

작성자:

Jon Maier
Michelle Cluver, CFA
Shannon Ahern, CFA

날짜: 2022년 12월 13일

2023년 전망: 적절한 균형이 중요

2022년의 시장 분위기는 연방준비위원회(연준)의 말 한마디 한마디에 따라 달라졌는데 2023년에도 이런 상황이 반복될 것으로 보입니다. 연준에게 2023년도에 달라지는 것은 인플레이션 억제와 확산되는 경기 침체 간에 균형을 찾아야 한다는 것입니다. 시장은 경기 침체가 심각해지지는 않더라도 장기화될 가능성이 있다고 보고 있습니다. 2022년에는 미국 경제가 탄탄한 소비로 인해 꽤 잘 버텼지만, 소비가 둔화되고 고용 시장이 침체되는 등 균열 징후를 보이기 시작했습니다. 항상 앞서가는 시장은 경제 데이터가 개선되기 전에 바닥을 치는 것이 일반적입니다. 올 초부터 지금까지 S&P 500 지수의 선행 PE 비율이 하락했고 경제 성장에 대한 불확실성이 밸류에이션에 부정적인 영향을 미치면서 몇몇 배수들이 더 하락할 수 있습니다.

연준은 인플레이션이 통제되는 듯하면 이자율 인상을 멈출 것이고 이는 시장이 바닥을 치는 시점과 일치할 가능성이 높습니다. 시장이 금리 인상이 잠시 중단되길 희망하는 상황에서 연준의 기조가 금리 대폭 인상에서 최종 금리에 도달한 것으로 바뀌면 포트폴리오 포지셔닝에 있어서 매우 중요한 순간이 올 것입니다. 하지만 단순히 희망만 품고 있는 것은 당사가 지지하는 투자 전략이 아닙니다. 이러한 시장 환경에서 생각이 왔다 갔다 하는 것은 이해할 수 있지만 보통은 침착하게 투자하는 사람이 좋은 성과를 냅니다. 성장 기회는 '이상적'인 시장 조건에서만 잡을 수 있는 것이 아니며, 최고의 투자는 혼란의 시기에 이루어지기도 합니다.

포트폴리오 포지셔닝: 상승장과 하락장이 오가는 가운데서도 혁신은 멈추지 않아

이렇게 어려운 거시 경제 환경으로 인해 투자자들은 단기적 변동성과 장기적 기회 사이에 균형을 찾아야 하는 상황에 몰렸습니다. 단기적으로 시장은 불안정한 상태를 보일 것으로 예상됩니다.

- 당사는 현금 흐름이 탄탄한 우량 기업을 선호합니다. 경기 수축 강도의 심화, 유동성 감소, 실적 성장 하락의 위험이 모두 위험 자산에서의 유의미한 회복을 제한하는 요인이 될 수 있습니다.
- 미국 소비자 건전성은 인플레이션이 심해지고 고용 시장이 약세를 보이면서 악화될 가능성이 있습니다. 이러한 조건들은 의료, 필수 소비재, 유틸리티와 같은 경기 방어적 부문에 유리하게 작용하는 반면, 임의 소비재와 같은 경기 순환 부문에 부정적인 영향을 미칠 것입니다.
- 전 세계적으로 미국 달러 가치가 정점에 다다른 것이 매력적인 기회를 만들어 낼 수 있습니다. 중국은 코로나19 봉쇄를 풀고 점차 국경을 재개방하기 시작하면서 주목을 받고 있으며, 이러한 재개방이 경제 성장의 원동력이 될 수 있습니다. 유럽이 많은 양의 에너지를 비축해 두었다는 점으로 인해 투자 심리가 살아날 수 있습니다.
- 자산군 간의 상관관계 감소로 인해 변동성 헤지 수단으로서 채권이 혼합형 포트폴리오에서 갖는 위치를 강화할 수 있습니다. 중앙은행들이 금리 인상 속도를 늦춤에 따라 채권 상품 중 만기가 긴 상품의 전망이 개선될 수 있습니다. 하지만 2023년 상반기에도 정책 금리가 최종 금리까지 인상되는 동안에는 계속 힘든 상황을 겪을 것으로 예상됩니다.

