

Q4 2023

완만한 경기
침체 가능성

글로벌 시장 전망



I'm pleased to share our Q4 update to our 2023 Global Market Outlook.

Coming out of the September FOMC meeting, U.S. Federal Reserve Chairman Jerome Powell hinted at one more hike in 2023, signaling that the Fed may be nearing the end of its inflation-fighting tightening campaign. While business cycles are normal features of the economy, this pandemic-induced one has been anything but normal.

The reshuffling of labour markets and supply chains have made it very difficult for monetary policy on its own to curb prices. Worker shortages and the lingering effects of the Great Resignation have kept wages high and unemployment low. AI stocks may defy the cycle but face a big downside if recession fears burst the bubble. We see a likely chance of a mild downturn in the U.S. economy in 2024, but understand the unusual market complicates the soft-landing vs. recession debate.

Across other regions, the outlook is similarly mixed. While European stocks have performed strongly, they may face new challenges as the European Central Bank keeps rates higher for longer, tightening into a slowdown. The UK economy continues to track sideways and even though large-cap UK stocks offer value, they face headwinds from weak sectors. Meanwhile, China's debt and property woes have worsened, with the government showing little signs of coming to the rescue. Australia is a bright spot, where even as the economy slows, we think recession risks are lower, given that the Reserve Bank of Australia's monetary policy is less restrictive.

As we approach the end of yet another unprecedented year, Andrew Pease, our Global Head of Investment Strategy, and his team offer some clarity to help investors navigate these uncertain times.

Kate El-Hillow
President & Chief Investment Officer



미국 경제가 경기 침체를 피할 것이라는 연착륙 기대감이 높아지고 있습니다. 물론 불가능한 일은 아니지만, 당사는 여전히 2024년 미국이 완만한 경기 침체에 진입할 가능성이 더 높다고 판단합니다. 향후 몇 달 동안 증시는 연착륙 기대감으로 지탱될 것으로 보이며 주요 중앙은행들이 긴축 사이클을 마무리하는 가운데 국채도 매력적으로 보입니다.



It would be unprecedented to avoid recession after more than 500 basis points of Fed tightening, but not impossible.

Andrew Pease, Global Head of Investment Strategy



소개

2009년 항공사 조종사였던 설리 설렌버거는 뉴욕 허드슨강에 기적적으로 착륙하여 탑승객 전원이 생존한 뉴욕 허드슨강의 기적을 이뤄냈던 바 있습니다. 제롬 파월 미국 연방준비제도(Fed) 의장의 미 경제 연착륙 시도는 이 기적보다 훨씬 더 힘든 난제가 될 수도 있습니다. 물론 팬데믹이 초래한 경기 사이클이 여러 측면에서 이례적이기 때문에 연착륙 가능성을 배제할 수는 없지만, 과거 경기 사이클의 선례를 감안할 때 경기 연착륙에 성공하기란 쉽지 않은 도전입니다. 공격적인 긴축 정책에 따라 미국 경제가 둔화하기 시작하면, 오버슈팅으로 대개 경기가 침체되었습니다.

다른 선진국들도 공격적인 통화 긴축으로 인한 타격을 받고 있습니다. 유럽은 경기 침체를 목전에 두고 있고 영국 경제는 하강 국면에 지속되고 있습니다. 일본은 예외적으로 통화 완화 정책을 고수하며 트렌드를 상회하는 국내총생산(GDP) 성장률을 유지하고 있습니다. 중국은 부채 및 부동산 시장 문제가 심화되고 있으나, 중국 당국은 여전히 대규모 경기 부양책을 내놓는 것을 꺼리는 모습입니다.

시장은 연착륙 가능성에 힘을 싣고 있습니다. 내년 기업 실적이 반등할 것이라는 예상이 업계 컨센서스이며, 금리 선물 시장은 중앙은행이 통화 정책 완화 기조로 전환하리란 전망을 반영하고 있습니다.

당사는 2024년이 끝나기 전에 미국 경제가 완만한 경기 침체 국면에 진입할 가능성이 더 높다고 전망합니다. 그러나 팬데믹으로 인한 복잡성으로 인해 정확한 예측은 쉽지 않습니다. 코로나19로 인한 봉쇄와 리오프닝으로 공급망이 붕괴되면서 인플레이션이 치솟고 재화와 서비스에 대한 주기가 틀어지게 되었습니다. 팬데믹 기간 동안 재화 수요는 증가했고, 리오프닝 기간 동안 서비스 소비가 반등했습니다. 코로나19 팬데믹 기간 지급된 정부 지원금으로 인해 봉쇄 정책이 해제된 시점에 가계 저축은 기록적인 수준까지 치솟았으며, 기업은 리오프닝 직후 순익이 급증하는 동안 막대한 현금을 비축하여 완충 장치를 마련했습니다.

가계와 기업 모두 부채나 이자 비용과 관련하여 과도한 부담을 지고 있지 않는 때에 연준이 공격적인 긴축 정책을 단행한 것은 이번이 처음입니다. 그렇기 때문에 연준의 금리 인상으로 인한 충격이 경제에 반영되기까지 그 시차가 평소보다 오래 걸릴 수밖에 없습니다. 연준이 금리 인하를 시작하고 경기 침체를 피할 수 있을 수준으로 경제가 냉각되면 경기 연착륙이 가능할 수도 있습니다. 한편 인플레이션 하락으로 소비자들의 구매력이

향상하거나, 재고 확충으로 제조업 경기가 다소 회복될 경우, 일시적으로나마 다시 한번 경제에 훈풍이 불 수도 있습니다. 이러한 무착륙(no-landing) 시나리오는 연준이 추가적인 긴축 정책을 고려하고 결국 더 심각한 경기 침체를 초래할 위험이 있으므로 투자자들이 가장 우려하는 상황입니다.

