

Global Market Outlook 2020 – Q4 update: The Old New Cycle

과열된 기술주와 미국 대선의 불확실성은 단기적인 리스크이나, 코로나 백신의 긍정적인 진행과 비둘기파적인 중앙은행들, 그리고 현재 진행되는 경기회복은 주식시장 상승을 지지할 것으로 전망.

Introduction

2020년은 예상치 못한 사건들의 연속이었음. 팬데믹, 글로벌 경제의 셧다운, 1930년 이래 가장 심각한 경기침체, 글로벌 주식시장의 급락, 그리고 현재 사상 최고치를 경신한 미국 주식시장을 경험하고 있음.

코로나 19가 야기한 경기침체 이후 현재는 경기회복의 초기단계를 지나고 있음. 이는 저인플레이션의 지속, 저금리로 인해 채권 대비 주식을 선호하는 시장환경을 조성함. 하지만 주식시장의 급격한 반등 이후의 하락은 대수롭지 않은 상황임. 기술주의 밸류에이션은 높은 상태이고, 미 대선은 조세정책의 변화, 정부의 규제, 그리고 미중 무역 긴장감의 재고조에 대한 불확실성을 유발함. 시장은 기술주/성장주의 market leadership에서 Cyclical/가치주로의 로테이션을 예상하며, 이는 또한 가장 큰 수혜를 입을 유럽/이미징 주식(i.e. non-US)으로의 로테이션을 의미함.

당사의 Cycle, Value, Sentiment(CVS) 투자 의사결정 프로세스는 글로벌 주식의 밸류에이션은 다소 높은 상태이고 Sentiment는 중립이며, Cycle은 긍정적(supportive)으로 봄. 이에 단기적 시장전망은 중립이나, 중기적으로는 다소 높은 밸류에이션이 긍정적인 Cycle 전망으로 상쇄되면서, 다소 긍정적인 견해를 가짐.

Economic cycle vs. market cycle

현재 경제는 새로운 사이클 국면에 접어들었으나, 몇몇 자산들은 밸류에이션 관점으로 볼 때 확실히 사이클 후반부에 머무른 상황. 주식시장에서는(특히 미국) 수년간의 견조한 성과를 기록한 이후의 밸류에이션 수준을 보이고 있고, 크레딧 시장은 사이클 초반부에서 확인되는 스프레드 축소를 보이는 상황임. 이는 부분적으로는 시장 반등의 속도 때문이기도 하지만, 더불어 초저금리의 국채(ultra-low risk free government bond yield), 리스크 프리미엄의 하락압력, 그리고 자산가격을 부추긴 중앙은행의 자산매입 프로그램에 기인함.

당사는 향후 1-2년은 early-cycle economy 가 later-cycle valuations 를 압도할 것으로 예상함. 그 전환점은 경기가 full capacity에 도달하는 시기, 즉 9월말 현재 7.9%인 실업률이 가능한 낮은 수준으로 하락하고, 인플레이션 압력이 상승하는 시기임. 이 시기에 중앙은행들은 금리인상 신호를 나타내고 채권 수익률(bond yield)은 상승할 것으로 전망. 팬데믹이 야기한 미국 채권 수익률의 하락(1% 아래)은 주식시장이 P/E 측면에서 더욱 고평가 상태가 되도록 유발함. 따라서 채권 수익률의 상승은 결국 주식시장 밸류에이션에 압력을 가할 것으로 봄.

Don't fight the Fed

미 연준의 평균물가목표제(average inflation target)로의 전환은 큰 의미를 가짐. 당사는 이러한 전환이 경기확장기를 늘리고, 향후의 금리인상이 주식시장에 반영되는 시기를 지연시킬 것으로 봄. 미 연준은 인플레이션이 목표치를 얼마간의 기간 동안 하회하면 목표치 2%의 오버슛(overshoot)를 허용할 예정.

