



경기주기 전망  
2022년 10월

# 압박을 이겨내기

수익률이 높아짐에 따라 우리는 채권이  
어려운 거시 환경에서 매력적인 가치를  
제공한다고 믿습니다.





**저자:**

**Tiffany Wilding**  
Managing Director  
경제학자

**Andrew Balls**  
최고투자책임자 (CIO)  
글로벌 채권

**요약**

- 당사의 기본 경기주기 전망은 성장률이 빠르게 회복되지 않을 것으로 보아 주요 선진국 시장 전반에 걸친 얇은 경기 침체와 실업률 증가를 예측하고 있습니다. 중앙 은행들은 인플레이션을 낮추는 데 정면으로 집중하는 것으로 보입니다.
- 만기 전반에 걸친 더 높은 금리를 감안할 때, 채권 시장의 수익 잠재력은 매력적입니다. 당사는 경제적, 지정학적, 시장 상황의 범위에 걸쳐 탄력적인 포트폴리오를 유지하고 더 큰 시장 스트레스 기간 동안 유동성 공급자의 역할을 모색할 것입니다.
- 당사는 크레딧 시장에서 불확실성과 경기 침체 위험을 감안하여 단기적으로는 조심스러운 접근방식과 장기적으로는 우량하며 탄력적인 자산 사이의 균형을 달성하기 위해 노력할 것입니다. 사모 자산과 공모 자산 가치 평가 사이의 격차는 여전히 크지만 사모 시장에 조정이 일어나고 기업 크레딧 및 부동산 분야 전반에 걸쳐 위험 요소가 분명해짐에 따라, 당사는 다양한 매력적인 투자기회를 찾을 것입니다.
- 지속적인 중앙은행 긴축과 경기 침체 위험 증가에 충분하지 않은 시차 밸류에이션 및 기업 실적 기대치를 감안할 때 글로벌 주식 시장은 하방 위험이 있습니다. 또한, 당사는 우량 채권과 주식 사이의 음의 상관관계로의 회기를 예상하며 따라서 코어 채권 포지션의 헤징 및 다양화 특성을 개선할 것입니다.



투자자와 정책 입안자 모두에게 매우 중요한 시기입니다.

지정학적 긴장, 높아진 시장 변동성, 수십 년 만에 가장 빠른 중앙은행의 긴축 속도는 비정상적으로 불확실한 시장 환경에 기여하는 경제적 위험요소입니다. 당사는 9월에 PIMCO 본사인 Newport Beach에서 열린 경기주기 전망 포럼에서 이러한 요소를 포함한 다양한 요소에 대해 자세히 논의했습니다.

당사는 시장 전반에 걸쳐 경기 침체가 닥칠 가능성이 있으며 높은 인플레이션이 지속될 가능성이 있다고 결론지었습니다. 중앙 은행들은 성장이 위태로운 상태에서 인플레이션을 해결해야 하는 고통스러운 위치에 있습니다.

당사는 지금이 포트폴리오에 주의와 유연성이 필요한 시기라고 생각하지만, 더 높은 금리는 채권의 매력을 더하고 있습니다. 투자자는 시장 변동성 속에서 회복력을 추구하면서 잠재적으로 더 높은 소득을 얻을 수 있습니다. 당사는 아래에서 채권 및 다른 자산의 투자 의미를 논의하려 합니다.

이러한 결론을 내리기 위해 노력하면서, 우리는 불확실성이 통계적 분포나 확률 가중 평균 결과에 의해 정량화할 수 없고 오히려 측정할 수 없고 알 수 없는 미지수를 나타내는 급진적인 불확실성의 개념을 상기했습니다. (예: “[King, Keynes and Knight: Insights Into an Uncertain Economy](#),” 2016년 7월). 결과적으로 우리는 성장과 인플레이션에 대한 포인트 예측에 대해 논의했지만 가능한 결과의 범위가 특히 넓다는 데 동의했습니다.

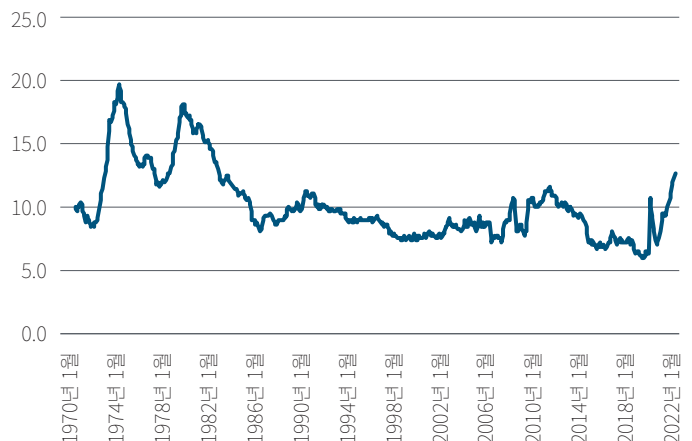
그러나 우리가 확신하는 한 가지는 경제 성과를 특징짓기 위해 인플레이션과 실업률을 합산하는 Arthur Okun의 불행 지수(1960년대 생성)에서 차용하여 중앙 은행과 정책 입안자들에게 고통이 증가하고 있습니다(그림 1 참조).

