Samsung
Financial Networks

2023년 11월

글로벌 매크로 및 자산시장 전망

2023. 11

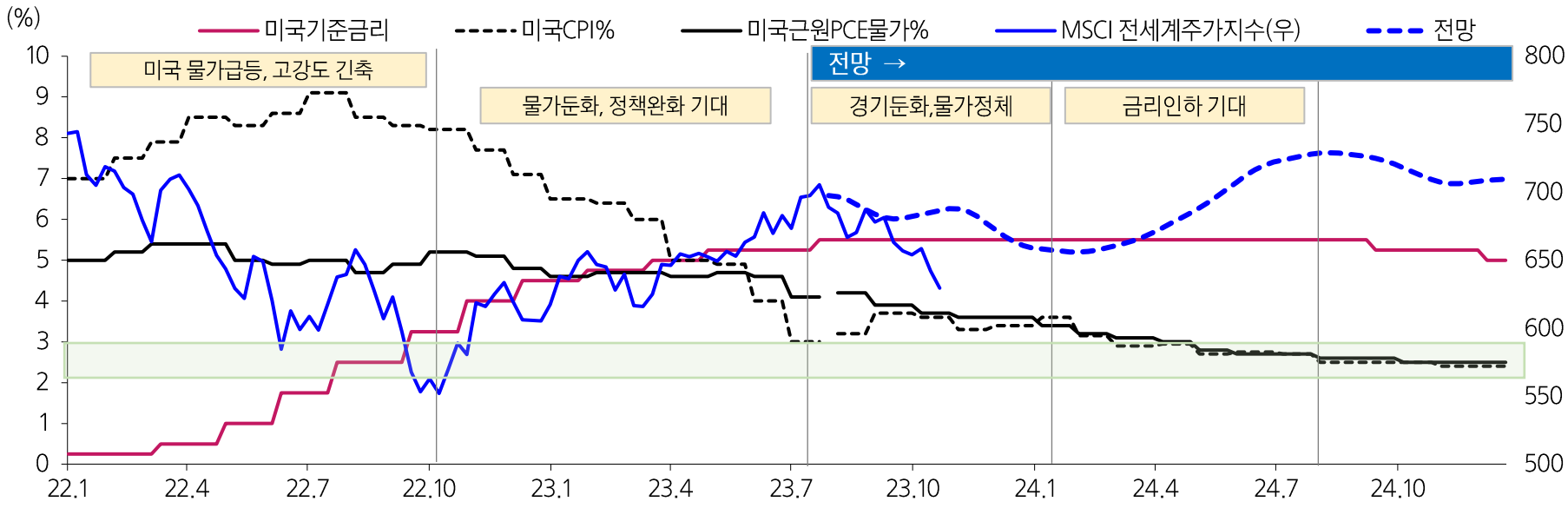
본 자료는 참고 자료로 신뢰할 수 있다고 판단되는 각종 자료와 통계자료를 이용하여 작성되었으나 본 자료의 내용은 단순 참고용으로 향후 결과에 대한 보증이 될 수 없습니다. 따라서 본 자료는 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재 관련 증빙 자료로 활용될 수 없습니다. **본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.**

삼성자산운용

기다림의 시간

- 주식은 예상보다 조정폭이 크게 나타나고 있음
- 이번 주가 조정은 좀 더 길게보면 고금리 장기화에 따른 주식 할인율 상승에 기인
- 할인율 상승으로 적정 PER은 낮아지게 되는 데 현재는 적정 PER 수준을 찾아가는 과정
- MMF로의 자금쏠림 완화등 긍정적 신호 나타나고 있으나 금리고점 인식이 강화된 이후 자금 이동 본격화 될 것으로 예상
- 11월에도 주식 Neutral, 채권 O/W 뷰 유지(미국 10년 국채금리 기준 5% 전후가 상단 영역으로 판단)

24년까지 기준 금리, 근원PCE 물가, 위험자산 가격 흐름 전망



자료: Refinitiv, 삼성자산운용

기다림의 시간(채권), 장단기 금리차 축소로 채권투자 상대매력 변화

- 미국 금리상승은 수급악화(국채발행, QT), 경기 서프라이즈, 물가 반등이 견인
- 11월에도 미국 재무부 국채발행 계획 공개, 미국 셧다운, 4분기 미국 성장률 전망등 금리 상하방 요인 혼재
- 11월초 재무부의 국채발행 계획 공개로 단기자금 시장에서 변화가 의미있게 나타날 것으로 예상

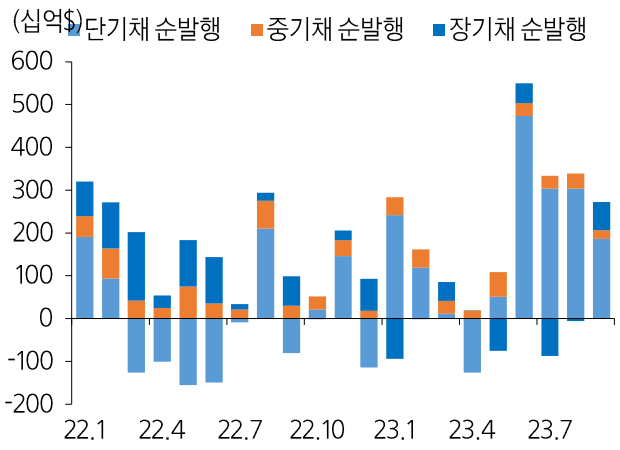
※ 미국 연준 단기자금 시장 변화 및 향후 예상

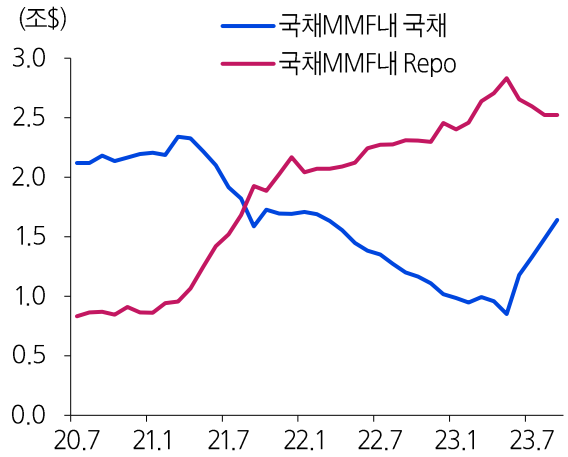
8월 단기국채 발행 중심 확대 → 역 RP 1 .2조$ 이상 감소(MMF 중심으로 역RP에서 단기국채로 P/F변화)

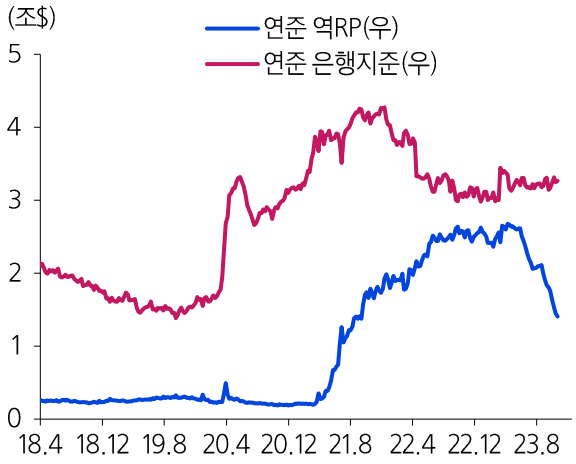
→ (예상) 11월 재무부 중장기국채 발행비중 확대 → 은행들의 국채입찰 참여 확대 (재무부 국채 바이백 검토) → 은행 지준 감소

→ 은행 지준 부족 등 단기자금시장 변동성 확대 → 연준 QT 중단 (20.9월 사례)

재무부 단기국채 발행 확대 ⋯› 단기자금 시장 변화(MMF 단기국채 비중 확대) ⋯› 연준내 역RP1.2조$급감







자료: Bloomberg 삼성자산운용

10월 글로벌 매크로 리뷰

• 미국 나홀로 독주(3분기 성장률 서프라이즈), 중국은 소비/생산 등 개선되었으나 부동산과 투자는 여전히 부진

주요 지표		22년	23년 전망 추이			comment	24년 전망	
			23.1월	23.9월	23.10월		IMF	Bloomberg
성장률	미국 경제성장률	2.10%	2.1%	0.3%	2.0%	3Q 성장률 4.9% 기록, 23년 성장률 추가상향 될 듯	1.5%	1.0%
	유로존	3.30%	3.3%	-0.1%	0.6%	성장률 정체, 연 성장률 전망 하향	1.2%	0.8%
	일본	1.10%	1.1%	1.2%	1.8%	성장률 정체, 순수출 주도 성장률 개선 한계	1.0%	1.0%
	중국	3.00%	3.0%	4.8%	5.1%	잠재 성장률 추세적 하락 지속	4.2%	4.5%
	한국	2.60%	2.6%	1.7%	1.2%	3분기 전분기비 0.6% 성장(예상상회)	2.2%	2.1%
물 가	미국 CPI (기말)	6.50%	6.5%	6.4%	3.7%	11월 발표 CPI는 3.4%로 낮아질 전망	2.8%	2.5%
	미국 Core PCE	4.90%	4.9%	4.7%	3.8%	연말까지 근원물가는 우하향		2.7%
	유로존 CPI	9.20%	9.2%	8.6%	5.3%	기저효과 본격 반영 큰 폭 둔화	3.3%	2.7%
	일본 CPI	4.00%	4.0%	4.3%	3.2%		2.9%	1.9%
	중국 CPI	1.80%	1.8%	2.1%	0.1%	낮은 물가 상황 지속	1.7%	1.9%
	한국 CPI	5.00%	5.0%	5.2%	3.4%	연말까지 3%대 정체, 24년 1분기 2%대 재진입	2.3%	2.2%
통화정책	미국 기준금리	4.50%	4.5%	4.5%	5.5%	11월 동결, 12월도 동결 예상		4.8%
	유로존 기준금리(Deposit)	2.00%	2.0%	2.0%	4.0%	10월 ECB 금리 동결 결정, 향후 동결 예상		3.5%
	일본 기준금리	-0.10%	-0.1%		-0.1%	연말 YCC 정책 미세 조정 가능		-0.1%
	중국 기준금리(LPR)	3.65%	3.7%	3.7%	3.5%			
	한국 기준금리	3.25%	3.3%	3.5%	3.5%	동결 기조 지속		3.0%
	QT (연준자산, $조)	$8.55	$8.55	$8.47	$8.00	아직 지준감소는 미미, 역RP는 큰 폭 감소		$7.60

