

2024년 7월

글로벌 매크로 및 자산시장 전망

2024. 6

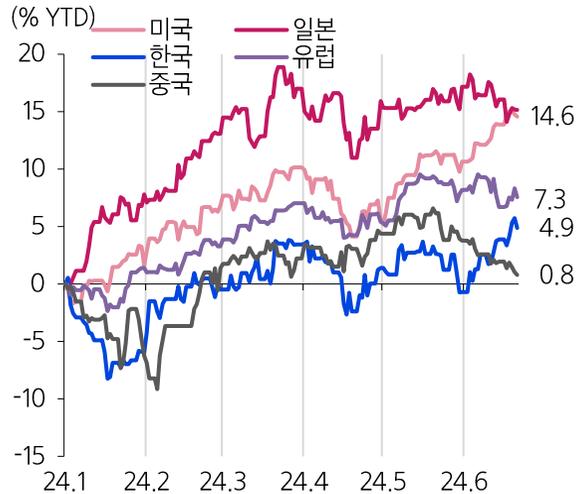
'24년 5~6월 금융시장 리뷰 : 금리인하 Pricing

주식 차별화

[미국/한국/유럽OW, 중국UW]

- 5월말 이후 미국 기술주 주도 상승
- 미국/한국/대만/인도 강세
- 유럽 부진 : 유럽의회 선거 극우 약진
* 프랑스 의회해산 조기 총선(7.7일)
- 미국 섹터 : IT, 커뮤니케이션 강세

미국/한국 상승, 유럽/일본/중국 조정

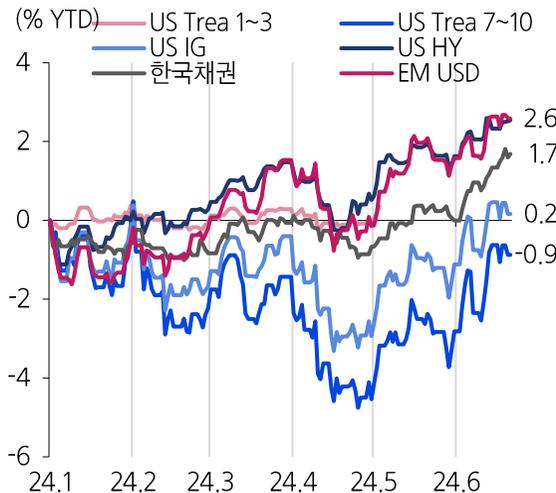


채권 회복

[국채/IG/신흥국 OW]

- 4월말 이후 채권수익률 빠른 회복
* 미국장기채 4월말 이후 수익률 4%이상 개선
- 미국 지표 부진 및 물가 예상 하회 영향
- 유로존, 캐나다 금리인하 사이클 진입

5월 이후 금리하락으로 수익률 회복

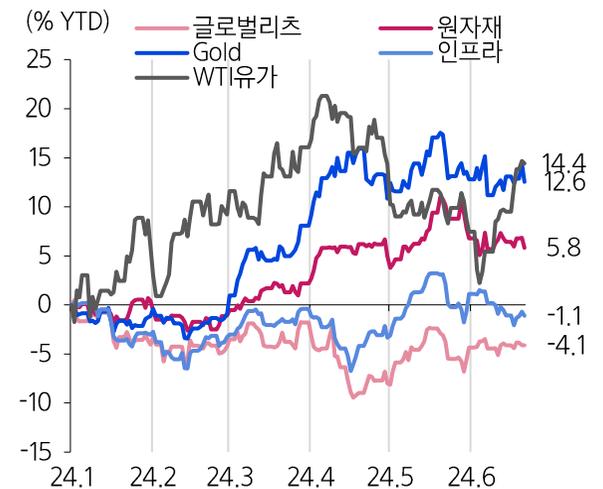


대체자산 차별화

[리츠 OW, 원자재 N]

- 금, 유가 등 인플레 헷지 자산 상승
- 금 13% 상승, 유가 10% 상승
- 리츠, 금리상승으로 약세 지속되나 4월말 이후 금리 반락하며 회복세

