는 락다운에서부터 벗어나고 있고 현재까지 심각한 2차 대유행의 증거는 보이지 않는 상황임. 경제적인 비용은 상당한데 이에 OECD는 유로존 GDP는 2020년은 -9.1%, 2021년은 +6.5%로 전망함.

코로나19 위기 직전 시점에서 유럽이 불리했던 점은 정책적 수단이 고갈되었다는 점임. 유럽 중앙은행의 기준금리는 이미 마이너스이고 재정적자 증가를 둘러싼 엄격한 규정과 이태리와 같이 정부부채가 상당한 국가들이 2012년 유럽재정위기와 같은 리스크를 초래할 수 있는 상황임. 이에 대한 유럽의 정책적 대응은 예상을 훨씬 뛰어넘음. 예로 유럽중앙은행은 자산매입 프로그램의 규모를 GDP의 12% 이상 늘렸고, 재정적자에 대한 규정을 일시적으로 완화하며 유럽 전반에 재정부양책의 규모를 GDP의 3.5% 수준으로 끌어올림. 고용보조금 프로그램(work subsidy scheme)은 대부분의 유럽 국가에서 실행되어 유로지역 실업률을 역사적 최저수준으로 유지함. 가장 큰 영향을 미칠 정책적 대응으로는 독일과 프랑스가 제안한 GDP의 6% 규모의 EUR 750 billion 경제회복기금임. 이 기금은 유럽연합의 모든 27개 회원국이 공동으로 보증하는 사상 첫 채권발행을 통해 재원마련이 될 계획임. 여전히 회원국간의 협의가 필요한 상황이나, 유럽의 통합과 체제에 대한 안정성에 역사적인 한걸음 내디딘 것을 나타냄.

MSCI EMU 지수는 3월 저점에서 6월 10일부로 33.3% 반등하였으나, S&P500 지수의 43.2% 반등보다는 뒤처짐. 유럽의 금융 및 산업재, 소재, 에너지 등 경기민감업종에 대한 상대적으로 높은 비중은 경제활동이 반등하고 수익률 곡선이 가팔라지는 2차 회복국면에서 초과성과를 달성할 가능성을 가짐.



United Kingdom

영국은 코로나 19의 높은 감염률과 치사율로 인해 락다운의 완화가 지연되고 있으며, 경제적으로 큰 충격을 입음. OECD는 2020년 GDP를 -11.5%, 2021년은 +9%로 예상함. 경제 불확실성은 브렉시트 협상에 의해 더욱 높아짐. 올 연말 유럽연합과의 무역협상에 대한 기한이 있으나, 협상은 교착상태에 빠짐. 당사는 무역협상은 결국 타결될 것으로 전망하나, 무역과 경제에 부정적인 영향을 초래할 노딜 브렉시트 리스크는 무시할 수 없다고 봄. 이는 FTSE 100 지수에 반영되어 선진시장 주요 주가지수 중 최악의 성과를 기록함. 당사는 장기적 관점에서 영국 주식시장에 투자 가치가 있다고 판단함. 올 중순 기준 배당수익률은 4.5%이고 P/E 12MT ratio는 14.5X 수준을 나타내는 상황. 하지만 브렉시트 불확실성과 바이러스 확진자수의 더딘 감소세로 시장은 지지부진할 가능성을 가짐.



Japan

일본 경제는 코로나 19에 따른 경기침체 이전부터 어려움을 겪고 있었음. 최근 정부가 USD 1 trillion 규모에 육박하는 부양 패키지를 승인하는 등 더욱 우호적인 재정정책을 내놓음. 일본 중앙은행은 정책도구를 더욱 확대시키고 시중 은행들에게 대출을 위한 자금을 제공함. 통화정책 및 지속적인 디플레이션 측면에서의 일본의 구조적 취약성으로 다른 선진국 대비 경기회복 속도가 더딜 가능성이 높음.



China

가장 먼저 코로나 19 위기를 겪은 국가인 중국은 섯다운으로부터 벗어남. 경기회복은 2020년 하반기에도 계속 나타나고 있고 서비스 섹터가 제조업 섹터를 따라잡기 시작함. 건설활동은 5월에 가장 큰 폭의 개선을 보였고 앞으로 진행될 큰 규모의 인프라 프로젝트들도 예정되어 있음.