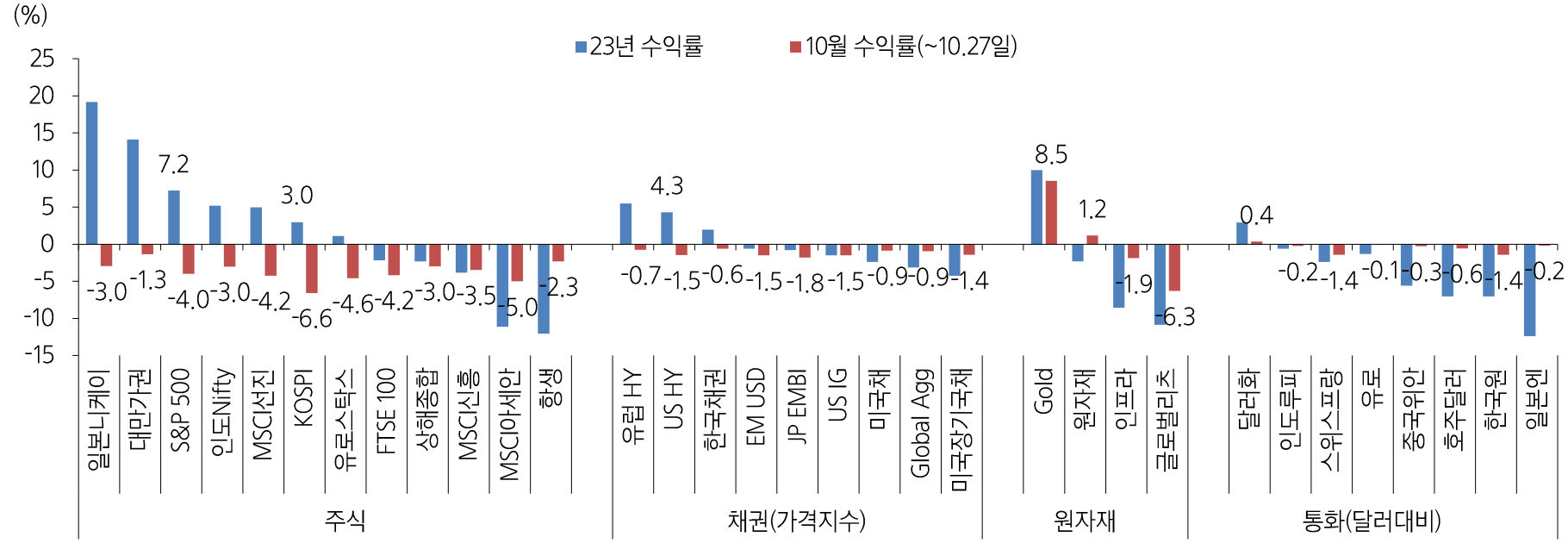
자료: Bloomberg 컨센서스, IMF(WEO 2023.10월), 삼성자산운용 리서치센터

10월 글로벌 자산시장 리뷰

* 23년 YTD 수익률 및 10월 수익률

- 금리상승세 지속, 중동발 불확실성 확대로 주식과 채권 동반 하락
- 주식은 전지역이 하락한 가운데 한국, 아세안, 유럽의 낙폭이 상대적으로 커
- 채권은 스프레드 상승에 신흥국채권, 하이일드 부진한 가운데 미국국채 금리 상승으로 미국 장기국채 수익률 부진 지속
- 대체자산은 금리 상승에 취약한 글로벌 리츠 큰 폭 하락, 금은 중동 지정학적 불안에 안전자산으로 부각되며 강세
- 환율 변동폭은 상대적으로 미미, 주요 임계점(엔달러 150엔)에서 공방 지속

글로벌 자산군별 수익률 현황



자료: Bloomberg

House View (매크로 뷰)

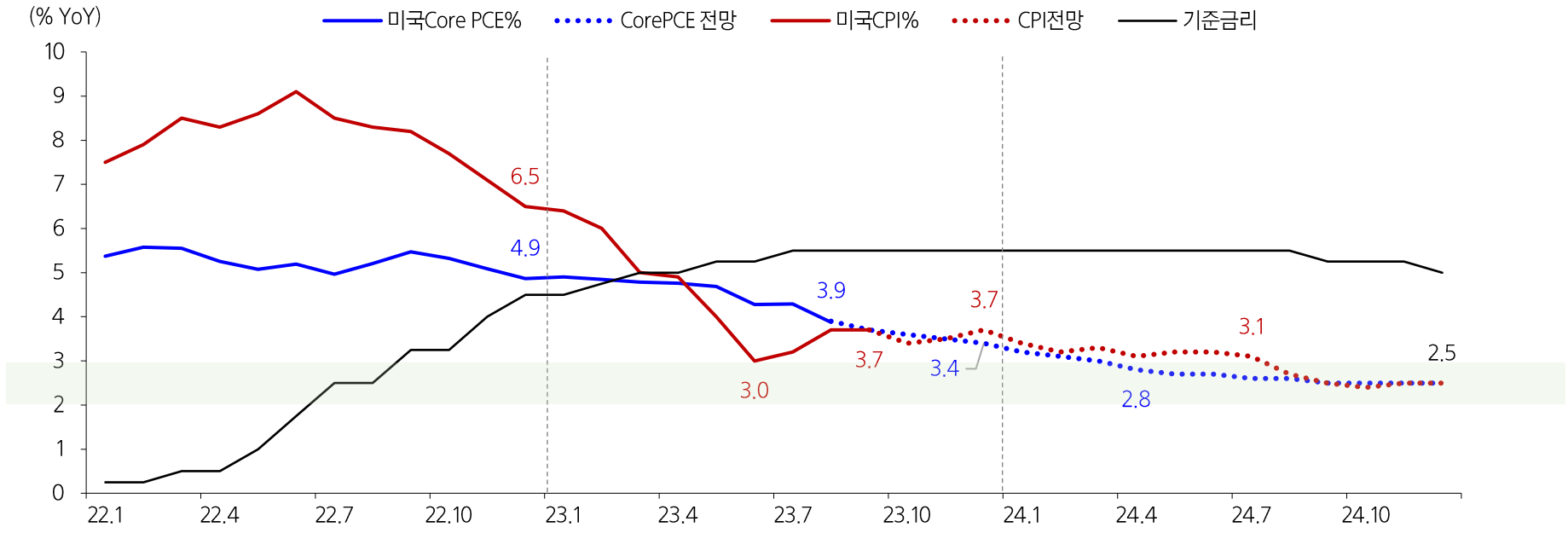
- 유가 상승 반영하여 CPI 연말 전망치 상향(3.7%) 및 내년 전망치는 소폭 상향, 근원PCE는 연말 3.4% 전망 유지
- 미국 첫번째 기준금리 인하는 24년 3분기(9월)로 유지, 한국은 미국의 고금리 장기화 의지 반영하여 첫번째 인하 2분기 말로 변경

주요 지표		물가/금리 실제치, 성장률 전망 변화			3개월 전망 (1월말)	12개월 전망 (24.10월말)
		22년말	23.9월	23.10월		
물 가	미국 CPI (기말)	6.50%	3.70%	(3.40%)	3.50%	2.60%
	미국 Core PCE (기말)	4.60%	3.90%		3.50%	2.60%
통화정책	미국 기준금리	4.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.25%
	한국 기준금리	3.25%	3.50%	3.50%	3.50%	3.00%
	QT (연준자산, $조)	$8.55	$8.07	$7.98	$7.80	$7.60
(금리)	미국 국채금리(10yr, 기말)	3.88%	4.59%	4.85%	4.3~4.6%	3.9~4.2%
	한국 국채금리(10yr, 기말)	3.73%	4.03%	4.29%	3.8~4.1%	3.4~3.7%
경 기	미국 (23년 성장률, 전망)	0.30%	2.10%	2.20%	성장률 둔화	1.2%(24년)
	한국 (23년 성장률, 전망)	1.70%	1.20%	1.20%	↗	1.8%
	중국 (23년 성장률, 전망)	4.80%	5.10%	5.00%	↗	4.4%

[매크로 전망] 미국 CPI 전망치 상향, 기준금리 전망은 유지

- 유가 상승 영향으로 헤드라인 CPI의 2%대 진입 시점은 내년 3분기로 지연될 것으로 전망
- 연준의 물가 참조지표인 Core PCE 물가는 24년 4월 2%대 진입 예상 (5월말 확인)
- 물가 2%대 안착이 확인되는 3분기(9월)에 미국은 첫번째 금리인하 단행할 것으로 예상
- 시중 금리는 근원 물가가 2%대 진입하는 2분기부터 금리인하 기대를 선제적으로 반영하기 시작할 것으로 예상

24년까지 미국 기준 금리, 근원PCE, CPI 전망



자료: 삼성자산운용, Bloomberg

House View (자산시장 뷰)

- 미국 금리 상승세가 지속되고 있으나 미국채 10년 기준 5% 전후가 상단영역으로 판단하여 채권 O/W의견 유지
- 주가 조정이 나타났으나 전반적 투자 심리 악화를 반영하여 주식 Neutral 뷰 유지 (4분기 중 의견 상향 검토 예정)

자산군		실제치			3개월 전망 (12월말)	12개월 전망 (24.9월말)
		22년말	23.9월	23.10월		
채 권					O/W	Neutral
	한국 국채 10년 금리	3.73%	4.03%	4.29%	O/W	Neutral
	한국 크레딧 spread (AA-)	147	78	82	U/W	Neutral
	미국 국채 10년 금리	3.88%	4.59%	4.85%	O/W	Neutral
	회사채 spread(BB 미국 IG)	130	121	127	O/W	O/W
	하이일드 spread(BB 미국HY)	468	394	431	Neutral	Neutral
	신흥국 spread(JPM EMBIGD)	452	431	450	O/W	Neutral
주 식					Neutral	O/W
선진국	미국 (S&P500)	3840	4288	4117	Neutral	O/W
	유럽 (Euro stoxx 50)	424	450	429	Neutral	Neutral
	일본 (TOPIX)	1891	2323	2254	U/W	Neutral
신흥국	중국 (상해종합)	3089	3110	3017	Neutral	Neutral
	인도 (Nifty50)	18105	19638	19047	Neutral	O/W
	아세안 (MSCI Asean)	653	611	580	Neutral	Neutral
국내	국내 (코스피)	2236	2465	2302	Neutral	O/W
원자재 (Bloomberg Commodity Index)		245	237	240	Neutral	Neutral
부동산 (Global REIT)		2529	2405	2254	Neutral	O/W
원달러 환율 (기말)		1265	1348	1355	1,310	1,250