당사의 CVS(사이클, 가치,センチ먼트) 투자 의사 결정 프로세스에 근거할 때 우리는 향후 1년간 S&P500® 지수에 대해 다소 조심스러운 접근이 적절하다고 생각합니다. 밸류에이션은 고평가된 상태이며 당사의 경기 침체 리스크 전망을 고려할 때 경기 사이클 역시 불리하게 작용합니다. 지난 7월 과매수 국면에 진입했던 당사의 독자적인センチ먼트 지수는 이제 중립으로 전환되었습니다. 경기 연착륙에 대한 시장의 확신이 커질 경우, 특히 지금은センチ먼트가 중립에 가까운 만큼 증시는 더 상승할 수 있습니다. 2024년 후반에 경기 침체가 오더라도 경기는 당분간 연착륙 궤도에 오르는 것처럼 보일 수 있습니다.

밸류에이션상 4.3%에 가까운 10년 만기 미국채 yield는 매력적인 투자 기회를 제공하며 경기 침체 리스크는 경기사이클에 의해 뒷받침될 수 있습니다. 작년 말 연례 전망에서 당사는 2023년에는 주식 60%, 채권 40%로 자산을 배분하는 전통적인 분산 포트폴리오가 적절할 것으로 예측한 바 있는데, 해당 견해는 여전히 유효합니다.

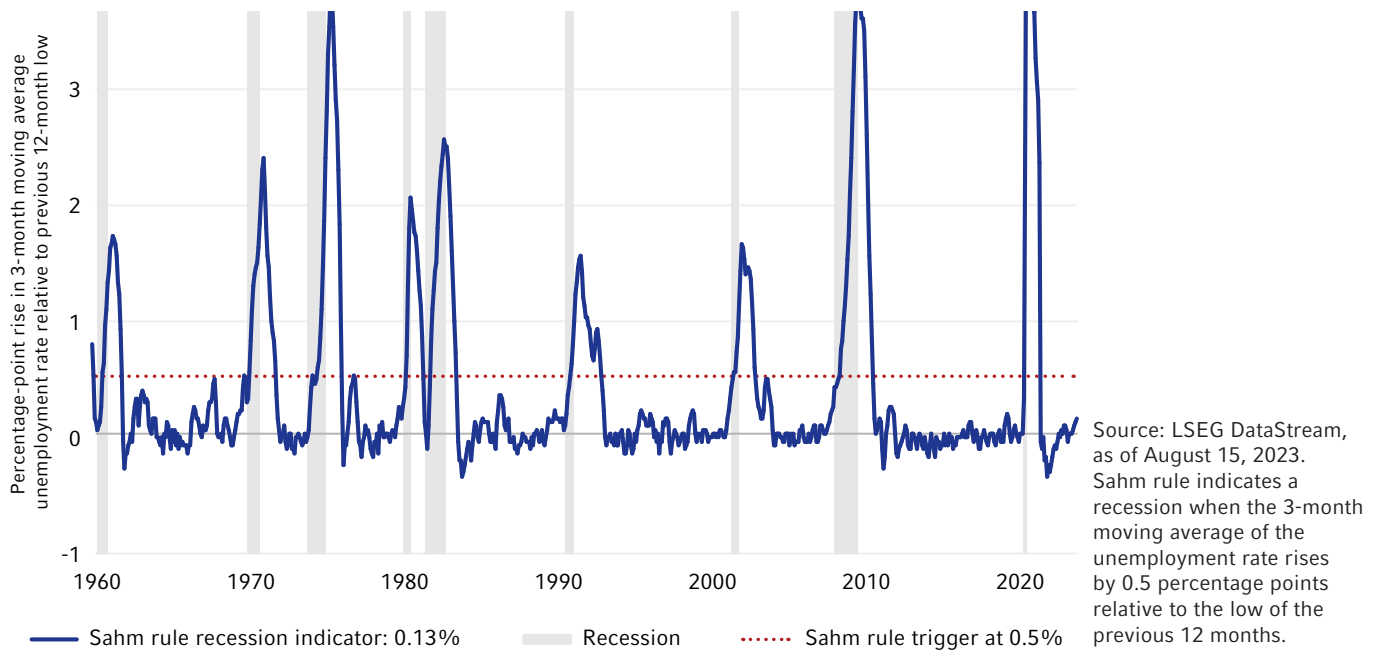
2016년 영화 설리: 허드슨강의 기적에서 설리는 “어떤 일이 처음으로 실제 발생하기 전까지 그 일은 전례가 없던 일로 남아 있다”라고 했습니다. 미 연준이 기준 금리를 500bp 이상 인상한 후에 경기 침체를 피하는 것은 전례가 없는 일이지만, 불가능한 상황은 아닙니다. 당사는 미국이 경기 침체에 진입할 가능성이 높다고 생각하지만, 파월 의장은 리버티가(街)의 기적[2]이 이뤄지길 희망할 것입니다.