## 초기 조건

이 불행이 경제, 시장 및 투자자에게 무엇을 의미하는지 이해하려면 3월의 마지막 경기주기 전망 포럼 이후 초기 상황과 최근 개발 상황을 상기하는 것이 좋습니다. 우크라이나 전쟁이 막 시작되었고 전망이 매우 불확실했지만 우리는 앞으로 나아갈 길에 대해 다섯 가지 핵심 사항을 제시했습니다. 첫째, 전쟁은 “반골디락스” 경제 충격이었습니다. 인플레이션을 가속화하면 실질 GDP 성장률이 더 느려지거나 심지어 마이너스가 될 수도 있습니다. 둘째, 공급망에 미치는 영향을 감안할 때 비선형 성장과 인플레이션 반응이 예상됩니다. 셋째, 러시아 에너지에 대한 유럽 연합(EU)의 상대적 의존도는 지역 간 더 큰 경제적 격차를 유발할 가능성이 있습니다. 넷째, 중앙 은행이 성장 지원보다 인플레이션 퇴치에 집중할 가능성이 높기 때문에 금융 상황이 타이트해질 것입니다. 다섯째, 팬데믹으로 인해 인플레이션과 정부 부채가 이미 높아진 상황에서 충격에 대한 재정적 대응은 제한적일 가능성이 높습니다. (2022년 3월 경기주기 전망: “반 골디락스” 참조)

그림 1: 1980년대 이후 최고 수준의 선진국 시장의 거시적 경제고통지수 (인플레이션과 실업률의 합)

불행 지수 - 선진 시장



출처: 2022년 9월 기준 Haver Analytics, Arthur Okun 및 PIMCO 계산. 경제고통지수는 인플레이션과 실업률의 합을 표시합니다. 선진 시장 데이터에는 미국, 영국, 일본, 캐나다 및 유로 지역이 포함됩니다.

그 이후로 매크로 환경은 전반적으로 이러한 다섯가지 핵심사항에 따라 발전해 왔습니다. 그러나 시장 충격은 몇 가지 주요 측면에서 훨씬 더 두드러졌습니다. 먼저, 전쟁으로 인한 경제적 혼란이 심화되었습니다. 서구의 제재와 다양한 파이프라인을 통한 유럽으로의 가스 흐름을 제한하고 더 최근에는 중단하려는 러시아의 대응은 중대한 경제적 결과를 가져올 것입니다. 인플레이션 상승 압력은 미국뿐만 아니라 세계 전반에 걸쳐 더 확고한 것으로 보입니다. 그리고 인플레이션 해결을 위한 중앙 은행들의 대응은 높은 강도의 긴축적인 금융 환경을 초래하였고, 이는 달러 강세로 인해 미국에서 가장 두드러졌습니다.

3월부터 예상치 못한 이벤트도 있었습니다. 코로나19 봉쇄 조치와 완화적인 정책 완화 접근이 활동에 부담을 주면서 중국 성장률이 예상치 못하게 멈췄습니다. 또한, 영국과 유로 지역이 더 많은 수요 부양 조치를 시행하면서 지역 간 재정 정책이 더욱 다양해지고 있습니다. 실제로 에너지 가격 인상이 소비자 및 기업에 미치는 영향을 완화하려는 노력은 이들 정부의 최우선 정치적 우선순위가 되었습니다. 영국에서는 9월 말 첫째에만 GDP의 약 4~5%에 달하는 전면적인 감세와 가계 에너지 비용 상한선이 포함된 대규모 재정 패키지가 발표했습니다. 한편, 유로 지역 내 여러 국가들도 에너지 비용이 더 많이 드는 재량소득에 미치는 부정적인 영향을 줄이기 위해 에너지 한도, 재정 이전 및 보조금 형태의 정부 지출을 확대하는 방향으로 움직이고 있습니다. 하지만 총 유럽 지역 지출 금액은 여전히 영국에서 제안되고 있는 규모에 미치지 못하는 것으로 보입니다.

## 전망: 우려가 커지는 거시적 환경

이러한 시장의 변화는 시차를 두고 세계 경제에 영향을 미칠 것이며, 당사는 향후 6~12개월 전망에 중요한 3가지 요소를 살펴 보았습니다.

### 1) 경기 침체 가능성이 높습니다 - 실업률 증가

정부의 경제를 부양하기 위한 추가적인 노력에도 불구하고 주요 선진국 시장, 특히 유로 지역과 영국에서 경기 침체와 실업률 상승은 가능성이 매우 높아 보입니다.

지정학적 혼란은 러시아가 다양한 파이프라인을 통해 유럽 에너지 수입의 주요 원천인 유럽으로 흐르는 가스 흐름을 크게 줄이거나 중단하게 했습니다. 유로 지역이 임의 배급 계획, 다른 지역으로부터의 가스 수입 증가, 부담을 나누기 위한 재정적 조치로 대응했지만, 유럽인들은 여전히 기록적인 가스 가격(그리고, 더 추운 겨울이 올 경우 의무적인 배급의 의협)에 직면해 있습니다. 이는 실질 가처분 소득을 감소시키고 많은 공장 가동의 경제성을 감소시키며 글로벌 공급망 전반에 걸쳐 비용을 증가시킬 것입니다.

러시아에서 주요 비유럽 시장으로의 직접적인 무역은 제한되었지만, 유럽 산업 생산 및 무역 흐름이 손상됨에 따라 이러한 영향이 영국, 미국 및 다른 선진국으로 확산될 가능성이 높습니다. 영국은 유럽과의 밀접한 무역 관계 및 전반적인 수입 전력 및 전기에 대한 의존도 때문에, 높은 에너지 비용으로부터 가계를 보호하는 데 중점을 둔 재정 부양책에도 불구하고 특히 이러한 영향에 취약한 것으로 보입니다.

