

24 ANNUAL

안갯속으로

글로벌 시장 전망



2024년 글로벌 시장 전망을 공유하게 되어 기쁘게 생각합니다.

2023년 글로벌 시장은 '매그니피센트 세븐'으로 알려진 초대형 기술주 덕분에 기대 이상의 성과를 거두었습니다. 투자 심리는 "경기 침체가 다가오고 있다"에서 "연착륙이 임박했다"로 바뀌었습니다. 당사의 시장 심리 지수는 시장 상승이 집중되었음에도 불구하고 낙관론적 투자자 심리가 높음을 보여주고 있습니다. 지나친 낙관론은 시장을 과도한 조정에 더 취약하게 만들 수 있어 당사의 2024년 전망은 제한적인 통화 정책, 성장 둔화, 지정학적 긴장 등으로 인해 더욱 조심스러운 상황입니다.

미국 연방준비제도의 "더 오래 더 높은" 접근 방식은 내년 재정에 부담을 주고 대출자와 재융자 기관에 영향을 미칠 가능성이 높습니다. 한편, 유럽과 영국은 주요 약세, 높은 인플레이션, 제조업 부진, 브렉시트 등으로 인해 계속해서 어려움을 겪을 것으로 예상됩니다. 마지막으로, 중국은 안정화되고 있지만 부채 및 부동산 시장, 인구구조와 같은 장기적인 문제를 해결하기 위해 지속적으로 고군분투 할 것입니다.

이 모든 상황에도 불구하고 시장은 2024년 연착륙에 가까워지고 있습니다. 이에 대한 확신은 없지만, 전체 포트폴리오 맥락에서는 여전히 기회가 있다고 생각합니다. 국채는 수익률이 인플레이션을 상회하고 주식시장 변동성에 대한 헤지 수단으로 더 매력적으로 보일 수 있기 때문에 매력적인 투자수단으로 보입니다. 상대적 가치와 방어적 특성으로 Quality 주식을 선호합니다. 부동산 투자 신탁과 글로벌 상장 인프라도 매력적이며, 장기적인 인구 구조 및 기술혁신 추세로 인한 혜택을 받을 수 있습니다.

그렇다면 이는 자산 배분에 어떤 의미가 있을까요? 다각화와 적극적인 관리가 그 어느 때보다 중요하다고 생각합니다. 이는 주식과 채권을 넘어 인플레이션, 성장, 무역과 같은 더 광범위한 거시적 요인을 고려해야 합니다. 실물 자산 및 사모 신용(private credit)과 같은 차세대 다각화 도구는 이러한 맥락에서 추가적인 이점을 제공합니다. 통화정책이 변화함에 따라 포트폴리오의 성장성 측면에서의 분산투자는 더욱 중요해지겠지만, 변동성이 높아지면 선별적 투자도 중요해질 것입니다. 우리는 지금이 액티브 매니저를 위한 무르익은 환경이라고 생각하지만, 시장이 빠르게 변화할 수 있기 때문에 올바른 매니저를 선택하고 조합하는 데는 더 많은 연구와 기술이 필요하다고 생각합니다.

2024년에 접어드는 지금, 최고 투자 전략가인 앤드류 피스와 그의 팀은 투자자들이 이 까다로운 비즈니스 사이클과 내년의 시장 이벤트를 헤쳐나가는 데 도움이 되는 인사이트를 제공하고자 합니다.

Kate El-Hillow
President & Chief Investment Officer



과도한 비관론 일색이었던 2023년과 달리 2024년 경제 전망은 장밋빛 낙관론으로 물들고 있습니다. 경기 침체 리스크는 증시에 악재로 작용할 수 있으나 국채 투자에는 좀 더 긍정적인 환경이 조성될 수 있습니다.



We are in a twilight zone between slowdown, possible recession and recovery, where nothing is likely to be quite what it seems.

Andrew Pease, Global Head of Investment Strategy



INTRODUCTION

소셜 속 허구의 인물 설록 홈스는 “명백한 사실만큼 믿지 못할 것은 없다”고 말합니다. 1년 전만 해도 경제 전문가들은 미 경제가 경기 침체 문턱에 있다는 것을 명백한 사실로 생각했습니다. 당시 필라델피아 연방준비은행이 전문가들을 대상으로 실시한 설문 조사에서 경기 침체 가능성을 예측한 응답 비율은 45년 역사상 가장 높게 나타났습니다. 미국 연방준비은행(연준)은 1980년대 초 폴 볼커(Paul Volcker) 전 연준 의장의 재임 이래 가장 공격적인 긴축 정책에 나섰습니다. 그 결과, 수익률 곡선이 역전되며 고전적인 경기 침체 경고 신호가 나타났고, 경기 사이클 측면에서 중시되는 공급관리자협회(ISM) 제조업 지수는 위축 국면으로 전환되었습니다.

2023년 미국 경제는 추세 이상의 성장궤도에 진입했으며, 글로벌 주식은 두 자리 수 상승세를 기록했고, 미 국내 수익률은 상승했습니다. 2023년 전망치가 보기 좋게 빗나가며, 전문가 컨센서스는 이제 태세를 전환했습니다. 뱅크오브아메리카(BOA)의 최근 설문 조사에 따르면 2024년 글로벌 경제 전망과 관련해 펀드 매니저의 74%가 경기 침체 없는 연착륙을 예상하고 있는 것으로 나타났습니다. 이러한 낙관론은 2024년 S&P 500 지수 편입 기업들의 수익이 11% 성장하리란 상향식(bottom-up) 컨센서스 전망 및 장기 평균을 하회하는 하이일드(고위험) 회사채 스프레드에서도 뚜렷이 확인할 수 있습니다.

미국 경기 침체 위험 여전히 높은가?