경기 둔화 속에서도 우리는 패러다임을 뒤흔드는 신기술, 변화하는 소비자 행위, 비즈니스



모델에서 나타나는 변화들, 인간이 물리적 환경과 상호작용하는 방식의 변화가 일어나는 전대미문의 시대를 살아가고 있습니다. 올해 성장 주식의 하락은 장기 투자자들에게 기회이며 특히 인플레이션이 감소하고 금리 인상 속도가 줄어들음에 따라 더욱 그럴 것입니다.

당사는 사이버 보안, 청정에너지, 리튬, 미국 인프라 개발과 같은 테마를 선호하며 이러한 분야에 대한 수요는 전 세계적인 경제 성장 둔화에도 불구하고 계속 높아질 것입니다.

- **사이버 보안:** 2022년 3분기에 사이버 공격이 모든 산업 부문에서 전년 대비(YoY) 28% 증가하였습니다. 이러한 추세는 클라우드 채택률과 엔드포인트 기기의 침투율이 높아지고 지정학적 갈등이 지속되면서 계속될 것으로 예상됩니다.¹ 이러한 압력 요인들로 인해 기업과 정부 차원의 지출이 더욱 커질 가능성이 있습니다.
- **청정에너지:** 인플레이션 감축법(IRA)으로 인해 미국 기후 변화 완화를 지원하는 데 투입되는 금액이 거의 3,700억 달러에 달할 것입니다. 전 세계가 넷제로 배출을 목표로 한 조치를 취함에 따라 클린테크와 재생 에너지의 채택을 가속화하는 것이 매우 중요해졌습니다.
- **리튬:** 2022년 11월, 중국의 배터리 등급 탄산리튬 가격이 사상 최고 수준인 톤당 85,058달러를 기록하면서 불과 한 달 전에 세워졌던 기록이 무색해졌습니다.² 리튬 가격 동향은 일반 자동차에서 전기차로의 전환이 지속되는 상황과 밀접하게 연관되어 있습니다. 리튬 가격이 상승하면서 관련 채굴 기업들의 매출과 이익이 증가하고 있습니다.
- **미국 인프라 개발:** 2021년의 ‘인프라 사업’은 지나갔을지 모르지만 한풀 꺾인 분위기 속에서 매입 장세가 시작될 가능성이 있습니다. 2021년의 초당적 인프라 법안은 향후 10년간 인프라에 지출될 것으로 추산되는 2조 6,000억 달러 중 1조 2,000억 달러를 차지할 뿐이며 민간 부문의 투자자 부족한 자금을 조달하는 데 도움이 될 것입니다.³

감속, 일시 중단, 방향 전환: 연준의 다음 동향에 대한 투자자 가이드

인플레이션과 고용, 제조, 신용이 연준의 금리 기조에 영향을 미칠 수 있는 단기 변수입니다. 연준은 2023년 상반기까지 계속 금리를 인상한 다음 한 해 동안 계속 더 높은 수준으로 유지할 것으로 예상됩니다. 미국의 최종 금리는 5%대까지 인상될 것으로 예상되며 시장은 2023년도 금리 인상을 느린 속도로 반영하기 시작할 것입니다. 최종 금리에 다다랐다는 이유로 투자자가 낙관적 시각을 가질 수 있게 되더라도 여기에는 경제 성장 둔화라는 비용이 따릅니다.

아래의 표는 인플레이션과 고용, 제조 그리고 신용에 대해 당사가 예상하는 방향을 기재한 것입니다. 감속, 일시 중단, 방향 전환이라는 연준의 금리 대응 가능성에 대해서도 설명합니다. 다음 섹션에서 이러한 영역 각각에 대해 상세히 다룹니다.

거시 부문	당사의 예상	연준이 내릴 수 있는 결정
인플레이션	주거비와 같은 기초 가격은 높은 수준을 유지할 수 있지만 인플레이션은 점진적으로 하락.	감속 미국의 인플레이션 둔화가 금리 인상 속도의 하락과 동시에 일어날 가능성이 있음.
고용	실업 급여 청구 건수와	감속