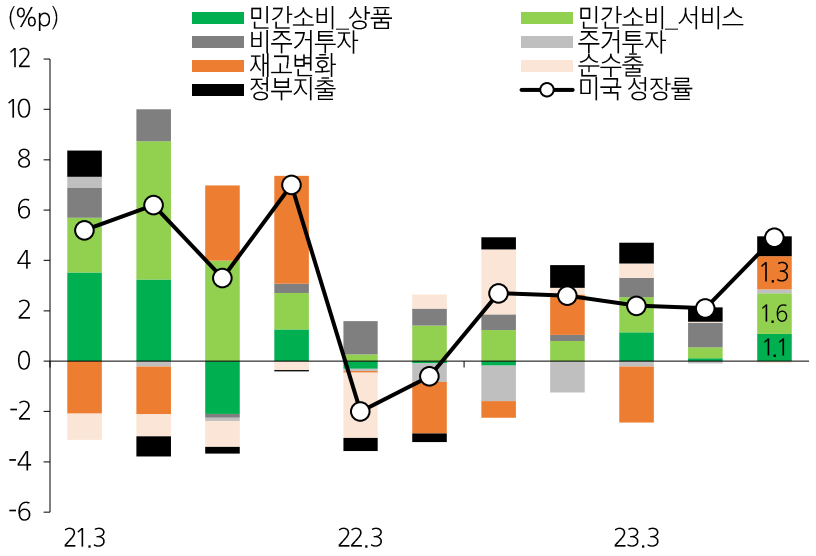
미국, 3분기 성장률 서프라이즈

소비가 3분기 고성장 견인

나홀로 독주 미국경기, 소비/재고투자가 서프라이즈 견인

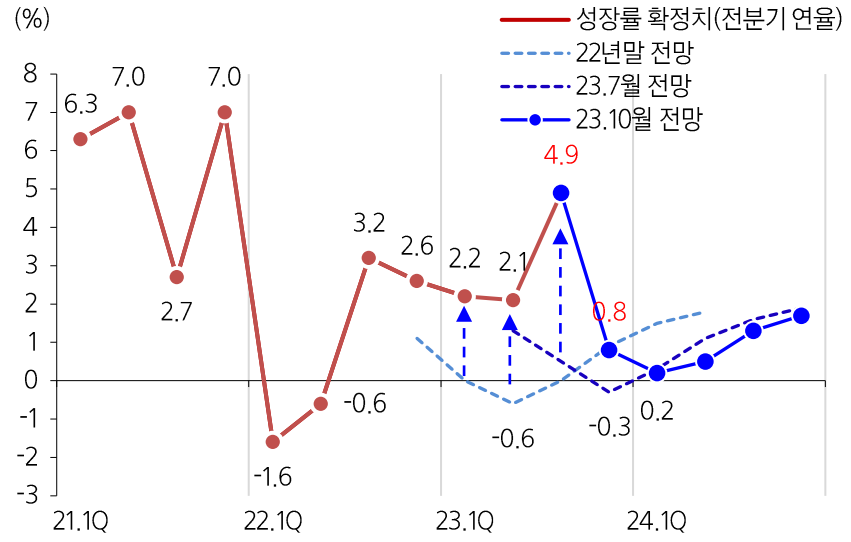
- 3분기 미국 경제는 4.9% 성장(전분기 연율화)
- 민간소비와 재고투자, 정부지출이 서프라이즈 견인. 지난 2년간 성장 기여도가 높았던 비거주투자의 기여도는 하락
- 특히 전체 민간소비의 75%를 서비스 소비 호조세 지속이 강한 미국 경제의 근간이 되고 있음
- 3분기 서프라이즈로 23년 미국 성장률(현재 컨센 2.2%)은 추가 상향될 것으로 예상
- 4분기 성장률 둔화 예상되나 전망 편차 큰 편 (4분기 전망 : Bloomberg 컨센 +0.8% ↔ 애틀란타 연준 +2.3%, 뉴욕 연준 +2.8%)

3분기 성장률 서프라이즈 동력 : 서비스소비+재고투자



자료: 삼성자산운용, Bloomberg

미국경제 계속되는 성장률 서프라이즈



자료: 삼성자산운용, Bloomberg

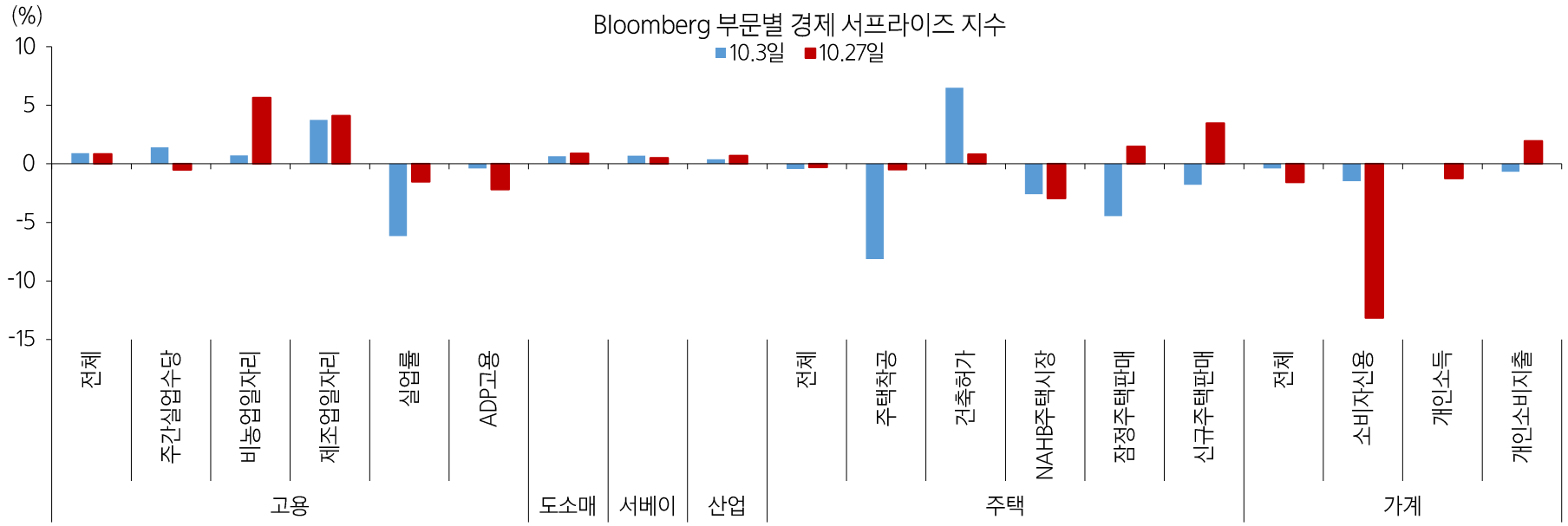
미국 경기 현황

* 10월 부문별 경제서프라이즈 지수 추이

고용, 소매판매, 산업지표 서프라이즈 지속. 가계 부문의 둔화 흐름은 지속

- 고용, 도소매판매, 산업생산이 여전히 탄탄한 가운데 그동안 부진했던 ISM 제조업 지표 등 서베이 지표 회복
- ISM제조업 지수는 22년 11월 기준선 50이하 하락한 이후 부진흐름이 장기화 되었으나 연내 50 이상으로 상승 예상 (현 49.0)
- 주택과 가계 부문은 예상을 하회한 지표들이 지속되고 있음
- 특히 서베이 지표인 주택시장 지수의 하락세 지속, 가계부문에서는 학자금대출 상환 영향으로 소비자신용 큰 폭 감소 나타나