현재 경기가 침체 위험에서 완전히 벗어났다고 단언하기는 힘듭니다. 팬데믹 이후 가계와 기업은 주택 담보 대출을 30년 만기 고정 금리로 갈아타고 장기 회사채를 발급하는 등 막대한 현금을 비축하며 연준의 긴축정책에 맞서 강력한 방어책을 구축했습니다. 그러나 이러한 방어책은 무너지기 시작하고 있습니다. 팬데믹 기간 동안 축적된 가계 초과 저축은 조만간 소진될 것이며, 상당한 수준의 고금리는 신규 차입을 제약하며 채용자 문제를 야기할 것입니다. 결국, 현 경기 사이클에서 연준의 공격적인 긴축 정책이 시차를 두고 경제에 미치는 영향과 관련해 ‘이번에는 다르다(this time is different)’가 아니라 ‘이번에는 좀 더 오래 지속된다(this time is longer)’의 상황이 전개될 수 있습니다. 물론 2024년 경기 침체를 피할 수도 있지만, 우리는 경기 침체에 들어설 위험이 높다고 봅니다.

일자리 증가율과 인플레이션 둔화는 경기가 냉각되기 시작했다는 신호입니다. 단, 연준의 금리 인상이 마무리 단계인 듯하며, 내년 상반기에 완화적 통화 정책을 검토할 수 있다는 점은 긍정적입니다. 그러나 이와 동시에 경기 침체를 피할 수 있을지에 대한 논쟁도 가열될 것이며, 이는 불확실성이 고조되는 시기에 접어들었다는 것을 의미합니다. 당분간은 미국 경제가 연착륙하는 것처럼 보일 수 있지만, 실상은 2024년 이후 완만한 경기 침체로 가는 길목이 될 수도 있습니다.

영국의 경기 침체 리스크 신호? 유럽 상황은?

다른 선진국들에도 공격적인 통화 긴축에 따른 여파가 미치고 있습니다. 유럽은 전 세계적인 제조업 침체와 중국의 수요 약세로 큰 타격을 받았습니다. 영국 경제는 다른 나라들보다 더 심각한 인플레이션 충격을 맞았었고 여전히 브렉시트(Brexit-영국의 유럽연합 탈퇴)에 따른 여진과 싸우고 있습니다. 2024년에는 영국과 유럽 경제 모두 미국 경제에 비해 부진할 전망입니다.

일본은 예외적으로 통화 정책이 여전히 극도로 시장순응적인(accommodative)이며 국내총생산(GDP) 성장률이 추세를 상회할 가능성이 높습니다. 2024년에도 이러한 추세가 이어지며 일본은행이 점진적으로 수익률곡선통제(YCC)를 해제할 것으로 전망합니다.

중국 경제는 정부가 ‘짚뚱’ 경기 부양책을 내놓음에 따라 안정세를 찾아가는 모습입니다. 중국 부동산 부문의 악성 부채가 지속적으로 악재로 작용하며 성장률은 여전히 부진할 전망입니다.

2024년 주식 및 채권 전망

경제 성장 둔화와 경기 침체 리스크를 감안할 때 증시에 대해 다소 조심스러운 접근법이 적절해 보입니다. 2023년 11월 기준 S&P 500 지수의 선행 주가수익비율은 18배로 비싸며, 기업들의 두 자리수 수익 성장 전망에 기반한 경기 연착륙 시나리오는 이미 주가에 반영되어 있습니다. 이미 낙관적인 예상치를 뛰어넘을 정도로 강력한 경제 지표와 기업 실적이 나올 경우에만 증시가 크게 상승할 수 있을 것이기에 이와 같은 전망에 가장 부합하는 용어는 ‘비대칭성’인 것 같습니다. 오히려 상당히 높은 수준의 경기 침체 위험을 고려한다면 하락이 염려됩니다. 하지만 경기 침체 공포에 직면한 연준이 빠르게 금리 인하에 나설 경우, 증시 낙폭이 제한되고 궁극적으로 증시 반등을 위한 발판이 마련될 것입니다.

미 국채는 10년물 수익률이 4.5% 수준으로 밸류에이션이 매력적이며, 경기 침체가 닥칠 경우 높은 투자 수익도 얻을 수 있습니다.

우리는 많은 이들이 2023년 발생할 것으로 예상한 전환 국면이 실은 2024년에 올 것으로 예상합니다. 과도한 비관론 일색이었던 2023년과 달리 2024년 경제 전망은 장미빛 낙관론으로 물들고 있습니다. 현재는 경기 둔화와 경기 침체 가능성, 그리고 경기 회복 사이의 경계가 불분명한 중간 지대인 것으로 보입니다.

2024년 주요 자산군 전망:

- 국채 수익률은 기대 인플레이션을 크게 상회하는 수준에 거래되고 있기에 국채 밸류에이션이 매력적입니다. 경기 침체 위험이 커지면 수익률은 하락할 것입니다. 2024년 말까지 미국 10년물 국채 수익률을 3.5%정도로 전망합니다.
- 증시의 경우 경기 침체 리스크가 있어 상승 여력이 제한적일 것으로 예상합니다.
- 우리는 주식 시장 투자에서 quality 팩터가 유리하다고 봅니다.