한편, 미국 실질 GDP 역시 완만하게 감소하는 기간을 겪을 것으로 보이며, 이로 인해 실업률이 NAIU(의회 예산국에 따른 중립적 실업률인 약 4%)의 추정치보다 높아질 것으로 보입니다. 견실한 미국내 에너지 생산은 유럽과 영국의 전력 부족 위기로부터 미국을 보호하는데 도움이 됩니다. 그럼에도 불구하고 유럽의 무역 흐름 손상과 공급망 붕괴는 스테그플레이션 충격으로 미국 경제가 일부 위기를 겪고 있는 시기에 위험요소가 될 수 있습니다. 2008년 금융 위기 이후 가장 빠른 속도의 긴축, 대체로 낮은 소비자 및 기업 심리, 높아진 불확실성, 이 모든 것이 미국 경제에 경각록 위험을 높입니다. 미국에서 소비되는 전체 상품 및 서비스에 필요한 재화 및 서비스의 3%만이 유럽에서 조달되지만(2021년 2월 OECD 부가가치 데이터 기준), 팬데믹은 작은 부가가치 구성 요소의 부족도 공급망에 큰 영향을 미칠 수 있다는 것을 보여주었습니다. 특히 비료, 산업용 부품, 자동차 등 다양한 제품의 투입이 중요한 독일 화학산업의 취약성이 우려됩니다. 이러한 충격들의 조합은 기업 수익성에 부담을 주고 투자를 제한하며 궁극적으로 미국 실업률을 높일 것으로 예상됩니다.

마지막으로, 당사는 중국의 경기 침체를 예상하지 않지만 중국의 코로나바이러스 제로 정책과 부동산 부문 경기 침체로 인해 실질 성장에 대한 하방 위험이 있다고 봅니다. 미국, 유럽 및 기타 선진국에 대한 수출 감소는 러시아와의 일부 무역 증가에도 불구하고 성장 목표를 유지하려고 노력하는 중국 정책 입안자들에게 강력한 위험이 될 가능성이 높습니다.

이러한 도전적인 전망에도 불구하고 1) 가계 및 민간 부문 대차 대조표가 평균적으로 강세를 유지하고 있고 2) 인플레이션 환경에서 부채 제약이 덜 구속력이 있으며 3) 금융 위기가 빠르게 긴축되기 때문에 주요DM이 상대적으로 얇은 침체를 겪을 것으로 믿습니다. 금융 상황의 급격한 긴축은 아직 광범위한 은행 자금 조달 시장 스트레스로 이어지지 않았습니다. 그럼에도 불구하고, 최근 영국의 재정 지원책 발표에 따른 글로벌 금융 여건의 긴축은 실물 경제와 금융 시장의 연계성, 금융 시장 사고의 위험이 대규모 선진국에 더 심각한 경기 침체를 초래할 수 있음을 상기시키는 역할을 했습니다.

## 2) 비탄력적인 인플레이션

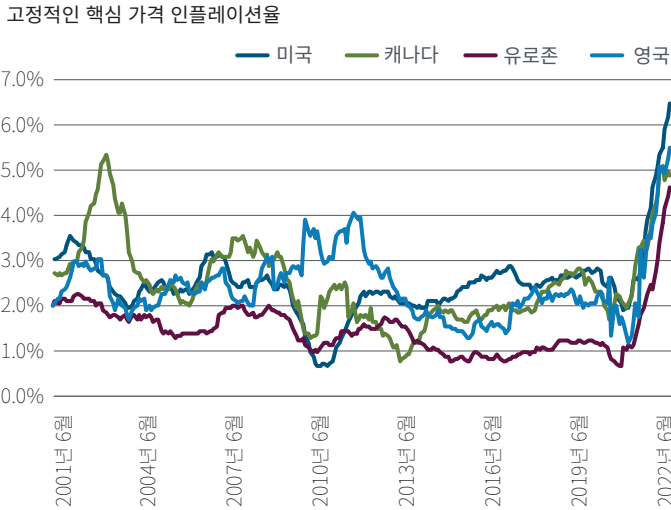
중앙은행 목표치를 상회하는 코어 인플레이션은 이제 확고히 자리 잡은 것으로 보이며 헤드라인 인플레이션은 여전히 당사의 경기주기 전망 지평에 걸쳐 의미 있게 완화될 가능성이 있지만 전보다 더 많은 시간이 걸릴 것으로 보입니다.

소비자들은 정부가 최종 사용자에게 대한 도매 가격 전가를 경감, 그리고 심지어 상한을 설정함에 따라 유로 지역과 영국 전역에서 정도는 다르지만 높은 전력 및 전기 가격의 고통을 체감할 것입니다. 글로벌 원유 가격이 하락한다면 미국, 캐나다 및 호주를 포함한 다른 지역에서 헤드라인 인플레이션을 완화하는 데 도움이 될 것입니다. 확실히, 당사는 경제 주기 범위에서 대부분의 지역에서 헤드라인 인플레이션이 현저하게 완화될 것으로 예상합니다. 그러나 예상되는 조정의 일부는 기술적인 가정을 기반으로 합니다. 당사는 에너지 인플레이션을 예측하기 위해 에너지 곡선 사용합니다. 대부분의 다른 것들과 마찬가지로 선진국의 경기 침체가 우크라이나 전쟁뿐만 아니라 갈색에서 녹색 에너지원으로의 세계적 전환으로 인한 공급 제약과 충돌함에 따라 세계 에너지 가격에 대한 전망은 평소보다 더 불확실해 보입니다.

