



중장기 전망

2024년 6월

고금리의 기회

팬데믹 이후 인플레이션 충격과 금리 인상 주기는 채권 수익률 상승의 세대교체를 가져왔고, 인플레이션이 감소하고 다른 시장에서 위험이 증가함에 따라 채권에 대한 다년간의 강력한 전망을 제시했습니다.



저자:

Richard Clarida
글로벌 경제고문

Andrew Balls
최고투자책임자 (CIO)
글로벌 채권

Dan Ivascyn
Group Chief Investment Officer

세계 경제는 무역 혼란, 과도한 통화 및 재정 개입, 장기적인 인플레이션 급등, 심각한 금융 시장 변동성 등을 포함한 팬데믹 여진으로부터 지속적으로 회복하고 있습니다. PIMCO의 2024 중장기 포럼에서 우리는 이러한 혼란의 여파가 어떻게 예상치 못한 긍정적인 발전을 가져오는 동시에 장기적인 위험을 초래하는지 살펴보았습니다.

긍정적인 점 중 하나는 대부분의 선진 시장(DM) 경제에서 디스인플레이션이 예상보다 더 빠르게 발생했다는 것입니다. 뿐만 아니라, 거시경제적 위험과 인플레이션 위험은 1년 전의 지난 중장기 포럼에서보다 더 균형 잡혀 보입니다. 중앙은행들도 각자 다른 일정에 따라 금리 인하 방향으로 전환할 조짐을 보이고 있습니다.

그러나 우리는 투자자들이 수혜를 입었지만 5년의 중장기적 시계에서 발생할 수 있는 위험을 간과하기 쉬운 세 가지 주요 영역을 발견했습니다.

- 1) 대규모 재정 부양책은 최근 미국의 눈에 띄는 성장을 촉진했지만, 이러한 예외주의에는 대가가 따릅니다. 미국은 지속 불가능한 부채 레도에 있으며, 궁극적으로 이는 정부가 해결해야 할 문제입니다. 한편, 금융 시장은 점점 더 정부 지원을 기대하지 않고 운영되어야 할 수 있습니다.
- 2) 인공지능(AI)은 노동 시장을 재편하고 생산성을 높일 준비가 되어 있지만, 상당한 경제적 영향을 미치기까지는 수년이 걸릴 수 있습니다. 대규모 자본 투자는 과거 테크 붐을 연상시키는 방식으로 가파른주가상승을 불러일으켰습니다.
- 3) 일부 자산들의 밸류에이션은 투자자에게 완충 효과를 거의 제공하지 않고 있습니다. 여기에는 밸류에이션이 과도하게 확장된 것으로 보이는 주식과 유동성이 낮고 변동 금리에 더 많이 노출되는 낮은 등급의 기업 직접 대출 시장이 포함됩니다.

투자자들에게는 2020년대 초 인플레이션 충격과 가파른 정책 금리 인상으로 인해 높아진 채권 수익률로의 세대교체가 발생했으며, 이는 이제 상당한 인플레이션 조정 완충 효과를 제공합니다. 시차 수익률은 5년 선도 수익률과 높은 상관관계가 있습니다. 이는 특히 다른 자산에 비해 위험 조정 기준, 인플레이션 하락에 따른 채권 수익률의 매력적인 장기 전망을 뒷받침합니다. 글로벌 채권 시장 전반에 걸친 기회 또한 매우 매력적이고 다양하며, 그 중에서 적극적인 국가 및 종목선택이 핵심입니다.

우리는 이러한 중장기적인 배경이 전통적인 60% 주식/40% 채권 자산 배분 패러다임을 재고하고 심지어 반전시킬 가치가 있다고 믿습니다.

은행들이 특정 시장에서 철수함에 따라, 미국 소비자 부문의 강세를 고려할 때 우리는 자산 기반 대출, 특히 소비자 관련 분야에서도 매력적인 기회가 있다고 봅니다. 우리는 은행의 탈중개화와 자본 수요가 상업용 부동산(CRE) 부채 내 기회를 창출할 것으로 전망합니다.

우리의 중장기 포럼 세션에서는 미국과 중국이 시장과 정책 역할을 변화시킬 수 있는 다극 세계 질서로의 전환을 어떻게 주도하고 있는지 살펴보았습니다. 최근 수십 년 동안 국가들이 누린 평화 배당은 파괴적인 힘이 될 수 있는 분쟁 비용으로 변하고 있습니다.



2024년 중장기 포럼 초청 연사

Tobias Adrian

국제통화기금(IMF) 재정 자문 겸
통화자본시장부 이사

Anima Anandkumar

Caltech Bren 컴퓨팅 및 수리 과학 교수

David Autor

MIT 포드 경제학 교수

Jason Furman

하버드 케네디 스쿨과 하버드 대학교
경제학과 공동 Aetna 경제 정책 실행 교수

Kevin Hassett

Brent R. Nicklas 후버 연구소 경제학
특별연구원; 전 백악관 경제자문위원회 의장

John H. Cochrane

Rose-Marie와 Jack Anderson 선임 연구원,
후버 연구소

Carmen Reinhart

Minos A. Zombanakis 하버드 케네디 스쿨
국제 금융 시스템 교수

Brad Setser

Whitney Shepardson 외교 협회 선임
연구원

Wendy R. Sherman

전 미국 국무부 차관

PIMCO 글로벌 자문위원회

경제 및 정치 문제에 관해 세계적으로
유명한 전문가

중장기 테마: 균형 잡힌 위험, 그러나 황금기를 주의하십시오

우리의 2023년 중장기 전망인 "여진 경제"는 2020년대 초반의 혼란이 지속되는 새로운 현실을 창출할 것이라고 주장했습니다. 우리는 거시경제적 변동성이 고조되고 성장이 둔화되는 세계를 보았습니다. 우리는 중앙은행이 인플레이션을 "2%대"로 되돌리기 위해 필요한 모든 조치를 취할 것이라고 예측했습니다.