이번은 다르다? 시점이 늦춰졌을 뿐

‘삼의 법칙(Sahm Rule)’에 따르면, 최근 실업률 3개월 이동 평균이 이전 12개월 동안의 최저점 대비 0.5%p 상승하면 경기 침체에 진입한 것으로 간주합니다. 해당 법칙은 실업률이 상승하기 시작할 때 나타나는 자기강화적 역학(self-reinforcing dynamics)을 강조합니다. 실업률 증가는 기업들이 긴축 경영에 들어간다는 신호입니다. 일자리를 구하기가 어려워짐에 따라 가계는 지갑을 열기가 조심스러워집니다. 이로 인해 기업들은

더 긴축 경영에 들어가고 해고를 단행하며, 결과적으로 가계는 허리띠를 더 졸라매게 됩니다. 시간을 두고 반영되는 이 과정은 일반적으로 연준의 긴축 정책으로 시작됩니다. ‘삼의 법칙’은 통화 정책이 초래한 경기 둔화가 경기 침체로 이어지지 않도록 연준이 통화 정책을 미세하게 조정하는 일이 얼마나 어려운 것인지를 잘 보여줍니다.

Sahm Rule demonstrates a narrow path for the Fed to avoid recession



지난 8월까지 3개월간 미국의 평균 실업률은 1960년대 후반 이후 가장 낮은 수준인 3.6%에 불과했습니다. 대부분의 정의로 볼 때, 이는 안정적인 인플레이션에 부합하는 실업률을 밀도는 수준입니다. 인플레이션율이 연준의 목표치인 2%로 낮아지기 위해서는 실업률이 4%를 넘는 수준으로 상승해야 할 것으로 보입니다.

연착륙은 가능하지만, ‘삼의 법칙’은 연준이 이 목표를 달성하기 위해 지나야 할 통로가 얼마나 좁은지를 잘 보여줍니다.

It is likely that U.S. unemployment will need to rise above 4% for the inflation rate to decline to the Fed's 2% target.

Andrew Pease

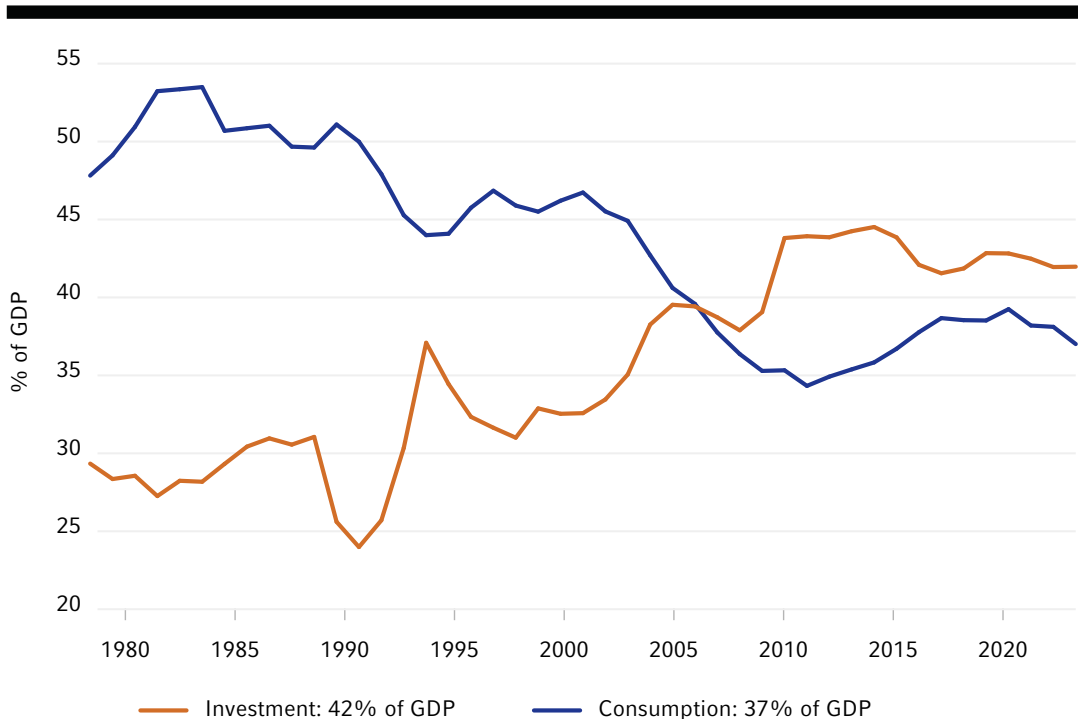
중국의 어려운 선택

리오프닝 이후 중국 경제에 대한 낙관론은 빠르게 비관론으로 돌아섰습니다. 현재 문제는 부동산 시장과 지방정부의 높은 부채에 집중되어 있습니다.

중국의 대표적 부동산 개발업체 에버그랜드(중국명 헝다)가 파산을 신청했고 중국 최대 민간 주택 건설업체인 비구이위안(Country Garden)은 채무 불이행 위기에 처해 있습니다. 소비 및 기업 신뢰 지수가 무너지고 청년 실업률이 20%를 넘으며 디플레이션을 우려하는 목소리가 커지고 있습니다. 당국은 불리한 추세를 보여주는 다수의 통계 발표를 중단했습니다. 중국이 두 자릿수 성장을 보이던 시기는 오래전에 지나갔고, 국제통화기금은 향후 몇 년 동안 중국의 GDP 성장률이 4% 아래로 떨어질 것으로 현재 판단하고 있습니다.