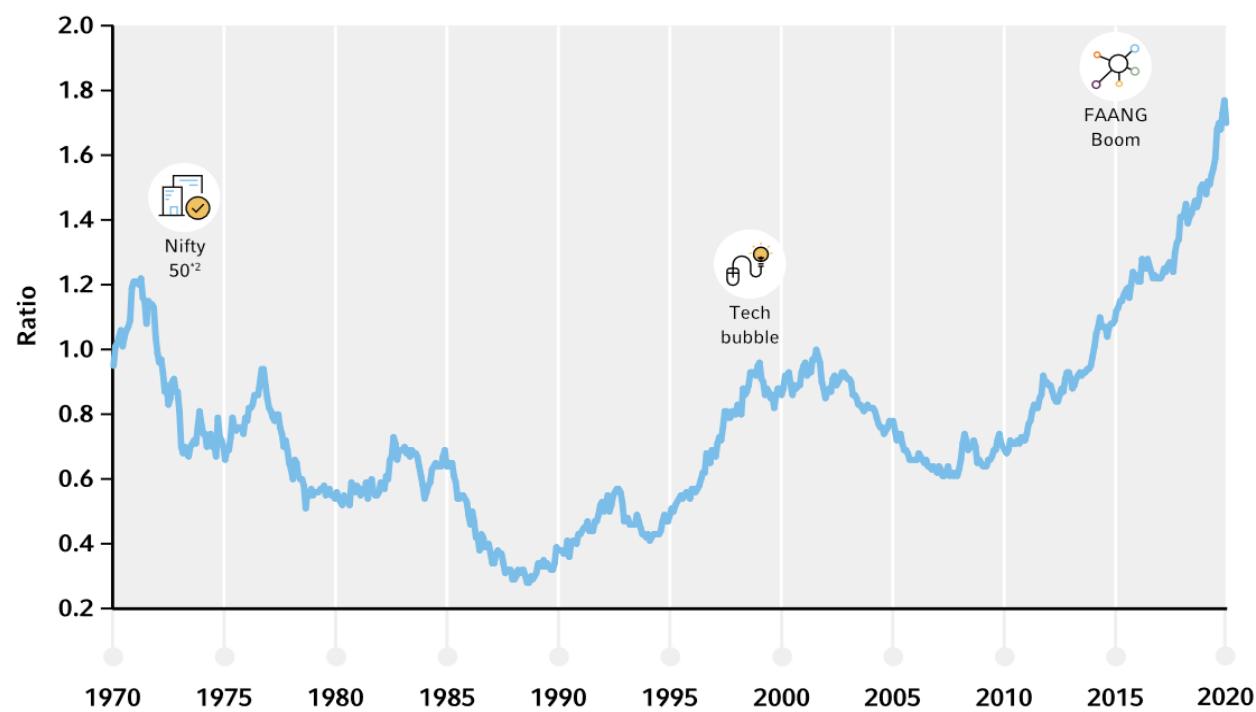
6 월 말 기준, 미 연준이 선호하는 인플레이션의 측정방법(Core PCE)에 따르면 12 개월간 1.3% 상승함. 참고로 과거 5 년간은 평균 1.7%, 10 년은 1.6%를 기록하였기에, 인플레이션이 상승한 이후로도 미 연준은 금리를 동결할 수 있는 여력이 있음. 당사는 여타 중앙은행들도 미 연준과 유사한 스탠스를 가질 것으로 전망.

또 다른 중요한 정책의 전환은 정부가 팬데믹에 따른 락다운 피해 보상을 위한 정책지원 관련 대출금을 얼마나 신속하게 상환하려고 노력하는지로 볼 수 있음. 선진국들의 정부부채 규모는 평균적으로 GDP 대비 약 15% 상승할 것으로 판단됨. 코로나 19 이후 세금이 인상될 것이란 추측이 있으나, 당사는 정부가 긴축재정을 서두르지는 않을 것으로 봄. 현재의 ultra-low borrowing cost는 높은 부채수준을 보다 지속가능케 하는 부분도 있음. 당사는 대출에 대한 이자율이 명목 GDP 성장률보다 낮은 한 debt/GDP는 안정세를 떨 것으로 보고, 이는 4 분기로 접어드는 시점에서 대부분의 주요 국가들에 해당되는 사항으로 봄. 정부의 역할은 채권 수익률(bond yield)이 유의미하게 상승하고 높아진 부채의 지속가능성에 대한 우려가 자본시장을 압도하게 된 이후에 더욱 중요하게 될 것으로 예상함. 당사는 정부의 긴축적 재정/통화정책은 수년 뒤에 나타날 것으로 전망.