이 논지는 대체로 계속 유지되지만, 향후 5년에 대한 우리의 전망은 2023년 5월 포럼 이후의 주요 진전 사항을 통합하고 평가해야 합니다:

- 중동에서 발발한 전쟁과 3년째에 접어드는 유럽 전쟁
- 대부분의 DM 경제에서 "2%대"까지 빠르고 고통스럽지 않은 디스인플레이션
- 미국과 다른 선진국 경제 간 인플레이션 및 성장 궤적의 중대한 차이
- 사상 최저 실업률을 기록한 경제 상황 하, 예기치 못한 미국 재정 적자의 배가
- 지속 불가능한 미국 재정 궤도가 앞으로 몇 년 동안 악화될 것이라는 우려로 촉발된 10월의 "국채 탕트럼"
- 자본 및 유동성 규제 강화 속 지속되는 은행 축소

우리의 중장기 전망은 최신 경기주기 전망인 "분화되는 시장, 다각화된 포트폴리오"를 기반으로 합니다. 해당 전망에 따르면 중앙은행들은 다양한 금리 인하 경로를 따르기 위해 서로 의견을 달리하고 있으며, 많은 대형 DM 경제는 둔화되는 반면 미국의 상대적인 강세는 지속되고 있습니다. 이는 미국 금융 시장에서 "재위험 (위험 증감)"이라는 테마와 이러한 추세가 단기적인 것인지 아니면 좀 더 지속적인 것인지에 대한 의문을 불러일으켰습니다.

중앙은행은 유연성을 유지했습니다 ...

세계 경제에 파문을 일으킨 팬데믹 이후의 급격한 경기적 조정은 이제 보다 지속되는 중장기적인 추세와 중요한 의미로 자리잡고 있습니다. 우리는 계속해서 글로벌 성장 둔화와 중장기적 시계에서 비즈니스 주기의 변동성 확대를 예상하고 있지만, 그러한 전망을 둘러싼 위험은 1년 전보다 더 잘 균형 잡힌 것으로 보입니다.

이는 부분적으로 대부분의 선진국 경제에서 인플레이션이 "2%대" 수준으로 빠르게 회복되었기 때문입니다. 급속한 긴축 정책 덕분에 인플레이션 급등이 통제되었을 뿐 아니라 중기 인플레이션 기대치도 상승하지 않았습니다.

위험의 개선된 균형은 중앙은행이 목표 수준을 향해 남은 여정을 탐색하는데 "기회주의적 디스인플레이션" 전략을 암묵적으로 채택했기 때문이기도 합니다. 이 전략을 통해 정책 입안자들은 인플레이션이 완화된 것처럼 보일 때, 성장을 뒷받침하기 위해 금리를 인하할 수 있는 여지를 갖게 됩니다.

작년에 금융 불안을 촉발한 긴축 통화 여건에 대한 우리의 우려는 실현되지 않았습니다. 글로벌 은행 및 비은행 금융 시장에 대한 시스템적 위험은 억제된 것으로 보입니다.

그럼에도 규제 추세는 명백히 은행 자본 및 유동성 요건을 더욱 강화하는 방향으로 이동하고 있습니다. 특정 시장에서 은행이 대차대조표 여력을 제공하지 못하게 됨에 따라 사모 자본으로부터 더욱 많은 대출 활동이 일어날 가능성이 높습니다.

소비자 대출, 모기지 대출, 장비 금융 등 한때 지역 은행이 차지했던 분야에서 투자자들이 선순위 대출자로 참여할 수 있는 기회가 점점 늘어나고 있습니다. 또한 은행 축소가 부동산 가격 하락과 향후 몇 년 동안 만기가 돌아오는 2조 달러 이상의 대출 장벽으로 인한 어려움을 더욱 악화시킴에 따라, CRE는 유연한 자본에 대해 기회를 제시할 것입니다.

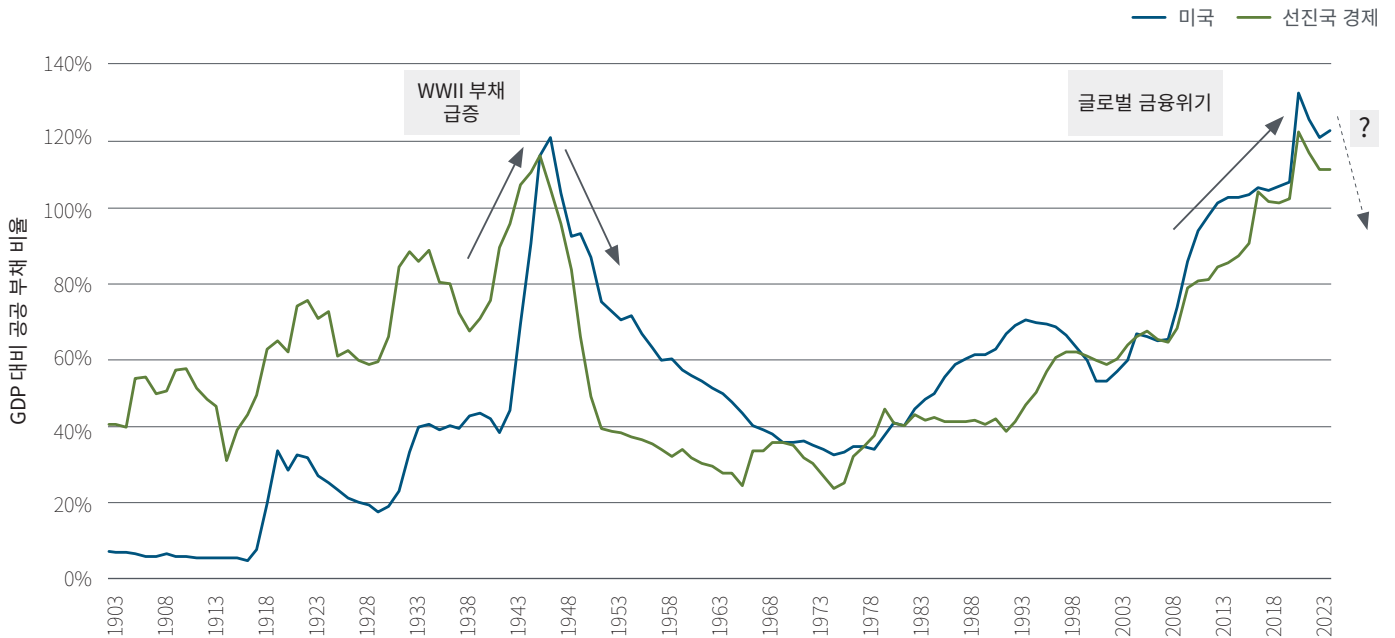
... 그러나 재정 여력은 제한되어 있습니다.

통화 정책 상황은 개선되었지만, 재정 전망은 그렇지 않았습니다. 글로벌 재정 궤적, 특히 미국 연방 부채의 경로는 올해 중장기 포럼의 중점 사안이었습니다.

