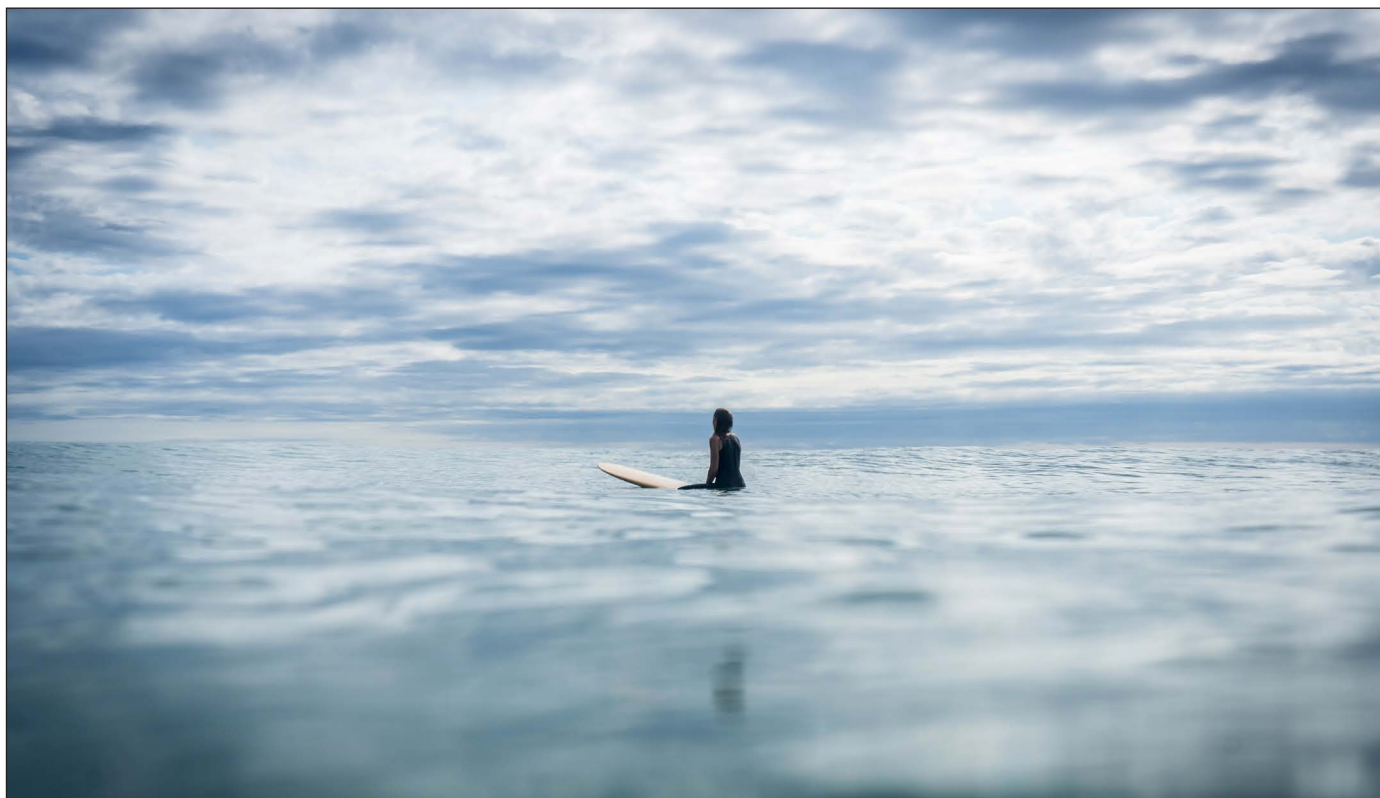


Q2 2023

길고 가변적인
통화정책의 시차

년 글로벌
시장 전망



길고 가변적인 통화정책의 시차

경제 성장은 회복세를 보이고 있지만, 인플레이션 호전 속도는 느리며 각국의 중앙은행들은 통화 긴축 기조를 유지하고 있습니다. 한편, 경기 침체 지표들은 여전히 경고 신호를 보내고 있습니다. 당사는 이러한 상황이 국채에 긍정적으로 작용하고 주식시장에 불확실성을 야기할 것으로 판단합니다.



Our view is that a mild recession in the United States is likely over the next 12-18 months.

Andrew Pease, Global Head of Investment Strategy



도입

경제학자 Milton Friedman은 “통화정책은 길고 가변적인 시차 이후에만 경제 상황에 영향을 미친다(Monetary actions affect economic conditions only after a lag that is both long and variable)”라는 유명한 격언을 남겼습니다. 현재 사이클은 해당 격언을 따르고 있습니다. 1980년대 초 이래 미국 연방준비제도(연준)의 가장 공격적인 긴축을 목도하고 있는 상황에서도 올해 첫 두 달 동안 평균 40만 7천 개의 일자리가 창출되었으며 소비자 지출은 증가 추세를 보이고 있습니다.

유럽과 중국 또한 예상외로 긍정적인 성장세를 보였습니다. 러시아/우크라이나 전쟁으로 인한 에너지 부문 타격으로 지난 겨울 동안 유럽의 경기 침체가 예상되었지만, 여전히 견조한 성장세를 보였습니다. 유난히 따뜻한 겨울 기온도 미국과 유럽 경제 지표를 끌어올리는 데 일조했지만, 근본적인 요인도 존재합니다. 유럽, 미국 지역의 소비자들은 에너지 가격 하락, 일자리 증가, 실질 소득 증가에 따른 수혜를 누리고 있습니다. 중국 경제도 코로나19 봉쇄 해제 조치에 따라 반등하고 있습니다.