당사의 관점에서 더 중요한 것은 높은 코어 인플레이션이 단단히 자리잡은 것처럼 보이기 시작했다는 것입니다. 인플레이션 상승은 팬데믹과 관련된 글로벌 상품 생산 차질의 영향을 받는 범주를 넘어 주거지와 서비스를 포함하여 더 주기성을 띄는 가격 바스켓의 구성 요소에도 영향을 미치고 있습니다. 실제로, "비탄력적인" 인플레이션은 일반적으로 주요 선진국에서 급격히 증가하였으며, 미국에서 가장 두드러졌습니다(그림 2 참조). 게다가, 장기 인플레이션 기대치 측정치는 지난 2년 동안 일반적으로 더 높은 경향을 보였고(그림 3 참조), 노동 시장이 타이트해지면서 임금이 상승했습니다. 이는 임금 상승 압력이 저임금, 저숙련 서비스 부문에서 다양한 산업, 직업 및 기술 수준으로 확대된 미국에서 특히 두드러집니다.

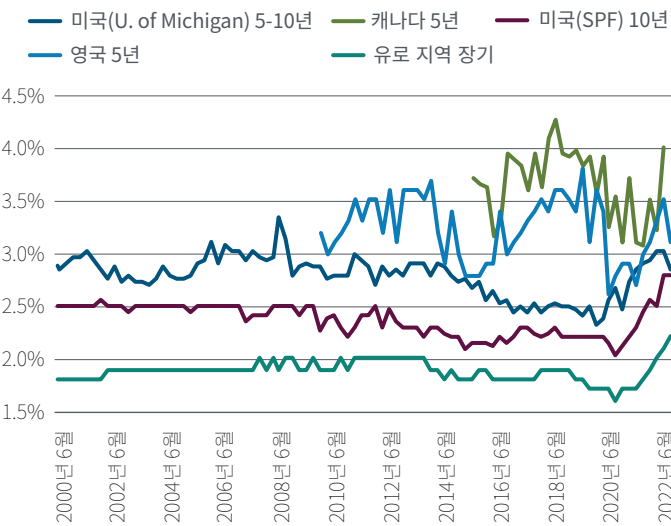
당사의 기본 전망은 중앙 은행이 최근 기대했던 것보다 코어 인플레이션이 진정되는 데 더 많은 시간이 소요될 것으로 보고 있지만, 실질 성장 전망에 대한 하방 위험으로 인하여 평소보다 높은 인플레이션 불확실성과 더 극적인 디스인플레이션 붕괴의 가능성을 보고 있습니다.

그림 2: 일부 선진국에서 코어 인플레이션이 상당히 더 확고히 자리 잡아 비탄력적인 모습을 보이고 있습니다.



출처: 2022년 9월 기준 Haver Analytics 및 PIMCO 계산. "비탄력적인" 가격 바꾸기는 2012년부터 2019년까지 각 국가/지역에서 가장 변동성이 적은 범주를 사용하여 구성됩니다. 방법론은 다음의 Michael F. Bryan과 Brent Meyer의 연구를 기반으로 합니다. "CPI의 일부 가격이 다른 가격보다 더 미래를 반영할까요? 우리는 그렇게 생각합니다." (클리블랜드 연방준비은행, 2010년).

그림 3: 장기 인플레이션 기대치는 일반적으로 더 높은 추세를 보이고 있습니다.



출처: Haver Analytics(2022년 9월 기준). 미국 데이터(미시간): University of Michigan 5~10년 소비자 인플레이션 기대치. 캐나다 데이터: Bank of Canada Survey of Consumer 5년 기대치. 미국 데이터(SPF): 전문 예측가를 대상으로 한 10년 후 CPI 인플레이션 기대치 설문조사. 영국 데이터: Bank of England Inflation Attitudes Survey 5년 소비자 기대치. 유로 지역 데이터: ECB 전문 예측가 설문조사 장기 인플레이션 기대치.

아마도 중앙 은행에게 가장 우려되는 인플레이션은 공급망 복원력을 구축하고 녹색 에너지원으로 전환하려는 세속적인 노력을 배경으로 발생했습니다(2022년 6월 중장기 전망: "회복탄력성을 향해서" 참조). 결국 더 높은 가격은 혁신에 대한 강력한 인센티브를 제공해야 하지만 이러한 세속적인 발전의 주기적 의미는 소비자 물가 인플레이션이 팬데믹 이전의 낮은 수준으로 돌아가는 것을 막는 경향이 있는 더 높은 비용입니다.

3) 통화정책: 더욱 장기간의 긴축

높은 실업률과 완고하게 목표치를 상회하는 인플레이션이 결합되어 중앙 은행가는 어려운 위치에 있지만 현재까지의 전반적인 조치는 인플레이션을 낮추는 데 정확히 초점을 맞추고 있습니다. 인플레이션 기대치 상승에 기여하는 더 높은 인플레이션의 위험은 팬데믹 관련 공급 충격보다 더 광범위한 인플레이션 추세의 맥락에서 더 심각해 보입니다. 그리고 점점 인플레이션이 확대됨에 따라 실질 금리를 중립 수준 이상으로 끌어올리기 위한 추가 통화 긴축 없이 인플레이션이 자체적으로 완화될 것인지는 훨씬 더 명확하지 않습니다. 전반적으로 더 긴축된 재정 상황에도 불구하고 실질 금리는 추가 명목 금리 인상을 주장하면서 현재까지 낮은 수준을 유지하고 있습니다.