미국의 경기적 경제 강세가 지속될 것인지, 아니면 단순히 팬데믹 기간의 정부 지원과 GDP 대비 부채 비율 증가에 힘입은 것인지 아직 알 수 없습니다. 미국이 결국 재정 결산에 직면하게 되면, 복지 지출 개혁과 세금 인상을 통한 부채 정리가 이루어질 가능성이 높습니다. 현재의 정치 환경에서는 불가능해 보이지만, 겉으로 보기에는 불가능해 보이는 것들도 진화해야 할 수 있습니다.

투자자들이 계속해서 장기 채권에 대해 더 많은 보상을 요구함에 따라, 선진국의 GDP 대비 막대한 국채 비율(그림 1 참조)은 수익률 곡선을 중장기적으로 더욱 가파르게 할 가능성이 높습니다. 중앙은행이 금리를 인하하기 전에 시장이 이미 이러한 조정 중 일부를 가격에 반영했음을 암시하는 증거(예: 인플레이션 지수 연계 수익률 또는 국채 기간 프리미엄 추정치)가 있습니다 (자세한 내용은 최근 발행물인 "진정한 국채 기간 프리미엄이 유지될까요?"를 참조하십시오).

그림 1: 재정 여력은 제한적일 것으로 예상



출처: 국제통화기금(IMF), Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff, PIMCO; 2023년 12월까지의 연간 데이터입니다. "선진국 경제"는 2015년까지 G-20 선진국 경제 (호주, 캐나다, 프랑스, 독일, 이탈리아, 일본, 한국, 영국 및 미국)과 2023년까지 IMF가 정의한 모든 선진국 경제를 의미합니다.

향후 비즈니스 주기 침체로 인한 피해를 제한하기 위해 재량적 재정 정책을 모색할 때, 정부 당국은 거의 확실히 더 많은 제약에 직면하게 될 것입니다. 우리의 베이스라인은 갑작스러운 금융 위기가 아니라, 초점이 재정 문제로 옮겨갈 때 시장 변동성이 증가하는 에피소드의 반복입니다.

이러한 재정적 압박에도 불구하고, 성공할 수 있는 도전자가 없기 때문에 미국 달러는 여전히 지배적인 글로벌 통화로 남을 것이라고 믿습니다. 결국 미국의 부채 결산이 이루어질 수 있겠지만 이민, 생산성 및 혁신 분야에서 미국의 이점, 글로벌 준비 자산으로서의 미국 국채, 그리고 미국 경제의 전반적인 역동성을 고려할 때 임박하지는 않았다고 판단합니다. "안전 자산"이자 유동적인 가치 저장 수단으로서 미국 국채에 대한 수요가 높아지면서, 지속 가능성에 대한 채권 시장의 우려는 제한적입니다. 이는 재정 개혁 일정이 초장기적일 수 있음을 시사합니다.

미국은 다른 경제에 비해 여전히 "개중 가장 깨끗한 더러운 셔츠"일 수 있습니다. 중국의 전망은 부동산 경기 침체, 인구 고령화, 덜 개방된 수출 시장으로 인해 어려움을 겪고 있습니다. 유럽에서는 분열된 정치로 인해 지역 갈등, 에너지 불안, 고부가가치 공산품에 대한 중국과의 보다 직접적인 경쟁에 직면해 포괄적인 성장 전략을 수립하는 것이 어려워질 것입니다.

다극화 세계로의 이동

지정학적 지형은 지배적인 초강대국(미국)과 떠오르는 경쟁자(중국) 사이의 긴장으로 점점 더 정의되고 있습니다. 중국과 러시아는 모두 서구의 이상과 상충되는 명확한 장기 비전을 보유하고 있습니다. 지난 30년 동안 실현된 평화 배당금은 분쟁 지출로 바뀌고 있습니다.

이는 협력이 제한되고 새로운 중진국이 등장할 수 있는 다극 세계 질서로의 전환을 강조합니다. 이러한 전환은 시장 간 상관관계 변화와 잠재적 성장 및 정책 대응의 차이 증가로 이어질 가능성이 높습니다. 비즈니스 주기도 덜 동기화될 가능성이 높습니다. 우리는 기저 요인들이 팬데믹 이전보다 더 큰 거시경제 및 금융시장 변동성을 초래할 것으로 예상합니다.

금융 안정성에 대한 위험 또한 증가했으며, 이러한 갈등으로 인해 국경 간 금융 흐름이 실질적으로 변경되거나 자본 손상 여건이 조성되기 시작하면 문제가 될 수 있습니다. 중국 크레딧 투자에 대한 리스크 프리미엄은 잠재적인 리스크를 감안할 때 지나치게 낮아 매력적이지 않다고 판단합니다.

중국의 성장은 정체되지 않고 계속하여 둔화될 것으로 예상됩니다. 주목할 만한 것은 중국은 재-세계화를 진행하고 있습니다. 부동산 부문 붕괴에 대응하기 위해 생산과 인프라에 초점을 맞춘 새로운 성장 모델은 제조업 수출 증가를 주도하고 있습니다. 이러한 전환을 위해서는 세계 경제에서 중국의 역할, 특히 중국이 원자재 시장과 인플레이션에 미치는 영향 뿐만 아니라, 글로벌 금융 질서로의 통합을 재평가해야 합니다.

주요 신흥 시장(EM)은 이번 주기에서 놀라운 회복력을 시현하였습니다. 자본 유출, 금융 여건 긴축, 원자재 가격 붕괴 등 신흥 시장 위기를 촉발하는 전형적인 요인들의 조합은 현재 명확히 눈에 띄지 않으며 중장기적 시계에서 나타날 가능성도 없어 보입니다. EM 국가들의 부채 수준은 증가하고 있지만, 아직까지는 선진국에 비해 지속 가능한 수준을 유지하고 있습니다.

GDP 기준으로 전 세계 인구의 약 60%가 올해 주요 선거에 투표할 예정입니다. 포퓰리즘 정당이 특히 유럽에서 지지를 얻는 초기 징후가 나타나면서, 세계 선거는 경제 및 지정학적 정책 우선순위를 모두 바꿀 여지가 있습니다. 우리는 선거로 인해 분열, 다극화, 보호주의적 조치가 증가되고 프렌드-쇼어링 투자가 선호될 위험이 있다고 봅니다. 인도, 인도네시아, 멕시코 등의 국가가 수혜를 입을 수 있습니다.