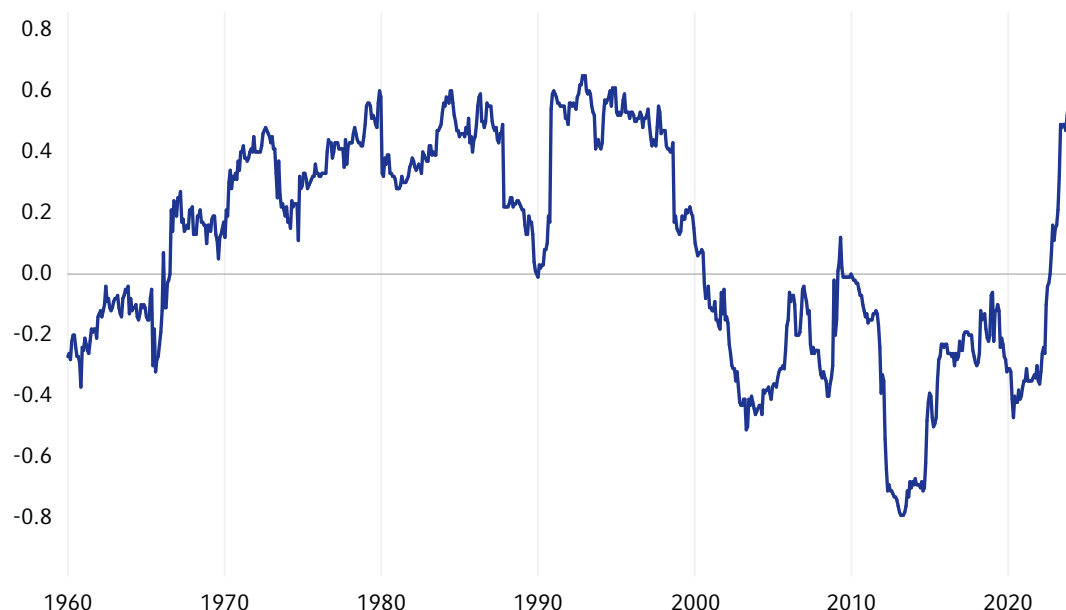
- 미국 달러는 연착륙 희망에 따라 연초에 약세를 보일 수 있지만 경기 침체 우려가 지속될 경우 하반기 강세로 돌아설 수 있습니다.
- 경제적 불확실성이 높아지는 상황에서 하이일드(고위험) 회사채와 투자 등급 회사채 사이의 스프레드가 불편할 정도로 축소된 탓에 어느 때와 달리 회사채에 대한 전략적 비중 확대 전략을 취하기가 꺼려집니다.
- 이머징 마켓은 상대적으로 주가가 저렴하나 투자 심리 위축을 고려할 때 중립 포지션이 적절하다고 생각합니다. 중국 경제가 직면한 구조적 변화를 감안할 때 극단적인 과매도 국면을 거친 후에야 중국 시장에 대한 비중 확대에 나설 수 있을 것으로 보입니다.

'60/40 포트폴리오'의 귀환

지난 몇년간은 분산 포트폴리오를 가진 투자자들에게 힘든 시간이었습니다. 주식과 채권에 각각 60대 40의 비율로 투자하는 고전적인 포트폴리오 모델은 2022년 최악으로 손꼽힐만한 한 해를 겪었고 2023년 회복세도 크게 만족스럽지 못했습니다. 주식과 채권 수익률이 양의 상관 관계를 보였던 탓에 증시 하락으로 인한 손실을 국채 투자 수익으로 상쇄할 수도 없었습니다.

이는 부분적으로 금리 재정상화(renormalization) 추세에도 영향을 미쳤습니다. 이로 인해 미국 10년물 국채 수익률은 2022년 초 1.5%에서 2023년 말 4.5% 가까이로 상승했습니다. 결과적으로 채권은 주가가 급변동하는 기간 동안 포트폴리오 수익률 안정화에 도움이 되지 않았을뿐더러 전반적인 투자 수익률 발목을 잡았습니다. 이에 더해 채권이 갖는 투자 분산 가치가 감소한 것도 장기 수익률 상승에 기여했을 가능성이 높습니다.

주식-채권 상관관계, 3년 순환 기간



Source: LSEG DataStream, Ibbotson Associates. Monthly returns as of October 2023.

Stocks represented by the 500 Index. Bonds represented by the Bloomberg Long-Term U.S. Treasury Index.

2024년 주식-채권이 음의 상관관계가 될 수 있나?

예상치 못하게 인플레이션이 급등할 때 주식-채권은 양의 상관관계를 갖는 경향이 있습니다. 이익 기대치가 높지 않은 채할인율(즉, 국채 수익률)이 커지면 주식과 채권의 밸류에이션 둘 다 하락합니다. 이러한 상황은 기대 인플레이션이 불안정(unanchored)하거나 1973년, 1980년, 2021년과 같이 경제가

공급 충격을 겪을 때 발생하기 쉽습니다. 향후 공급망 회복, 인플레이션을 목표 수준으로 되돌리려는 미 연준의 노력, 경기 침체 가능성 등이 맞물리며 주식-채권 상관관계가 2000년대 대부분의 기간처럼 음의 상관관계로 전환할 것으로 전망합니다.

결론은 국채가 멀티에셋 포트폴리오에서 효과적인 분산투자 수단로서의 역할을 재정립하며, 결과적으로 '60/40 포트폴리오'가 다시 인기를 얻을 것으로 전망합니다.



We are in a twilight zone between slowdown, possible recession and recovery, where nothing is likely to be quite what it seems.

Paul Eitelman, Chief Investment Strategist, North America

확장 재정 정책의 종료

1994년 빌 클린턴 전 미국 대통령의 수석 정치 고문이었던 제임스 카빌(James Carville)은 다음 생애는 당시 모든 사람을 떨게 만들었던 채권 시장으로 환생하면 어떨까란 생각을 했다고 밝혔던 바 있습니다. 30년 후 잠잠했던 채권 시장이 다시 위협적 위용을 되찾고 있습니다.