미국 부문별 경제지표 서프라이즈 현황 : 고용/도소매/산업지표 서프라이즈, 주택/가계지표 둔화



자료: Bloomberg, 10.27일 기준 한달동안 발표된 부문별 경제지표의 예상 상회, 하회를 기준으로 산출

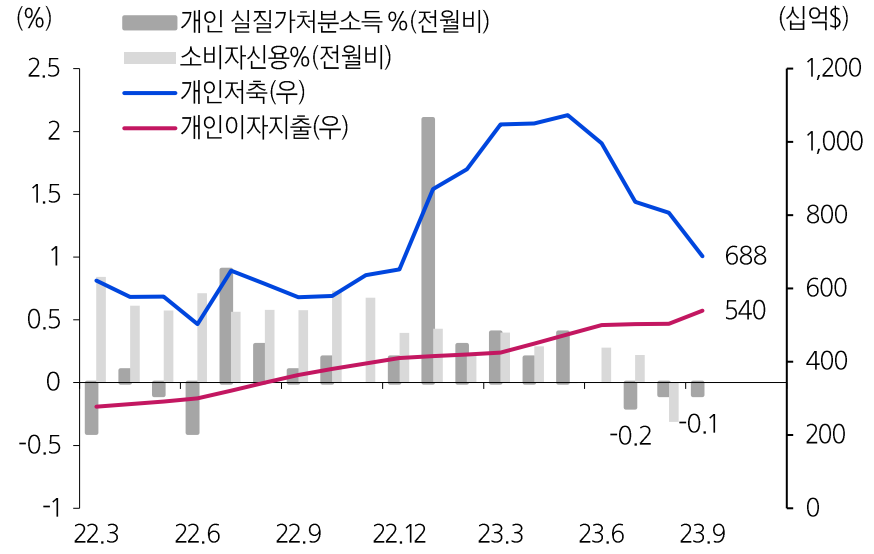
소비지출 강하지만 소비여력은 약화되는 중

* 소비여력 둔화 지속, 심리도 두달 연속 약화

실질소득, 소비자신용, 저축은 감소, 이자부담은 점증

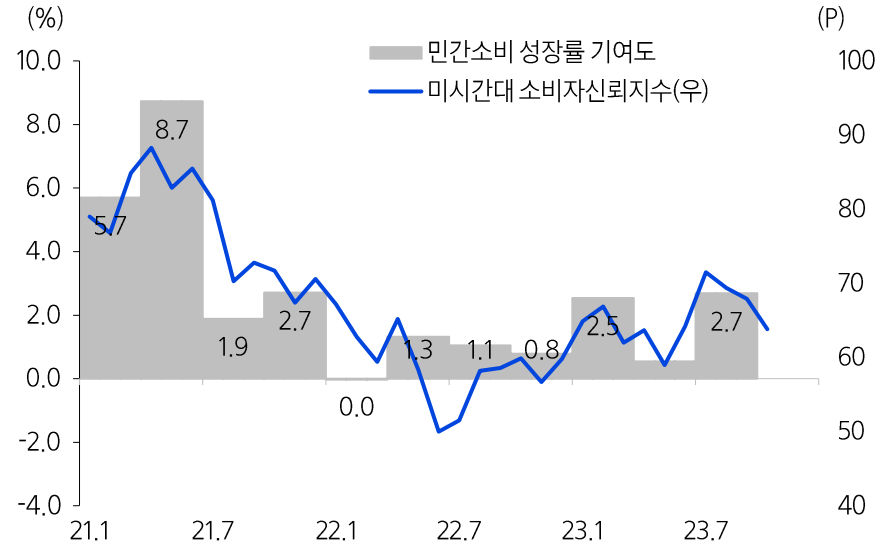
- 개인 실질소득은 3개월 연속 전월비 역성장, 소비자신용은 학자금 대출 상환 여파로 전월비 큰 폭 감소
- 개인저축 감소가 빠르게 진행되는 가운데 이자부담은 점증
- 소비자신뢰지수는 8월 고점 형성후 9~10월 2개월 연속 하락
- 민간소비의 성장 기여도와 소비자신뢰지수의 동행성 감안, 소비자신뢰지수 추가 하락시 민간소비(상품) 둔화 예상

가계 소비여력 데이터는 둔화 흐름(소득,신용,저축,이자)



자료: 삼성자산운용, Bloomberg

민간소비와 동행성 큰 소비자신뢰지수 두 달 연속 하락



자료: 삼성자산운용, Bloomberg

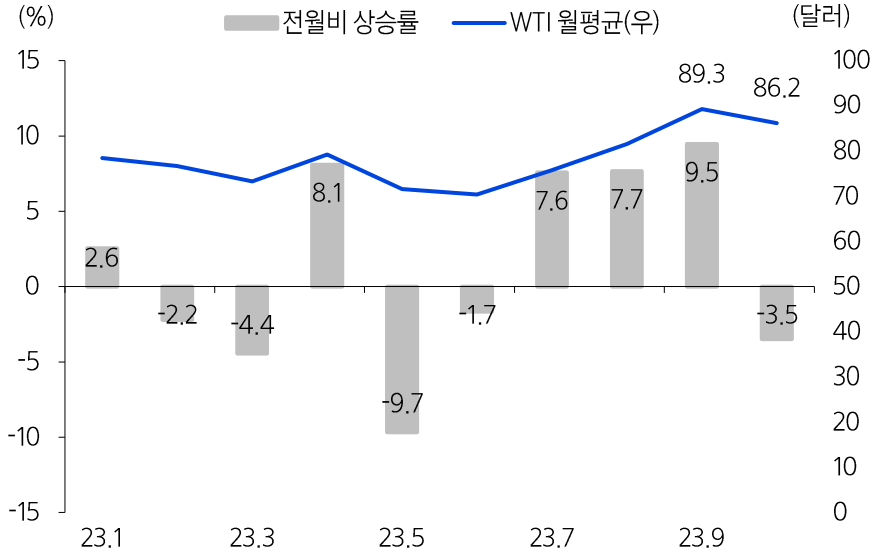
11월 미국 물가는 소폭 둔화 예상

추가적인 물가상승 자극하는 유가는 90달러 이상

월평균 유가, 4개월만에 하락 전환

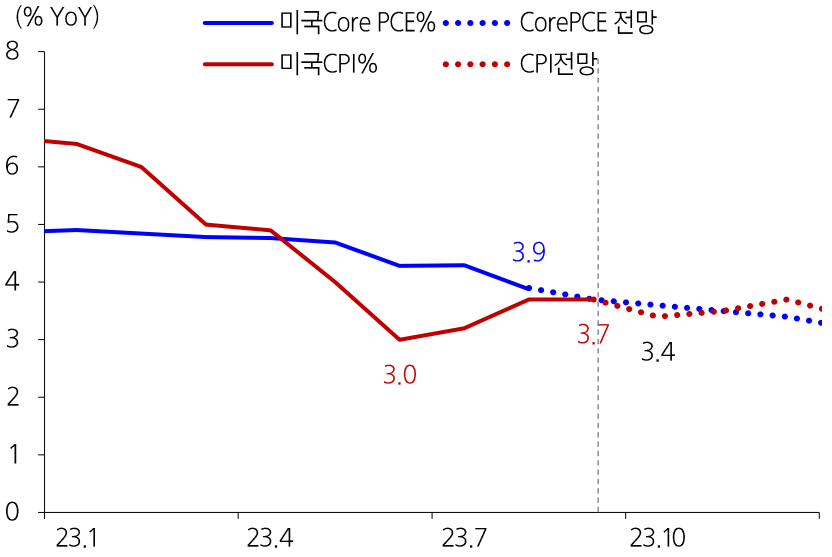
- 7~9월 CPI 상승을 자극했던 유가 상승세 다소 진정, WTI 월평균 기준으로 전월비 3%대 하락 예상
- 10월 CPI는 유가 전월비 하락등이 반영되며 전월 3.7%대비 둔화된 3.4% 예상
- 다만 연말까지 경로를 보면 3% 중반 수준에서 변동하며 연말 3.7% 전후로 마무리 될 듯
- 추가적인 물가 상향 조정을 야기하는 유가 수준은 90달러 이상으로 판단. 90달러 이상 고착화 여부 모니터링 필요

중동 지정학적 불안에도 10월 유가 평균은 전월비 하락



자료: 삼성자산운용, Bloomberg

CPI도 전월비 둔화, 연말까지 정체 흐름



자료: 삼성자산운용, Bloomberg

중국 주요 경기지표 현황

소비/산업생산 반등했으나 투자/부동산/유동성은 여전히 부진

주요 경제 지표	22.9월	10월	11월	12월	23.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월
GDP tracker 예상(%)	6.1	5.1	3.1	3.1	4.5	4.4	5.9	8.0	6.3	5.6	5.2	5.9	5.9
23년 성장률 추이(Bloomberg)	5.1	5.0	4.9	4.8	5.1	5.2	5.3	5.5	5.6	5.5	5.2	5.1	5.0
리커창 지수(YoY)	7.3	7.0	4.7	5.9	5.5	7.2	7.7	7.2	6.5	5.1	6.6	5.3	7.3
GDP 분기 성장률(YoY)	3.9		2.9			4.5			6.3			4.9	
중국금융상황지수*	88.7	87.5	88.4	90.3	91.5	86.3	85.7	82.7	79.0	80.6	81.2	81.6	78.3
China Credit Impulse(YoY)	2.8	2.3	1.4	-0.1	-0.2	1.9	0.6	1.8	0.0	-2.3	-1.8	-1.0	-1.4
사회융자총액(십억위안)	3541	913	1984	1306	5995	3161	5385	1225	1554	4225	536	3127	4123
위안화대출(십억위안)	2474	615	1214	1398	4900	1812	3888	719	1363	3050	346	1358	2312
그림자금융(net, 십억위안)	145	-175	-26	-142	349	-8	192	-115	-146	-90	-172	101	301
지방채발행(net, 십억위안)	301	669	247	91	643	576	890	673	755	830	619	1309	768
수출증가율(YoY)	5.6	-0.3	-9.0	-9.9	-11.9	-3.0	11.2	7.1	-7.4	-12.3	-14.3	-8.7	-6.2
수입증가율(YoY)	0.2	-0.7	-10.6	-7.5	-20.9	4.5	-1.8	-8.6	-4.9	-6.8	-12.2	-7.3	-6.3
무역수지 (십억$)	82.7	82.2	66.0	69.9	92.5	11.9	78.2	86.3	65.5	69.7	80.2	68.3	77.8
통계국 PMI (기준선 50)	50.1	49.2	48.0	47.0	50.1	52.6	51.9	49.2	48.8	49.0	49.3	49.7	50.2
HSBC PMI (기준선 50)	48.1	49.2	49.4	49.0	49.2	51.6	50.0	49.5	50.9	50.5	49.2	51	50.6
산업생산 증가율(YoY)	6.3	5.0	2.2	1.3			3.9	5.6	3.5	4.4	3.7	4.5	4.5
고정자산 투자(YTD %)	5.9	5.8	5.3	5.1		5.5	5.1	4.7	4.0	3.8	3.4	3.2	3.1
부동산 투자증가율(YTD %)	-8.0	-8.8	-9.8	-10.0		-5.7	-5.8	-6.2	-7.2	-7.9	-8.5	-8.8	-9.1
주택판매증가율(YTD %)	-28.6	-28.2	-28.4	-28.3		3.5	7.1	11.8	11.9	3.7	0.7	-1.5	-3.2
신규주택가격(YoY)	-2.3	-2.4	-2.3	-2.3		-1.9	-1.4	-0.7	-0.5	-0.4	-0.6	-0.6	-0.6
소매판매(YoY)	2.5	-0.5	-5.9	-1.8		-1.8	10.6	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6	5.5
자동차 판매 (YoY)	14.2	3.9	-4.2	4.6		4.6	11.5	38.0	24.2	-1.1	-1.5	1.1	2.8
소비자물가(YoY)	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	0.2	0.0	-0.3	0.1	0.0
생산자물가(YoY)	0.9	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5