비관론자들은 현 문제가 중국의 불균형한 성장 모델의 결과라고 주장합니다. GDP에서 소비가 차지하는 비중은 37%에 불과하고 투자가 차지하는 비중은 42%에 이릅니다. 선진국의 경우, 소비가 GDP의 60% 이상을 차지하며, 투자 비중은 20% 미만입니다. 핵심 문제 중 하나는 여타 주요 경제국보다 훨씬 높고 과잉 투자로 이어진 중국의 저축률(GDP의 45% 수준)입니다. 즉, 중국의 불균형한 국가 주도 경제하에 대규모 프로젝트가 진행되었으나 투자 수익이 차입 비용을 충당하지 못하며 과도한 채무로 이어졌다는 견해입니다.

China: Investment and consumption



Source: LSEG DataStream, as of June 30, 2022.

하지만 2008년 글로벌 금융 위기와 같은 위기가 발생할 가능성은 작아 보입니다. 중국의 주요 은행들은 정부 소유인 국영은행이고, 부채는 대부분 국내 채무로 외채가 거의 없는 데다가 당국의 자본 통제를 고려할 때 자본 유출로 인한 위기가 발생할 가능성은 작습니다. 그보다는 1980년대 거품 붕괴 이후 수십 년간 성장 부진과 디플레이션으로 인한 장기 불황을 겪었던 일본의 사례가 비교 대상으로 적절할 것입니다. 중국의 인구 고령화, 과도한 부채, 부동산 부문에 대한 과잉 투자, 악성 부채 문제 해결에 소극적인 중국 당국의 대응 등은 과거 일본의 상황과 닮아 있습니다.

투자자들은 적극적인 경기 부양책 발표를 기다려 왔지만, 지금까지 나온 대책은 일련의 점진적인 금리 인하와 주택 담보 대출 규제 일부 완화가 전부였습니다. 일본식의 장기 불황 리스크를 낮추기 위해 정책적으로 대응하려면, 중국은 재정 및 통화 부양책 조율을 통해 소비를 진작하고, 인플레이션을 상승시키고, 국가적인 저축률 하락을 유도하는 동시에 중앙정부에서 지방정부의 부동산 관련 악성 부채를 떠맡아야 할 것입니다. 그러나 중국의 시진핑 주석은 도덕적 해이에 대한 우려와 부채 증가가 금융 불안정 리스크를 증가시킬 것이라는 이유로 규제 금융과 주요 부양책 시행을 꺼리는 것으로 보입니다. 따라서 경제가 더 악화되기 전에는 의미 있는 경기 부양책이 나오기가 쉽지 않아 보입니다.

MSCI 중국 지수로 측정되는 중국 증시는 올해 들어 주요국 가운데 가장 저조한 성과를 보이며 2022년 고점 대비 20% 이상 하락한 상태입니다. MSCI 중국 지수의 선행 주가수익비율은 10 배로, 밸류에이션은 양호하며, 중국에 대한 투자자들의 비관론은 반대 심리적 관점에서 오히려 긍정적입니다. 단, 경기 사이클에 대한 확신은 누락된 요소입니다.

단기적인 경기 사이클 전망은 불확실하지만, 중기적 관점에서 현재 발표된 몇몇 더욱 부정적 전망만큼 중국 경제를 우려할 필요는 없습니다. 개발도상국의 경우 자본금을 늘리고 생산성을 향상시키기 위해 막대한 투자가 필요하다는 점을 고려할 때 중국의 부채 수준은 걱정스러운 정도로 높지는 않습니다. 중국은 경제 성장에 대한 잠재력이 존재하며, 중국의 도시화율은 비슷한 개발 단계에 있는 한국과 일본과 같은 국가들에 비해 여전히 낮습니다. 이는 인구학적 문제를 상쇄하는 데 도움이 될 수 있습니다. 교육 분야에서도 중국은 유리합니다. 중국은 가장 최근 자료인 2018년 경제협력개발기구(OECD) 국제 학생 평가 프로그램(PISA)에서 수학과 과학 분야에서 1위를 차지한 바 있습니다. 중국은 단기적 도전 과제에 직면하고 있지만, 장기적인 성장 전망에 대해 지나치게 비관적일 필요는 없습니다.



There are reasons to expect China can outperform some of the more pessimistic medium-term projections.

Andrew Pease

REGIONAL SNAPSHOTS

미국

파월 연준 의장이 연착륙을 성공시킬 수 있다면 예상 밖의 깜짝 선물이 될 것입니다. 이러한 연착륙 시나리오에서는 미국 경제의 실질 GDP 성장률을 약 1%로, 비농업 부문 신규 일자리 수를 월 10만 명으로 안정시켜 경기 둔화 속도를 미세하게 조정해야 합니다. 과거 선례를 감안할 때 쉽지 않은 일로 보이며, 당사는 2024년 경기 침체에 진입할 가능성이 높다고 전망합니다.