유럽중앙은행(ECB)은 공식적으로는 물가안정이라는 단일 의무를 갖고 있지만 고용과 인플레이션 사이에서 가장 힘든 절충안 선택에 직면할 가능성이 높습니다. 주요 경제국 중 유로 지역은 우크라이나 전쟁과 러시아 제재의 여파로 가장 큰 영향을 받으며 가장 큰 GDP 위축을 보일 것으로 예상됩니다. 그러나 서구의 제재(및 러시아의 에너지 공급 중단)가 조만간 철회될 가능성이 없기 때문에 ECB는 이러한 새로운 공급 제약에 직면하여 수요를 제한하는 방향의 통화 정책을 펼쳐야 할 것입니다. 확실히 유럽의 실질 중립 금리 추정치는 다른 선진국보다 훨씬 낮은 수준이며, 이는 ECB가 제한적 통화 정책 기조로 전환하기가 비교적 쉽다는 것을 시사합니다.

미국 연준, 영국은행(BOE), 캐나다은행(BOC) 및 다른 선진국의 중앙은행들은 유사한 절충안 선택에 직면해 있습니다. 그러나 인플레이션이 장기 목표를 훨씬 상회하는 상황에서 정책 입안자들이 제한적인 입장을 취하려 하기 때문에 추가적인 금리 인상이 나올 것으로 보입니다. 이는 특히 BOE가 최근 재정 부양책을 상쇄하기 위한 통화 정책을 펼칠 것으로 예상되는 상황에서 더 두드러질 것으로 보입니다. 미국에서는 연준이 정책 금리를 4.5%~5% 범위로 인상한 다음 긴축 정책이 경제에 미치는 영향을 평가하기 위해 일시적으로 금리를 유지할 것으로 예상합니다(통화 정책과 그 경제적 효과는 가변적인 시차가 존재함을 감안).

충분히 안정화된 금융 환경을 제공하기 위해 궁극적으로 정책 금리를 어디까지 올릴 수 있는지는 금리에 대한 각 경제의 민감도에 달려 있습니다. 최근 주택 시장 실적으로 판단하면 캐나다, 호주, 뉴질랜드의 중앙 은행은 미국, 특히 영국보다 먼저 금리 상승을 멈추는 상황에 도달할 수 있습니다. BOE가 최근 장기 금리의 신속한 조정으로 인한 영국 연금 시스템의 시스템적 위험을 완화하기 위해 대차대조표 축소에서 다시 확대로 전환했음에도 불구하고, 영국에서는 발표된 재정 확장의 결과로 BOE의 정책금리의 종착점은 다른 선진국의 중앙은행들의 금리보다 훨씬 높을 수 있습니다.

---

**인플레이션이 장기 목표를 훨씬 상회하는  
상황에서 정책 입안자들이 제한적인 입장을 취하려  
하기 때문에 추가적인 금리 인상이 나올 것으로  
보입니다.**

---

이 전망의 유일한 예외는 일본 은행(BOJ)입니다. 일본의 인플레이션은 지금까지 놀라울 정도로 낮은 수준을 유지했기 때문입니다. 만약 일본의 인플레이션 역학이 결국 다른 나라들의 발자취를 따른다면, BOJ가 그에 따라 정책을 조정할 것으로 예상합니다. 그러나 현재로서는 임금 상승 압력이 여전히 약한

상태에서 BOJ는 수년에 걸쳐 지속적으로 목표치를 하회하는 일본의 인플레이션에 적응한 일본 인플레이션 기대치를 고정시키는 데 계속 집중할 가능성이 높습니다.

당연히 이러한 통화정책 전망은 경착륙의 위험 또한 높입니다. 당사의 기본 전망에 얽은 경기 침체가 포함되지만 중앙 은행이 거침없는 이자율과 대차 대조표 조절 수단을 사용하여 수요를 둔화시켜야 하는 환경에서 금융 시장 사고 또는 채권 시장의 갑작스러운 위기의 위험이 높아지는 경향이 있습니다. 이러한 2차 효과는 이미 시장이 강조된 후야 체계적인 금융 시장 연계가 분명해지기 때문에 사전에 예측하기 어렵습니다.

### 다음 경기 침체: 알지만 더 오래 간다

당사의 기본 전망은 선진국 전반에 걸친 얇은 경기 침체이며, 당사는 또한 성장이 빠르게 추세 이상의 속도로 회복될 것으로 기대하지 않는다. 인플레이션이 중앙은행의 목표치를 훨씬 상회하고 있고, 팬데믹 이후 재정 적자와 부채가 상당히 높아지면서 경제 활동 감소에 대한 재정 정책 대응도 더 둔해질 것이며, 따라서 성장은 다소 감소된 후에 한동안 추세를 밀들며 부진한 상태를 유지할 것입니다. 낮은 인플레이션은 높은 실업률로 상쇄되기 때문에 경제고통지수는 정점에 도달하더라도 좀 더 편안한 수준에 도달하는 데 시간이 걸릴 수 있습니다.

당사는 유럽과 영국의 재정 완화가 경기 침체 속에서 경제를 완충할 것으로 기대하지만, 중앙 은행이 추가적인 인플레이션 압력에 대응할 가능성이 있는 점을 감안할 때 경기 침체를 피하기에는 충분하지 않으며 성장을 다시 이후 추세 위로 끌어올릴 수 있는 가능성도 희박합니다. 한편, 미국에서는 인플레이션 상승에 대한 초당적 우려를 감안할 때 단기적으로 약간의 추가적인 재정적 지원만 가능할 것으로 보입니다.

중앙 은행의 긴축적인 정책과 결합된 이러한 재정 정책은 경기 순환적인 성장에 좋은 소식은 아니지만 인플레이션을 극복하는 데 필요한 것입니다. 팬데믹은 인플레이션이 화폐적 현상일 뿐만 아니라 재정적 현상임을 분명히 보여주었습니다.