	<p>실업률이 증가하고 급여와 임금이 하락하며 퇴직률이 하락할 수 있음. 고용 조건이 악화되면서 소비에 부정적인 영향을 미칠 수 있음.</p>	<p>금리 인상이 고용에 미치는 효과가 시차를 두고 나타나는 탓에 금리 인상 속도가 늦춰질 가능성이 있음. 이로써 연준이 인플레이션과 고용이 동시에 하락하는지 여부를 판단할 시간을 가질 수 있음.</p>
제조	<p>신규 주문과 고용이 줄고 전반적인 제조 여건이 악화될 수 있음. 달러 강세가 수출에 부정적인 영향을 미치고 국내 수요 약화로 인해 생산이 줄어들 수 있음.</p>	<p>일시 중단</p> <p>연준은 새로 유입되는 데이터를 평가할 시간을 벌면서 금리 인상 기조를 계속 유지할 가능성이 있음. 금리 인상을 일시적으로 중단하면 달러 가치가 하락하여 수출에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음.</p>
신용	<p>장시간에 걸쳐 가계 부채가 상승하고, 회사채 신용 스프레드가 확대되며, 채무 불이행이 증가하고, 상공업 대출의 성장이 축소될 위험.</p>	<p>방향 전환</p> <p>연준이 신용 위기를 피하기 위해 정책 기조를 바꿀 가능성이 있음. 현재 소비자 및 기업의 재무 상태가 모두 건전하다는 점을 고려하면 당사는 이러한 시각을 기본적으로 고려하지 않고 있음. 하지만 신용 여건이 악화하면 경제 내의 자본 이동이 줄어들 수 있음. 이는 유동성에 부정적인 영향을 미치고 자금 압박을 초래할 수 있음.</p>

인플레이션: 점진적인 하락이 예상되지만, 주거비 위험은 여전

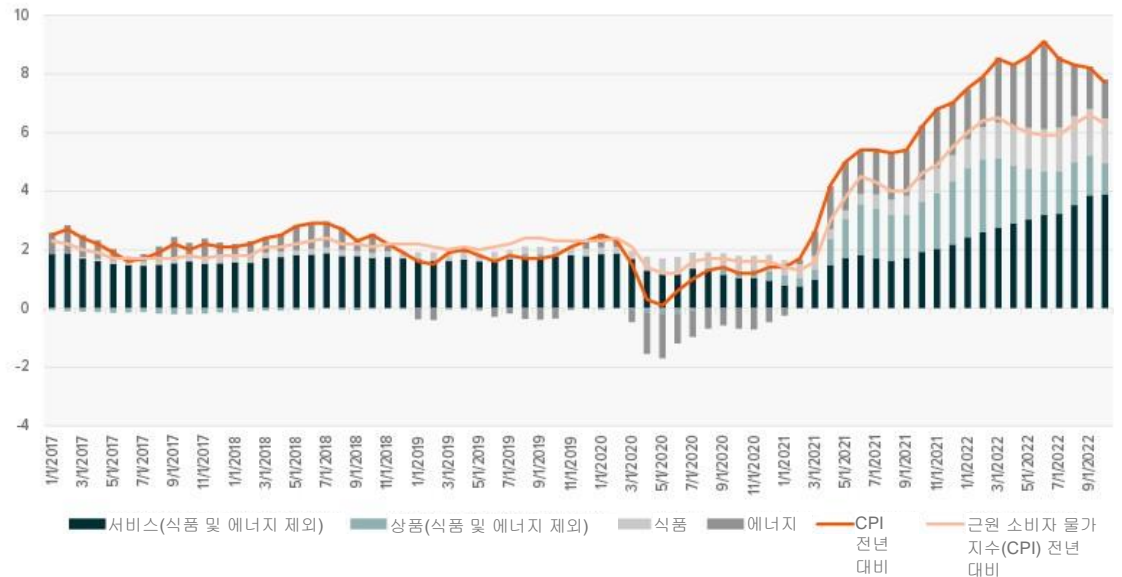
미국의 총인플레이션율이 지난 2년간 급상승한 결과, 전 세계 총인플레이션율인 9%보다 조금 낮은 수준인 7.7%가 되었습니다.⁴공급망 정상화, 배송 비용 하락, 유가 및 원자재 가격 하락으로 기저 효과가 줄어든 가운데 2023년에는 전 세계적으로 인플레이션이 점차적으로 줄어들 것으로 예상됩니다. 미국의 경우, 임금 상승이 인플레이션 속도를 따라가지 못했고 인플레이션 정상화에 대한 기대감으로 인해 임금 인상 협상 움직임이 잠잠해졌습니다.⁵이것이 물가-임금의 악순환적 상승 위험을 줄이는 데 도움이 될 가능성이 있다고 생각합니다.