경기 침체 여부 논쟁이 내년 어떻게 전개되든 간에, 시장 펀더멘털을 둘러싼 불확실성은 매우 높습니다. 이와는 대조적으로 시장은 연착륙 시나리오에 무게를 두고 있습니다. 증시에는 기업 실적이 빠르게 회복되리라는 기대감이

반영되고 있으며, 연체 및 채무 불이행 증가 우려에도 불구하고 신용 비용에 큰 변동이 없으며, 금리 선물에는 중립적인 통화 정책 기조로 돌아서리라는 예상이 반영되고 있습니다. 이러한 배경 속에서 당사의 CVS(사이클, 가치,センチメント) 프로세스는 미국 시장에 대해서는 다소 조심스러운 접근이 적절하며, Quality 주식, 국채 단기물(front-end), 커브 스티프너(curve steepener)[4] 및 기관 모기지 담보부 증권(mortgage-backed securities)에서 선택적 투자 기회를 포착할 수 있다고 판단합니다.



유로존

유로존 경제는 독일, 프랑스, 이탈리아, 스페인이 모두 경기 침체의 가능성으로 압박을 받고 있습니다. 유럽중앙은행(ECB)의 통화 긴축 영향으로 은행 대출과 통화 공급이 감소하고 있습니다. 제조업 지표는 위축되고 있으며, 중국의 경기 침체 역시 수출 수요 감소라는 형태로 유럽 경제에 그 여파가 미치고 있습니다.

ECB는 9월 수신 금리를 4%로 인상하고 금리 인상 마무리 신호를 보냈지만 '충분히 긴 기간' 동안 금리를 높은 수준으로 유지할 것임을 시사했습니다. ECB가 예상보다 높은 정책 금리를 예상보다 길게 유지할 수도 있다는

견해를 밝혔지만, 시장은 2024년 ECB가 하반기 정책 금리를 약 75bp 인하하리란 전망에 무게를 싣고 있습니다. 당사는 주요 지표의 약세와 식품 및 에너지 가격 하락 추세를 고려할 때 시장 전망이 옳을 것으로 예상합니다.

유로화는 현재 저평가되어 있고 ECB의 매파적 정책에 따라 상승할 수 있습니다. 단, ECB의 정책 실수 리스크가 유로화에 중기적으로 하방 압력을 가할 수 있습니다. 유로존 증시는 올해 들어 지금까지 강세를 보였지만, 곧 긴축 통화 정책과 경기 침체 리스크라는 경기 사이클상의 도전에 직면할 것으로 예상합니다.



영국

영국 경제는 계속해서 지지부진한 모습을 보이고 있습니다. 영국의 경제 성장률은 여전히 2019년 팬데믹 이전보다도 낮은 수준인 0.2%로, 2022년 초 이래 영국 경제는 거의 성장하지 않았습니다. 영란은행(BoE)은 긴축적(restrictive) 정책 기조를 유지하며 기준금리를 5.5%로 인상했으며, 그 여파로 경제가 휘청이기 시작하는 조짐이 보이고 있습니다. 실업률은 증가하고 일자리는 감소하고 있습니다. 주택 가격이 2008년 금융 위기 이후 처음으로 하락세로 돌아섰습니다.

근원 인플레이션은 7% 수준으로 비탄력적인(sticky) 고공 행진을 이어가고 있지만, 임금

상승률이 둔화되면 하락하기 시작할 것으로 예상합니다. 시장은 영란은행이 2024년 말까지 현재의 고금리를 유지할 것으로 예상하지만, 당사는 부진한 경기로 인해 내년 초 영란은행이 통화 기조를 전환할 수 있다고 전망합니다.

영란은행의 매파적 기조로 영국 파운드화 가치는 지지받을 전망입니다. 영국 대형주의 경우, 실적 대비 주가 수준이 매력적이나, 헬스케어, 금융, 필수 소비재 비중이 큰 점, IT 기술 비중은 상대적으로 작은 점 등으로 역풍을 맞을 수 있다고 판단합니다. 영국 국채 10년물 yield는 4.4%로 매력적으로 보입니다.



일본

일본의 경우, 리오프닝 훈풍으로 서비스 부문 지출이 팬데믹 이전 수준으로 회복되고 일본 내 관광 산업이 회복되면서 경제가 활성화되고 있습니다. 이러한 추세는 계속될 것으로 보입니다. 그러나 중국 경제 약세를 감안할 때 산업 생산이 둔화되고 있고, 재고가 증가하고 있어 생산에 하방 위험이 있습니다.

일본은행(BoJ)은 향후 6개월에서 12개월 동안 수익률 곡선 통제 정책(yield-curve control policy)을 더욱 완화할 것으로 예상됩니다. 하지만, 인플레이션이 일본은행의 목표 수준으로 지속 가능하다는 충분한 증거가

확보된 후에야 비로소 정책금리 인상에 나설 수 있을 것으로 예상됩니다.

일본 증시는 장부가액 이하로 주가가 거래되는 상장사를 대상으로 기업 가치 제고를 요구한 도쿄증권거래소의 조치 및 경기 회복 기대감에 따라 올해 들어 전 세계 주요 증시 가운데 가장 돋보이는 상승세를 보였습니다. 이 두 가지 호재에 따른 훈풍은 한동안 계속될 수 있습니다. 하지만 당사는 이런 긍정적 재료가 이미 주가에 충분히 반영된 만큼 일본 증시가 글로벌 경기 둔화 및 엔화 강세에 민감하게 반응할 것으로 전망합니다.