하지만, 글로벌 성장 전망에 대한 지나친 낙관은 현명하지 않습니다. 왜냐하면, 시장은 길고 가변적인 시차를 두고 작동하기 때문입니다. 역사적으로, 연준의 첫 금리 인상 이후 경기 침체가 나타나기까지 평균적으로 약 2년 반의 시간이 걸렸습니다. 이번 사이클에서의 첫 번째 금리 인상은 2022년 3월에 있었습니다.

지난 3월 중순 [실리콘밸리은행\(Silicon Valley Bank, SVB\)](#) 파산은 중앙은행의 공격적인 금리 인상이 야기한 위험성을 잘 보여줍니다. SVB의 주요 문제는 2022년 채권 수익률이 상승함에 따라 가치가 떨어진 장기 채권을 대량으로 보유하고 있다는 점이었습니다. SVB의 파산은 2008년 금융 위기 당시의 은행 파산과 전혀 유사하지 않습니다. 2008년 위기는 대부분 담보 기반 증권 손실로 인한 것이었습니다. 연준의 새로운 기금([Bank Term Funding Program, BTFP](#))조성으로 SVB의 문제가 금융권 전반으로 파급되는 시스템 리스크는 피하겠지만, 이번 사태로 인해 급속한 통화 긴축 정책의 위험성이 드러났습니다.

금융 시장의 불안정 위험과 결합한 경기지표의 호전으로 인해 각국의 중앙은행들은 어려운 선택에 직면해 있습니다. 높은 인플레이션을 감안하면 추가적인 금리 인상이 예상되지만, 금융 안정성에 대한 우려를 고려하면 신중한 접근이 요구됩니다. 금융 시스템 충격으로 더욱 엄격한 대출 기준이 적용되어 이 또한 통화 긴축의 한 형태로 작용할 것입니다. 당사는 연준이 향후 몇 달 내에 한두 차례 더 25bp 기준금리 인상을 단행할 것으로 예상합니다.

모든 경기 사이클은 다르지만, 이번 사이클은 코로나19 대유행에 따른 봉쇄 조치로 공급망이 붕괴하고 상품 수요는 확대되었다는 측면에서 돋보입니다. 조기 퇴직, 장기 병가 증가, 이민 감소가 야기한 인력 부족으로 노동시장이 극도로 경직되었습니다. 정부의 대규모 경기 부양책으로 2021년 말 코로나 봉쇄 조치가 완화되었을 당시 미국 소비자들의 추가 저축 금액은 2조 달러를 상회했습니다. 여기에 러시아/우크라이나 전쟁으로 인한 에너지 부문 타격이 더해지며, 결과적으로 예상보다 더 높은 인플레이션 상승세가 지속되고 있습니다.

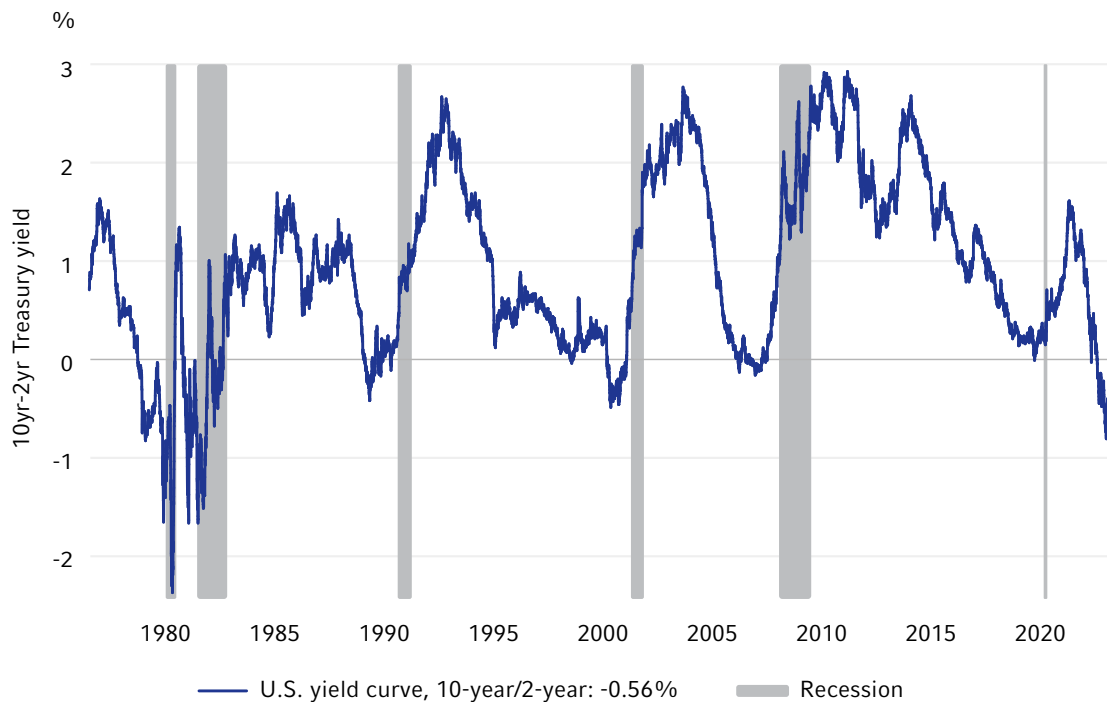
미국의 경기 침체 시점은 언제가 될 것인가?

당사는 향후 12~18개월 동안 미국이 완만한 경기 침체 국면에 진입할 수 있다고 전망합니다. 장단기 금리 역전 현상은 경기 침체 리스크를 가장 명확하게 나타내는 지표입니다. 아래 표는 10년물과 2년물 채권의 Yield 차이를 보여줍니다. 마이너스 스프레드(역전)는 채권 투자자들이 연준의 통화 긴축 기조가 정점에 다다랐기 때문에 향후 금리가 낮아질 것으로 비춰집니다.