## 투자 시사점

만기 전반에 걸친 더 높은 금리로 인해 이제 채권 투자의 경우 더 매력적이라고 생각합니다. 당사는 고품질의 채권 시장이 이제 장기 평균과 훨씬 더 일관된 수익률을 제공할 것으로 예상할 수 있다고 믿으며 대부분의 시장에서 수익률 곡선의 앞쪽 단기 부분은 이미 충분한 수준의 통화 긴축을 반영한 가격을 책정하고 있습니다. 당사는 채권 시장의 증가하는 가치를 활용할 수 있는 풍부한 투자 기회를 보고 있습니다. 예를 들어, 투자자는 고품질 벤치마크 수익률에 대한 익스포저(지난 1년 동안 크게 증가함)를 고품질 스프레드 섹터에 대한 선별적 익스포저와 결합하여 적극적인 운용을 통해 잠재적 알파를 추가할 수 있습니다. 당사의 경기주기 전망에 비추어 볼 때 수익 잠재력이 매력적이며, 많은 투자자가 채권으로 복귀함으로써 이에 대한 보상을 받을 수 있다고 믿습니다.

또한, 더 높은 소득 잠재력과 더불어, 현재 이자율은 예상보다 약한 성장 및 인플레이션 결과가 발생하거나 주식 시장이 더 확연하게 약세를 보이는 경우 자본 이득의 잠재력을 제공할 만큼 충분히 높습니다. 당사는 우량 채권과 주식 사이의 양의 상관관계가 음의 상관관계로 회기하여 주식이 하락할 때 일반적으로 가치가 상승하는 우량 핵심 채권의 헷징 특성을 개선할 것으로 기대합니다. 또한 오늘날 채권 시장의 더 높은 금리는 불확실성과 잠재적으로 더 높은 변동성을 기다리는 사람들을 보상하는 데 도움이 됩니다.

---

우리는 이제 고품질 채권 시장이 장기 평균과 훨씬 더 일관된 수익을 제공할 수 있을거라 믿습니다.

---



확실히 인플레이션이 예상보다 더 끈끈하다면 중앙 은행은 현재 가격보다 더 많이 금리를 인상해야 할 수 있으며 경기 침체가 예상만큼 앞다면 정책 입안자들은 경기 부양을 위해 금리 인하를 느리게 할 것입니다. 중앙은행의 “Put”은 지난 10~20년보다 훨씬 더 돈에서 멀리 떨어져 있으며 중앙은행이 흔들리는 시장을 지원하기 위한 정책을 시행할 것이라고 가정하는 것이 평소보다 더 위험해 보입니다. 장기적인 투자 접근은 투자자들이 불확실성을 헤쳐나가는 데 도움이 될 것입니다.

그러나 인플레이션 곡선의 분명한 변화는 성장과 시장 안정성에 대한 우려로 갑작스러운 전환으로 이어질 수 있습니다. 서로 다른 방향으로 움직이는 주식과 채권의 보다 정상적인 패턴이 점차 회복될 것으로 기대하지만, 거시/시장 혼란이 더 큰 경우 채권 및 주식 시장의 상관관계가 갑자기 정상화될 수 있는 특별한 위험이 있습니다. 전환을 견딜 수 있는 유연성과 탄력성이 부족한 포트폴리오의 위험을 증가시킵니다.

### 코어 채권 전략

코어 채권 포트폴리오에서 당사가 다양한 위험 요소에 걸쳐 위험을 줄이고 일부 드라이 파우더를 유지하기 위해(즉, 유동성을 유지하기 위해) 적극적이고 신중한 결정을 내릴 준비가 된 환경입니다. 유동성 관리는 항상 중요하지만 어렵고 매우 불안정한 시장 환경에서 특히 중요합니다. 당사의 중장기 전망에 따라, 우리는 경제적, 지정학적, 시장 결과의 범위에 걸쳐 탄력적인 포트폴리오를 유지하기 위해 노력할 것입니다.

당사는 고품질 듀레이션 및 고품질 스프레드 자산에서 새로운 가치를 봅니다. 듀레이션과 스프레드 포지셔닝 모두에서 포트폴리오에 위험을 추가할 수 있는 좋은 기회가 주기적으로 나타날 것으로 예상하지만, 단기적으로는 두 가지 모두에 대해 매우 주의할 필요가 있음을 강조합니다.

듀레이션에서 당사는 벤치마크를 갖는 포트폴리오에서 중립에 가까울 것으로 예상합니다. 현재 듀레이션은 대체로 적정가치로 보이며 대부분의 글로벌 시장에서 예상 범위의 중간에 있다고 봅니다. 단기 인플레이션 위험을 감안할 때 일부 경우 듀레이션에서 작은 비중 축소를 실행할 수 있지만 전반적으로 듀레이션에 대한 확신은 낮습니다. 당사는 포트폴리오를 과도한 이자율 위험에 노출시키지 않고 채권 시장에서 매력적인 수익을 추구할 수 있다고

믿습니다. 일본 BOJ는 특별한 경우로, 시간이 지남에 따라 수익률 곡선 통제에서 벗어날 것을 감안하여 포지셔닝하는 일부 전략에서 의미가 있습니다.