중국

부동산 시장의 어려움과 정책적 대응 부족으로 인해 중국 경제는 더욱 둔화되고 있습니다. 소비 심리와 지출은 둔화 추세이며, 노동 시장은 위축 조짐을 보이기 시작하고 있습니다. 중국 당국도 주택 수요(특히 대도시를 중심으로) 개선 및 금리 인하를 목표로 몇 가지 정책을 내놓았습니다. 하지만 경기 위축이 심화되면 더 적극적인 재정 지출이 필요한 만큼 우리는 향후 중국 정부의 추가적인 부양책이 뒤따를 것으로 전망합니다. 이러한 정부 지출은 세금 감면, 보조금 또는 일종의 바우처를 통해 소비를 진작시키는 데 중점을 둘 가능성이 높습니다.

인민은행은 완화적 통화 정책을 고수할 것으로 보이며, 추가 금리 인하도 가능합니다. 중국 증시의 경우 MSCI 중국 지수의 선행 주가수익비율이 10배로 밸류에이션은 상당히 낮은 수준으로 보입니다. 중국 주식에 대한 당사의 독점적인センチメント 지표는 중국 증시가 과매도 국면이긴 하나, 아직 강력한 contrarian 기회를 시사하는 공황 수준은 아니라는 것을 보여주고 있습니다.



캐나다

캐나다 경제는 하락세를 보이고 있습니다. 지난 4개월 중 2개월 동안 월간 고용이 감소했고, 공석률 감소에 따라 기존 직원들의 이직 감소로 노동 시장 이탈이 줄었습니다. 이민이 급증하면서 노동시장 경색이 완화된 것으로 보입니다.

캐나다 중앙은행(BoC)의 공격적인 금리 인상으로 캐나다의 채무 상환 부담은 증가하고 가계의 소비 여력은 제한될 수밖에 없었습니다. 신용카드 잔액 증가와 가계 대출 연체율 상승은 경제 체력이 약해지고 있음을 시사합니다. 2분기 GDP 성장률은 -0.2%를 기록하여 1.2% 상승을 기대했던 예상치를 크게 하회했습니다. 산불과 항만 파업과 같은 특수 상황을 고려할지라도 실망스러운 경제 데이터입니다. 1인당 GDP는 현재 전년 동기 대비 3분기 연속 감소했습니다.

캐나다 중앙은행은 지난 9월 "초과수요 완화" 및 노동시장 둔화세를 이유로 금리 인상을 일시 중단하는 것이 적절하다고 발표했던 바 있습니다. 그럼에도 불구하고 근원 인플레이션과 임금 상승률은 목표치를 크게 상회하고 있으며, 캐나다 중앙은행은 필요한 경우 추가적인 금리 인상도 불사하겠다는 입장을 밝혔습니다. 비록 추가적인 금리 인상 가능성을 배제할 수는 없지만, 경기 둔화세가 지속되면서 캐나다 중앙은행의 금리 인상도 거의 마무리되고 있습니다. 그럼에도 불구하고, 캐나다 중앙은행이 인플레이션이 2% 목표를 향해 의미 있게 하락하고 있다고 확신할 때까지 통화 정책 긴축 기조는 유지될 것으로 예상됩니다.



호주 및 뉴질랜드

호주의 경우 경기가 둔화되고 있지만 경기 침체 리스크는 북반구에 비해 낮은 것으로 판단합니다. 호주준비은행(RBA)의 통화 정책은 다른 지역의 중앙은행들처럼 긴축 정도가 강하지 않았으며, 이미 긴축 기조를 끝냈을 가능성이 높습니다. 지난 3개월 동안 많은 고정 금리 주택 담보 대출이 만기됨에 따라 현재 약 70%의 가구들이 기준금리 인상에 따른 영향을 받을 수 있습니다. 향후 12개월 동안 호주 인구 증가율이 2%에 가까울 것으로 예상되는 만큼 이민자 유입에 따른 인구 증가가 지속해서 경제 활동을 뒷받침할 것으로 예상됩니다. 호주 달러가 현재 다소 저평가된 상태인 데다 미국 대비 금리 차이 축소에 따른 수혜가 예상되므로 당사는 호주 달러가 상승 여력이 있다고 판단합니다. 호주 증시 상장 종목의 주가는 글로벌 주식 대비 저렴하며 중국에서 좀

더 의미 있는 경기부양책이 나온다면 그에 따른 훈풍도 기대할 수 있습니다.

뉴질랜드 중앙은행의 강경한 긴축 기조를 감안할 때 뉴질랜드 경제를 낙관하기는 어렵습니다. 노동시장이 약세를 보이기 시작했고 구인 공고당 입사지원자 수가 팬데믹 시기의 정점을 넘어서면서 경기 악화가 지속될 가능성이 높을 것으로 보입니다. 다가오는 10월 총선에서 양당 어느 쪽도 재정 정책 기조의 변화를 시사하지 않고 있어 경제 전망에 변화가 없을 것으로 보입니다. 뉴질랜드 주식은 글로벌 주식에 비해 약간 비싼 것으로 분류되는 반면, 경기 침체 리스크가 높아지는 현재의 경기 사이클을 고려할 때 뉴질랜드 국채는 매력적으로 보입니다.