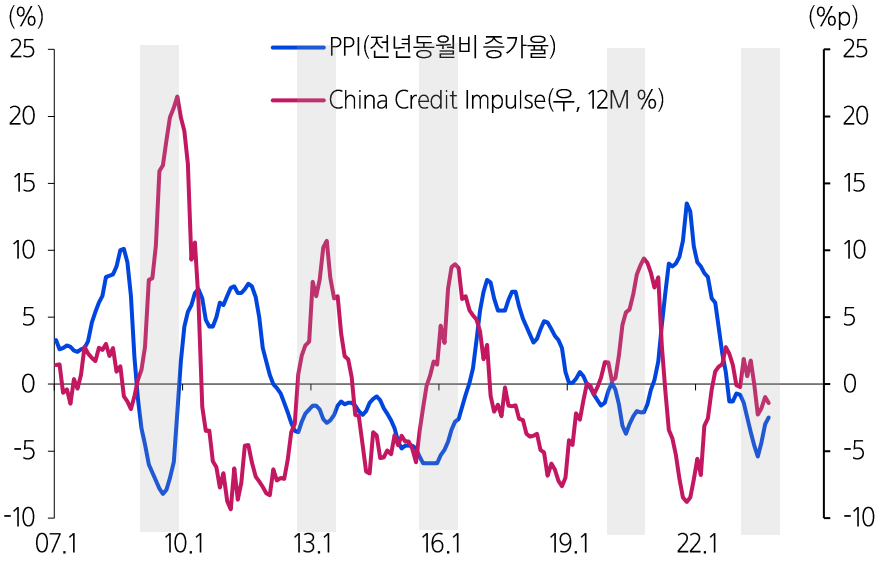
*실질금리, 대내수요(위안화대출),대외수요(실질실효환율)를 지수화(2007=100기준)

중국 경기 지속성 판단하는 지표

부양책에도 신용증가는 여전히 제한적

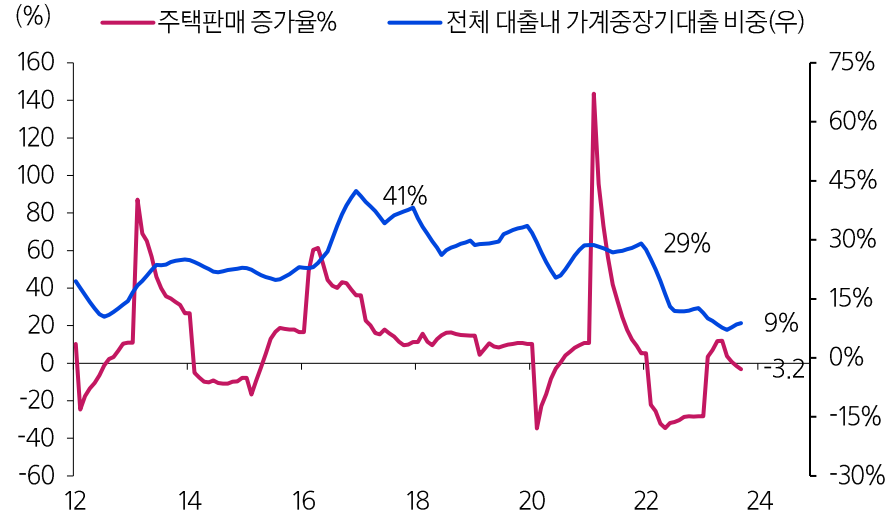
- 디플레 압력이 높아지고 있음에도 이전과 달리 경기부양(신용공급)에는 소극적
- 유동성 공급의 실물경기 진작 효과 제한적이었기 때문. 늘어난 신용은 부동산, 주식 등 자산버블 야기
- 부동산 경기 회복의 키는 가계의 주택 대출 증가여부에 달려 있음
- 9월이 부동산 판매 성수기 였음에도 불구하고 총 대출 중 가계 중장기 대출(모기지) 부진은 지속되고 있음

디플레 우려에도 과거와 달리 유동성 공급은 제한적



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

9월 부동산 성수기에도 주택판매, 가계의 주택대출은 여전히 부진



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

한국 주요 경기 지표 현황

수출,반도체 반등. 소비/설비투자 부진 지속, 부동산 거래량 미흡

- 수출증가율, 10월 + 전환 예상, 3분기 성장률 예상 상회(전분기비 +0.6%)
- 부동산 거래 여전히 부진한 가운데 고금리에 따른 가계 부채부담 누적으로 소비심리 및 소매판매 부진 지속

주요 경제 지표	10월	11월	12월	23.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월
반도체 생산 (YoY)	-13.8	-22.5	-27.1	-33.5	-40.3	-27.6	-23.5	-19.4	-15.6	-16.3	1.3	
반도체 판매 (YoY)	-6.6	-29.3	-26.6	-38.7964	-42.2001	-19.577	-31.5	-24.0	10.2	-5.2	-3.4	
반도체 재고 (YoY)	3.7	16.8	8.9	25.0	23.4	24.8	54.6	59.5	28.1	24.3	45.4	
D램가격(DDR4 D램 1Gb, 달러)	2.4	2.3	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5
삼성전자 주가 (만원)	5.9	6.2	5.5	6.1	6.1	6.4	6.6	7.1	7.2	7.0	6.7	6.8
수출증가율 (YoY)	-5.8	-14.2	-9.7	-16.4	-7.7	-13.9	-14.5	-15.4	-6.0	-16.1	-8.1	-4.4
(반도체)	-17.4	-29.8	-29.1	-44.5	-42.6	-34.5	-41.0	-36.2	-28.0	-33.6	-20.6	-13.5
수입증가율 (YoY)	9.9	2.6	-2.5	-2.7	3.5	-6.5	-13.7	-14.0	-11.8	-25.4	-22.8	-16.5
무역수지 (백만$)	-6739.0	-7076.0	-4774.0	-12646.0	-5366.0	-4704.0	-2515.0	-2195.0	1208.0	1820.0	1014	3697.0
소비자심리지수	89.0	86.7	90.2	90.7	90.2	92.0	95.1	98.0	100.7	103.2	103.1	99.7
소매판매액 (YoY)	-3.7	-4.4	-5.3	-3.8	-1.8	0.1	-1.4	-0.6	1.5	-1.7	-4.8	
전월비 %	1.0	-2.9	0.6	-1.8	5.2	0.1	-2.6	0.6	1.0	-3.3	-0.3	
(백화점 매출) (YoY)	8.0	3.7	10.3	-3.7	8.6	9.5	2.5	-0.2	0.3	2.1	-4.9	
(할인점 매출) (YoY)	-0.5	9.2	8.4	-3.8	5.8	1.2	3.3	1.7	0.3	2.6	-8.4	
설비투자 (YoY)	16.7	10.7	3.2	-7.3	4.1	1.9	4.2	-4.9	-2.5	-11.2	-14.9	
M2 (YoY)	6.4	5.9	5.0	4.4	4.1	3.8	3.2	2.3	2.2	2.5	2.2	
주택담보대출 (YoY)	2.6	2.4	2.6	2.3	2.0	2.0	2.1	2.6	3.3	3.8	4.4	5.1
서울아파트매매가격지수	101.4	99.3	96.3	94.6	93.6	96.3	92.6	92.6	92.7	93.0	93.4	93.9
(전월비 %)	-1.2	-2.1	-3.0	-1.8	-1.1	-3.0	-0.4	0.0	0.2	0.3	0.5	0.5
서울 아파트거래량 (건)	2087	2140	3348	4529	10226	3348	5296	12001	6506	7626	5830	

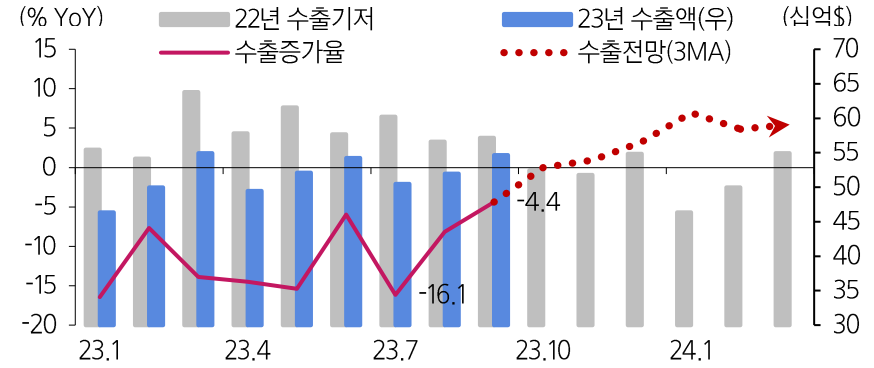
한국 수출과 반도체가 이끄는 반등

한국 수출증가율, 플러스 전환 임박

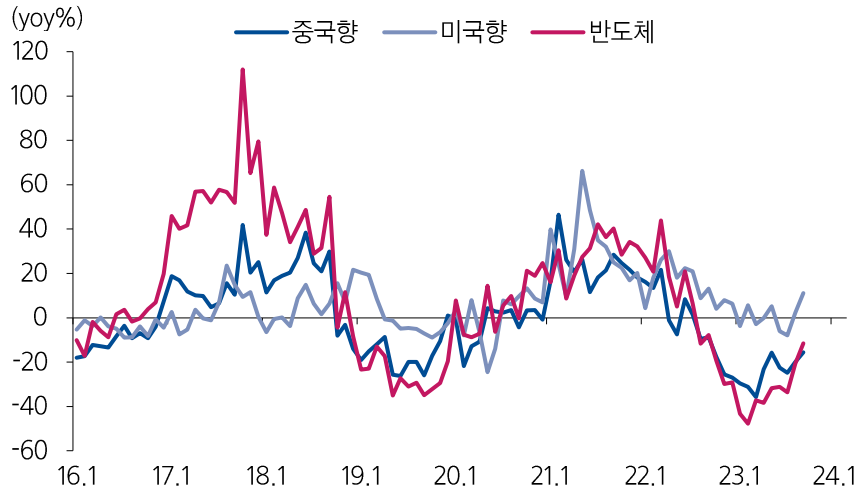
- 한국 수출은 내년 상반기까지 우상향 기조 지속 예상
- 미국향 수출이 견조한 가운데 중국과 반도체의 기저영향
- 한국 주가는 시가총액 구성상 수출/제조업과 동행하는 패턴을 보였으나 최근 수출 반등에도 주가 하락
- 수출의 우상향 확인되면서 주가 동행성이 다시 나타날 전망