미국 대통령 선거를 보면 무역, 조세 정책, 이민, 규제, 환경 정책이 가장 큰 혼란을 가져올 수 있을 것으로 봅니다. 미국의 재정 적자는 선거 결과에 상관없이 역사적 최고점에 근접할 가능성이 높습니다. 두 정당 모두 중국에 대해 강경한 자세를 유지하는 데에도 중점을 두고 있습니다.

주목받는 AI 효과

생성형 AI는 노동 시장을 변화시키고 의사결정 작업에 대한 접근을 민주화하여 더 많은 인력이 정보에 입각한 결정을 내릴 수 있게 하는 잠재력을 가지고 있습니다.

그러나 많은 조직은 AI를 효과적으로 활용함에 있어 어려움에 직면하게 될 것입니다. 향후 5년간 거시 데이터 상 생산성과 효율성이 크게 향상되지 않을 수도 있습니다. 거시적 수준에서 AI의 성과를 극대화하려면 기술 자체를 채택할 뿐만 아니라 개별 조직의 미시적 수준에서도 작업 흐름을 재구성하고 생산 프로세스를 재고해야 하기 때문입니다.

지난 수십 년 동안의 다른 신기술을 도입한 경험과 유사하게, 기존 작업 방식을 어느 정도 개선해도 생산성 증가에는 큰 영향을 미치지 않을 수 있습니다. 그러나 헬스케어, 과학 등 특정 분야에서는 생산성 증진에 더 큰 영향을 미칠 수 있는 획기적인 변화일 가능성도 있습니다.

우리의 베이스 케이스는 새로운 AI 대규모 언어 모델의 완전한 영향이 중장기적 시계에 걸쳐 점진적으로 나타나는 것이지만, 혼란이 더 빨리 발생할 수도 있습니다. 컴퓨팅기술, 데이터 센터 및 친환경 에너지 기술에 대한 자본 지출 의욕은 AI 이외의 애플리케이션에 대한 이러한 자원의 가용성을 높이는 한편, AI 투자는 다른 분야에서 AI가 지원하는 혁신을 점점 더 타당하게 만듭니다. 특히 감시, 조작 또는 보안 위협에 AI 모델을 오용하여 혁신을 저해하는 제약이 발생하는 경우에는 하방 서프라이즈 역시 발생할 수 있습니다.

현재로서는 자본 지출이 단기적인 과잉 흥분(sugar high)을 야기할 수 있습니다. 궁극적으로 장기적으로 지속 가능한 성장을 위해서는 효율성 향상이 필요합니다.

칩, 데이터 센터 및 이를 뒷받침할 발전 용량에 대한 수요는 폭발적으로 증가할 것으로 예상되며, 이러한 추세는 부문별로 즉각적인 영향력을 미칠 것입니다.

중립 정책 금리는 낮게 유지

오늘날의 높은 정책 금리는 경기적 요인, 즉 인플레이션 급등의 결과입니다. 인플레이션이 중앙은행 목표치 근처로 안정되면, 선진국 경제들의 중립 통화 정책 금리는 글로벌 금융 위기 이전보다 낮은 수준으로 안정될 것으로 예상됩니다.

우리는 중장기적 시계에서 미국의 중립 명목 정책 금리가 2%~3% 범위 내 머물 것으로 생각합니다 (장기 중립 실질 금리는 0%~1% 임을 시사). 대조적으로, 현재 시장가격은 중립 금리가 4% 이하로 크게 떨어지지 않을 것으로 예상하고 있음을 나타냅니다. 이는 채권 투자자들에게 더 많은 기회를 제공할 수 있습니다. 왜냐하면 오늘날의 수익률은 이미 양의 실질 금리와 기간 프리미엄의 형태로 완충 효과를 제공하고 있기 때문입니다.

현재 양적 긴축(QT) 프로그램에 따라 축소되고 있는 중앙은행 대차대조표는 양적 완화(QE) 시대 이전보다 훨씬 더 크게 유지될 것으로 전망합니다. 선진국 중앙은행은 국제 및 환매시장의 원활한 기능을 보장하고 최종 대출자 역할을 하기 위해 자산 매입 프로그램을 계속 활용할 것으로 보입니다. 예시로는 미국 연방 준비제도의 2023년 은행 기간대출 프로그램(BTFP)과 영란은행의 영국 gilt 시장을 지원하기 위한 2022년 오퍼레이션이 있습니다.

그러나 우리는 중앙은행이 향후 경기 침체에 대응하여 한도 없는(개방형) QE 자산 매입 프로그램을 전개할 가능성은 낮다고 생각합니다. 자금 조달 비용이 자산으로부터의 수익을 초과하는 대규모 증권 포트폴리오를 유지하는 데 따른 재정적 부담이 점점 더 명백해지고 있습니다.

통화 및 재정 풋 옵션 또는 경기 침체 시 정부 구제에 대한 기대는 현재 외가격(out of the money)에 훨씬 더 가깝습니다. 이는 침체된 경제를 활성화하고 충격을 완화하기 위한 지원을 제공하는 정부의 능력을 제한합니다. 우리는 시장이 펀더멘털에 더욱 의존하고, 정부가 구제할 것이라는 기대에 덜 의존함에 따라 추가적인 변동성이 발생할 것으로 예상합니다.

투자 시사점: 채권의 부활

우리의 2024년 중장기 전망에서는 경쟁력 있는 수익과 다른 자산군에 비해 더 낮은 위험을 제공할 수 있는 공모 채권 시장에 다시 초점을 맞추는 것을 선호합니다. 오늘날의 수익률과 안정적인 인플레이션 전망은 포트폴리오 내 채권의 근본적인 이점을 재확인할 수 있도록 해줍니다. 이는 매력적인 인컴, 하방 탄력성 및 주식과의 상관관계 감소를 통한 안정성 제공입니다.

많은 수준 높은 자산 배분투자자는 전통적인 60% 주식 / 40% 채권 패러다임에서 벗어났습니다. 그럼에도 불구하고 이는 많은 투자 대화의 틀을 이루며 빈번하게 인용되는 경험적 법칙으로 남아 있습니다. 우리는 그 개념에 대한 재고와 반전이 필요한 시대로 진입하고 있다고 믿습니다.