Rotations ahead

다음 3 가지 시장의 주요 트렌드는 향후 몇 분기 안에 전환점을 맞이할 수 있음: 1) 미국 주식의 아웃퍼퓸(vs. non US), 2) 성장주의 아웃퍼퓸(vs. 가치주), 3) 10 년 이상 지속된 미 달러의 상승 추이.

U.S. market relative to Developed Markets ex-U.S.

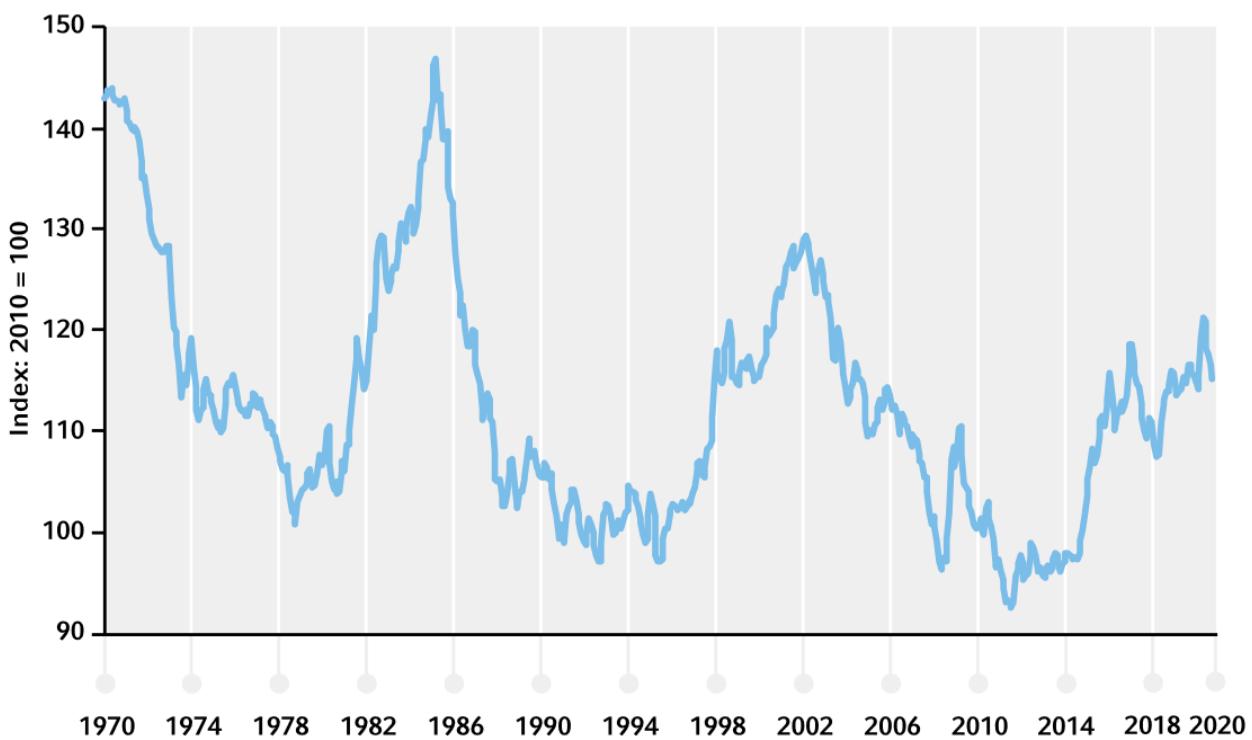


Sources: Refinitiv Datastream, MSCI. Last observation: September 17, 2020. Ratio based on the MSCI USA Index and MSCI World ex USA Index over the time period. Indexes are unmanaged and cannot be invested in directly. Index returns represent past performance and do not guarantee future results.