아래 차트를 보면 처음에 에너지와 상품이 미국 인플레이션 압력 상승의 가장 큰 원인이 된 것을 알 수 있습니다. 공급망 혼란으로 인해 수요와 공급의 심각한 불균형이 더 악화되었습니다. 공급망 문제가 해결되고 전 세계 국경이 다시 열리면서 소비자들은 서비스로 지출 대상을 바꾸었습니다. 작년 한 해 동안 서비스 인플레이션이 헤드라인 인플레이션의 31% 수준에서 50% 수준으로 상승하였습니다.⁶ 임금 상승이 서비스 비용에 직접적인 영향을 미치면서 서비스 인플레이션이 물가-임금의 악순환적 상승 위험에 더 취약해졌습니다.

CPI 결정 요인

출처: Bloomberg, 2022년 10월 31일 기준 미국 노동통계국 데이터

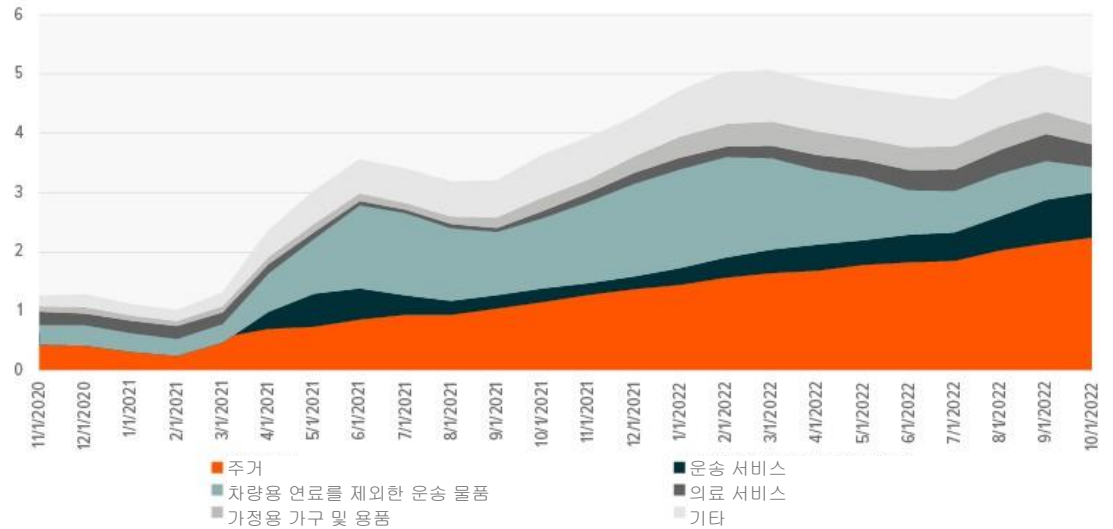


주거는 소비자 물가 지수(CPI) 바스켓의 40%를 차지하기 때문에 미국 인플레이션과 관련하여 가장 심각한 우려 사항 중 하나입니다. 주거비는 10월에 일 년 전보다 6.9% 상승하여 1982년 이후 가장 높은 연간 수준을 기록하였으며 월별 CPI 상승분의 반 이상을 차지하였습니다.⁷ 미국 주택 시장은 둔화되기 시작했지만, 임대료는 높은 주택 가격과 모기지 금리로 인해 높은 수준을 유지할 수 있습니다.

식품과 에너지가 향후 인플레이션에 대한 기대치 형성에 중요하게 작용하는 경향이 있음을 고려하면 이 역시 모니터링해야 할 핵심 요소들이며, 이는 자체 충족될 수 있습니다. 러시아와 우크라이나의 전쟁은 원자재 공급을 엉망으로 만들면서 전 세계 에너지 및 식품 가격의 급등을 초래하였습니다. 전쟁이 종식될 기미가 보이지 않는 상태에서 식품과 에너지 가격은 계속 높은 수준을 유지하고 변동성도 계속될 것으로 예상됩니다.