수출과 주가 괴리도 점차 해소 될 것

한국 수출 10월 플러스 반전 시도.. 상반기 우상향 궤적

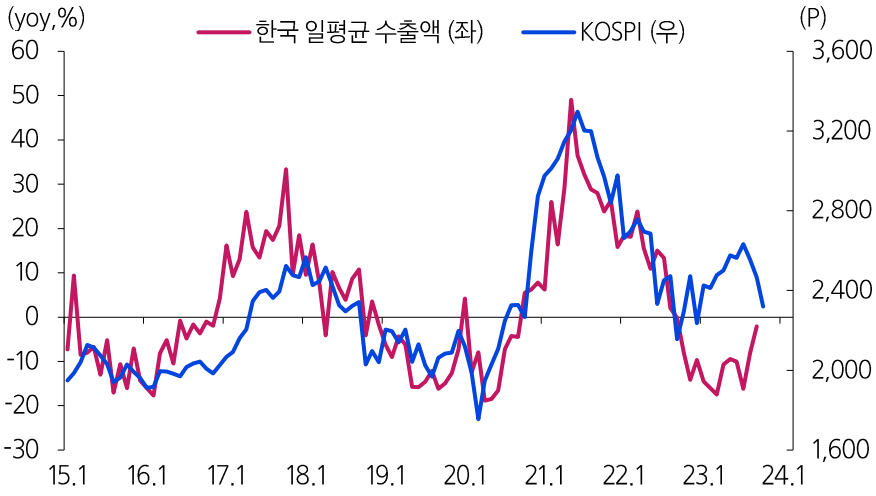


미국향 수출 견조한 가운데 향후 중국/반도체향 수출이 개선 주도



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

수출과 주가의 괴리, 점차 수출 방향성 따라 반등 예상



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

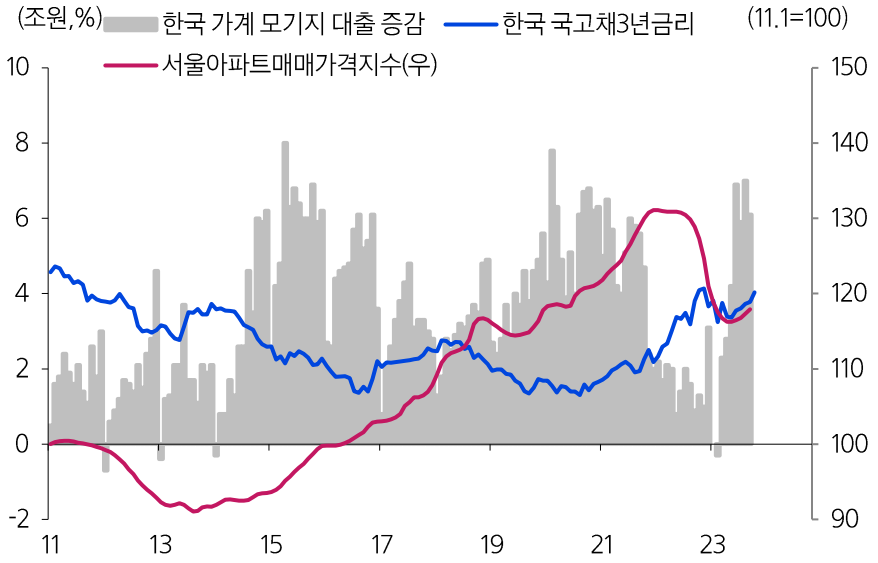
고금리 부담 누증, 내수 회복을 제한

고금리 환경은 주택 가격 추세적 상승을 제한

누적된 고금리 영향은 최근 반등하는 부동산 시장에 부정적 영향, 이자 부담 또한 소비여력 제한

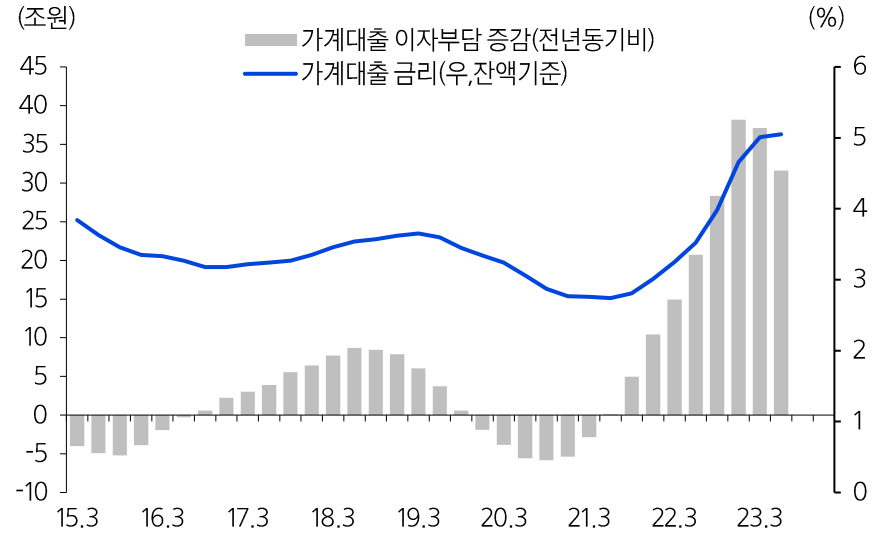
- 3분기 내수의 전기비 성장기여도는 +0.3% 였으나 2분기 -0.8% 기록했다는 점 감안시 회복세는 미미한 것으로 판단
- 2분기 이후 주택대출이 큰 폭 증가하며 아파트 주택가격도 반등 중이나 고금리 영향으로 아파트 거래량은 예년의 절반 수준
- 고금리 장기화 가능성이 높아진 만큼 주택가격의 추세적 상승 가능성은 제한적
- 한국 가계의 이자부담 누증은 상당기간 민간소비등 내수 회복 제약요인으로 작용할 전망

주택대출 증가로 주택 가격 반등했으나 이전과 다른 고금리 환경



자료: CEIC, Bloomberg

가계 이자부담 누증, 소비여력 제한



* 가계대출 이자부담: 가계대출잔액*잔액기준 가계대출금리, 1년단위 금리 변동가정 전년동기비 증감 산출

자료: CEIC, 한국은행, 삼성자산운용

[이슈] 연준 QT와 머니무브

01 미국 연준은 월 800억$ 규모의 자산축소 실행 중 (미국 국채 시장 수요 공백 요인)

- 22년 6월부터 보유자산을 축소하는 양적긴축(Quantatitive Tightening)을 실행 중. 자산축소 강도는 18년 QT의 3배 이상으로 강력
- QT의 방식은 만기도래 국채 및 MBS를 재투자하지 않는 방식으로 실행중이며 월 800억 규모로 연준 보유자산 축소 중

02 연준 QT의 영향 : 장기금리 상승 + 시장 유동성 흡수

① 장기금리 상승 : 재투자 중단으로 연준의 국채매수 수요가 사라지면서 장기 금리 상승 압력 가속 (수요 공백)

기준금리와 괴리를 보였던 10년 금리가 상승하면서 금리 동결에도 긴축 압력은 더 강화

② 유동성 흡수 : 연준 자산축소로 재무부는 국채발행, 금융기관은 국채매입에 나서면서 은행지준 감소 통해 유동성 흡수

그러나 18년과 달리 이번에는 은행 지준이 감소하지 않고 있어 시중유동성 긴축 영향을 제한적

※ 연준 QT에도 은행 지준은 감소하지 않은 이유(단기채 중심 발행으로 은행 입찰 참여 부진, MMF의 단기국채 매수 집중)

* 21년 이후 단기자금 시장 내 역RP급증 (단기채 발행 줄면서 국채금리 대비 역RP 투자매력 상승에 따른 것)
23년 8월 재무부 국채계획 발표 후 단기채권 발행 증가해 역RP대비 국채매력도 높아지면서 역RP자금 이탈해 단기국채로 이동 (MMF의 포트폴리오 변경)

03 11월 재무부 국채발행 세부계획과 이에 따른 단기자금 시장 변화 주목

- 11월초 발행을 통해 중장기 국채 비중 확대 예상. 이에 따른 단기시장 변화 모니터링 (은행의 국채입찰 증가 여부 및 18년과 같은 지준 감소 여부)
- QT의 유동성 긴축 효과는 본원통화인 지준 감소시 발생 (지준 감소의 역설, 장기금리에는 긍정적)
- 국채발행과 연준 자금시장내 머니무브 과정

  재무부 단기국채 확대 → MMF의 포트폴리오 변화(역RP 축소, 단기국채 확대), 은행 지준 감소는 제한적

  재무부 중기국채 확대 → 은행 국채 입찰 참여 확대, 지준감소 (입찰 부진시 재무부 국채 바이백 실시 가능)
- 연준 단기금융시장과 자산시장 연결고리 MMF로 최근 MMF발 자금이탈 발생되고 있는 점 주목