위 언급한 세가지 트렌드는 2008년 금융위기를 시점으로 시작됨. 미국 주식시장은 Growth Factor의 주를 이루는 Technology, Healthcare 주식들에 Overweight 되어 있고, 여타 선진국들은 Value Factor로 볼 수 있는 Financials, Cyclical 종목들을 Overweight하고 있음. 미 달러는 보통 미국 주식으로의 자금유입과 미국 경제가 상대적으로 견고한 모습을 이어갈 때 기타 국가에 비해 높은 금리로 수혜를 봄.

미 달러는 counter-cyclical, safe-haven의 성격에 부합하며 시장 상황 변화의 지표로 나타남. 미 달러는 코로나 패닉과 이후의 시장회복에서 경험한 듯이 보통 불확실한 시기에 상승하고 불확실성이 완화되면 하락하는 모습을 띨.

Real trade-weighted exchange rate: United States



Source: Refinitiv Datastream, JPMorgan Chase & Co. Last observation: September 17, 2020. The Trade Weighted U.S. Dollar Index reflects the foreign exchange rate value of the U.S. dollar relative to other world currencies.

미국과 성장주의 아웃퍼퓸은 코로나가 야기한 bear market에서의 반등기간 동안은 서프라이즈였음. Cyclical 과 가치주(i.e. non-US stock indices)가 보통 경기침체와 bear market에서 벗어난 경기회복 초기단계에서 우수한 성과를 보이나, 이번의 경우는 그렇지 않았음.

주된 이유는 FAANGs(Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google)로 잘 알려진 기술주들의 견조한 성과 때문임. 이들 종목에 Microsoft 를 더하면 9월 16일 기준 S&P 500 시가총액의 25%를 차지하는데, 이 종목들은 지수의 연초이후 수익률에 모두 플러스 기여함. 이들을 제외하면 S&P 500은 연초이후 -4% 수준임.

기술주는 락다운 상황에서 2 가지로 수혜를 보았는데, 첫번째는 국채 수익률(gov. yield)의 하락임. 투자자들은 전형적으로 기술주에 대해 장기적인(longer term) 관점으로 영업이익이 성장할 것을 예상하기에 long duration 종목으로 치부하는데, 채권 수익률의

하락은 미래 영업이익의 현재가치를 더욱 가치있게 함. 두번째는 락다운으로 인해 소비자들이 온라인으로 물품을 구입하고 video call 기술들을 더 많이 사용하며, 스트리밍 서비스를 더 자주 시청하면서 현 영업이익의 증가로 이어짐.

이러한 tailwinds 는 곧 headwinds 가 될 것으로 판단함. 2차 락다운이 없다면, 글로벌 채권 수익률은 바닥을 칠 것이고, 락다운이 초래한 기술주에 대한 단기적인 부양은 고점을 지날 것으로 전망. 이는 투자자들이 상대적으로 더욱 저렴한 (그리고 정상적인 경제활동의 재개로 수혜를 볼) 가치주/non-US 종목들로의 로테이션과 함께 일반적인 경기회복 dynamics 을 불러올 것으로 예상.

Risks: second wave, U.S. elections

주요 리스크 2 가지는 지난 3분기 시장전망과 동일하게 1) 락다운 재개를 초래할 코로나의 2차 대유행, 2) 11월 미국 대선으로 정리할 수 있음.