근원 CPI 결정 요인

출처: Bloomberg, 2022년 10월 31일 기준 미국 노동통계국 데이터



고용: 정리 해고 늘면서 냉각 신호

미국의 탄탄한 고용 시장은 인플레이션 상승의 원인 중 하나였습니다. 11월 미국 경제의 일자리 증가 건수는 263,000개로, 대략 이전 달과 비슷한 수준이며 레저와 접객, 의료를 비롯한 서비스 중심 영역에서의 증가에 힘입은 것입니다.⁸ 구인 건수 대 실업자 비율은 20여 년 최고 수준에 가까운 상태를 유지하고 있습니다. 하지만 고용 시장에 이러한 추세가 누그러지고 있다는 신호가 나타나기 시작했습니다. 11월에 구인 건수가 조금씩 감소하기 시작했고 직업 전환자들의 임금 상승폭이 둔화되었습니다.⁹ 인력 수급 균형이 개선된 점이 임금 상승 둔화로 이어지면서 금리 인상 속도가 느려져야 한다는 당위성을 뒷받침하고 있습니다. 고무적인 점은 미국 노동통계국의 데이터에 따르면 접객 및 레저, 음식 서비스, 소매, 제조 분야의 임금 상승이 점점 수준에서 둔화되기 시작했다는 것으로, 이로 인해 인플레이션 압박이 줄어들 가능성이 있습니다.

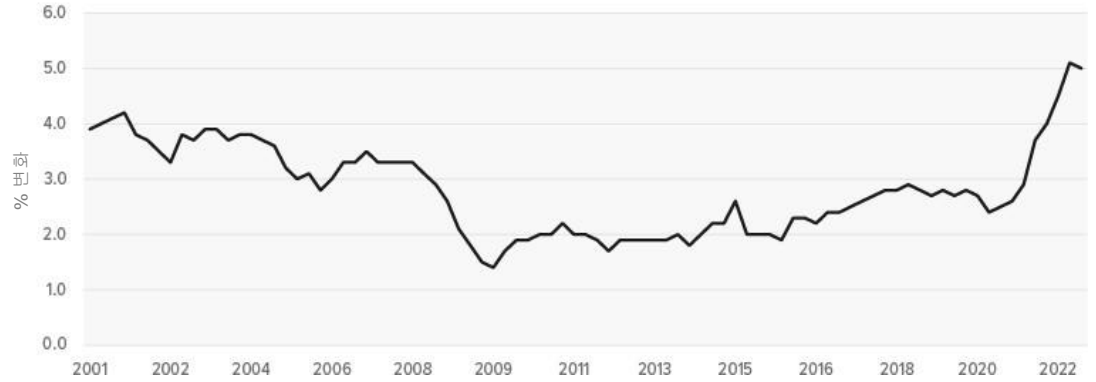
기업들이 효율적인 운영에 주력하면서 2023년에는 실업률이 올라갈 것으로 예상됩니다. 3분기 어닝 시즌 동안 S&P 500 기업들의 이익률이 5분기 연속으로 하락한 것으로 나타났습니다.¹⁰ 근로 시간당 평균 비용 수준을 분기별로 측정한 고용 비용 지수(ECI)가 전년도에는 2.1% 상승한 데 반해 2022년 9월에 끝난 12개월 기간 동안에는 5% 상승하면서 높은 임금이 이익률을 갉아먹고 있습니다.¹¹

전체적으로 판매 증가가 늘어난 인력과 인력 비용을 따라잡지 못하고 있습니다. 수요가 줄어들 것으로 전망되면서 기업들은 인력을 감축하기 시작했습니다. 11월에는 일자리 삭감과 해고, 정리 해고를 언급한 보도 건수가 2020년 수준을 넘어 급증했습니다. 정리 해고와 채용 동결은 지금까지 대부분 기술 분야의 일자리에서 나타났고, 아래 차트에서 알 수 있듯이 기술 분야의 정리 해고가 지금 속도로 계속된다면 2020년 2분기 수준을 넘을 것으로 예상됩니다.