중국 정부는 가계소비 진작을 위한 쿠폰을 포함한 추가적인 부양 조치를 발표했고, 중국 인민은행은 통화정책을 더욱 완화적으로 펼치고 있음. 하지만 이번 부양책들은 2015/16 또는 2007/8에 보인 부양책과는 규모면에서 차이가 있고 정부는 과도한 부채에 대한 우려를 나타내는 상황임. 지정학적 리스크가 고조된 가운데 당사는 미중간의 외교적 수사로 인해 올 초에 서명된 1단계 무역협정이 단기간 내 파기되지는 않을 것으로 봄. 부양책이 효과를 발휘하고 글로벌 경제가 회복됨에 따라 중국 경제는 2020년 하반기 및 2021년에 강력한 반등을 보일 것으로 예상함.

Asset class preferences



경기침체로부터의 회복은 통화/재정 부양책에 따른 장기적으로 낮은 인플레이션 성장을 의미함

Andrew Pease, Global Head of Investment Strategy

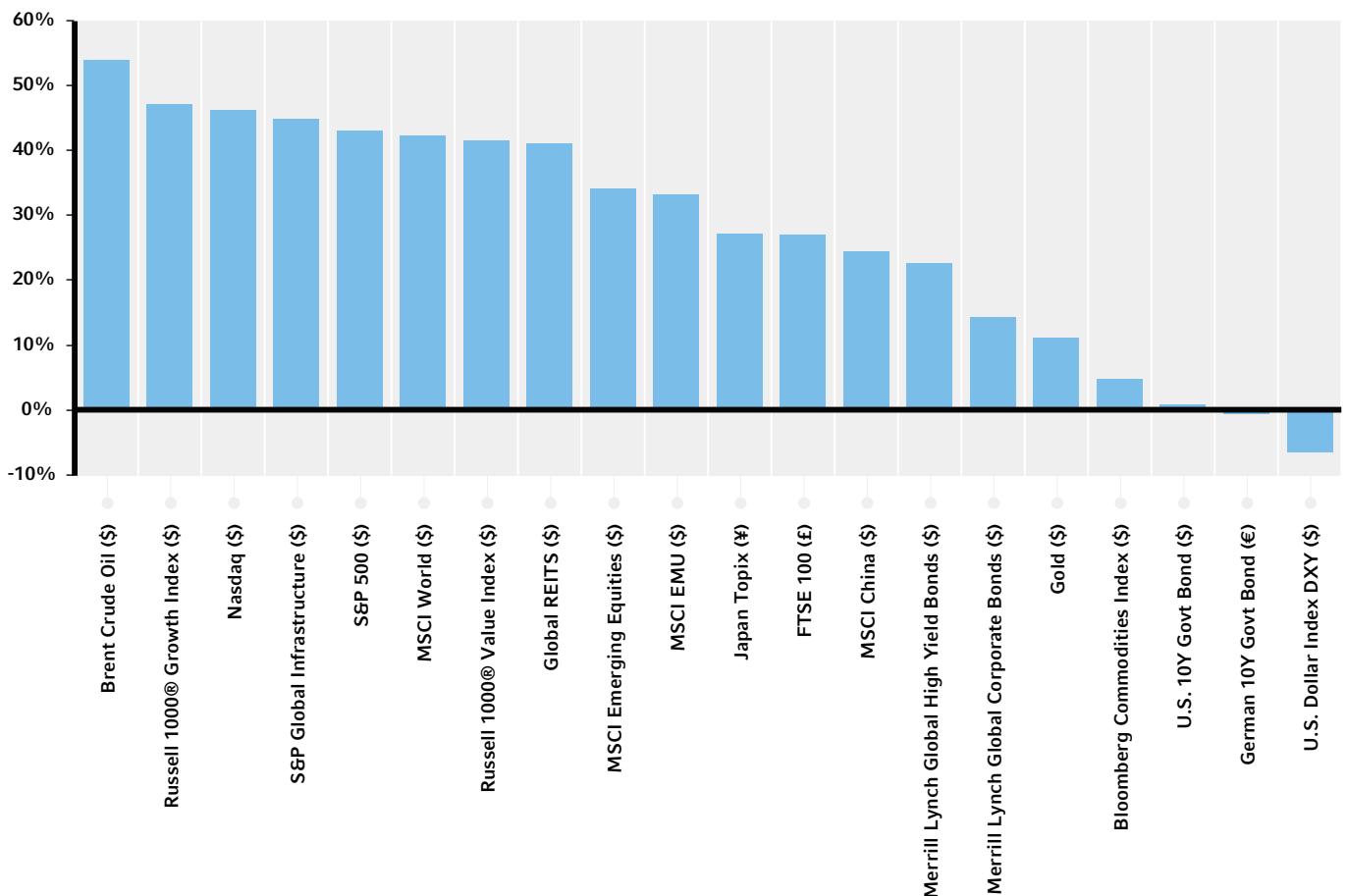
당사의 CVS 투자이사결정 프로세스는 글로벌 주식에 대해 중기적 관점으로 긍정적인 견해를 나타냄. Value는 중립적인 견해를 갖는데, 이는 고평가 된 미국 주식이 상대적으로 합리적인 밸류에이션 수준을 갖는 미국 외 지역의 주식에 의해 상쇄되기 때문임. 투자심리도 6월 중순 기준 3월 말에 보인 강력한 과매도 시그널 이후에 중립적인 견해를 보이고 있음. 또한 cycle 은 중기적 관점에서 위험자산에 우호적이라고 판단함. 당사는