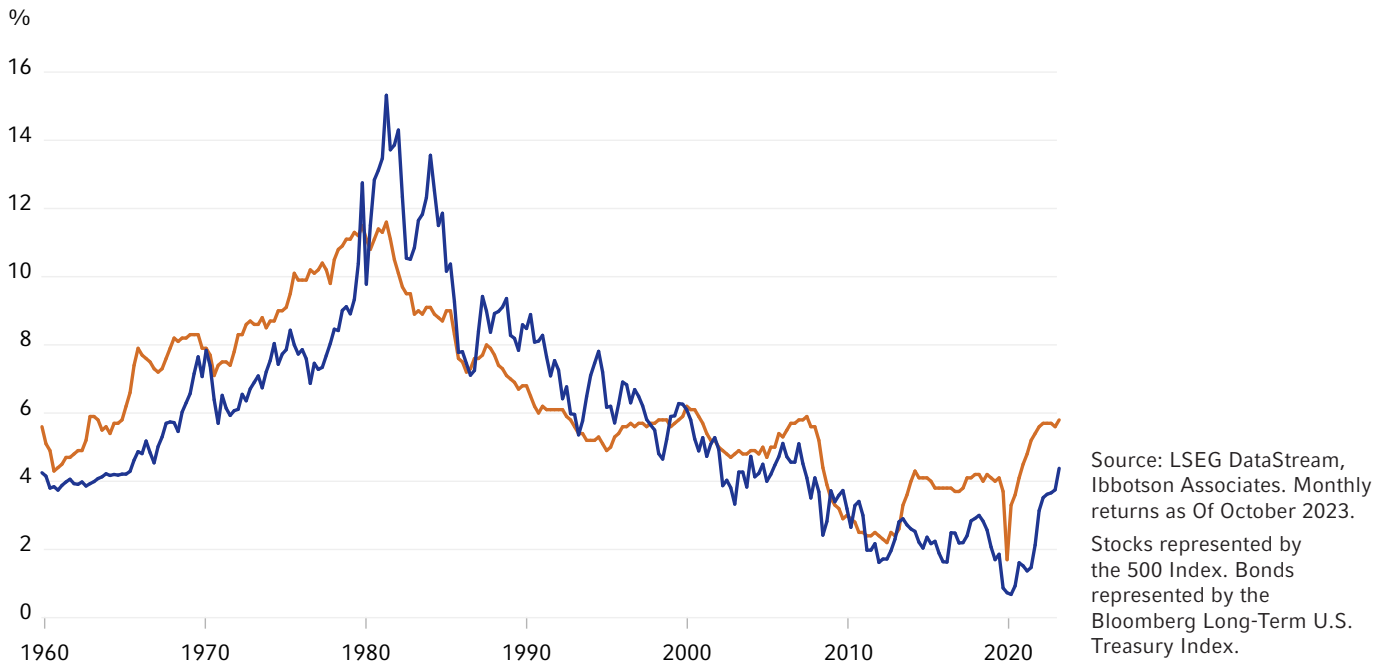
미국의 GDP 대비 부채 비율 증가세

문제는 정부 부채가 팬데믹에 대응하여 급증했고, 인구 노령화로 인해 재정 적자를 만회하기가 어렵다는 점입니다. 국제 통화 기금(IMF)은 현재의 재정 적자 예측에 근거하여, 미국의 국내총생산(GDP) 대비 부채 비율이 현재 123%에서 2028년까지 137%로 증가할 것으로 전망합니다. 2001년 미국 GDP 대비 부채 비율은 53%에 불과했습니다.

국채 수익률이 높다는 것은 이자 지급 부담이 재정 적자에서 차지하는 비율이 높아질 것이라는 의미입니다. IMF는 2028년까지 정부 부채에 대한 이자 지급액이 GDP의 4%에 근접할 것으로 예상합니다.

정부 부채 지속 가능성에 대한 산술은 정부 부채에 대한 이자율과 경제 성장률 간의 차이에 달려 있습니다. 금리가 GDP 성장률을 초과하면, 정부가 GDP 대비 부채 비율이 상승하는 것을 막기 위해 기초재정수지 흑자(이자 비용 제외)를 이행해야 합니다. 아래 도표는 지난 10년이 국채 수익률이 지속적으로 경제 성장률을 밑돌았던 이례적인 기간이었음을 보여줍니다. 최근 이 격차가 해소되었으며, 명목 GDP 성장률이 최근 추세인 4%에 근접하고 국채 수익률이 현재 수준에 가깝게 유지된다면 마이너스로 전환될 수 있습니다.

미국의 명목 GDP 성장률과 국채 10년물 수익률



미국의 기초재정수지 적자 비율은 현재 GDP의 약 5.5%에 달하고 있습니다. 가장 최근 재정 수지 흑자를 기록했던 때는 지난 2001년이며, 지난 10년간 평균 재정 적자 규모는 GDP의 4%에 달했습니다. 의회예산처는 기초재정수지 적자가 향후 10년간 GDP 대비 평균 2.9%에 달할 것으로 예측하고 있습니다. 이 경우, GDP 대비 부채 비율이 더 이상 높아지지 않도록 하려면 국채 수익률이 2% 이하로 떨어져야 할 것입니다. 물론 문제는 계속되는 재정 적자로 인해 국채 수익률은 지속적으로 상승 압력을 받게 될 것이라는 점입니다.

H3 재정 적자를 줄이기 위한 정부 조치는?

정부가 선택할 수 있는 안은 두 가지뿐입니다. 하나는 지출을 줄이고 세금을 인상하는 정치적으로 고통스러운 과정을 수행하는 것입니다. 또 다른 방안은 인플레이션을 높여 명목 GDP 성장을 높이고 부채를 실질적으로 줄이는 것입니다.

최단 기간 임기로 총리직을 사퇴한 리즈 트러스(Liz Truss) 전 영국 총리 정부는 지난해 재원 마련 방안 없이 대규모 감세로 경기를 부양하려다 채권 시장의 위력에 호되게 당했던 바 있습니다. 채권 투자자들은 영국에 재정 적자를 줄이고 인플레이션을

억제할 계획이 마련되지 않았다고 판단했습니다. 그리고 그 결과 영국 국채 10년물 금리는 사흘 만에 100bp 이상 급등했고, 스텔링은 폭락했으며, 트러스 총리는 사임해야 했습니다.