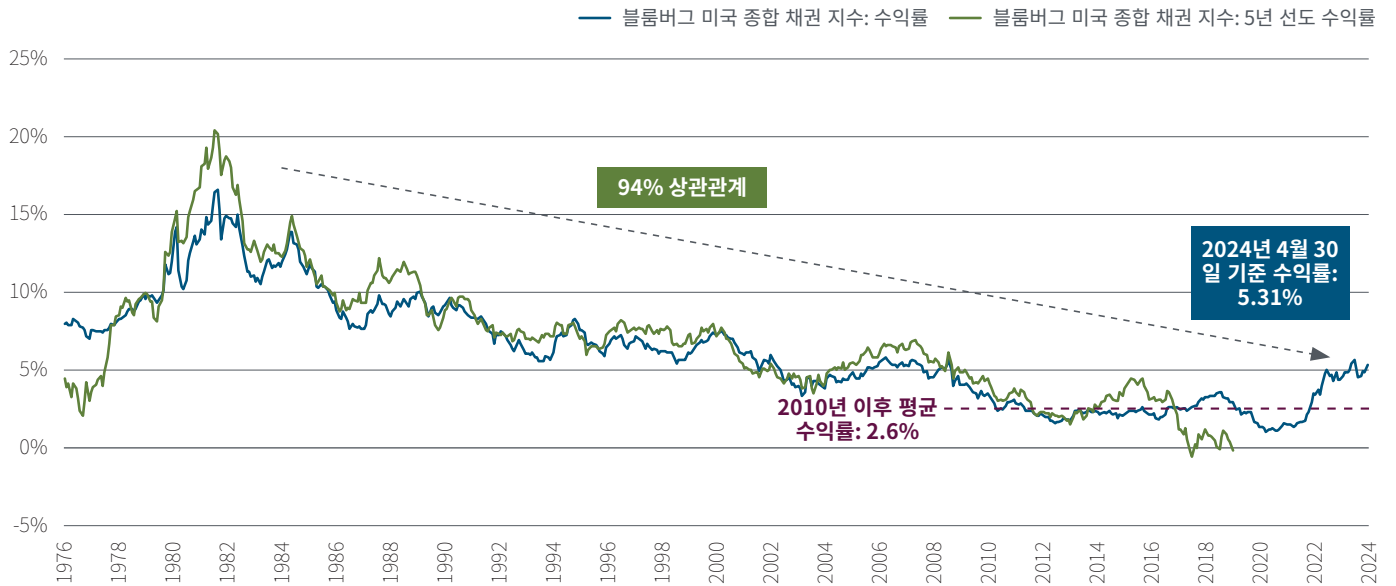
팬데믹 이후 인플레이션 충격과 그에 따른 중앙은행 금리 인상 주기는 채권 수익률을 급격히 상향 조정하였습니다. 역사적으로, 시장 수익률은 다년간의 채권 수익률에 대한 예측력이 높습니다 (그림 2 참조). 고퀄리티채권에 대한 두 가지 일반적 벤치마크인 블룸버그 미국 종합 및 글로벌 종합 (USD로 헤지) 지수의 수익률은 2024년 4월 30일 기준, 각각 약 5.31%와 5.41%입니다.

이를 베이스라인으로 삼아, 액티브 투자 운용사는 투자자가 얻는 수익률을 향상시킬 수 있습니다. 기관 모기지담보부증권과 같은 고품질 영역에서 매력적인 기회를 식별함으로써 액티브 매니저는 상당한 이자율, 크레딧 또는 비유동성 위험을 감수하지 않고도 약 6~7%의 수익을 내는 포트폴리오를 현재 구성할 수 있습니다.

결과적으로, 다변화된 채권 배분은 특히 주식 시장의 밸류에이션이 과도하게 확장되었을 수 있다는 점을 고려할 때, 더욱 유리한 위험 조정 프로필과 더불어 장기 주식과 유사한 수익을 얻을 수 있는 가능성을 제공합니다(그림 3 참조). 시장은 심각한 경기침체 위험을 반영하지 않는 것으로 보이며, 이는 채권이 해당 위험을 헤지하는 데 저렴한 수단이 될 수 있음을 의미합니다.



그림 2: 채권 시장의 시작 수익률은 5년 선도 수익률과 역사적으로 상관관계를 시현



출처: 블루버그, PIMCO, 2024년 4월 30일 기준. 과거 실적은 미래 실적을 보장하거나 신뢰할 수 있는 지표가 아닙니다. 차트는 예시 목적으로만 제공하며, 그 어떤 PIMCO 상품의 과거 또는 미래 성과에 대한 지표도 아닙니다. 이율과 수익률은 블루버그 미국 종합 채권 지수에 대한 것입니다. 비운용 지수에 직접 투자하는 것은 불가능합니다.

그림 3: 주식은 절대 기준 및 미국 국채 대비 상대적으로 비싼 것으로 확인됩니다.

2024년 4월 30일 기준:	값	백분위
경기조정주가수익비율 (CAPE)	33.38	93.50%
실질 주식 수익률 (1/CAPE)	3.00%	6.50%
30년물 실질 채권 수익률	2.41%	36.60%
주식 위험 프리미엄 (주식 수익률 - 실질 채권 수익률)	0.59%	12.50%

주식 리스크 프리미엄 (ERP)



출처: 블루버그, Robert Shiller 온라인 데이터, Global Financial Data, PIMCO, 2024년 4월 30일 기준. 모든 가치 지표는 S&P 500 지수 대비입니다. CAPE는 경기 조정된 가격/수익 비율입니다. 실질 주식 수익률은 지난 10년간 평균 실질 이익을 직전 총가로 나눈 값입니다. 30년물 실질 채권 수익률은 30년물 미국 재무부 물가연동국채(TIPS)의 수익률에 해당하며, 30년물 미국 국채의 명목 수익률에서 기대 인플레이션을 차감한 수치입니다. 인플레이션 기대치를 계산하기 위해 Cieslak and Povala (2015) 보정에 따라 추세 인플레이션을 추정하고 30년 후의 인플레이션을 예측합니다.

오늘날 채권에는 완충 효과를 제공하는 기간 프리미엄도 포함되어 있습니다. 우리는 정책 금리가 하락하고 기간 프리미엄이 구축됨에 따라 수익률 곡선이 가팔라질 것으로 예상합니다 (자세한 내용은 2월 **PIMCO 관점**, "**백 투 더 퓨처: 광범위한 자산 가격 영향을 수반하며, 기간 프리미엄은 다시 상승할 것으로 예상됩니다**"를 참조하십시오). 또한 우리는 구조적 거래로 커브 스티프너를 보유하고 있습니다.