Our cycle, value, sentiment process favours a slightly cautious approach to U.S. markets.

Andrew Pease

ASSET-CLASS PREFERENCES

당사의 CVS(사이클, 가치,センチ먼트) 투자의사 결정 프로세스는 향후 1년간 S&P500 지수에 대해 다소 조심스러운 접근이 적절하다고 판단합니다. 밸류에이션은 고평가된 상태이며 당사의 경기 침체 리스크 전망을 고려할 때 경기 사이클 역시 불리하게 작용합니다. 당사의 독점적인センチ먼트 지수는 7월 과매수 구간으로 1 표준편차를 보였다가 현재 전반적으로 중립적인 수준으로 전환되었습니다. 하지만 향후 몇 달 동안 연착륙에 대한 투자자들의 기대감이 높아지면 증시는 멜트업(melt-up, 단기 과열) 양상을 보일 수 있습니다.

인공지능(AI) 테마주에 대한 관심은 지난 몇 달간 식었지만, 7대 빅테크(대형 기술주) 종목들은 S&P 500의 올 초 대비 수익률 17.3%(9월 15일 기준) 중 13%p를 기여했습니다. AI 열풍을 정확히 예측하기란 어렵습니다. AI 테마주에 대한 투자자들의 기대가 경기 사이클에 따른 역풍을 상쇄할 수는 있겠지만, 경기 후퇴 우려로 AI 열풍이 꺼질 경우 더 큰 하방 위험을 초래할 수도 있습니다.

당사의 CVS 프레임워크에 기반할 때 미국 국채 전망은 긍정적입니다. 10년물 수익률은 4.3%에 가까운 매력적인 수준이며 경기 침체 리스크로 경기사이클에 의해 뒷받침될 수 있습니다. 채권에 대한センチ먼트는 엇갈리나, 종합해 볼 때 역발상 관점에서는 지지 요인이 될 것입니다. 경제 지표 서프라이즈 지수는 최고치에 근접했으며, 이는 곧 실망스러운 경제 지표가 나오며 채권 가격이 지지받을 수 있음을 시사합니다. 상품 선물 거래 위원회(CFTC) 데이터는 투기적인 투자자들이 수익률 추가 상승 전망에 무게를 두고 있음을 보여주고 있습니다.

Composite contrarian indicator: Investor sentiment moves from overbought in July to broadly neutral

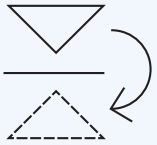


Source: Russell Investments. Last observation is -0.35 Standard Deviations, as of September 11, 2023.

The Composite Contrarian Indicator for investor sentiment is measured in standard deviations above or below a neutral level.

Positive numeric scores correspond to signs of investor pessimism, while negative numeric scores correspond to signs of investor optimism.

구체적으로 2023년 4분기 초를 기준으로 한 평가는 다음과 같습니다



당사는 경기 침체 리스크의 조짐에 따라 주식이 제한적으로 상승할 것으로 판단합니다. 미국 이외의 선진국 주식이 미국 주식에 비해 저렴하기는 하지만, 당사는 연준이 덜 매파적 입장을 고수하고 미국 달러가 크게 약세를 보일 때까지 중립적인 선호도를 유지하고 있습니다.

주식 가운데서는 부채가 적고 안정적인 수익성 성장을 보이는 Quality 팩트 종목을 선호합니다. Quality 주식들은 일반적으로 경기 둔화 기간 동안 상대적으로 좋은 성과를 보여주며, 시장의 다른 종목에 비해 비교적 저평가된 상태입니다.



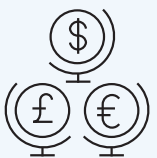
이머징 마켓 주식은 올해 들어 지금까지 선진국 주식을 언더퍼폼 했습니다. 중국 경제에 대한 우려가 증시 상승의 발목을 잡았고, 이러한 우려는 단기적으로 해소되지 않을 것으로 보입니다. 현재로서는 중립적 입장이 적절해 보입니다. 이머징 마켓은 미 달러가 약세일 때 평균 이상의 수익률을 내곤 했습니다. 약달러 수혜는 투자자들이 연준의 금리 인하와 이에 따른 달러 가치 하락을 전망하기 시작할 2024년이나 반영될 것 같습니다.



High yield 채권은 연착륙 기대감으로 랠리를 보였고 미 국채 대비 스프레드는 장기 평균보다 낮습니다. 투자 등급 신용 스프레드는 장기 평균에 가깝습니다. 미국의 경기 침체 가능성이 커짐에 따라 채무 불이행 가능성이 높아질 수 있기에 경기 사이클 전망은 저조합니다.



국채 벨류에이션은 매력적으로 보입니다. 미국, 영국, 독일 채권 벨류에이션은 합리적인 가치를 제공합니다. 각국 중앙은행들의 긴축 기조가 마무리 단계에 접어들었고 인플레이션이 정점을 찍었으며 경제가 둔화되고 있다는 투자자들의 의견이 확산되면서, 국채가 반등할 가능성이 있습니다. 미국 국채 yield 곡선이 앞으로 몇 달 동안 가팔라질 가능성이 높습니다. 2년 만기와 10년 만기 국채 yield 격차가 극단에 가깝습니다. 연준이 금리 인상을 끝내고 시장이 통화 정책 완화 쪽에 시선을 돌리기 시작하면 yield 곡선은 가팔라지는 경향을 보입니다. 예외적으로 일본은, 70bp 수준의 일본 10년물 국채 금리는 고평가된 것으로 보입니다.