가계와 기업의 재정이 건실한 상황에서 경기 침체가 완만한 수준으로 유지될 가능성이 높습니다. 그러나 완만한 경기 침체는 기업 수익성 및 경기 지표가 악화함에 따라 해당 사이클이 주식시장에 역풍으로 작용할 것임을 시사합니다. 그렇지만, 이러한 환경이 국채에 더욱 유리한 환경으로, 투자자들이 투자 다각화를 꾀하기에 좋은 기회가 됩니다.

¹ Journal of Political Economy, Volume 69, Number 5, Oct 1961.

Inverted U.S. yield curve signals recession risk



Source: Refinitiv® DataStream®, as of March 15, 2023.

미국 노동 시장 과열 국면

노동 시장 과열은 미국 경제의 가장 큰 불균형입니다. 임금 인플레이션이 40년 만에 최고 수준으로 치솟았고 실업자 한 명당 빈 일자리는 약 2개로 기록적인 수치입니다.

연준은 임금 인플레이션이 어디까지 떨어지기를 원하는가?

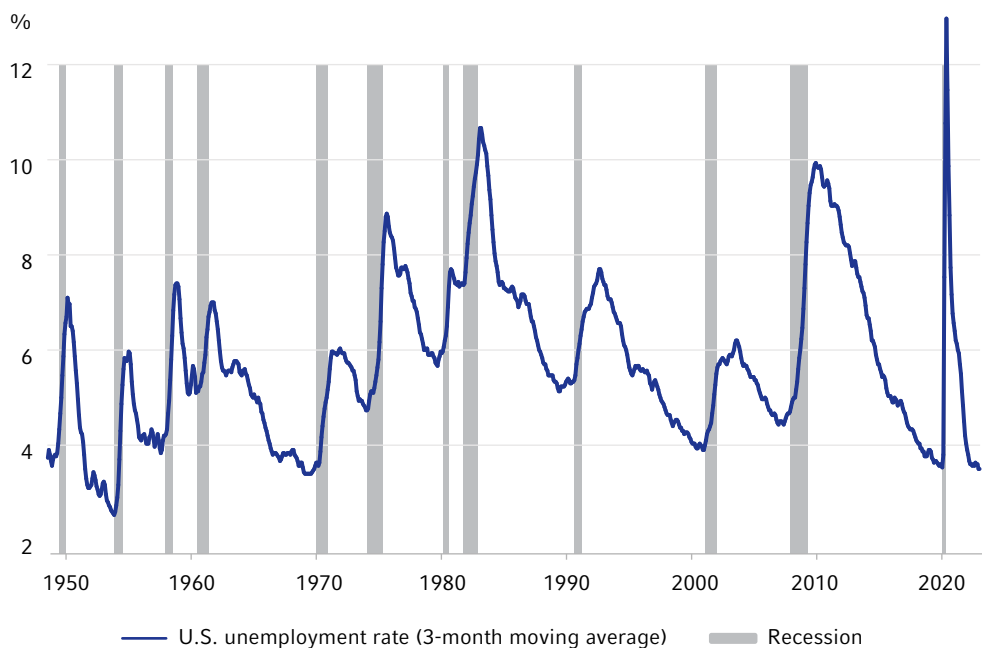
연준은 임금 인플레이션이 소비자 물가 인플레이션 목표치인 2% 수준에 이를만큼 노동 시장이 충분히 냉각되었다고 확신하는 경우에만 제한적인 통화 정책 기조에서 물러날 것입니다. 임금은 대체로 연간 약 5~6%의 상승률을 보이고 있습니다. 연준은 임금 인플레이션이 4% 미만으로 하락하는 것을 선호합니다.

2월 실업률은 1960년대 이후 가장 낮은 수치인 3.6%를 기록했습니다. 당사는 연준이 요구한 임금 상승률 둔화(cooling in wage growth)가 나타나려면 실업률이 최소 1%p 상승해야 할 것으로 추정합니다. 그러나 실업률은 상승세에 접어들면 계속 증가하는 경향이 있습니다. 실업률이 증가하면 가계는 소비를

줄이고 기업은 투자 지출을 줄임으로써 대응합니다. 이로 인한 총수요 감소는 실업률 상승과 소비 위축으로 이어집니다. 제2차 세계대전 동안 미국 경제는 실업률 3개월 이동 평균이 0.33% 이상 상승할 때마다 경기 침체를 겪었습니다.

연준은 경기 침체를 유발하지 않으면서 임금 및 인플레이션 상승률이 완화된 연착륙 달성이라는 어려운 과제에 직면해 있습니다. 노동 시장이 냉각 조짐을 보일 경우, 주식 투자자들은 연준이 피벗(통화정책 전환)에 나설 기대감에 환호할 수 있습니다. 그러나 과거 경험에 비추어 볼 때 연착륙은 쉽지 않을 것입니다.

When unemployment begins rising, it usually continues rising



Source: Refinitiv® DataStream®, as of February 23, 2023.



The Fed faces a daunting task to achieve a soft landing that sees wages growth and inflation cool without causing a recession.