미국이나 다른 주요 선진국에서 재정 위기가 조만간 발생할 가능성이 낮아 보입니다. (이탈리아는 예외이나 최근 개선이 있었습니다.) 영국의 사례는 다른 정치인들에게 유익한 교훈으로 남았습니다. 여기서 주요 결론은 대규모 재정 확장의 시대는 끝났고, 앞으로 정치인들은 부채 부담과 이자 비용이란 현실에 제약받으리라는 것입니다. 다음번 경기 침체를 재정 지원으로 대응할 수 있는 역량은 줄어들 것입니다. 각국 중앙 은행이 목표치 이상의 인플레이션을 수용하도록 강요받을 위험이 있기는 하나, 2023년에 목격했듯 유권자들은 인플레이션을 반기지 않습니다. 채권 시장이 다시 위용을 떨치게 될 것입니다.

The era of big fiscal expansions is over, and politicians are going to be constrained by the realities of debt burdens and interest costs.

Andrew Pease

지역별 현황

미국

미국 경제는 2023년 3분기 예상보다 강한 회복세를 보였지만 아직 난제는 남아 있습니다. 통화 정책은 국채 수익률 곡선 역전에서 볼 수 있듯이 제한적(restrictive)입니다. 인플레이션 상승에 쉼기를 박으려면, 실업률이 더 올라갈 필요가 있습니다. 소비 지출은 3분기 견조한 경제 흐름을 이끌었지만, 이제 가게 초과 저축은 소진되고 연체율은 증가하고 있으며 소비자들은 생필품 및 할인 브랜드로 지출 품목을 전환하고 있습니다.

우리는 2024년에도 경기 침체 위험과 거시 경제 불확실성이 여전히 높을 것으로 전망합니다. 이와 대조적으로 현재 시장 가격에는 좀 더 우호적인 연착륙 시나리오가 반영되어 있습니다. 이는 미 국채 투자자들에게 매력적인 위험 보상 기회를 제공합니다. 일례로, 경기 침체가 현실화될 경우 연준은 현재 가격에 반영된 것보다 훨씬 더 공격적 수준으로 금리를 인하할 것으로 예상되기 때문입니다.



유로존

2024년 경기 침체 위험이 높아짐에 따라 유로존은 내년에도 추세 이하의 성장을 이어갈 것으로 보입니다. 제한적 통화 정책, 중국의 성장 부진, 글로벌 교역 위축 등이 유로존 경제 발목을 잡을 전망입니다. 견조한 임금 상승과 인플레이션 하락으로 소비자 구매력이 회복되고 있는 점은 긍정적입니다. 또한 유럽이 다른 선진국에 비해 제조업 부문에 대한 노출이 큰 상황에서 현재 낮은 수준의 글로벌 재고가 회복되면 제조업 활동에 적어도 일시적인 반등이 있을 수 있습니다.

유로존 지역은 지난 1년간 경기 침체 문턱에 머물렀으며, 미국이 경기 침체에 빠질 경우 유럽 역시 침체를 피하기 어려울 것으로 보입니다.

유럽중앙은행(ECB)이 임금 상승 등 인플레이션 위험에 대한 과거 지향적(backward looking) 조치에 지나치게 집중하고 있어 금리 인하가 더딘 것도 또 다른 위험입니다.

유로존 인플레이션은 10월에 2.9%로 하락하는 등 빠른 속도로 둔화되고 있습니다. 금리 선물 시장에는 2024년 유럽중앙은행(ECB)이 기준 금리를 100bp 인하하리라는 전망이 반영되어 있습니다. 인플레이션 하락과 성장을 둔화로 인해 금리 인하폭이 더 클 것으로 예상합니다. 유로존 주식은 2023년 강세를 보였지만 2024년에는 긴축적인 통화 정책과 경기 침체 리스크란 쉽지 않은 환경을 헤쳐 나가야 할 것입니다.



영국

영국은 주요 경제국 가운데 가장 어려운 도전에 직면해 있으며, 2024년 경기 침체에 진입할 리스크가 가장 크다고 전망합니다. 영국의 인플레이션이 다른 곳보다 더 느리게 하락하는 탓에 영란은행(BoE)은 다른 중앙은행들보다 늦게 통화 완화 정책으로 선회할 것으로 보입니다.

일자리가 줄고 실업률이 높아지면서 영국 경제는 둔화 조짐을 보이고 있습니다. 집값은 하락하고 있고 2~5년 만기 고정 금리 주택 담보 대출 금리가 크게 오름에 따라 그 영향이 앞으로 피부로 체감될 수밖에 없습니다.

2024년 총선을 앞두고 현재 영국 여론 조사 결과는 키어 스타머(Keir Starmer) 대표가 이끄는 야당 노동당이 강력한 선두를 점하고

있습니다. 현 보수당 정부가 여론조사 지지율을 끌어올리기 위해 일부 세금을 인하했지만, 이러한 정책은 통화 정책과 정반대 방향이므로, 주된 효과는 영국은행의 금리 인하 완화 시기를 늦추는 데 있을 것으로 예상합니다.

영국의 경우, 채권 시장에는 영란은행이 내년 정책 금리를 75bp 인하하리라는 전망이 반영되고 있습니다. 영국 경제의 근본적인 취약성을 감안할 때, 우리는 인하폭이 더 클 것으로 전망합니다. 영국 국채 10년물 수익률은 4.25%로 매력적입니다.