- 감염율이 증가하고 북미지역에 다가오는 겨울은 2차 대유행의 트리거가 될 수 있음. 다만, 사망률은 확진자 증가에도 불구하고 대부분의 국가에서 여전히 낮게 유지되고 백신개발 뉴스는 긍정적인 상황.
- 후보들의 미 대선 확률차가 점차 좁혀지고 있음. 낙선자가 이의를 제기하는 선거(i.e. contested election)는 시장의 불안정한 요소로 작용함과 함께 리스크 요인이 될 것으로 봄.
- 미 트럼프 대통령의 재선은 미국 주식에 긍정적이나(i.e. 세금 인상을 철회하고 더욱 보호주의적인 스탠스를 유지), 조 바이든 민주당 후보의 당선은 보다 조화로운 외교/무역정책과 함께 non-US 종목들에 긍정적일 것으로 전망.

의회 내 추가적인 미국 재정지원에 대한 협상은 교착된 상황. 만약 합의가 이뤄지지 않는다면 결국 GDP 의 4%와 같은 금액의 재정 지원에 의한 개인소득(consumer income)에 영향을 미칠 것으로 예상.

Regional snapshots

United States

당사의 미국시장 전망은 지난 분기와 크게 다르지 않음. 4월 95%의 미국 자국민들이 외출제한 명령(stay-at-home order)에 있을 때 비즈니스 사이클은 바닥을 다짐. 역사적인 재정/통화부양책과 함께 한 경제활동 재개는 견고한 경기회복세로 이어짐. 개인소비지출은 이미 코로나 이전의 고점에 다달았고, 개발 중인 여러 백신들 중에서 올 4분기에 미국식품의약국(US Food & Drug Administration, FDA)의 승인을 받는다면 서비스 업종은 내년 초에 회복할 것으로 전망.

미 연준은 평균물가목표제(average inflation targeting)의 도입으로 낮은 금리를 더욱 오랜 기간 유지하겠다는 의사를 표명함에 따라 경기회복에 걸림돌이 되진 않을 것으로 봄. 상당수준의 output gap(생산여력)을 감안, 당사는 인플레이션 오버슈트(그리고 이로 인한 미 연준의 금리인상)이 2023년까지는 심각한 리스크로 작용하진 않을 것으로 판단함. 민주당의 상하원 압승과 함께 바이든 후보가 당선된다면, 투자자들은 조세정책을 둘러싼 시나리오를 시장에 재반영해야 하며, 시장에 가장 큰 단기 변동성을 불러올 것으로 판단. 선거 관련한 시장의 혼란(market dislocation)은 재빠른 투자자들(nimble investors)에게는 매수기회를 제공할 것으로 봄.

Eurozone

경기지표들은 락다운 완화에 이어 3분기에 반등세를 보임. 확진자 수는 증가하고 있으나, 젊은 연령층 위주로 확진자가 나타나고, 효과적인 치료로 입원/치료율은 낮아진 상황. 3-4월의 전국적인 셧다운보다는 특정지역 등을 중심으로 제한조치들이 나올 것으로 봄. 팬데믹 대응을 위한 유로존의 재정부양책 규모는 미국의 절반수준이지만, 기업부채에 대한 국가보증(state guarantee)과 유럽 중앙은행의 TLTRO 프로그램을 통한 은행권대출에 의해 경기진작 효과를 가짐. 가장 대표적으로는 유럽회복기금(European

Recovery Plan)이며 규모는 EUR 750 billion 으로 GDP 의 6% 상당임. 유럽연합의 총 27 개 모든 회원국들이 공동으로 보증하는 채권발행을 통해 기금재원 전액을 조달할 예정임. 유럽의 경기회복은 앞으로 지속될 것으로 예상하고 주된 요인은 글로벌 무역에 대해 미국보다 유럽이 더 노출되어 있어 중국발 수요반등에 수혜를 볼 수 있기 때문임.

MSCI EMU 지수의 반등은 S&P 500 보다 뒤쳐짐. 경제활동이 개선되고 채권 수익률곡선이 가팔라질 때, 유럽의 Financials 그리고 Industrials, Materials, Energy 등 Cyclical 업종에 대한 익스포저는 (코로나 이후) 경기회복의 2 단계에서 아웃퍼폼할 여력을 가질 것으로 봄.