Andrew Pease

압력을 받는 기업 이익

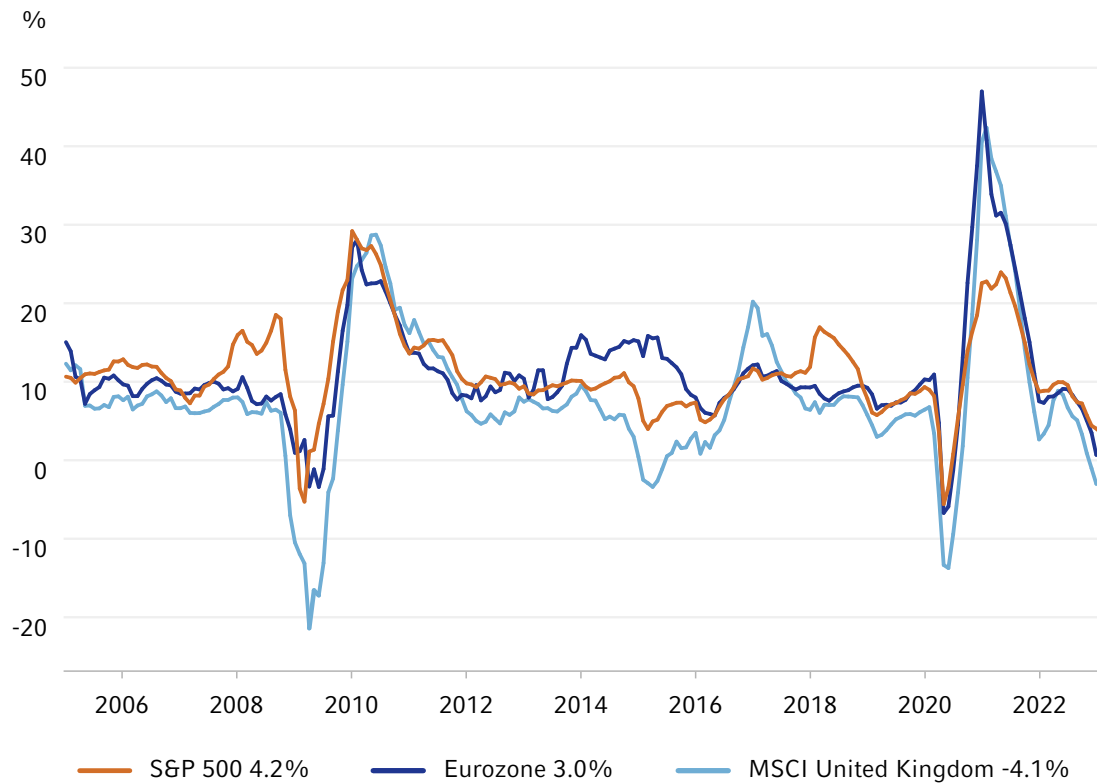
올해 투자자들의 또 다른 관찰 사항은 기업 이익입니다. 이익 성장률은 2022년 초 대부분 지역에서 정점을 찍은 이후 하락세를 보이고 있습니다. 경제 성장률 둔화로 매출 성장률이 감소한 탓도 있지만 기업 이익률 하락도 영향을 미쳤습니다. 2021년과 2022년 초 가격 결정력이 개선되며 기업 이익률은 증가했지만, 비용 인플레이션(특히 인건비)은 둔화세가 지속되었습니다.

기업 이익 증가에 대한 전망은 어떠한가?

그러나 지난 1년 동안, 이 과정은 반대로 진행되었습니다. 인플레이션이 둔화된다는 것은 기업들이 가격 결정력을 잃고 있음을 의미하지만, 인건비 감소세는 그보다 더 느린 속도로 진행되고 있습니다. 아래 표는 기업 실적 추정기관인 IBES(Institutional Brokers Estimate System)의 향후 12개월 컨센서스 순이익 예상치를 보여줍니다. 업계 애널리스트들이 내년 실적 전망을 좀 더 조심스럽게 내놓고 있기는 하지만, 아직 일반적인 경기 침체기에 발생하는 주당 순이익(EPS) 15~20% 감소까지는 예상하지 않습니다.

선행 주가수익비율이 지난 2년 동안 크게 하락(S&P500® 편입 기업의 주가수익비율은 23배에서 17배로 하락)하면서 투자자들은 기업 이익 감소를 이미 어느 정도 예상했습니다. 현재 예상보다 견조한 경제 지표를 고려할 때, 기업 이익 성장에 대한 기대감이 향후 몇 개월 동안 확대될 것으로 판단됩니다. 그러나 수요가 둔화하는 가운데 연준이 인플레이션 완화 목표를 달성하면 기대 실적이 추가로 하락할 가능성이 높아 보입니다.

12 Month Ahead Expected EPS I/B/E/S



Source: Refinitiv® DataStream®, Russell Investments as of March 7, 2023. I/B/E/S = Institutional Broker Estimate System.

The current round of surprisingly strong economic data could see earnings growth expectations track broadly sideways for the next few months.

Andrew Pease

지역별 현황

미국

미국 경제는 엇갈린 메시지를 보내고 있습니다. 몇몇 선행 지표는 낙관적이지 않습니다. 제조업 부문이 위축되고 은행 대출 기준은 엄격해지고 있으며, 기업들은 계약직원 및 근무 시간을 줄이고 있습니다. 또한, 기업 이익률은 줄고 있으며, 채권 Yield 곡선은 크게 역전되어 있습니다. 반면, 여러 주요 동행 지표는 최근 몇 달 동안 예상보다 견조한 모습을 보였습니다. 2023년 초에 소비자 지출, 신규 일자리 증가, 임금 인플레이션 및 물가 인플레이션은 모두 예상과 달리 긍정적이었습니다.

연준은 노동 시장 열기를 잠재우고 인플레이션과의 싸움에서 승리하는 데 초점을 맞추고 있으며, 이러한 핵심 부문의 회복세로 인해 연방 공개 시장 위원회(FOMC)는 미국 은행 시스템의 리스크에도 금리 인상을 고려하도록 압력을 가하고 있습니다. 연준의 매우 제약적(restrictive)인 통화 정책 기조에 더해 실업률의 큰 증가 폭을 야기하지 않고 노동 시장 과열을 냉각시키기가 쉽지 않다는 점을 감안할 때, 향후 1년간 미국이 경기 침체를 겪을 가능성이 더 높다는 결론에 이르게 됩니다.