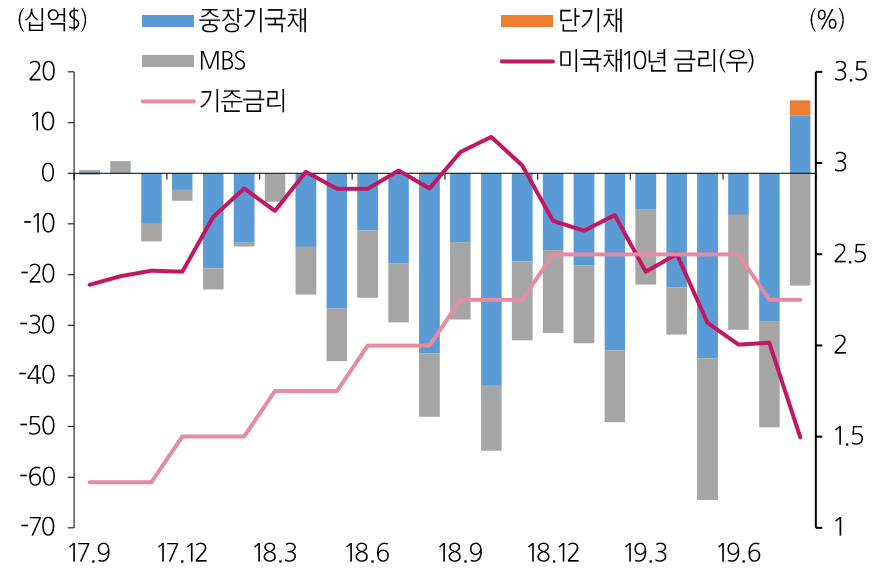
연준 QT 현황

* 현재 월평균 530억$규모로 보유국채 축소 중

18년보다 더 강한 강도로 보유자산 축소 중

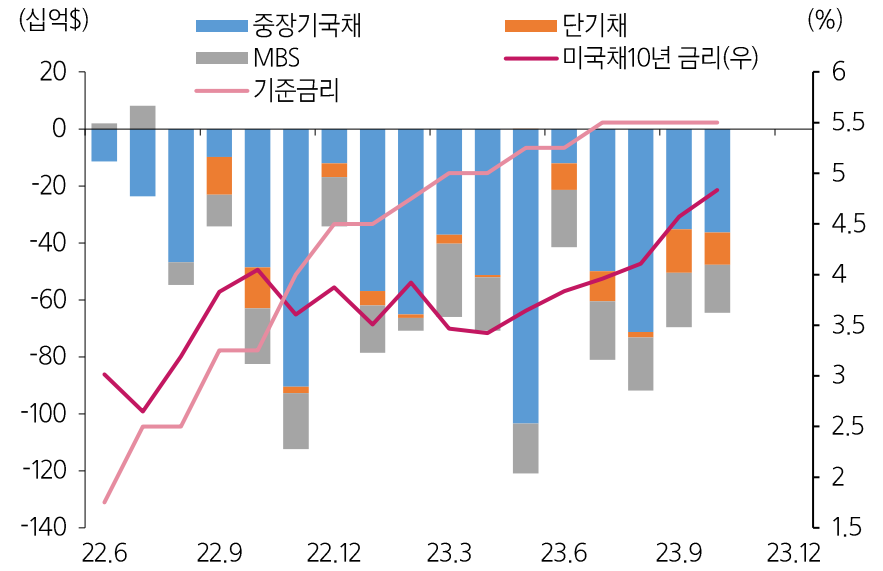
- 18년 QT(17.9~19.8월, 2년) 통해 0.7조$ 규모 보유자산 축소 (국채 0.4조$, MBS 0.3조$), 국채 월평균 160억$ 규모로 축소
- 시중금리는 파월 중립금리 발언 등 여파로 18년말 까지 상승한 이후 19년 초 연준 스탠스 완화적으로 변하면서 하락 반전
- 22년 QT(22.6월~진행중) 통해 총 1.1조$ 규모 보유자산 축소 (국채 0.85조$, MBS 0.25조$), 국채 월평균 500억$ 규모로 축소
- 연준 QT로 인해 미국채의 강력한 매수주체인 연준 역할이 축소. 연준을 대체할 수요자 부재로 국채 금리 상승 압력 지속

2018년 QT (2017.9~2019.8) - 국채 월평균 160억$ 축소



자료: FRB, 삼성자산운용

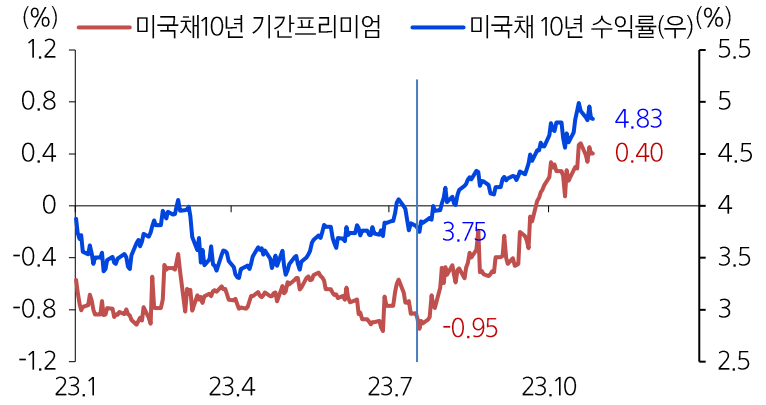
2022년 QT (2022.6~진행중) - 국채 월평균 530억$ 축소



자료: FRB, 삼성자산운용

연준 QT 영향 : 국채 수급변화 장기금리 상승

미국 10년금리 상승, 기간프리미엄 상승이 주도



- QT실시로 미국 국채시장의 강력한 매수주체 연준의 역할 축소
- 수요 공백으로 미국 장기금리는 기간프리미엄/실질금리 주도로 상승

[QT와 미국채 수급 변화]

① 18년 QT 시기 국채 수급 : 외국인이 매수 주체,
은행/비은행 금융기관 국채 확대 (은행 지준 감소로 연결)

② 22년 QT 현재 국채 수급 : 외국인 관망, 은행/비은행 금융기관 국채 축소

* 23년 7월 이후 일부 변화 조짐 : 외국인의 미국채 보유 유럽중심으로 증가, MMF도 단기국채 중심 큰 폭 확대 추정
은행의 자산 축소는 지속 중

QT 기간 미국채 수급 변화		해외	연준	연금	가계	주/지방 정부	뮤추얼펀드	예금기관	MMF	ETF	보험	기타
(국채보유비중)		30.0%	19.7%	11.7%	9.0%	6.5%	5.4%	5.2%	4.1%	1.8%	1.6%	3.7%
18년 QT (17.2Q~19.3Q)	(십억$)	885.0	-277.1	498.9	879.8	42.2	343.5	149.3	261.2	120.6	24.3	291.5
22년 QT (22.2Q~23.2Q)	(십억$)	15.3	-1148.6	325.3	1473.6	225.8	-175.9	-236.1	-515.5	123.0	37.4	187.2

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

연준 QT 영향 : 지준감소를 통한 시중 유동성 흡수 제한적

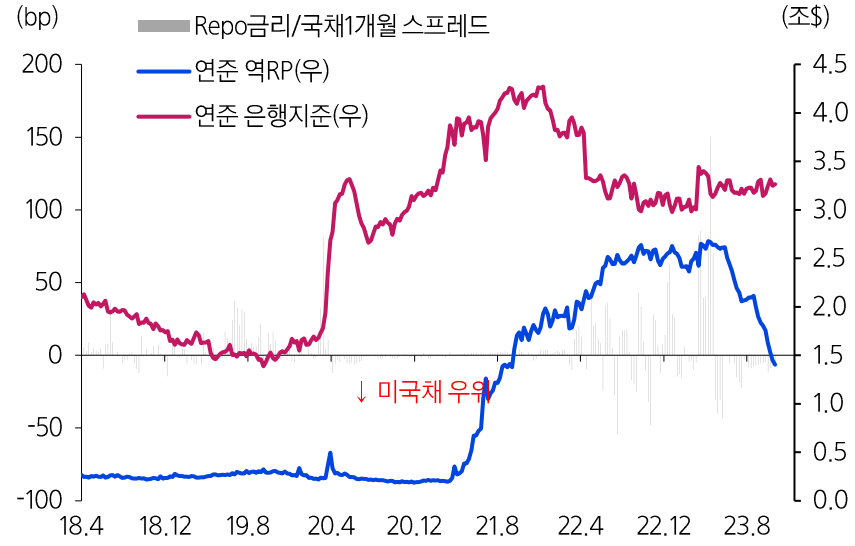
1차 QT와 달리 은행지준(유동성)이 감소하지 않은 이유

- 연준 계정내 유동성 측정 항목은 지급준비금(은행)과 역RP(비은행금융기관)
- 비은행 금융기관 유동성을 상징하는 역RP는 4월 이후 약 1.2조$ 감소, 은행 지준은 거의 줄지 않음
- 역RP급감은 주요 주체인 MMF의 포트폴리오 변경의 결과

  * 재무부의 단기국채 발행 확대로 단기국채 매력이 높아진데 따른 MMF의 포트폴리오 조정 결과(역RP → 단기국채로 이동)

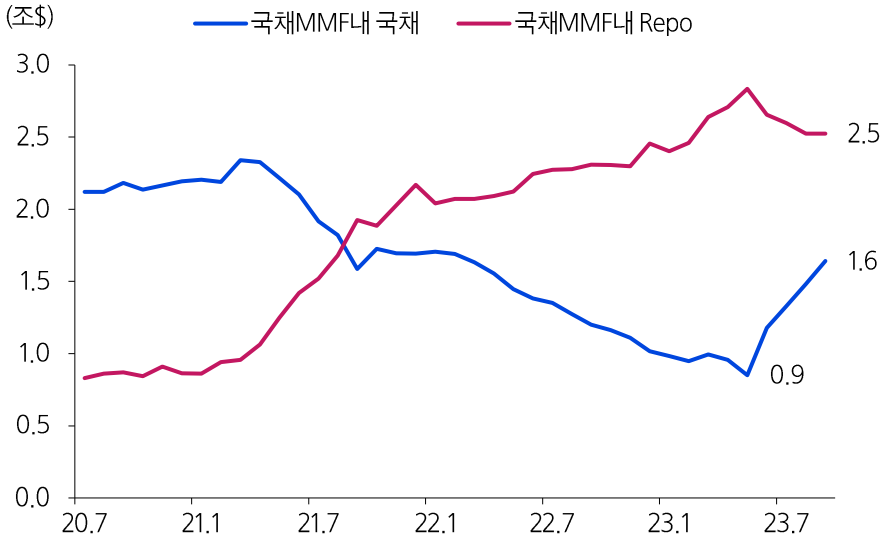
- 향후 재무부가 중장기 국채 발행을 확대할 것으로 예상되어 은행의 국채 입찰 참여에 따른 지준 감소 가능성 높음