원유/금 상승, 리츠/인프라 하락



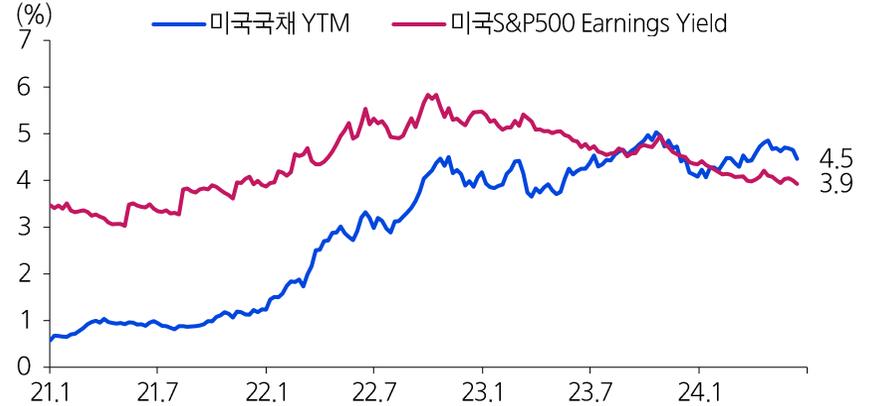
자료: Bloomberg, 삼성자산운용, 5월 17일 기준 수익률

24년 환율, 섹터, 스타일 추이

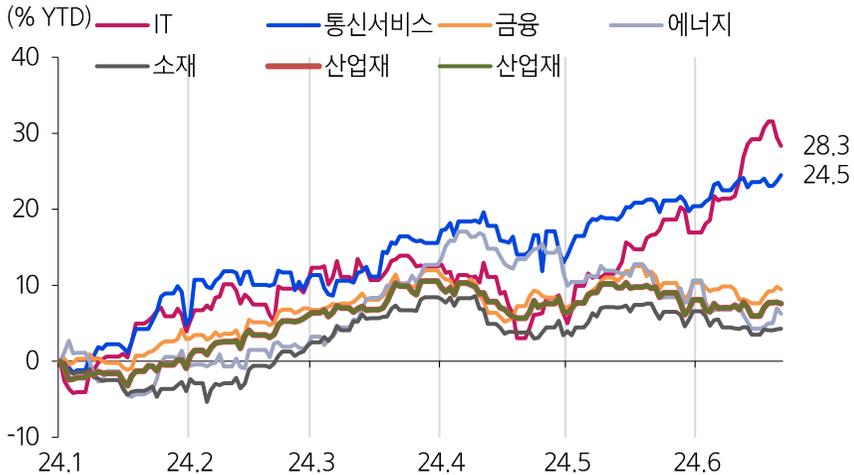
FX: ECB 인하 후 유로약세, 달러강세



미국 주식, 채권 기대수익률 추이

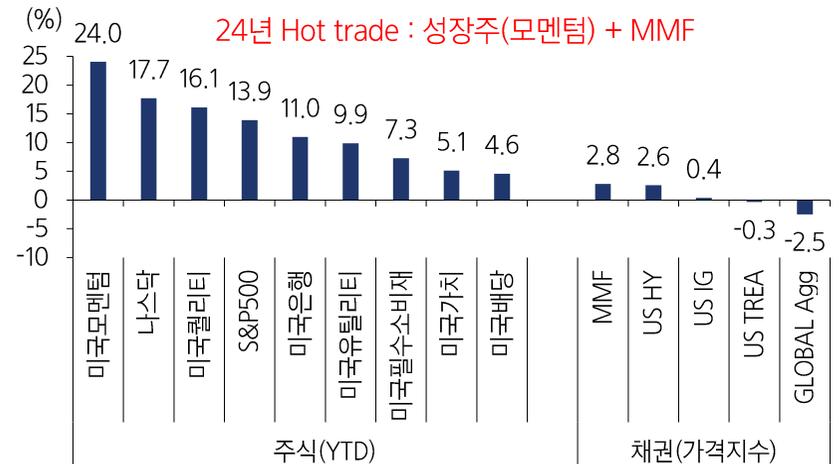


미국 섹터 : 섹터별 차별화 (Tech > 경기순환업종)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

2024년 핫 트레이드



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

글로벌 매크로 및 자산시장 전망

House View 및 매크로 점검

House View (매크로 뷰)