유로존

유로존 국가들은 예상 외의 견조한 모습을 유지했으며 [작년 하반기 불가피했던 경기침체](#)를 피했습니다. 유럽의 온화한 겨울 날씨로 에너지 수요가 감소했으며 에너지 가격이 하락하고, 여러 경제 지표들이 예상외로 호조를 보였습니다. 견조한 경제 성장 가운데 작은 흠은 유럽중앙은행이 정책을 제한적인 영역으로 가져갔다는 것입니다. 유럽중앙은행은 정책금리를 50bp 인상하여 3.0% 수준으로 유지했으며, 적어도 한 번 더 금리를 인상할 가능성이 있습니다. 에너지 가격을 제외한 인플레이션은 1월까지 근원 인플레이션이 5.3%에 도달하는 등 계속해서 상승하고 있습니다. 노동 수요가 견조하며 임금 상승률은 높아지고 있습니다.

활성화할 것입니다. 그러나 장기적 전망이 낙관적이지만은 않습니다. 통화 정책은 제한적인 통화 긴축 기조를 유지할 것이며 내년 겨울은 유럽이 러시아 에너지 의존도에서 얼마나 벗어났는지를 가늠할 또 다른 시험대가 될 것입니다. 또한, 유로존은 미국의 경기 침체에 취약할 것입니다.

예상외로 긍정적인 경제 상황과 비교적 매파적인 유럽중앙은행의 기조가 구매력 기준 약세인 유로화 가치를 지지합니다. 유로존 주식은 지난 6개월 동안 견조한 실적을 보였습니다. 유로존 주식은 잠재적으로 몇 달 더 강세를 이어갈 수는 있겠지만 결국 통화 긴축 정책과 경기 침체 리스크라는 경기 사이클 도전에 직면하게 될 것입니다.

중국을 유럽의 중요한 수출 시장이며, 중국의 경제 재개는 특히 독일과 스페인 경제를 더욱



영국

유럽의 다른 지역과 마찬가지로 영국 경제는 예상보다 호조를 보이고 있으며, 단기적으로 경기 침체가 발생할 가능성은 작습니다. 온화한 겨울, 낮은 에너지 비용, 에너지 가격을 상쇄하기 위한 재정 지원, 영국의 가장 큰 수출 시장인 유럽의 경제 회복이 훈풍으로 작용했습니다.

하지만, 인플레이션을 영란은행의 목표치인 2%로 유지하기에는 너무 높은 임금 인상을 유발하는 여유가 없는 노동시장(tight labor market)과 금리 상승으로 인해 중단기적 역풍 가능성이 여전히 남아있습니다.

경기 둔화 조짐이 나타나고 있으며 Andrew Bailey 영란은행 총재는 최근 추가 금리 인상에 대해 기존의 강경한 입장에서 한 걸음 물러난

듯한 모습을 내비쳤습니다. 시장은 영란은행이 금리를 또 한 번 25bp 낮춰 정책금리를 4.25%로 수준으로 유지할 것으로 예상합니다. 연준 및 유럽중앙은행에 앞서 영란은행이 먼저 금리 인상을 중단할 가능성이 높아 보입니다.

영국 파운드화는 미국 달러 대비 저평가되어 있지만, 영란은행이 매파적 기조를 완화하면 단기적으로 볼 때 파운드화의 강세 전환은 제한적일 수 있습니다. 영국 대형주의 경우, 가격이 매력적이며, 헬스케어, 금융, 소비재 필수품 부문 비중이 상대적으로 높은 반면 기술 부문 비중은 낮은 점이 유리하게 작용했습니다. 이러한 편향은 단기적으로 볼 때 역풍으로 바뀔 수 있지만, 장기적 관점에서 영국 주식은 매력적입니다.



일본

일본은 올해 중국의 경제 재개에 힘입어 국내 및 글로벌 수요 둔화가 어느 정도 상쇄되면서 완만한 성장세를 보이고 있습니다. 일본 경제의 주요 이슈는 임금 상승, 그리고 일본은행의 인플레이션 목표치인 2% 수준 유지 가능성입니다.

당사는 일본은행이 2016년 9월부터 실행해온 수익률 곡선 관리(yield curve control) 전략에 추가적인 변화를 줄 것으로 판단합니다. 작년 12월, 일본은행은 10년 만기 국채 목표치를 0.25%에서 0.5%로 상향 조정했습니다. 당사는

올해 추가적인 상승 움직임이 있을 것으로 예상하지만, 기준 금리 인상 가능성은 낮습니다. 이런 상황을 감안할 때, 10년 만기 국채의 적정 가치 Yield가 약 1%로 추정되기 때문에 일본 국채는 매력적으로 보이지 않습니다.

일본 엔화는 구매력 평가 기준으로 저평가되어 있으므로 글로벌 금리 인상 사이클이 끝나면 좋은 성과를 낼 것으로 보이며 경기 침체 시 분산 효과를 제공할 수 있습니다.



중국

중국은 코로나19 봉쇄 이후 몇 년 만에 경제 재개를 단행하고 있습니다. 당사가 예상한 대로 중국 정부는 국내총생산(GDP) 성장률 목표치를 약 5%로 제시했습니다. 글로벌 경기 둔화와 무분별한 부동산 개발 확대를 억제하는 중국 정부의 기조를 감안할 때, 중국의 올해 성장률은 소비 부문에 의존하게 될 것으로 보입니다.