일본

내년 일본 경제는 리오프닝 효과가 열리며 성장이 둔화될 것으로 예상합니다. 일본은행(BoJ) 통화 정책의 핵심 초점은 임금 상승률에 추가적인 개선이 있는지 여부입니다. 우리는 일본은행이 점진적인 긴축 정책을 이행하다가 2024년 어느 시점에는 수익률곡선통제(YCC)가 해제될 것으로 전망합니다. 그러나 일본은행은 미국과 유럽이 경기 침체에 들어가기 전에 정책 금리를 인상할 기회를 얻지 못할 수도 있습니다.

도쿄 증권거래소가 상장 기업들의 지배 구조 및 자기자본이익률 개선을 추진하며 일본 증시는 상승 탄력을 받았습니다. 올해는 자사주 매입과

같은 쉬운 목표 달성에 따른 결실을 맺었고, 이제 지속 가능한 기업 변화에 관심이 쏠리고 있습니다.

당사는 일본 엔화에 대하여 호의적인 입장을 취하고 있었습니다. 여전히 일본 엔화가 매우 저렴하다고 생각하지만 미국 금리가 하락하기 시작하기 전까지는 의미 있는 수준으로 상승하기는 힘들 것 같습니다.



중국

중국의 경우, 정부가 점진적으로 새로운 경기 부양책을 내고 있어 2024년까지 정부의 재정 정책이 경기 향방을 좌우할 주요 요인이 될 가능성이 높습니다. 내년 중국 경제가 정부의 재정 지출과 일부 소비 지출 개선에 힘입어 약 4.5% 성장할 것으로 전망합니다. 시장은 계속해서 부동산 시장 상황을 주시할 것이며, 글로벌 경기 침체 가능성은 수출에 부담이 될 것입니다. 내년에도 인플레이션은 꾸준히 상승할 가능성이 높지만 목표치인 3% 미만으로 유지될 전망입니다.

대부분의 지표를 통해 볼 때 현재 중국 주식은 저렴해 보입니다. 하지만 중국 정부가 부동산 부문의 악성 부채를 해결하고 경기를 부양할 의미 있는 정책을 명확하게 내놓기 전까지 중국 시장에 대해 조심스러운 입장입니다.



캐나다

캐나다 경제의 경우, 2023년 2분기 마감되는 회계연도에 1인당 GDP이 1.6% 감소하는 등 살얼음판을 지나고 있습니다. 소비 부양과 경제 성장에 도움이 되는 이민 덕분에 공식적인 경기 침체는 피할 수 있었지만, 1인당 소득 감소는 주로 주택 소유 비용 증가로 소비가 위축되고 있다는 사실을 시사합니다.

소기업 신뢰 지수 역시 수요 위축 우려로 하락했습니다. 인플레이션이 크게 둔화되고 향후 경기 불확실성이 커지는 가운데 캐나다은행은 추가적인 긴축에 나서지 않을 것으로 예상합니다. 2024년에는 경기 침체 위험이 심화되면서 금리 인하가 단행될 가능성이 높습니다.

당사는 경기 사이클상 캐나다 증시에 대해 조심스러운 입장입니다. 단, 현재 시장에는 캐나다은행의 정책 기조가 반영되어 있으나, 현재 가격이 캐나다 경제의 근본적인 취약성을 충분히 반영하지 않는다고 보기에 핵심 채권의 경우 매력적으로 보입니다.



호주 및 뉴질랜드

호주 경제가 2024년까지 둔화될 것으로 예상하지만 두 가지 주요 요인으로 인해 경기 침체는 피할 것으로 전망합니다. 첫째, 인구가 견조한 증가세를 유지하여, 총 수요에 대한 완충 역할을 할 것입니다. 둘째, 호주 연방준비은행(RBA)은 다른 지역의 중앙은행만큼 엄격한 긴축 정책을 취하지 않았습니다. 호주 증시는 여타 선진국 증시 대비 밸류에이션이 매력적인 것으로 평가되며, 중국 부양책에 따른 수혜도 예상됩니다. 호주 연방준비은행의 금리 인상 주기가 끝났거나 마무리 단계이며, 호주 국채의 밸류에이션이 매력적이라고 판단합니다.

뉴질랜드 경제에 대한 전망은 엇갈립니다. 통화 정책은 긴축적이며 당분간은 그렇게 유지될 가능성이 높습니다. 그러나 인구가 눈에 띄게 증가되며 총 수요는 2024년까지 뒷받침될 전망입니다. 최근 10월 선거로 정권이 교체되면서 2024년 하반기 재정 정책이 완화적으로 선회할 가능성이 낮아졌지만, 뉴질랜드 국민당/행동당 연합이 과반수를 확보하지 못했다는 사실을 감안할 때 여전히 불확실성은 남아 있습니다. 뉴질랜드 국채 가격은 다소 저렴해 보입니다.



Eurozone equities will battle tight monetary policy and recession risk in 2024.

Andrew Pease

자산군 선호도

당사의 CVS(사이클, 가치,センチ먼트) 투자 의사 결정 프로세스에 근거할 때 우리는 2024년 다소 조심스러운 시장 접근이 적절하다고 생각합니다. 주가 배수(multiples)는 비싸고 신용 스프레드는 축소되어 있기에 위험 자산의 상승 여력은 제한적입니다. 반면, 미 재무부 국채 수익률이 예상 인플레이션보다 2~3%p 높은 수준이기에 국채 밸류에이션은 매력적입니다. 멀티애셋 포트폴리오의 경우, 채권이 경쟁력 있는 기대 수익을 제공하기 때문에 투자자를 위한 실질적인 대안(TARA)이 되고 있습니다.