United Kingdom

브렉시트 불확실성은 영국의 시장전망을 지배함. 유럽연합과 영국간의 무역합의에 대한 데드라인이 연말에 예정되어 있으나 협상은 교착상태 봉착함. 영국은 불리한 상황에 있기 때문에 공격적으로 협상전략을 취하고 있음.

세계무역기구(World Trade Organization, WTO)의 조건들에 따른 하드 브렉시트(Hard BREXIT)의 영향은 유럽보다 영국이 3 배 정도 높은 수준을 보임. 당사는 적어도 bare bones free trade agreement 가 타결될 것으로 예상하나, 하드 브렉시트 리스크는 무시할 수 없을 정도로 높다고 봄. 영란은행은 마이너스 금리를 어떻게 도입할지 검토하기 시작함. 마이너스 금리에 대한 도입 가능성은 낮으나, 영란은행은 (만일의 사태로 인한) 하드 브렉시트 시나리오에 대비하고 있음.

브렉시트 불확실성은 (9 월 16 일 기준 주요 선진국 지수들 대비 올해 가장 부진한 성과를 거둔) FTSE 100 지수에 반영됨. 당사는 보다 장기적 관점에서 영국 주식에 투자매력이 있다고 봄.

Japan

일본 경제는 부진한 서비스 업종과 함께 여타 주요국들의 경기회복보다 계속해서 뒤쳐지고 있음. 아베 총리의 후임자 스가 요시히데는 2% 인플레이션 달성을 위한 정책마련과 함께 아베노믹스를 승계할 것으로 보임. 관방장관이었던 그는 아베노믹스의 정책요소들을 이행하는데 중요한 역할을 수행해 옴. 수가 총리는 올해 안에 중소기업과 가계 대상 지급형태로 추가적인 재정정책 지원을 마련할 것을 내비침.

심지어 아메노믹스의 승계와 추가적인 부양책에도, 당사는 일본의 제한적인 통화정책과 deflationary dynamics 로 인해 경기회복에서 여타 국가들 대비 부진할 것으로 전망.

China

중국 경제는 코로나 19 사태 아래 다수의 경기지표들이 12 개월 전반에 걸쳐 성장과 함께 가장 큰 개선세를 보이고 있음. 소비/서비스 업종도 제조 업종을 따라잡기 시작함. 재정정책은 연말까지는 매우 확장적이며 신용창출은 견고할 것으로 예상.

미중간의 긴장감은 화웨이와 틱톡을 포함한 중국기업들을 대상으로 한 미국의 제재로 고조됨. 하지만 1 단계 무역협상은 미 대선까지 유효할 것으로 보고, 중국의 미국 농업/에너지 제품 수입 확대 관련한 다수의 리포트들은 긍정적이라고 판단함.

Canada

최근 주택과 고용의 추이와 함께 개인소비 데이터는 경기회복의 시작을 나타냄. 재정과 통화정책들은 당분간은 확장적일 것으로 예상함. 캐나다 은행은 경기의 완전한 회복을 위해 완화된 금융환경을 유지할 것을 분명하게 시장에 전달함.

올해 캐나다 주식은 미국 대비 부진하였으나, 대부분의 주식시장에 대해선 아웃퍼퓸을 기록. 9 월 중순 기준, S&P/TSX 종합지수는 연초이후 약 -2.5%를 기록하여 유럽, 영국 그리고 원자재 관련 상대국인 호주보다 나은 성과를 보임. 다음의 경기회복 단계에서는 캐나다 주식이 미국을 아웃퍼퓸할 것으로 예상하나, 큰 낙폭을 기록한 시장들의 회복세를 따라잡기엔 힘들 것으로 봄.

Australia/New Zealand

경기회복은 호주, 뉴질랜드 양국에서 꾸준히 보였지만, 대부분은 easy lifting 이었고 빽빽해진 가계예산과 제한된 해외 유입관광객을 감안, 시장전망에 대해선 조심스러운 상황. 이는 락다운 재개(e.g. 빅토리아에서는 6 주, 오크랜드에서는 3 주)로 인해 더욱 악화됨.