총보수의 12개월 백분율 변화

기업이 더 높은 고용 비용에 직면

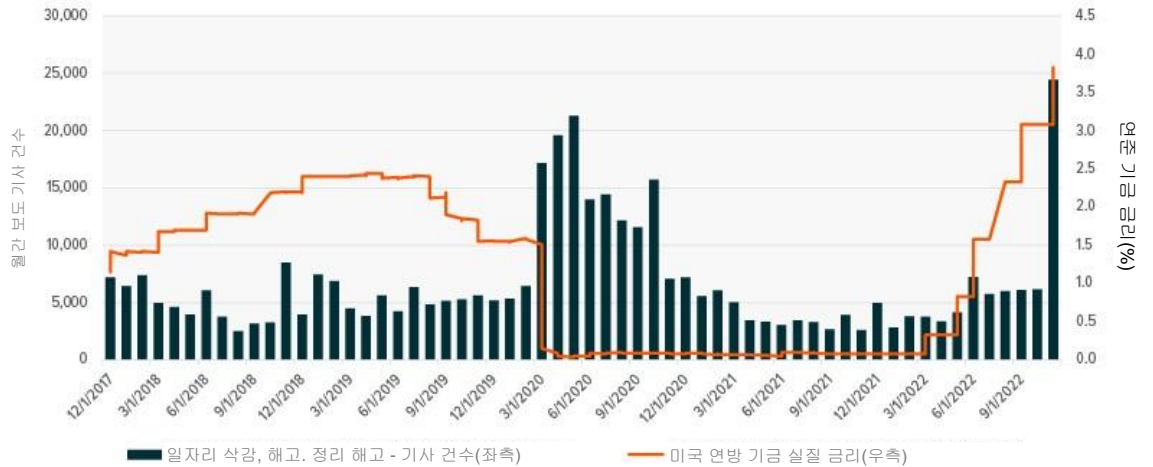
출처: 2022년 9월 30일 기준 미국 노동통계국 데이터



공격적인 금리 인상 상황에서의 일자리 삭감

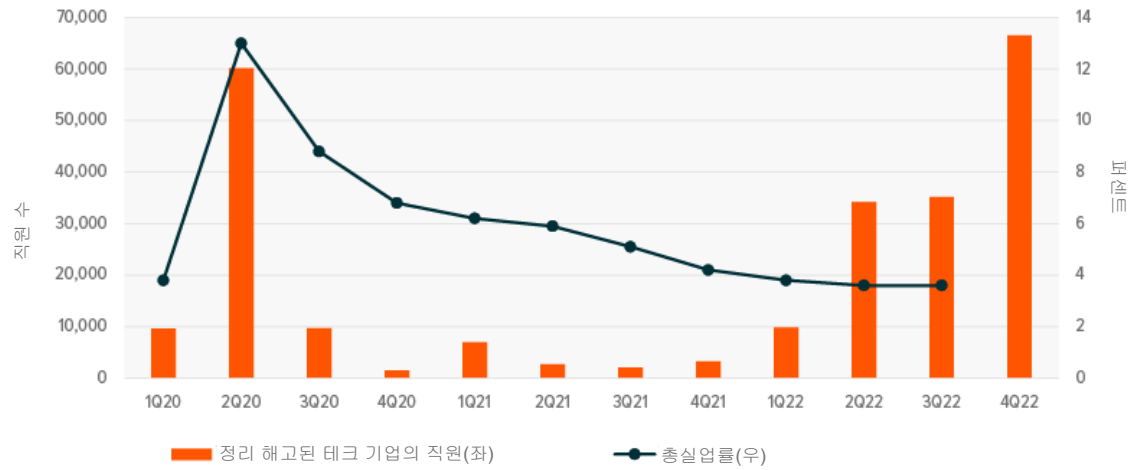
일자리 삭감, 해고, 정리 해고를 언급한 보도 기사 증가

출처: 2022년 12월 1일 기준 Bloomberg 데이터



테크 기업의 정리 해고 vs. 실업률

출처: 2022년 12월 8일 기준 FRED 및 정리 해고 참고 추정치



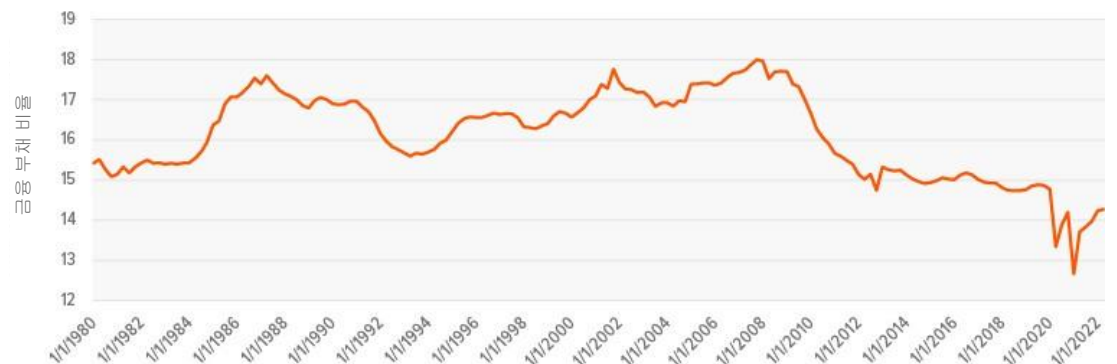
수요에 영향을 미치는 소비의 둔화

2023년 미국 경제 성장에 가장 큰 위험 요소는 고용과 소비의 순환 고리가 될 것입니다. 임금은 인플레이션 속도를 따라가지 못했지만, 팬데믹 기간 중의 과잉 저축이 미국 소비를 떠받쳐 왔습니다. 하지만 개인 저축률이 2005년 이후 최저 수준인 2.3%로 하락하였는데 이는 지난 10년간의 평균 저축률을 큰 폭으로 밑도는 수치입니다.¹² 하지만 전체적으로 가계 부문은 건전한 재무 상태로 경기 둔화를 맞이하고 있습니다. 아래의 차트는 총가처분소득에서 가계 부채 상환액이 차지하는 비율을 측정하는 금융 부채 비율이 증가 추세에 있음을 보여주고 있습니다. 이 비율이 역사적 평균치와 비교하면 낮은 수준이지만 2020년 이후 기준으로는 최고 수준인 상태입니다. 가계 부문의 부채가 지난 10년간 줄어들었기에 경기 둔화를 견뎌낼 수 있을지도 모릅니다. 하지만 2023년까지 금융 부채 비율이 장기간 증가 추세에 있게 되면 소비자 수요 측면에서나 신용 시장 측면에서나 우려스러운 상황이 될 수 있습니다.

금융 부채 비율이 점점 더 높아지는 중

가계 부채 상환액 / 총가처분소득

출처: 2022년 9월 23일 기준 세인트루이스 연준 데이터



신용 여건 악화는 앞으로 다가올 몇 달간 경기 후퇴 위험을 증폭시킬 수 있습니다. 미국 은행들이 대출 기준을 강화하고 있고 이는 대출 성장을 축소시킬 것입니다. 3분기 어닝 시즌 동안, 몇몇 은행은 그다지 긍정적이지 않은 경제 전망을 내놓았고 더 많은 대손 총당금을 쌓아두었습니다.