역대 가장 기간의 역전 이후, 미국 수익률 곡선은 상대적으로 평탄한 상태를 유지하고 있습니다. 이는 투자자가 금리 위험을 많이 감수할 필요가 없다는 것을 의미합니다. 우리는 현재 수익률 곡선의 5년물에 가치가 있다고 보며, 재정 우려로 인해 장기물 실적 저조할 가능성을 경계하고 있습니다. 액티브 채권은 중장기적 시점에서 경기 침체가 없을 경우 좋은 성과를 낼 수 있고, 있다면 훨씬 더 좋은 성과를 낼 수 있으며, 수익률이 하락할 경우 가격 상승 가능성이 있어 현금에 비해 더욱 매력적이라고 봅니다.

글로벌 채권 시장은 위험을 크게 증가시키지 않으면서 수익률을 향상하는, 투자자들이 간과할 수 있는 특히 매력적이고 다양한 기회를 제공합니다. DM과 EM 전반에 걸쳐 글로벌 수익률은 매력적인 수준으로 돌아왔습니다. 미국 외 많은 경제는 더 취약한 상황에 직면해 있으나 더 나은 시작 재정 여건을 누리고 있으며, 두 가지는 모두 채권에 긍정적입니다.

우리는 비즈니스 주기가 덜 동기화되어 금융시장 전반에 걸쳐 상관관계가 낮아질 것으로 예상합니다. 지역별 중앙은행 정책과 시장 상황의 차별화는 이러한 괴리를 활용하고 잠재적으로 국가 및 종목 선정을 통해 수익을 더욱 향상시킬 수 있는 액티브 글로벌 투자 플랫폼에 특별한 기회를 제공합니다. 온쇼어링, 프렌드-쇼어링, 에너지 전환을 촉진하는 산업 보조금 및 무역 정책은 부문별 및 국가적 승자와 패자를 모두 창출하여, 액티브 투자자에게 더 많은 기회를 제공할 것입니다.

인플레이션을 둘러싼 잠재적인 변동성을 감안할 때 미국 재무부 물가연동국채(TIPS), 원자재 및 실물 자산은 인플레이션 헤징 속성을 가지고 있으며 팬데믹 이전 수준보다 높은 실질 금리를 제공합니다.

크레딧 선정과 유동성을 우선시하십시오

크레딧 스프레드는 대체로 타당하게 보이지만, 크레딧 및 종목 선정은 중장기적으로 더욱 중요해질 것입니다. 공모 및 사모 크레딧 시장 의성장은 변동성이 큰 기간 동안 유연한 자본을 보유한 액티브 투자자에게 더 많은 기회를 제공할 것입니다.

더 견고하고 회복력이 뛰어난 많은 기업들은 상당한 현금을 창출하므로 자금 조달에 크게 의존하지 않습니다. 반면, 많은 취약한 기업들은 크레딧에 지속적인 접근성이 필요한 경향이 있습니다. 생산성을 향상시키는 AI 기술이 많을수록 기업과 산업 전반에 걸쳐 더 큰 파괴력을 발휘하여 더 많은 승자와 패자를 만들어낼 가능성이 높습니다. 과거에는 신기술의 출현 이후 호황과 불황의 순환이 이어지는 경우가 많았으며, 이로 인해 변동성이 증가하였지만 방향성의 액티브 투자 기회도 활성화되었습니다.

우리는 은행에 대한 규제가 강화되어 탈중개화가 가속화되고 사모 시장을 통해 더 많은 자금이 유입될 것으로 예상합니다. 우리는 자본을 운용하고 규제 요건을 충족하도록 은행이 압력을 받음으로 인해 발생하는 유동성 격차에 계속해서 중점을 두고 있습니다. 예를 들어, 이번 은행 긴축은 만기가 래하는 대출 장벽에 직면한 자산 소유자들로부터 대규모 자본 수요가 예상됨에 따라, CRE 부채 내 유연한 자본을 위한 기회를 창출할 가능성이 높습니다.

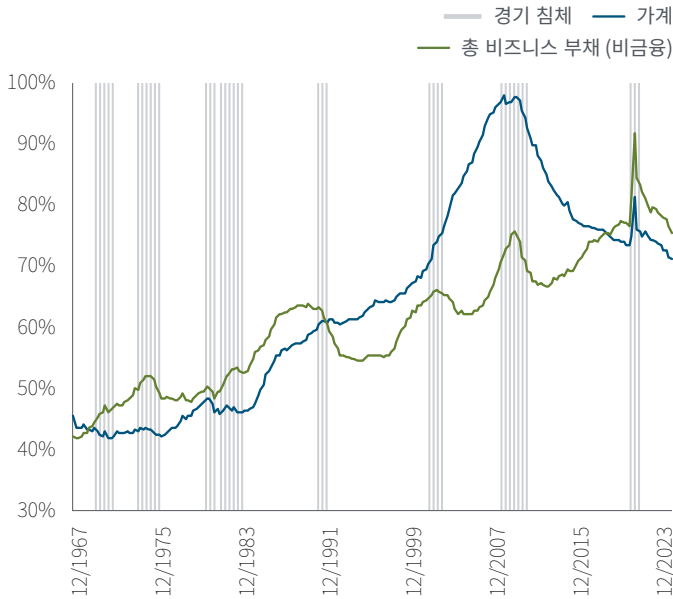
자산 기반 대출은 우리가 매력적이고 덜 혼잡한 투자 기회로 보는 것의 대표적인 예시입니다. 사모 시장에서는 미들마켓 기업 대출이 선호되는 것으로 보이지만, 우리는 미국 가계 레버리지 감소(그림 4 참조) 주택 시장이 여전히 잘 부양되고 있기 때문에 소비자 대출과 같은 분야가 탁월한 장기 펀더멘털과 가치를 제공한다고 믿습니다.

우리는 이를 현재 기업 대출에 집중된 자본의 양과 대조해 보겠습니다. 우리는 이전 디폴트 주기를 통해 검증되지 않았을 수 있는 사모, 변동 금리 시장의 급속한 성장에 대해 매우 우려하고 있습니다. 이러한 여건은 기술 및 높은 레버리지와 낮은 신용 등급을 보유한 회사에 대한 직접 대출과 같은 영역에서 과잉이 나타날 위험을 증가시킵니다. 이는 중장기 사이클 내 문제가 될 수 있습니다.