단기국채 수익률 우위 : 역RP자금, 국채로 이동



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

US 기관채 MMF 포트폴리오 변화 : 국채 확대



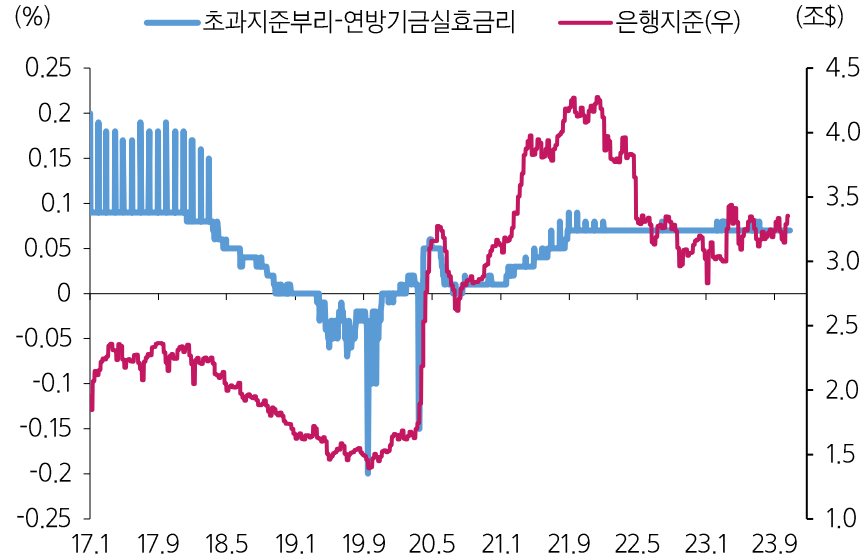
자료: ICI,삼성자산운용

11월 재무부 국채발행 계획 공개 이후 변화 주목

미국 단기자금 시장 및 국채시장 변화 및 향후 예상

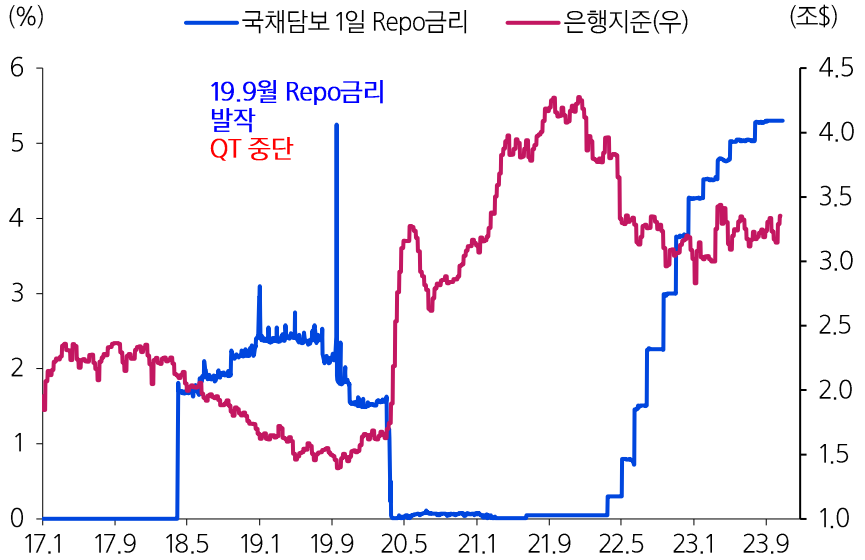
- 8월 단기국채 발행 중심 확대 → 역RP 1조$이상 감소(MMF 중심으로 역RP에서 단기국채로 P/F변화)
- (예상) 11월 재무부 중장기국채 발행비중 확대 → 은행들의 국채입찰 참여 확대 (재무부 국채 바이백) → 은행 지준 감소
  → 은행 지준 부족 등 단기자금시장 변동성 확대 → 연준 QT 중단 (20.9월 사례)
- 중장기 발행 확대시 단기적으로 금리 상승 압력 발생할 수 있지만 중기적으로는 국채시장 수급 정상화 순기능 기대
- 은행의 입찰 참여 부진시 미국 재부무는 국채 바이백 정책을 전격 실시할 가능성 있음

지준 감소시 초과지준부리 이상으로 연방실효금리 상승



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

단기자금시장 Repo금리 발작, QT전격 중단 (19년 9월)



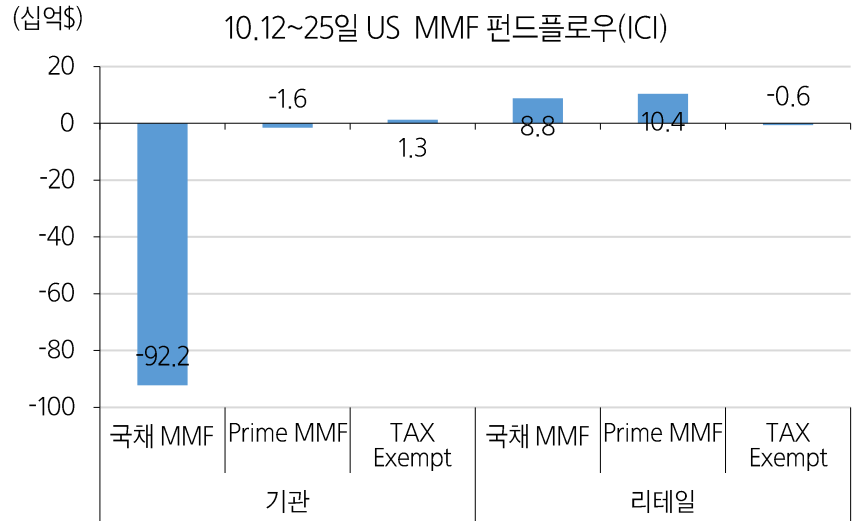
자료: Bloomberg, 삼성자산운용

단기자금시장과 자산시장의 연결고리인 MMF 자금 플로우에 주목

최근 미국 MMF에서 자금 이탈

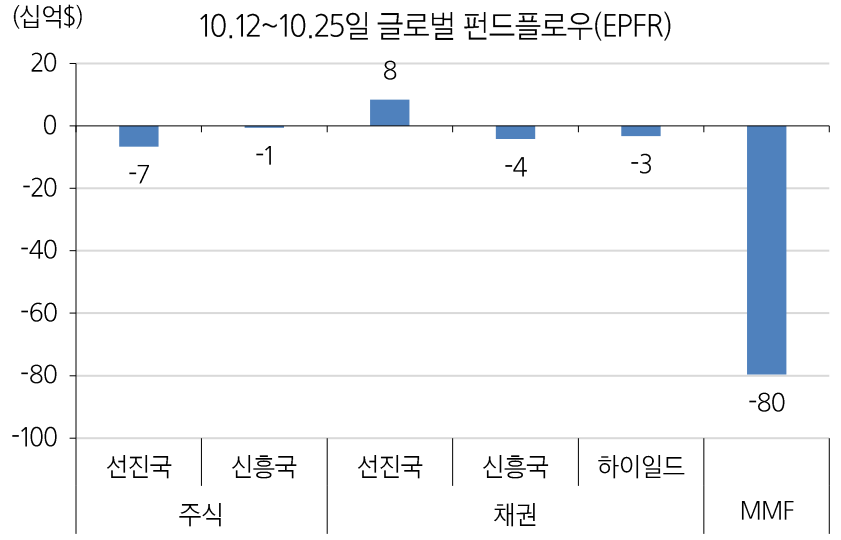
- 10월 3주차 미국 MMF(기관 정부채 MMF)에서 대규모 자금이탈
  * 기관정부채MMF에서 10.11~10.18일 기간 중 1,124억달러 유출
- 전체적인 펀드 플로우 감안시 MMF 이탈 자금이 아직 주식/채권으로 이동하지는 않은 듯

미국 MMF 펀드플로우 : 기관 국채MMF에서 대규모 자금유출



자료: ICI, Bloomberg

글로벌펀드플로우: MMF 자금유출, 주식/채권으로 이동하지 않아



자료: EPFR

MMF발 머니무브

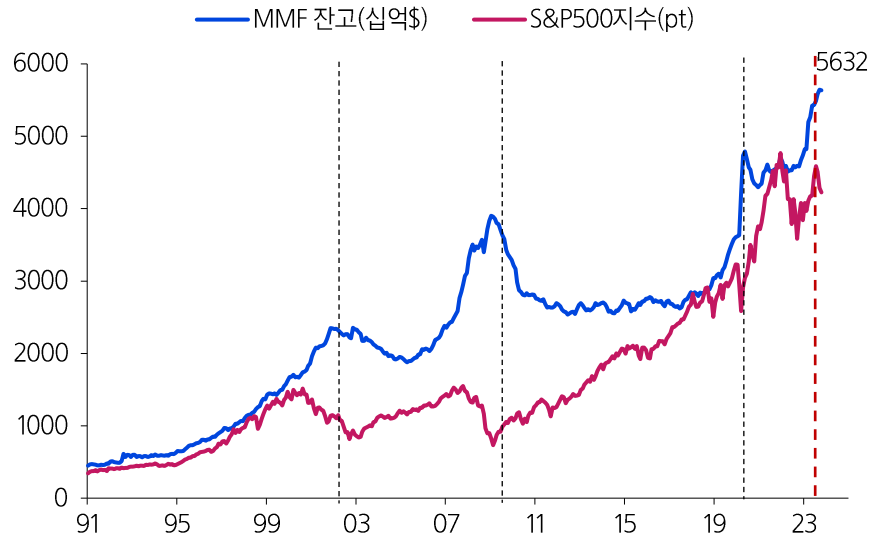
* 중기적으로는 채권/주식으로 순차 이동 예상

MMF로의 쏠림은 점차 완화 될 듯

- 연말/연초 기점으로 금리 고점 인식, 경기 둔화가 나타나면서 MMF에서 채권, 주식으로 순차적 이동이 나타날 것으로 전망
- 자금이동 트리거 : 1)연준 정책 변화, 2)경기둔화, 3)국채발행 우려 완화 등
- MMF로 쏠렸던 자금 플로우에 변화가 나타난 점은 자산시장에 긍정적

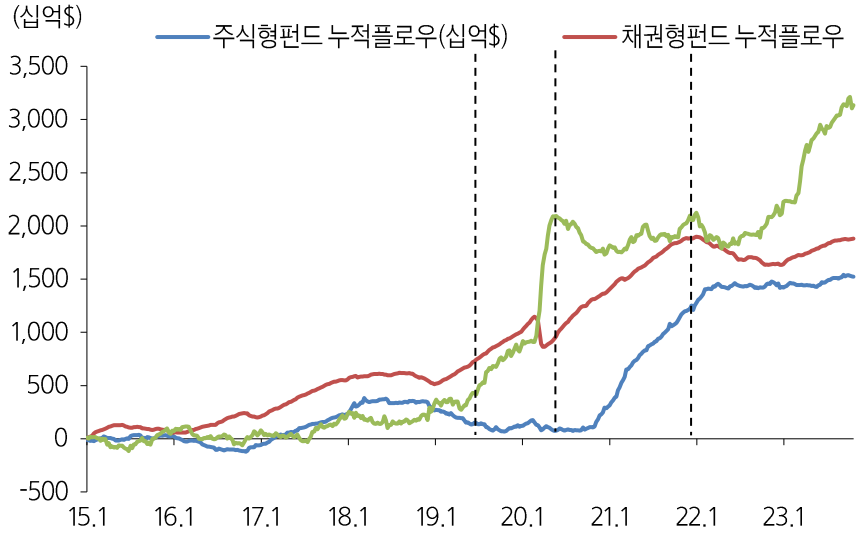
  * 과거 MMF 정점 형성 후 장기채권, 주식으로 시차를 두고 자금 이동

MMF 자금유입과 주가 상승 동반되었으나 최근 주가 약세 반전



자료: Bloomberg

MMF peak out 이후 채권, 주식순으로 자금 이동



자료: EPFR, 삼성자산운용

삼성자산운용

삼성자산운용 주식회사
06620 서울특별시 서초구 서초대로74길 11 대표전화 : 02-3774-7600 콜센터 : 080-377-4777 [상담시간안내 : 평일 오전 9시~오후 5시]