재무 여건의 악화는 소비자 및 비즈니스에 영향을 미칠 것입니다. 제조 분야는 2022년에 계속해서 저력을 보여주었지만, 최근의 지표를 보면 전망이 그렇게 밝지만은 않다는 것을 시사하고 있습니다. 미국의 11월 제조 분야 구매관리자 지수(PMI)는 수축 단계에 들어갔으며 수요가 감소할 것이라는 전망이 2023년까지 제조 활동에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상됩니다.

11월의 미국 수출 주문은 국내외의 수요 감소를 반영하며 팬데믹 이후 가장 빠른 속도로 감소하였습니다.¹³ 제조업체들은 설비 가동률과 적체 수준이 떨어짐에 따라 두 달 연속으로 일 자리를 줄였습니다.¹⁴ 한편, 기업 신뢰는 인플레이션에 대한 우려와 소비자의 확신 감소가 낙관론에 부정적인 영향을 미치면서 역사적으로 낮은 수준에 머무르고 있습니다.¹⁵ 이러한 요인들로 인해 기업들은 가격 인하를 통해 재고를 줄이고 있습니다.

미국의 실질 경제 성장 예상치는 악화되었지만, 미국 경제는 대부분의 다른 나라의 경제 상황에 비하면 탄탄한 편에 속합니다. 높은 에너지 비용과 에너지 부족 위험이 2022년 유럽의 상황에 부정적인 영향을 미쳤습니다. 겨울로 접어들면서 유럽의 높은 에너지 비축량 덕분에 단기적인 위험은 줄어들었지만 에너지 자립도 개선은 여전히 투자에 주력해야 할 영역으로 남아있습니다. 중국 역시 나름대로 어려움을 겪고 있지만 코로나19 제한 조치가 풀리거나 완화될 가능성이 있어 중국의 수요가 크게 증가할 수 있습니다. 이는 유럽과 미국 모두 경제 활동이 위축되는 경우 전 세계의 성장을 떠받칠 수 있는 만능 카드가 될 것입니다.

경기 후퇴 위험의 증가로 방어적인 포지셔닝을 취해야 할 필요가 커지겠지만 달러 강세가 누그러지면서 전 세계에 기회가 열릴 것입니다. 이는 포트폴리오 다각화가 매우 중요한 환경이라는 뜻입니다. 당사는 채권 익스포저의 만기를 짧게 유지하고 있지만 조금씩 긴 만기의 익스포저를 추가하기 시작했습니다. 금리 인상 사이클의 마지막 단계에서 채권에 역풍이 올 수도 있지만 올해의 재설정 수익률로 인해 앞으로 60:40 포트폴리오를 위한 환경이 개선될 가능성이 있습니다. 자산군 간의 상관관계가 정상화되면서 여러 기회가 생겨날 가능성이 있으며, 당사는 포트폴리오 포지셔닝에 관해 어떤 선택을 하느냐가 점점 더 중요해질 것이라 예상합니다.