중국 소비자들도 잉여 저축을 하고 있지만, 중국 정부가 봉쇄 기간 중 지원금을 지급하지 않았기 때문에 그 저축 규모는 선진국보다 현저히 낮습니다. 소비 심리가 반등하려면 부동산 시장이 바닥을 치고 있다는 신호가 나타나야 하지만, 아직은 잠정적인 개선 조짐만 나타나고 있습니다.

지정학적 긴장은 여전히 고조되고 있으며, 그중 가장 눈에 띄는 움직임은 미국 정부의 고성능 반도체 칩 수출 금지 조치입니다. 고성능 반도체는 중국 경제의 몇 가지 전략적 목표를 위해 중요합니다.

재정 정책은 작년에 비해 경기 부양 효과가 작을 것입니다. 중국 정부는 늘어난 재정 적자(중앙 정부 및 지방 정부의 자금조달 수단)를 올해 완만하게 줄이겠다고 발표했습니다. 하지만 인플레이션이 낮은 수준에 머물러 있기 때문에 통화 정책은 경기 부양 기조를 유지할 것입니다.

중국 주식의 경우 밸류에이션이 매력적이지만, 여전히 신중한 접근이 필요하다고 판단됩니다. 경기 사이클과 가치 펀더멘털보다 앞서 투자 심리가 너무 성급하게 움직였습니다. 기술 지표는 시장이 단기적으로 오버슈팅 국면에 들어섰음을 시사하며, 애널리스트들이 중국 경제 전망치를 상향 조정하는 가운데 지나친 낙관론이 팽배한 조짐이 나타나고 있습니다.



캐나다

캐나다 경제는 수출과 내수에 힘입어 예상보다 양호한 상태입니다. 미국 경제 회복으로 무역이 활성화되었으며, 온화한 겨울 날씨를 소비를 진작시켰습니다. 명백한 낙관론에도 불구하고 캐나다 중앙은행(BOC)은 성장 전망에 대해 신중한 태도로 돌아서며 주요 선진 시장 중앙은행들 가운데 가장 먼저 '조건적으로' 금리 인상을 중단했습니다. 통화 정책이 시차를 두고 효과를 보인다는 점을 고려할 때, 캐나다 중앙은행은 수요와 인플레이션을 둔화시킬 만큼 금리가 매우 높다고 보고 있습니다. 게다가, 이민의 급증은 여유가 없는 노동 시장을 완화하는 데 기여할 것으로 예상됩니다.

사실 인플레이션은 목표치인 2%를 상회하고 있으며, 캐나다 은행은 경제 상황이 예상보다

나아지면 금리 인상이 재개될 것이라고 밝혔습니다. 하지만, 경기 둔화 가능성이 더 높습니다. 가계 및 기업 파산이 증가하고 가계 연체율이 높아지면서 경제 스트레스가 가중되고 있는 것으로 나타났습니다. 향후 예상되는 캐나다 은행과 연준 사이의 정책 차이는 주목할 만합니다. 캐나다 은행에 비해 연준이 보다 강경한 긴축 정책을 취할 것이라는 시장의 예상이 가격에 반영되면서 캐나다 달러가 하락 압박을 받았으며, 높아진 수입 가격을 통해 인플레이션을 완화할 수 있는 수준에 가까워졌습니다. 향후 12개월 동안 완만한 경기 침체가 예상되며, 이 경우 추가적인 긴축 조치를 단행할 가능성은 낮아집니다.



호주 및 뉴질랜드

호주의 경우, 경기 침체 위험이 북반구 지역보다 낮기는 하지만 2023년 전반적으로 성장이 둔화할 것으로 보입니다. 4월부터는 주택담보대출 금리 대부분이 재설정될 것이므로 주택담보대출 상환 부담 증가로 가계 소비가 위축될 전망입니다. 하지만 많은 가구가 상당한 주택 지분을 보유하고 있어 심각한 주택 담보 대출 불이행 사태가 발생할 가능성은 작습니다. 호주의 노동 시장이 매우 타이트한 가운데, 이민 재개로 수요가 완화되고 공급이 증가하면서 2023년 한 해 동안 노동 시장이 유연해질 것으로 판단됩니다. 이로 인해 임금 인상 압력은 상대적으로 약해질 것입니다. 호주 연방준비은행은 최근 통화 긴축 기조가 거의 끝나가고 있다는 신호를 보냈으며, 당사는 호주 국채의 밸류에이션이 매력적이라고 판단합니다. 미국과 호주 중앙은행 간 정책 차이 때문에 호주 달러는 추가적인 매도 압력을 받았으며, 현재 호주 달러는 매력적으로 보입니다.

높아진 가계 부채 수준과 뉴질랜드 중앙은행(RBNZ)의 공격적인 긴축 정책을 고려할 때, 뉴질랜드의 경기 침체 위험은 여전히 높습니다. 경기가 고점에서 저점으로 하락하는 가운데 국내총생산(GDP)이 약 1%의 성장률을 기록할 것이라는 예상과 함께 뉴질랜드 중앙은행조차 올해 경기 침체가 발생할 것으로 전망하고 있습니다. 당사는 Jacinda Ardern 전 총리 사임에 따라 부임한 Chris Hipkins 신임 총리가 의미 있는 재정 정책 변화를 가져올 것으로 보지 않으며, 대신 10월 총선을 주목하고 있습니다. 여론조사에서 국민당(6년 동안 야당이었음)이 앞서고 있으며, 경기 침체가 이어진다면 지지율이 더욱 높아질 수 있습니다.



Despite attractive valuations, we remain cautious on Chinese equities.

Andrew Pease

자산군 선호

당사의 CVS(Cycle, Value, and Sentiment) 의사결정 프로세스는 불확실한 주식시장 전망을 보여주며, 국채가 더 긍정적일 것으로 전망합니다.