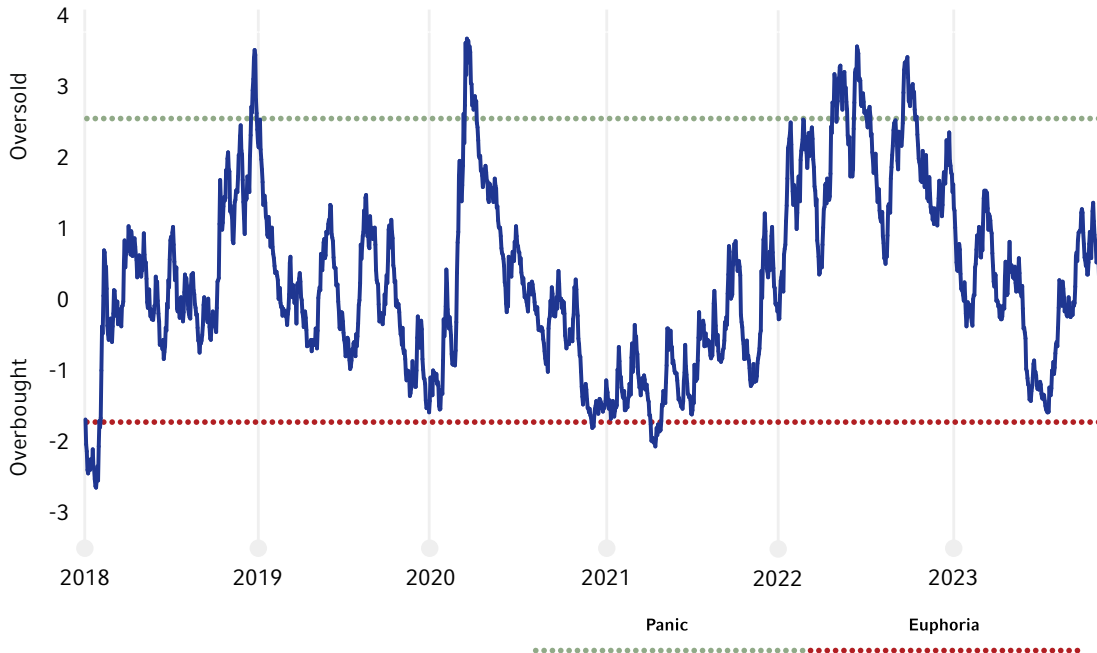
투자 심리, 낙관론으로 선회?

선진국 경제가 긴축적인 통화 정책의 강력한 도전에 직면하고 중국이 구조적인 문제를 해결하기 위해 고군분투하는 가운데 글로벌 경기 사이클에 대한 불확실성은 높습니다. 반면, 시장에는 기업들이 두 자릿수 순익 증가를 기록하고 기록적인 배당금이 지급되며, 각국 중앙은행은 점진적인 금리 인하에 나섬으로써 향후 수년간 고금리 환경이 지속되는 2024년 세계 경제 연착륙 전망이 반영되고 있는 것으로 보입니다. 이처럼 낙관적인 전망이 시장 가격에 반영되면, 위험 자산 시장에

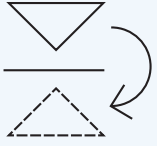
하방 비대칭이 초래됩니다. 이는 곧 경기가 둔화에서 침체로 악화되며 시장이 하락할 가능성이 경기 침체를 피하며 시장이 상승할 가능성보다 크다는 의미입니다.

당사의 독점적인 시장 심리 지수도 11월 중순을 기점으로 투자자들이 보다 낙관적인 전망으로 전환했음을 보여줍니다. 현재의 심리 지수는 앞서 언급한 시장의 하방 비대칭 가능성에 무게를 실어주지만, 동시에 포트폴리오에서 상당한 위험 회피 포지션이 적절하다고 판단할 만큼 지속 불가능한 극단 수준은 아닙니다.

종합 역(逆)투자 지표: 투자 심리, 아직 과도한 낙관은 아닌 약한 과매수 구간



2024년을 앞둔 지금 자산군 내 포트폴리오에서 다소 신중한 입장을 구축할 선택적 기회가 포착됩니다.



경기 침체 위험이 높아지는 가운데 밸류에이션 배수가 높기 때문에 추가적인 증시 상승 폭은 제한적일 것으로 전망됩니다. 우리는 주식 시장 투자에서 quality 팩터가 유리하다고 봅니다. Quality 팩터는 시장 대비 상대적으로 합리적인 밸류에이션에 거래되고 있으며, 강력한 재무 건전성을 기반으로 수익성 높은 기업에 집중하는 quality 팩터의 특성상 금리가 인하되고 경기 둔화가 닥치더라도 손실을 방어하기에 유용합니다.

당사의 포트폴리오 전략은 주요 증시 전반에 걸쳐 중립적입니다. 미국 이외 선진국 주식은 미국 증시 대비 저렴한 가격대에 거래되고 있지만, 경기 사이클상 하방 지지가 약합니다. 특히 유럽의 경우, 여러 국가가 경기 침체를 목전에 두고 있으며, 지난 몇 분기 동안 기업들의 순이익도 다소 부진했습니다.

중국 주식은 2023년 S&P 500 지수 대비 거의 30%p 뒤처지며 크게 저조한 실적을 기록했습니다. 중국 경제가 안고 있는 구조적 난제들을 감안할 때, 중국 주식에 대한 비중 확대 전략을 취하려면 먼저 중국 증시가 극단적으로 과매도 국면이라는 것을 뒷받침할 데이터가 필요합니다. 당사의センチ먼트 지수들은 비관론을 보여주지만 아직 극단적인 공황 수준은 아니기에 당사는 중국 및 이머징 마켓 전반에 걸쳐 중립 포지션을 유지하고 있습니다.



국채는 수익률이 기대 인플레이션을 크게 상회하는 수준이기에 밸류에이션이 매력적입니다. 선진국 경제가 경기 침체에 들어설 경우, 각국 중앙은행들이 현재 수익률 곡선에 반영된 수준보다 더욱 공격적으로 금리를 인하할 것으로 예상합니다. 미국 국채에 대해 비중 확대 포지션을 선호합니다. 당사의 채권 전략팀은 수익률 곡선의 5년 구간이 특히 매력적인 밸류에이션이며 2024년과 2025년에 더 공격적인 금리 인하가 이루어질 경우 수익률 곡선 기울기가 다시 가팔라질 가능성이 있다고 보고 있습니다.