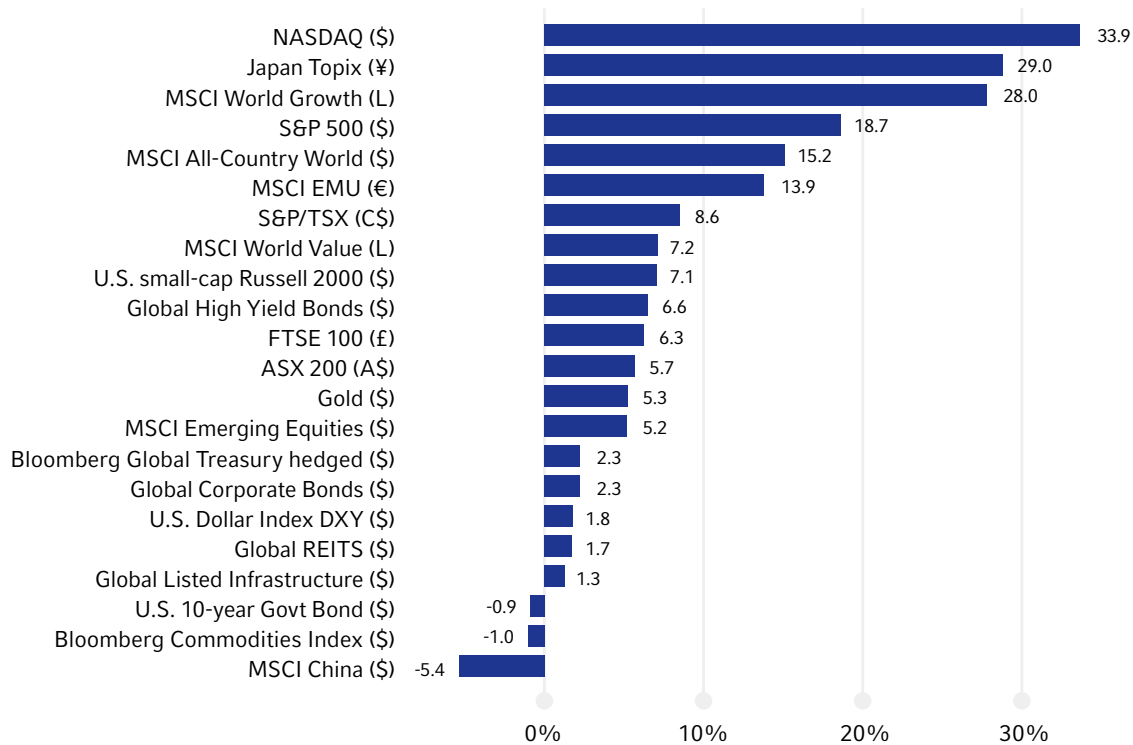


부동산: 부동산투자신탁(REITs) 및 인프라는 글로벌 주식과 비교할 때 벨류에이션의 매력도가 높습니다. 오피스 부문이 어려움을 겪고 있지만 전체 REIT 시장에서 차지하는 비중은 작습니다. 연준의 금리 인상이 마무리되면, 주식 대비 REITs에 유리한 환경이 조성될 전망입니다. 유가는 OPEC+ 산유국들의 감산으로 인해 배럴당 100달러에 가까이 다가섰습니다. 하지만 부진한 중국 경제를 감안할 때 유가 상승 폭은 제한적일 것으로 보입니다. 이는 농산물 및 비금속 가격에도 영향을 미칠 것으로 보입니다. 선진국의 경기 침체 리스크도 역풍으로 작용할 것으로 보입니다.



투자자들이 미국 경제가 연착륙할 수 있고 금리 인하 시점이 미뤄질 수 있다고 추측하면서 미 달러 (USD)는 지난 몇 달 동안 강세를 보였습니다. 미 달러는 실질 무역 가중치 기준으로 높게 거래되고 있으며, 연착륙 시나리오에 대한 시장의 기대가 무너지면 하방 압력을 받게 될 것입니다. 한편 일본 엔화는 경기 사이클 및 벨류에이션 관점에서 매력적으로 보입니다. 현재 미 달러 대비 엔화 가치는 147 엔대로, 구매력 평가 벨류에이션 92를 고려할 때 상당히 저평가되어 있습니다. 일본의 인플레이션 압력은 일본은행이 결국 yield 곡선 통제 통화 정책을 완화하리라는 것을 의미합니다. 현재 유로:달러 환율은 1.07달러로, 구매력 평가 가치 1.36을 고려할 때 유로화도 상당히 저평가되어 있습니다. 그러나 경기 침체 우려가 수그러들고 ECB가 금리 인하를 단행하지 않으리라는 전망이 우세해지기 전까지는 유로화 가치가 상승하기 힘들어 보입니다.

Asset performance since the beginning of 2023



Source: LSEG DataStream, as of September 14, 2023. EMU refers to the European Economic & Monetary Union.

Economic data surprises indices are near peak levels and suggest that data could soon disappoint and support bonds.

Andrew Pease

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 25 September 2023.

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 2023. 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.