- 물가 둔화(서비스물가), 고용시장 연착륙(실업률 상승, 고용수요 축소) 흐름 감안 9월 미국 첫 금리인하 의견 유지
- 금리인하 기대를 반영하여 미국 및 한국금리 하락세 지속 (하반기 금리하단 미국채10년 3.8%, 한국국채10년 2.8%)
- 유럽 조기총선, 엔 약세 가속으로 달러강세 지속되고 있으나 미국 인하 시그널 강화 시 3분기 중 달러약세로 전환 예상

| 주요 지표 | | 실제치 | | | 24년 | | | | | 3개월 전망 | 24.12월말 |
|-------|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|----------|
| | | 21년 | 22년 | 23년 | 2월 | 3월 | 4월 | 5월 | 6월 | | |
| 물가 | 미국 CPI (기말) | 7.0% | 6.5% | 3.4% | 3.2% | 3.5% | 3.4% | 3.3% | *3.2% | 2.9% | 2.9% |
| | 미국 Core PCE (기말) | 5.2% | 4.9% | 2.9% | 2.8% | 2.8% | 2.8% | *2.6% | | 2.5% | 2.8% |
| 통화정책 | 미국 기준금리 | 0.3% | 4.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.25%(9월) | 5.0% |
| | 한국 기준금리 | 1.0% | 3.25% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.25%(8월) | 3.0% |
| | QT (연준자산, \$조) | \$8.76 | \$8.55 | \$7.80 | \$7.65 | \$7.48 | \$7.36 | \$7.28 | \$7.25 | \$7.15 | \$7.00 |
| (금리) | 미국 국채금리(10yr, 기말) | 1.5% | 3.9% | 3.9% | 4.3% | 4.2% | 4.7% | 4.5% | 4.2% | 4.2~4.5% | 3.8~4.1% |
| | 한국 국채금리(10yr, 기말) | 2.2% | 3.7% | 3.3% | 3.5% | 3.4% | 3.7% | 3.6% | 3.3% | 3.2~3.5% | 2.8~3.1% |
| 경기 | 미국 (24년 성장률, 전망) | 5.8% | 1.9% | 2.5% | 2.0% | 2.2% | 2.4% | 2.4% | 2.4% | 1Q 1.3% | |
| | 한국 (24년 성장률, 전망) | 4.3% | 2.6% | 1.4% | 2.1% | 2.1% | 2.2% | 2.5% | 2.5% | | |
| | 중국 (24년 성장률, 전망) | 8.4% | 4.8% | 5.2% | 4.6% | 4.6% | 4.8% | 4.9% | 4.9% | | |

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 전망치

House View (자산시장 뷰)

- 주식 : 3분기 주식시장 연중 고점 형성(미국, 한국, 유럽 OW), 4분기 대선 불확실성 및 경기하강 우려 반영하여 주가 조정세
- 채권 : 미국 금리인하 기대 순차 반영 (하반기 미국 10년 하단은 3.8% 전후)

| 자산군 | | 실제치 | | | 24년 | | | | | 3개월 전망 | 24.12월말 |
|---------------------------------|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|
| | | 21년 | 22년 | 23년 | 2월 | 3월 | 4월 | 5월 | 6월 | | |
| 채 권 | | | | | | | | | | | |
| 국내 채권 | 한국 국채 10년 금리 | 2.25% | 3.73% | 3.18% | 3.48% | 3.41% | 3.65% | 3.58% | 3.26% | O/W | O/W |
| | 한국 크레딧 spread (AA-) | 147 | 78 | 74 | 64.1 | 58.7 | 46.8 | 42.2 | 46.5 | Neutral | Neutral |
| 해외 채권 | 미국 국채 10년 금리 | 1.52% | 3.88% | 3.88% | 4.25% | 4.20% | 4.67% | 4.51% | 4.25% | O/W | O/W |
| | 회사채 spread(BB 미국 IG) | 92 | 130 | 99 | 96 | 90 | 89 | 85 | 93 | O/W | O/W |
| | 하이일드 spread(BB 미국HY) | 283 | 469 | 323 | 312 | 299 | 311 | 310 | 310 | Neutral | Neutral |
| | 신흥국 spread(JPM EMBIGD) | 369 | 453 | 384 | 369 | 342 | 343 | 381 | 398 | O/W | Neutral |
| 주 식 | | | | | | | | | | | |
| 선진국 | 미국 (S&P500) | 4766 | 3839 | 4769 | 5096 | 5254 | 5035 | 5277 | 5464 | O/W | O/W |
| | 유럽 (Euro stoxx 50) | 4298 | 3793 | 4521 | 4877 | 5083 | 4921 | 4983 | 4907 | O/W | O/W |
| | 일본 (TOPIX) | 1992 | 1891 | 2366 | 2675 | 2768 | 2743 | 2772 | 2724 | Neutral | Neutral |
| 신흥국 | 중국 (상해종합) | 3639 | 3089 | 2974 | 3015 | 3041 | 3104 | 3086 | 2998 | U/W | Neutral |
| | 인도 (Nifty50) | 17354 | 18105 | 21731 | 21982 | 22326 | 22604 | 22530 | 23253 | Neutral | O/W |
| | 아세안 (MSCI Asean) | 703 | 653 | 632 | 620 | 624 | 616 | 611 | 606 | Neutral | Neutral |
| 국내 | 국내 (코스피) | 2977 | 2236 | 2655 | 2642 | 2746 | 2692 | 2636 | 2784 | O/W | O/W |
| 원자재 (Bloomberg Commodity Index) | | 211 | 245 | 226 | 223 | 231 | 237 | 241 | 239 | Neutral | Neutral |
| 부동산 (Global REIT) | | 3347 | 2529 | 2771 | 2654 | 2722 | 2550 | 2651 | 2657 | O/W | O/W |
| 원달러 환율 (기말) | | 1,188 | 1,265 | 1,288 | 1,331 | 1,347 | 1,382 | 1,385 | 1,388 | 1,310 | 1,350 |