결론: 단기적/장기적 균형을 찾기 위한 행동

힘든 2023년을 맞이하면서 시장은 계속해서 인플레이션이나 고용, 제조, 신용 그리고 당연히 연준의 대응을 비롯한 여러 요인에 매우 민감한 반응을 보일 것입니다. 하지만 장기적으로 건전한 투자 포트폴리오를 만들려면 단기적으로 방어적인 포지셔닝만큼이나 수요가 탄탄하고 수익성이 높아져 가는 혁신적 테마에 대한 익스포저를 확보하는 것도 중요하다고 생각합니다. 2022년의 광범위한 매도 추세의 긍정적인 면은 사이버 보안과 청정에너지, 리튬, 미국 인프라 개발과 같은 신생 영역에 매력적인 가격으로 진입할 수 있다는 것입니다. 하지만 이처럼 취약한 거시 환경에서는 다각화도 중요하게 생각해야 합니다. 변동성이 계속될 것으로 예상되지만 혁신 또한 계속될 것입니다.



즐거운 연말연시 보내시고 행복하고 건강한 새해가 되기를 기원합니다.

각주:

¹ Check Point, Check Point Software's cybersecurity predictions for 2023: Expect more global attacks, government regulation, and consolidation, 2022년 11월 10일

² Trading Economics, *Lithium*. 2022년 12월 1일 기준

³ 미국 토목 학회(ASCE), *ASCE's infrastructure report card gives U.S. 'C-' grade, says Investment Gap Trillion, bold action needed* [보도 자료], 2021년 3월 3일

⁴ 노동통계국, *소비자 물가 지수 - 2022년 10월*, 2022년 11월 10일 및 Citi Research, *Fighting Global Inflation - Central Banks Still Have Work to Do*, 2022년 10월 26일.

⁵ Business Insider, *Everyone's Been Wrong About Inflation, and it's Costing Workers in Salary Negotiations*, 2022년 11월 13일

⁶ 2021년 10월 31일 및 2022년 10월 31일 기준 미국 노동통계국 데이터.

⁷ 2022년 10월 31일 기준 미국 노동통계국 데이터

⁸ 2022년 11월 30일 기준 미국 노동통계국 데이터

⁹ 2022년 11월 30일 기준 미국 노동통계국 데이터

¹⁰ FactSet, *S&P 500 Reporting A Lower Net Profit Margin For 5th Straight Quarter*, 2022년 10월 24일

¹¹ 2022년 11월 13일 기준 노동통계국 데이터

¹² 미국 세인트루이스 연방 준비은행, 2022년 12월 1일 기준

¹³ 미국 인구조사국, 2022년 12월 6일 기준

¹⁴ 공급자 관리 협회, 2022년 12월 1일 기준

¹⁵ 경제 협력 개발 기구, 2022년 12월 1일 기준

정의

소비자 물가 지수(CPI): CPI는 소비자들이 정해진 상품 및 서비스에 지불하는 가격의 평균적인 변화를 측정합니다.

고용 비용 지수(ECI): 근무 시간당 평균 비용 수준을 분기별로 측정한 것.

구매관리자 지수(PMI): 약 400개 기업의 구매 분야 고위 경영진(또는 이와 유사한 자)으로 구성된 패널을 대상으로 한 설문 조사의 응답을 취합한 경제 지표

S&P 500 총수익률지수: 이 지수는 미국의 500대 선두 기업을 포함하며 거래되는 시가총액의 약 80%를 차지합니다.



본 자료는 특정 시점의 시장 환경에 대한 평가를 나타내는 것으로 미래의 사건을 예측하거나 미래의 결과를 보장하려는 것이 아닙니다. 이 정보는 개인 또는 개인 맞춤형 투자 또는 세무 자문이 아니며, 매매 목적으로 이용할 수 없습니다. 본인의 투자 및 세무 상황에 관한 더 자세한 정보는 재무상담사 및/또는 세무전문가와 상담하시기 바랍니다.

Global X Management Company LLC는 Global X 펀드 자문을 담당합니다.