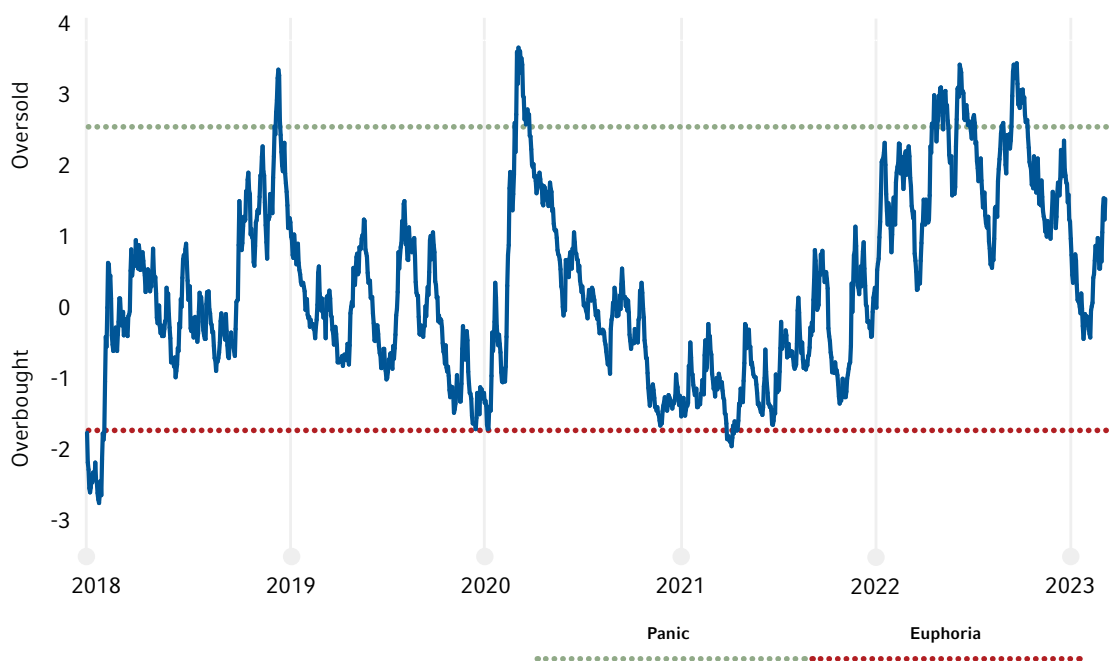
경기 사이클은 주식 시장에 역풍으로 작용하는가?

경기 사이클 전망(경기 침체 가능성이 높다는 전망)은 주식 시장에 역풍으로 작용합니다. 물론, 연준이 긴축 기조를 끝낼 것이 분명해지면 상황은 개선될 수 있습니다. 금리 인하 가능성이 보이면 전환점이 될 수 있습니다.

주식시장 밸류에이션은 확실하지 않습니다. S&P 500지수 편입 기업의 1년 선행 주가수익비율(PE)은 2022년 초 22배에서 2023년 3월 중순 17배로 하락했습니다. 그러나 이는 역사적 기준으로 볼 때 여전히 높은 멀티플입니다. 당사의 밸류에이션 방법론에 따르면 미국 주식은 여전히 고평가되어 있습니다. 미국 이외 주식은 적정 가치에 근접해 있습니다.

주식에 대한 당사의 종합センチ먼트 지표는 3월 중순 기준으로 다소 과매도 구간에 있습니다. 연초에 주가가 반등하면서 과매수 구간에 진입했지만, 이런 상황은 [실리콘밸리은행 파산 이후](#) 시장 변동성으로 인해 다시 반전되었습니다. 당사는 향후 전망에 대한センチ먼트를 중립으로 판단합니다.

Composite contrarian indicator signals slightly oversold investor sentiment



Source: Russell Investments. Last observation is +1.42 Standard Deviations, as of March 15, 2023. The Composite Contrarian Indicators for investor sentiment is measured in standard deviations above or below a neutral level, with positive numeric scores corresponding to signs of investor pessimism, while negative numeric scores correspond to signs of investor optimism.

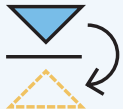
주식에 대한 CVS 결론은 경기 사이클은 양호하지 않고, 적정 가치에 비해 가격이 여전히 고평가되어 있으며,センチ먼트는 중립적입니다.

국채 투자는 매력적인가?

국채는 CVS 관점에서 매력적입니다. 인플레이션이 둔화하고 각국의 중앙은행들이 향후 몇 달 안에 긴축 기조를 잠재적으로 중단할 것으로 예상되는 가운데, 경기 사이클도 유리한 국면으로 전환되고 있습니다. 작년 매도 이후 가치는 양호합니다. 상품선물거래위원회(CFTC) 데이터에 따르면, 대부분의

투자자들이 단기 듀레이션 포지션(즉, 수익률 상승을 예상함)을 보유하고 있어センチ먼트는 긍정적입니다. 이는 반대 투자 전략 관점에서도 긍정적입니다.

특히, 2023년 2분기 초에 당사는 자산군을 다음과 같이 평가했습니다.



주식 경기 침체 위험으로 주식 가격 상승 폭은 제한적일 것으로 전망됩니다. **미국 이외 선진국 주식**은 미국 주식에 비해 저평가되어 있지만, 연준이 긴축 기조를 완화하고 미 달러가 약세로 돌아설 때까지 당사는 중립적인 입장을 견지합니다.



신흥국 시장 주식 연준이 긴축 기조를 중단하고 미국 달러의 약세 이후 달러 실적 및 회복세 관찰이 가능할 것으로 보입니다. 중국 경제 재개가 중국 증시 반등에는 도움이 되었지만, 부동산 시장 침체를 감안할 때 장기 전망이 낙관적이지만은 않습니다. 현재로서는, 중립적인 입장입니다.