재정 및 통화정책은 계속해서 경제를 뒷받침할 것으로 예상함. 호주 정부는 10 월 예산안에서 새로운 부양책을 발표했고, 뉴질랜드 정부는 지난 5 월 예산안에서 추가적인 부양책을 내보임. 호주 중앙은행은 금리동결을 유지할 것이나, 뉴질랜드 중앙은행이 마이너스 금리를 채택하는 것에 대해선 리스크 요인으로 봄.

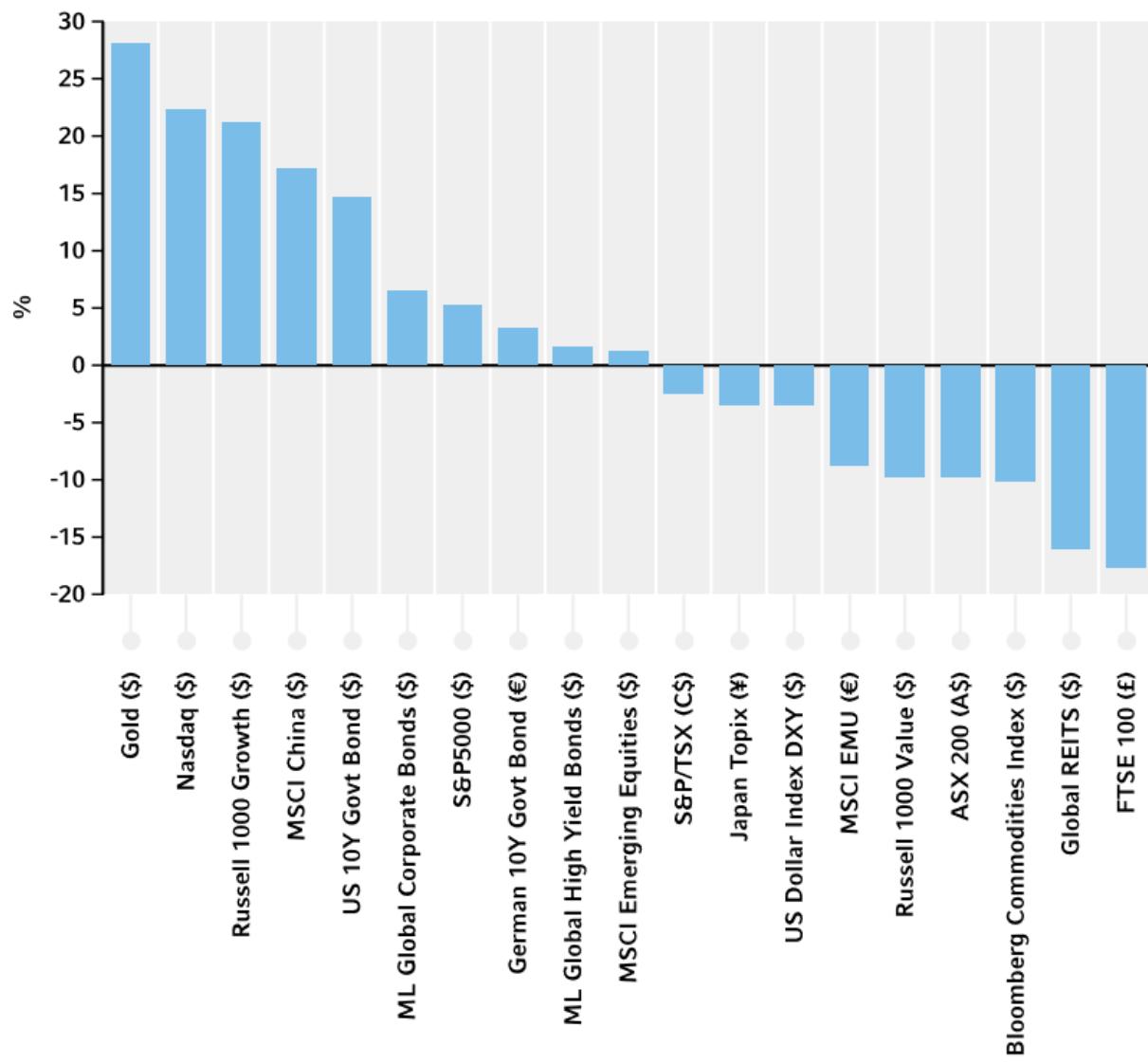
Asset-class preferences

당사의 CVS 투자 의사결정 프로세스는 글로벌 주식에 대해 중기적 관점에서 moderately positive 한 견해를 가짐. Value 는 다소 고평가 상태임(고평가된 미국 주식은 저평가된 미국 외 주식에 의해 어느정도 상쇄됨). Sentiment 는 중립 상태. Cycle 은 중기적으로 리스크 자산들을 지지함. 경기침체에서의 회복은 낮은 인플레이션을 바탕으로 한 경제성장이 통화/재정 부양책으로 오랫동안 지속될 것을 의미함.

당사는 미국 주식보다 미국 외 주식을 선호. 코로나 사태 이후 경기회복의 2 단계에서는 고평가된 기술/성장주보다 저평가된 Cyclical 가치주가 선호될 것으로 판단. 여타 주요시장들은 미국 대비 Cyclical 가치주 비중이 높은 상태임.

- EM(emerging markets) 주식에 투자 가치가 있다고 판단. 중국의 이른 락다운 해제와 부양책들은 전반적으로 EM 주식에 긍정적임.
- 하이일드와 투자등급 크레딧은 스프레드가 확대된 3 월말경에 매우 매력적이었음. 그 이후 스프레드는 축소되었고 4 분기초 기준으로는 오로지 경기침체에 이은 기업 부도율 상승을 보장할 만큼의 수준인 상황. 따라서 당사는 두 자산에 대해선 중립의 견해를 가짐.
- 국채는 고평가 상태. 낮은 인플레이션과 비둘기파적인 중앙은행들은 락다운에서의 경기회복기동안 채권 수익률(yields)의 상승을 제한할 것으로 봄. 미국의 물가연동채권(inflation-linked bond)은 break-even inflation rate 가 미연준의 인플레이션 목표를 하회하기에 투자매력을 가짐.
- REITs 는 사회적 거리두기와 온라인 쇼핑이 쇼핑몰과 오피스 빌딩에 미칠 영향에 대한 투자자들의 우려와 함께 3 월에 매도세를 경험함. 투자심리는 overly bearish 한 상태이고 value 는 긍정적임. REITs 에 대해선 pandemic recovery trade 가 유효하다고 봄.
- 미 달러는 counter-cyclical behavior 를 감안, 글로벌 경기회복기에 약세를 보일 것으로 판단. 미 달러는 전형적으로 글로벌 경기하강과 회복기에서의 하락에 강세를 띤다. 이 가운데 수혜를 볼 주요 통화는 economically sensitive commodity currencies 로써 호주/뉴질랜드/캐나다 달러로 봄. 유로와 파운드화의 가치는 매력적인 상황. 유로는 2 차 대유행을 피하고 경기회복이 지속된다면 강세를 띠 것으로 판단. 하지만 파운드화는 브렉시트 협상에 대한 불확실성으로 변동성을 보일 것으로 예상.

Asset performance since the beginning of 2020



Source: Refinitiv Datastream. Last observation: September 17, 2020.

Disclaimer

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 entity. Anyone using this material should consult with their own attorney, accountant, financial or tax adviser or consultants on whom they rely for investment advice specific to their own circumstances.

This material is not an offer, solicitation or recommendation to purchase any security. 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.

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. The general information contained in this publication should not be acted upon without obtaining specific legal, tax, and investment advice from a licensed professional.

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 150-945 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.