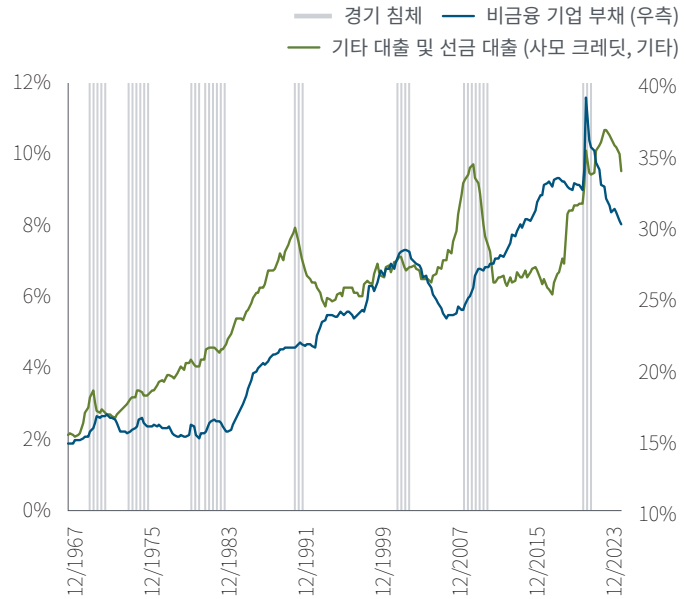
채권 시장의 보다 유동적인 부문에서의 높은 수익 잠재력을 감안할 때, 투자자는 유동성을 포기하는 데 있어 매력적인 수익 잠재력과 강력한 대출 커버넌트 등의 형태의 높은 허들을 가져야 합니다. 오늘날의 수익률 수준에서는 고품질 DM 및 EM 채권에 대한 배분 증가와 같은 공모 채권 시장에 대한 익스포저 확대의 위험 조정 수익률 잠재력이 크레딧 시장의 덜 유동적인 영역으로 확장하는 데 따른 트레이드-오프 대비 유리하게 나타납니다.

그림 4: 가계 부채는 감소한 반면, 사모 기업 대출은 증가했습니다.

미국 가계 부채 대비 기업 부채 (% GDP)



미국 기업 부채 대비 사모 크레딧 및 대출 (% GDP)



출처: 연방준비은행 자금 흐름 데이터, Haver Analytics, PIMCO 계산, 2023년 12월 31일 기준. 참고: 비금융 기업 비즈니스 기타 대출 및 선금 범주는 사모 크레딧 및 은행 대출과 같은 자산에 대한 대체 지수로 사용됩니다.

당사 포럼 소개

PIMCO는 공공 및 민간 시장 전반에 걸쳐 깊은 전문 지식을 갖춘 액티브 채권 분야의 글로벌 리더입니다. 우리의 투자 프로세스는 세속적이고 주기적인 경제 포럼에 의해 고정됩니다. 일년에 네 번, 전 세계의 투자 전문가들이 모여 글로벌 시장과 경제 상황에 대해 논의하고 토론하며 중요한 투자 영향을 미칠 것으로 생각되는 추세를 파악합니다. 이러한 광범위한 토론에서 우리는 아이디어 교환을 극대화하고, 가정에 도전하고, 인지 편향에 대응하고, 포괄적인 통찰력을 생성하기 위한 노력의 일환으로 행동 과학 관행을 적용합니다.

매년 개최되는 중장기포럼(Secular Forum)에서 당사는 향후 3-5년 전망에 초점을 맞추고, 이에 따라 포트리오가 글로벌 경제의 구조적인 변화와 트렌드에 따라 수혜를 받을 수 있도록 포지셔닝합니다. 다양한 생각이 더 나은 투자결과를 만든다고 믿기 때문에 귀중하고, 다각적인 견해를 제공하는 노벨상 수상 경제학자, 정책입안자, 투자자, 역사학자 등 저명한 초청연사를 초대합니다. 아울러 PIMCO 글로벌 자문위원회, 전 세계적으로 저명한 경제·정치 전문가팀의 적극적인 참여를 환영합니다.

1년에 3차례 개최되는 경기주기 포럼(Cyclical Forum)에서 당사는 향후 6-12개월에 대한 전망에 집중하며, 포트폴리오 포지셔닝을 좌우하는 통화 및 재정 정책, 시장 리스크 프리미엄, 그리고 상대가치의 잠재적 변화를 확인할 목적으로 주요 선진국 및 신흥 시장 국가들의 비즈니스 사이클 역학관계를 분석합니다.

1 Newmark Research 계산에 근거, 2024년 2월 12일 기준.

“안전한 피난처”는 시장 변동성이 있을 때, 가치를 유지하거나 증가시킬 수 있다고 간주되는 투자입니다. 투자자들은 시장 변동성 이벤트에서 손실 익스포저를 제한하기 위해 안전한 피난처를 추구합니다. 모든 투자는 리스크를 수반하며 가치를 잃을 수 있습니다.

과거 성과는 미래 수익을 보장하지 않으며, 이에 대한 신뢰 가능한 지표가 아닙니다.

채권시장에 대한 투자는 시장, 금리, 발행사, 크레딧, 인플레이션 리스크 및 유동성 리스크를 포함한 다양한 리스크를 수반합니다. 대부분의 채권과 채권 전략 가치는 금리 변동의 영향을 받습니다. 듀레이션이 상대적으로 긴 채권 전략은 듀레이션이 짧은 채권 전략에 비해 더 민감하고 변동성이 큰 경향이 있습니다. 금리가 상승하면 채권 가격은 일반적으로 하락하며, 저금리 환경은 이러한 리스크를 고조시킵니다. 채권 거래상대방 여력의 감소는 시장 유동성 감소와 가격 변동성 확대에 기여할 수 있습니다. 채권 투자 판매 시 채권 가격은 원금에 비해 가치가 높거나 낮을 수 있습니다. 외화 표시 및/또는 외국에 소재한 발행사의 유가증권에 투자하면 환율 변동, 경제적·정치적 리스크로 인하여 리스크가 커질 수 있습니다. 특히 이머징 마켓에서 그러한 현상이 두드러질 수 있습니다. 모기지유동화증권과 자산유동화증권은 금리변동에 민감할 수 있으며, 조기상환 리스크가 수반됩니다. 이들 채권은 일반적으로 정부, 정부기관 또는 민간 보증기관이 보증하지만, 해당 보증기관이 그 의무를 충족할 것이라는 보장은 없습니다. 기관 및 비-기관 모기지담보부증권에 대한 언급은 미국에서 발행한 모기지를 의미합니다. 상업용 부동산 부채는 조기상환, 연체, 압류, 손실 위험, 서비스 위험 및 불리한 규제 개발 등의 위험에 노출될 수 있으며, 부실 대출의 경우 위험이 높아질 수 있습니다. 정부가 발행한 물가연동채권(ILB)은 인플레이션율에 따라 원금 가치가 주기적으로 조정되는 채권입니다. ILB는 실질이자율이 상승하면 가치가 하락합니다. 미국의 물가연동국채(TIPS)는 미국 정부가 발행한 물가연동채권입니다. 원자재는 시장, 정치, 규제 및 자연 환경을 포함하여 높은 리스크가 수반되며 모든 투자자에게 적합하지 않을 수도 있습니다. 주식은 일반 시장, 경제 및 업계 여건의 실제 상황과 그에 대한 인식 모두로 인해 그 가치가 하락할 수 있습니다. 운용 리스크는 투자운용사가 적용하는 투자기술 및 리스크 분석이 원하는 결과를 도출하지 못함에 따른 리스크이며, 전략을 운용하는데 있어 운용사가 사용할 수 있는 투자기술은 특정 정책 또는 상황에 따라 영향을 받을 수 있습니다. 특정 유가증권 또는 유가증권 그룹의 신용등급은 전체 포트폴리오의 안정성 또는 안전성을 보장하지 않습니다. 본산 투자는 손실방지를 보장하지 않습니다.