High Yield와 투자 신용등급 실리콘밸리은행 파산 사태가 불러온 혼란으로 크레딧 스프레드가 확대되었으며, 현재 장기 평균을 초과합니다. 미국의 경기 침체 가능성이 커지고 채무불이행 증가에 대한 우려가 커지면 스프레드가 상승 압력을 받을 것입니다. 당사는 크레딧 시장(credit market)에 대해 중립적인 전망을 견지합니다.



국채 밸류에이션은 2022년 Yield 상승 이후 개선되었습니다. 미국, 영국, 독일 국채 밸류에이션은 합리적인 수준입니다. 일본 국채는 일본은행이 50bp yield limit을 유지함에 따라 여전히 고평가되어 있습니다. 당사 방법론에 의하면 일본 국채 Yield는 약 100bp에 이르러야 적정 밸류에이션이 됩니다. 인플레이션이 정점에 가까워졌고 시장이 대부분의 중앙은행에 대한 매파적인 전망을 이미 가격에 반영했기 때문에 대량 매도 리스크는 제한적일 것으로 보입니다.

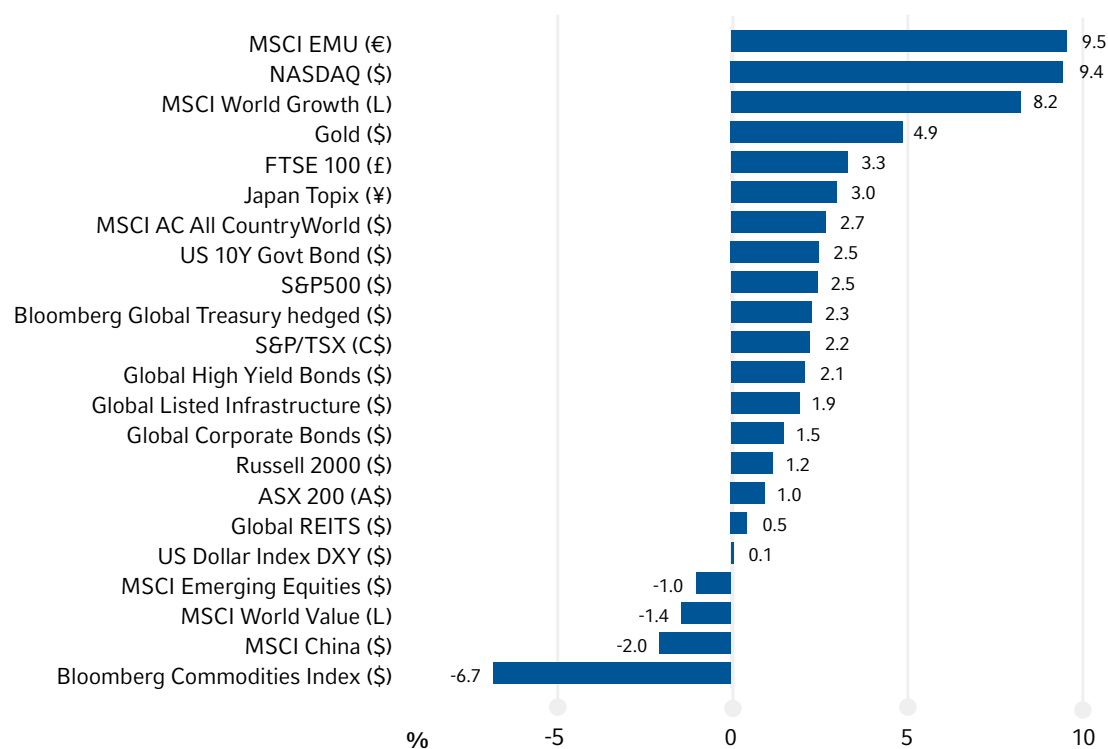


부동산: 인프라 및 글로벌 주식 대비 REITs 밸류에이션은 여전히 매력적이나, 자산군 간 밸류에이션 격차는 줄어들었습니다. 부동산 펀더멘털이 상당히 양호해 보이는 점을 감안하면 **금리 인하 시기에 REITs가 좋은 성과를 낼 것으로 예상됩니다.** 원자재는 중국 경제의 재개로 수혜를 입을 것으로 보입니다. 단, 2023년에는 인프라/건설이 성장률을 견인하는 비중이 줄어들 것으로 예상되기 때문에 과거 중국 경기 반등 시기 대비 원자재 가격 상승 폭은 제한적일 것으로 보입니다. 글로벌 경기 침체 가능성으로 인한 수요 감소와 러시아산 에너지에 대한 제재로 인한 공급 제약을 고려할 때 에너지 전망은 불투명합니다. 금과 실질 금리 및 인플레이션 위험 절감과의 관계를 고려할 때, 이러한 여건이 금 가격에 충분히 반영된 것으로 보입니다.



미국 달러: 달러화는 연준의 매파적 기조로 올해 완만하게 상승했습니다. 인플레이션이 하락하기 시작하고 연준이 매파적 기조를 완화하면 달러가 약세를 보일 수 있습니다. 이에 따라 유로와 일본 엔화가 수혜를 입을 것으로 보입니다. 또한 Kazuo Ueda 신임 일본은행 총재가 현 수익률 곡선 관리(yield curve control) 전략에서 탈피한다면 엔화 가치가 크게 상승할 수 있습니다.

Asset performance since the beginning of 2023



Source: Refinitiv® DataStream®, as of March 14, 2023.

The cycle, value and sentiment conclusion for equities is that the cycle is poor, value is expensive to at best fair-value and sentiment is neutral.

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 30 March 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 2022. 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.