경기침체로부터의 회복은 통화/재정 부양책에 의한 장기적으로 낮은 인플레이션 성장(low-inflationary growth)을 의미한다고 봄.

투자심리는 더 이상 과매도 시그널을 나타내지 않으며 시장 반등 이후에 우호적인 상황. 당사의 주식에 대해서는 2차 대유행과 미국 11월 대선을 둘러싼 리스크와 함께 보다 보수적인(more cautious) 견해를 가짐.

Asset performance since the coronavirus-driven market bottom

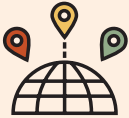
From the S&P 500® Index through on 23 March 2020 through 10 June 2020



Source: Refinitiv Datastream, last observation 10 June 2020.



미국 주식보다는 **미국 외 주식을 선호**. 이는 상대적으로 높은 미국 주식의 밸류에이션에 부분적으로 기인함. 또한 바이러스 사태 이후 2차 경기회복 단계에서 기업이익이 개선될 가능성도 반영됨. 따라서 방어주/성장주보다 경기민감주/가치주가 유리할 것으로 판단함. 실제로 미국 외 국가들은 이러한 주식 비중이 미국에 비해 높은 상황임.



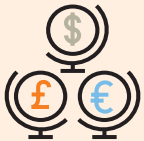
당사는 **이머징 주식에 대한 투자가치를 긍정적으로** 판단. 중국의 봉쇄조치 조기종료와 추가적인 경기부양조치는 이머징 전반에 긍정적인 영향일 미칠 것으로 전망.



스프레드의 폭이 컸던 3월 말 **하이일드와 투자등급 크레딧**은 매우 매력적이었음. 그 이후 스프레드의 폭은 줄었고 6월 중순기준 스프레드는 경기침체에 이은 부도율 상승을 보상할 만큼의 수준을 보이는 상황. 당사는 두 자산군에 대해 **중립적 견해**를 가짐.



국채는 전반적으로 고평가 상태. 낮은 인플레이션과 비둘기파적인 중앙은행으로 인해 채권 수익률 상승은 막대한 완화로 인한 경기회복 기간에 제한적일 것으로 전망.



실물자산 관련, 3월 리츠는 사회적 거리두기와 온라인 쇼핑이 각각 오피스 빌딩과 쇼핑물에 미칠 영향에 대한 투자자들의 우려로 급매도세를 경험함. 투자심리는 지나치게 bearish하지만 밸류에이션은 매우 매력적인 상황. 반대로 글로벌 상장 인프라는 고평가 상태이기에, 당사는 **글로벌 상장 인프라보다 리츠를 선호**.



일반적으로 미국 달러는 글로벌 경기후퇴 국면에서 상승하며, 회복 국면에서 하락함. **회복 국면에서 유리한 주요 통화들은 경기에 민감한 원자재 관련 통화로서 호주 달러, 뉴질랜드 달러, 캐나다 달러를 포함함. 유로와 영국 파운드는 6월 현재 저평가 상태임**. 유로는 만약 2차 대유행을 피하고 경기회복이 지속된다면 상승할 것으로 봄. 영국 파운드는 브렉시트 협상의 불확실성으로 변동성을 보일 것으로 예상함.

About Russell Investments

For more than 40 years, we've helped guide the investments of some of the world's largest companies, foundations and pension plans. Working with your plan sponsor or financial adviser, you can benefit from this same expertise through our multi-asset, outcome-oriented solutions that are strategically designed to address investors' wide-ranging investment needs and objectives. No matter what stage of life you are in, we believe how you invest matters. That's why we provide investment solutions that are designed with your goals in mind.

IMPORTANT INFORMATION

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 2020. 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.