### 모기지담보부증권(MBS)

당사는 밸류에이션과 연준의 대차대조표에서 낮은 쿠폰 모기지의 큰 비중을 감안할 때 낮은 쿠폰 모기지보다 높은 쿠폰을 선호하는 Agency MBS에서 비중확대 포지션을 가질 것으로 예상합니다. Agency MBS는 상대적으로 매력적인 스프레드, 높은 수준의 탄력성 및 우수한 유동성을 제공하는 AAA 등급 자산입니다. 연준이 (단순히 원금 재투자 금액을 제한하는 것과 대조적으로) 양적 긴축 프로세스의 일환으로 대차대조표에서 저금리 모기지를 판매하기 시작할 위험이 있지만, 당사는 현재 어려운 경제 환경에서 그러한 위험이 현실화될 것으로 생각하지 않습니다.

### 공모 및 사모 크레딧 및 구조화 상품

스프레드 자산과 관련하여 당사는 불확실성과 경기 침체 위험을 감안한 단기적으로는 조심스러운 접근과 장기적으로는 스프레드 확대가 있더라도 디폴트의 가능성은 낮은 우량하며 탄력적인 자산 사이의 균형을 달성하기 위해 노력할 것입니다. 여기에는 다양한 고품질 구조화 상품 자산, 고품질 투자 등급 채권, 고품질 금융섹터 채권 및 다양한 경제적 약조건에 대해 충분한 대차 대조표 복원력이 있다고 믿는 일부 하이일드 크레딧이 포함됩니다. 당사는 일반 기업 크레딧의 비중을 축소할 것으로 예상하고 있습니다.

또한, 경기주기에 매우 민감한 크레딧 시장 영역을 피하기 위해 노력할 것입니다. 여기에는 취약한 신흥국 시장 기업 익스포저, 낮은 등급의 뱅크론, 낮은 신용등급의 차용인이 더 높은 부채 상환 비용을 통해 더 높은 중앙 은행 정책 금리의 직접적인 영향에 직면하여 실적 악화 가능성이 있는 사모 크레딧 시장 부문이 포함됩니다.

당사는 예상되는 실제 경제 및 금융 시장 변동성이 인내심과 새로운 자본을 가진 투자자들에게 믿을 수 없을 정도로 매력적인 기회로 이어질 것이라고 믿습니다. 사모 자산과 공모 자산 가치 평가 간의 격차는 여전히 극심하지만, 사모 시장이 조정되고 기업 크레딧 및 부동산 분야 전반에 걸쳐 도전 과제가 분명해짐에 따라 잠재적으로 엄청난 수익을 창출할 수 있는 엄청난 기회가 발생할 것입니다. 이것은 당사의 가장 확신에 찬 견해 중 하나입니다.

**통화 및 신흥시장**

통화에 대해 당사는 미국 달러의 큰 포지션을 피하면서 달러의 값비싼 밸류에이션(다음 분기에 달러 가치가 최고조에 달할 것으로 예상함)과 글로벌 성장 둔화 속에서 지속적인 질적 위험의 균형을 맞출 것입니다. 그러나 당사는 미국 달러에서 상대적 가치 거래를 위한 좋은 기회를 찾을 것으로 기대합니다.

당사는 경제 주기의 현 단계에서 그리고 연준의 금리 최종 목적지에 대한 불확실성을 고려할 때 신흥국(EM) 익스포저에 대해 조심하는 경향이 있습니다. 그러나 EM 투자는 매우 광범위한 기회를 제공합니다. 유사한 선진국 채권 대비 높은 실질 이자율과 상당한 수준의 스프레드는 정치적 및 지정학적 변동성에 어느 정도 완충을 제공합니다. 또한 신흥국의 하위 집합에서 비체계적 가치가 창출되었다고 믿습니다. 이를 통해 선진국과 중국에서 발생하는 충격을 흡수하는 신흥국 국가 간의 다양한 경로를 활용하려는 적극적인 운용 접근 방식이 가능합니다.

**원자재 및 인플레이션 연동 채권**

원자재 시장은 광범위한 시장이 직면한 문제의 진원지입니다. 그럼에도, 원자재는 인플레이션 위험에 대한 강력한 헤지를 제공합니다.

서로 충돌하는 경기 침체와 지속적인 공급 제약은 상품 가격 전망에 상당한 불확실성을 야기합니다. 파이프로 연결된 천연 가스 공급의 급격한 감소는 소비자 인플레이션의 강력한 촉매제일 뿐만 아니라

전력, 석탄, 비금속, 석유 및 비료와 같은 다른 상품 시장으로 직접 전달되었습니다. 농부들에게 비용을 지불하고 면적 확장에 대한 인센티브를 줄입니다. 러시아가 가스 및 전력 시장에 충격을 줄 수 있는 능력은 이미 큰 공급 감소를 감안할 때 줄어들지만, 선적 보험에 대한 제한을 포함한 석유 무역에 대한 다가오는 제재는 러시아 공급을 더욱 낮추게 할 가능성이 있습니다. 지난 20년 동안 가장 낮은 수준에 가까운 OPEC+ 여유 용량으로 러시아 공급의 손실은 여기에서 유가를 뒷받침할 것입니다. 블룸버그 상품 지수(Bloomberg Commodity Index)와 같은 상품 지수는 현재 2022년 9월 기준으로 10%를 초과하는 양의 캐리를 제공합니다(순방향 곡선이 주기적인 범위에서 상품 가격의 상당한 하락을 이미 할인하고 있음을 의미합니다). 상품이 전체 인플레이션에 미치는 영향과 중앙은행 정책에 미치는 영향을 고려할 때 상품 익스포저를 인플레이션 위험에 대한 헤지 수단으로 사용하는 경우는 거의 없었습니다.