본 자료에 포함된 예측, 추정치 및 일부 정보는 자체 리서치에 기반을 둔 것이며, 일체 금융상품의 매매에 관한 자문이나, 제안이나 요청으로 해석해서는 안 됩니다. 전망과 예측치에는 내재된 한계가 있으며, 실제 성과 기록과는 달리, 실제 거래, 유동성 제약 조건, 수수료 및/또는 기타 비용이 반영되지 않았습니다. 또한, 미래의 결과에 대한 언급은 특정 고객 포트폴리오가 달성할 추정 수익이나 결과물을 약속하는 것으로 해석하여서는 안 됩니다.

금융시장 동향이나 포트폴리오 전략에 대한 설명은 현재 시장 상황을 기반으로 작성되었으며, 이는 변동될 수 있습니다. 이런 투자 전략이 모든 시장 환경에서 효과가 있거나 모든 투자자에게 적합하다는 보장이 없기 때문에 각 투자자는 본인의 장기투자 역량, 그 중에서도 특히 시장 하락기에 투자 가능한지를 평가해야 합니다. 투자자는 투자 결정을 내리기 전에 투자 전문가의 조언을 구해야 합니다. 전망과 전략은 통보 없이 바뀔 수 있습니다.

CAPE 비율은 비즈니스 주기의 다양한 기간에 걸쳐 발생하는 기업 이익의 변동을 평탄화하기 위해 10년 동안의 주당 실질순이익(EPS)을 사용하는 벨류에이션 척도입니다. 상관 관계는 두 증권이 서로 관련해서 움직이는 방식을 통계적으로 측정하는 것입니다. 다양한 지수나 증권 간의 상관관계, 또는 지수와 증권 각각의 인플레이션과의 상관관계는 특정 기간의 데이터를 토대로 산출한 것입니다. 이러한 상관관계는 미래는 물론, 기간에 따라 상당히 다를 수 있으며, 이에 따라 변동성이 더 커질 수 있습니다. 실물 자산은 부동산, 인프라, 원자재 등의 유형 자산으로, 그 효용과 연계된 내재적 가치를 갖습니다.

본 자료에는 매니저의 현재 견해가 포함되어 있으며, 그러한 견해는 통지 없이 변경될 수 있습니다. 본 자료는 오로지 정보 제공 목적으로만 배포되는 것이며, 특정 증권, 전략 또는 투자상품에 대한 투자자문이나 권유로 간주하여서는 안 됩니다. 본 자료에 포함된 정보는, 신뢰할 만하다고 간주되지만 신뢰성이 보장되지 않는 정보원에서 입수한 것입니다.

PIMCO는 일반적으로 자격을 갖춘 기관, 금융 중개인 및 기관 투자자에게 서비스를 제공합니다. 개인 투자자는 스스로의 재정적 상황에 가장 적절한 투자 선택을 판단할 수 있도록 본인의 금융 전문가에게 문의하여야 합니다. 본 자료는 법적으로 허용되지 아니하거나 승인되지 아니한 관할권의 누구에 대한 제안도 아닙니다. | PIMCO Asia Limited(Suite 2201, 22nd Floor, Two International Finance Centre, No. 8 Finance Street, Central, Hong Kong)는 증권선물법에 따라 유형 1, 4 및 9 규제 활동에 대해 증권선물위원회로부터 허가를 받았습니다. PIMCO Asia Limited는 한국금융감독위원회에 국경간 일임관리업으로 등록되어 있습니다 (등록번호 08-02-307). 자산 관리 서비스 및 투자 상품은 그러한 서비스 및 상품의 제공이 승인되지 않은 사람에게 제공되지 않습니다. | 이 자료의 어떠한 부분도 명시적인 서면 허가 없이는 어떤 형태로든 복제하거나 다른 간행물에서 언급할 수 없습니다. PIMCO는 미국 및 세계 각국에 등록된 Allianz Asset Management of America LLC의 상표입니다. ©2024, PIMCO

PIMCO는 일반적으로 적격 기관, 금융 중개기관 및 기관 투자자에게 서비스를 제공합니다. 개인 투자자는 본인의 금융 상황에 가장 적합한 투자 옵션을 판단하기 위해 본인의 금융 전문가에게 연락하여야 합니다. 본 자료가 불법이거나 미인가 대상인 관할권에서 어떠한 이에 대한 제안도 되지 않습니다. | **PIMCO Asia Limited**는 홍콩 증권선물조례(Securities and Futures Ordinance) 상의 1.4.9 유형 규제 활동에 대하여 홍콩증권선물위원회(Securities and Futures Commission)의 인가를 받았습니다. PIMCO Asia Limited는 한국 금융감독위원회에 cross-border 일임투자운용사로 등록되었습니다 (등록번호 08-02-307). 자산운용 서비스 및 투자 상품은 해당 서비스 및 상품의 제공이 불허된 이에게 제공되지 않습니다. | 본 간행물의 어떠한 일부도 명백한 서면 동의 없이 어떠한 형태로든 재생되거나 다른 출간물에서 참조될 수 없습니다. PIMCO는 미국 및 세계 각국에 등록된 Allianz Asset Management of America LLC의 상표권입니다. ©2024, PIMCO.