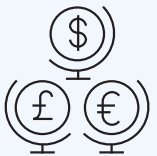


경제적 불확실성이 높아지는 상황에서 하이일드(고위험) 회사채와 투자 등급 회사채 사이의 스프레드가 불편할 정도로 축소되어 어느 때와 달리 회사채에 대한 전략적 비중 확대 전략을 취하기가 꺼려집니다.



국채는 수익률이 기대 인플레이션을 크게 상회하는 수준이기에 밸류에이션이 매력적입니다. 선진국 경제가 경기 침체에 들어설 경우, 각국 중앙은행들이 현재 수익률 곡선에 반영된 수준보다 더욱 공격적으로 금리를 인하할 것으로 예상합니다. 미국 국채에 대해 비중 확대 포지션을 선호합니다. 당사의 채권 전략팀은 수익률 곡선의 5년 구간이 특히 매력적인 밸류에이션이며 2024년과 2025년에 더 공격적인 금리 인하가 이루어질 경우 수익률 곡선 기울기가 다시 가팔라질 가능성이 있다고 보고 있습니다.

캐나다, 독일, 호주, 영국을 포함한 대부분의 주요 국가 국채에 대해 긍정적 전망을 취하고 있습니다. 유일하게 주목할 만한 예외는 여타 국가들과 달리 국채 수익률이 하락한 일본입니다.

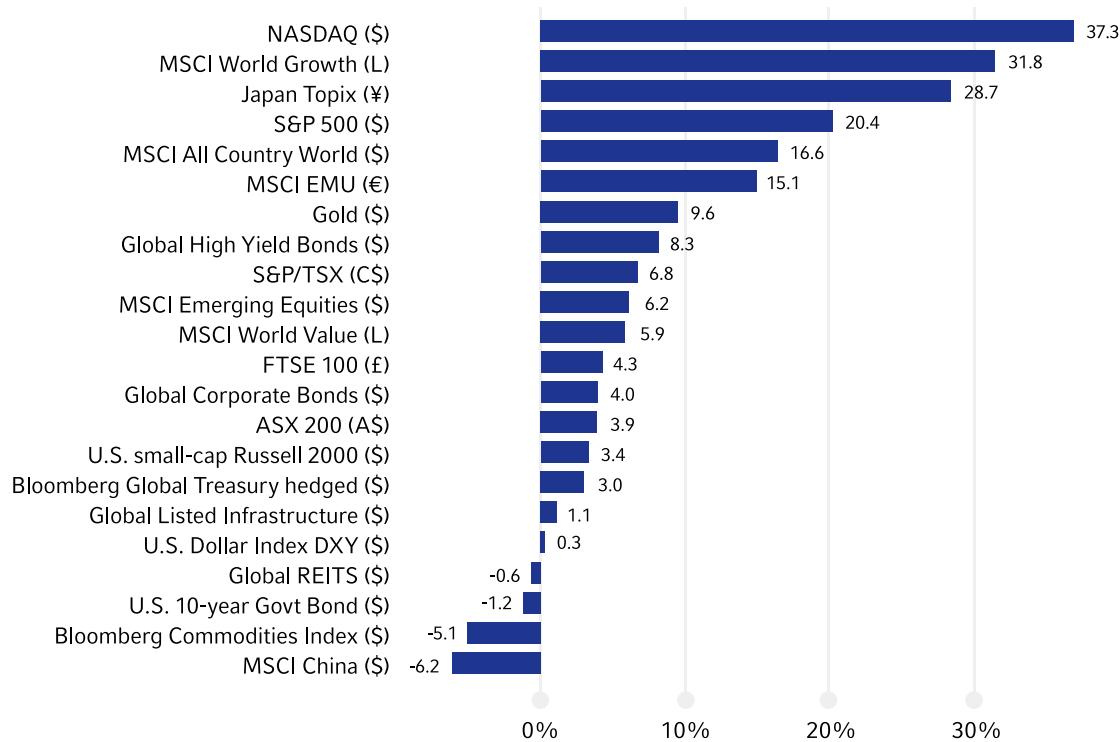


리츠(부동산 투자 신탁)와 글로벌 상장 인프라는 글로벌 주식과 비교할 때 여전히 매력적인 밸류에이션이 돋보입니다. 경기 사이클 전망에 따르면 인프라보다 리츠가 더 긍정적입니다. 금리에 더 민감한 리츠가 향후 1년 동안 금리 인하로 수혜를 볼 수 있기 때문입니다. 유가는 석유수출국기구(OPEC)+의 추가 감산 가능성, 중동의 지정학적 위험 및 글로벌 수요 둔화를 고려할 때 2024년 변동성이 커질 수 있습니다. 산업용 금속은 중국의 건설, 인프라 및 자본 지출 증가에 따른 수혜가 예상됩니다.



미 달러화는 구매력 평가(Purchasing Power Parity, PPP) 기준으로 고가이며, 이는 달러화 가치가 중기적으로 하락할 가능성을 시사합니다. 다만 2024년 글로벌 경기 침체 가능성으로 인해 상대적으로 안전한 미국 자산으로 자금이 몰릴 경우, 단기적으로 달러화 가치는 추가 상승할 수 있습니다. 이처럼 상반된 리스크를 감안하여 미 달러화에 대해 중립 포지션이 적절하다고 생각합니다.

2023년 이후 자산 성과



Source: LSEG DataStream, as of 23 November 2023. EMU refers to the European Economic & Monetary Union.

We see greater downside potential for equities if the economy slips from slowdown to recession than upside potential if a recession is avoided.

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 5 December 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.

2024 Global Market Outlook