당사는 또한 장기 미국 재무부 인플레이션 보호 증권(TIPS)에 대한 적절한 배분이 합리적인 가치로 인플레이션을 헤지하는 데 도움이 될 것으로 예상합니다.

**자산 배분 및 주식**

자산 배분 포트폴리오에서 전체 주식 베타 위험을 축소할 것으로 예상합니다. 시차 밸류에이션과 현재 진행 중인 중앙은행 긴축 정책과 경기 침체 위험 증가와 아직 충분히 반영되지 않은 것으로 보이는 컨센서스 수익 기대치를 감안할 때 글로벌 주식 시장의 하방 위험이 있습니다. EPS(주당 순이익)의 하향 조정과 함께 어닝 멀티플의 하락이 예상됩니다. 기업은 수요가 서서히 줄어들고 비용 압박이 지속되어 마진 축소가 위협받는 극도로 어려운 환경을 헤쳐나가야 합니다. 이러한 환경에서 당사는 더 경기 순환적인 섹터의 비중을 줄이고 대차 대조표가 깨끗하고 방어적인 섹터에 노출되어 있는 합리적인 밸류에이션의 고품질 기업을 선호합니다.

**모든 투자** 위험을 포함하고 가치를 잃을 수 있습니다. **채권 시장** 투자는 시장, 이자율, 발행자, 신용, 인플레이션 위험 및 유동성 위험을 포함한 위험에 노출됩니다. 대부분의 채권 및 채권 전략의 가치는 이자율의 변화에 영향을 받습니다. 듀레이션이 더 긴 채권 및 채권 전략은 듀레이션이 더 짧은 것보다 민감하고 변동성이 큰 경향이 있습니다. 채권 가격은 일반적으로 금리가 상승함에 따라 하락하며 저금리 환경에서는 이러한 위험이 증가합니다. 채권 거래 상대방 능력의 감소는 시장 유동성 감소 및 가격 변동성 증가에 기여할 수 있습니다. 채권 투자는 상환될 때 원래 비용보다 많거나 적을 수 있습니다. **상품** 시장, 정치, 규제 및 자연 조건을 포함하여 위험이 높으며 모든 투자자에게 적합하지 않을 수 있습니다. **주식** 실제 및 인지된 일반 시장, 경제 및 산업 조건으로 인해 가치가 하락할 수 있습니다. **외국 표시 및/또는 거주 증권** 투자는 환율 변동으로 인한 위험 증가와 신흥 시장에서 증가할 수 있는 경제적, 정치적 위험을 수반할 수 있습니다. **환율** 단기간에 크게 변동할 수 있으며 포트폴리오의 수익을 감소시킬 수 있습니다. **모기지 및 자산 담보부 증권** 이자율 변화에 민감할 수 있으며 조기 상환 위험이 있으며 일반적으로 정부, 정부 기관 또는 민간 보증인이 지원하지만 보증인이 그 의무, 기관 및 비기관 모기지 담보부 증권에 대한 언급은 미국에서 발행된 모기지를 나타냅니다. **ILB(물가연동채권)** 정부에서 발행하는 고정수익증권으로 물가상승률에 따라 주기적으로 원금가가 조정됩니다. ILB는 실질 이자율이 상승하면 가치가 하락합니다. TIPS(Treasury Inflation-Protected Securities)는 미국 정부에서 발행하는 ILB입니다. **사모 신용** 비유동성 위험에 노출될 수 있는 비공개 거래 증권에 대한 투자가 포함됩니다. 개인 신용에 투자하는 포트폴리오는 레버리지가 될 수 있으며 투자 손실 위험을 증가시키는 투기적 투자 관행에 참여할 수 있습니다. **다각화** 손실을 보장하지 않습니다.

**알파**는 포트폴리오의 변동성(가격 위험)과 위험 조정 성과를 벤치마크 지수와 비교하여 계산된 위험 조정 기준에 따른 성과 측정치입니다. 벤치마크에 대한 초과 수익은 알파입니다. **베타**는 시장 움직임에 대한 가격 민감도의 척도입니다. 시장 베타는 1입니다. **롤다운**은 상승하는 수익률 곡선을 가정할 때 채권이 만기에 가까워짐에 따라 실현되는 수익률의 한 형태입니다.

본 자료에서 언급된 “저평가(cheap)” 및 “고평가(rich)”라는 단어는, 일반적으로 증권 또는 자산군의 과거 평균과 투자 운용사의 미래 예측에 비해 상당히 저평가 또는 고평가되었다고 간주되는 경우에 사용됩니다. 미래 결과 또는 특정 증권의 밸류에이션이 이익을 보장하거나 손실로부터 보호해줄 것이라는 보장은 없습니다.

특정 유가증권 또는 유가증권 그룹의 신용등급은 전체 포트폴리오의 안정성 또는 안전을 보장하지 않습니다. 개별 발행사/발행기관의 신용등급은 발행사/발행기관의 신용도를 표시하기 위해 제공되며, 일반적으로 S&P, Moody's, 및 Fitch 각각에서 AAA, Aaa, or AAA (최상)에서 D, C, 또는 D (최저)의 범주를 가집니다.

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.

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 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 Limited는 홍콩 증권선물거래(Securities and Futures Ordinance) 상의 1,4,9 유형 규제 활동에 대하여 홍콩증권선물위원회(Securities and Futures Commission)의 인가를 받았습니다. **PIMCO Asia Limited**는 한국 금융감독위원회에 cross-border 일임투자운용사로 등록되었습니다 (등록번호 08-02-307). 자산운용 서비스 및 투자 상품에 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 L.P.의 상표권입니다. ©2022, PIMCO.