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 전망치

주식 비중확대 유지, 3분기 중 고점 형성 예상

01 5월 이후 금리 하락 속 주식은 국가별 차별화(미국, Tech주도)

- 5월 이후 글로벌 금융시장은 경기부진 우려 및 물가 예상 하회로 금리는 하락하고 주가는 상승 (미국 금리인하 반영 과정 진행)
- 고용연착륙 흐름이 지속되며 9월 미국의 첫 금리인하를 예상하며 7월말 FOMC 통해 금리인하 관련 시그널 가시화 될 것으로 예상
- 3분기 주식시장의 추가 상승 가능하나 첫 금리인하(9월) 전 연중 고점이 형성될 가능성이 높아 주가 상승 시 리스크 관리도 병행 필요

02 3분기 국가별 리스크 요인 점검

- 미국은 고용과 물가의 연착륙 과정 지속. 시스템 리스크 발생 가능성은 낮으나 미국 소비여력이 소진되면서 성장률 하향 흐름 나타날 것
- 유로존은 7월초 조기총선(영국, 프랑스)까지 정치적 불확실성 지속. 재정과 관련 우려가 있으나 전염효과는 과거대비 제한적인 상황
- 일본은 7월말 중대한 변곡점에 놓일 것으로 전망. 엔약세의 실물경기 부정적 영향이 커지는 가운데 외국인의 일본주식 순매도 흐름 지속되고 있음. 7월말 BOJ 자산매입 축소 계획 발표 예정으로 예상보다 강한 매입 축소 발표 시 엔화 강세 전환의 트리거가 될 듯
- 중국은 지속된 부동산 부양정책에도 투자, 부동산 지표의 부진은 지속되고 있음. 7월 예정된 3중전회를 통해 추가적인 부양카드(인민은행의 국채매입 등) 나올 수 있으나 경제 전반의 투자, 소비심리 개선까지는 시간이 필요 (주택판매 반등, 모기지대출 증가등의 신호 필요)
- 한국의 내수회복 지속성은 약해. 민간소비 성장은 국외소비(여행)가 주도하고 있으며 고용시장은 악화되고 있어 내수 회복 동력 미약

03 7월 자산시장 뷰(3개월) : 주식 비중확대 유지(미국,한국,유로존), 채권 비중확대 유지 (미국/한국국채, IG, 신흥국)

- 주식 'OW' 투자의견 유지 : 금리인하 기대가 반영되는 과정, 금리인하 개시 과정에서 성장에 대한 기대가 훼손될 수 있다는 점은 리스크
- 채권 'OW' 투자의견 유지 : 장기채권 중심의 비중확대 전략 유지(하반기 미국10년 하단 3.8% 전후), 금리인하 전후로 단기채 투자 병행
- 원/달러 환율 : 엔 약세 지속, 유럽 정치불확실성으로 달러강세 지속. 금리인하 기대가 점차 유입되며 7~8월 원/달러 환율 안정 예상

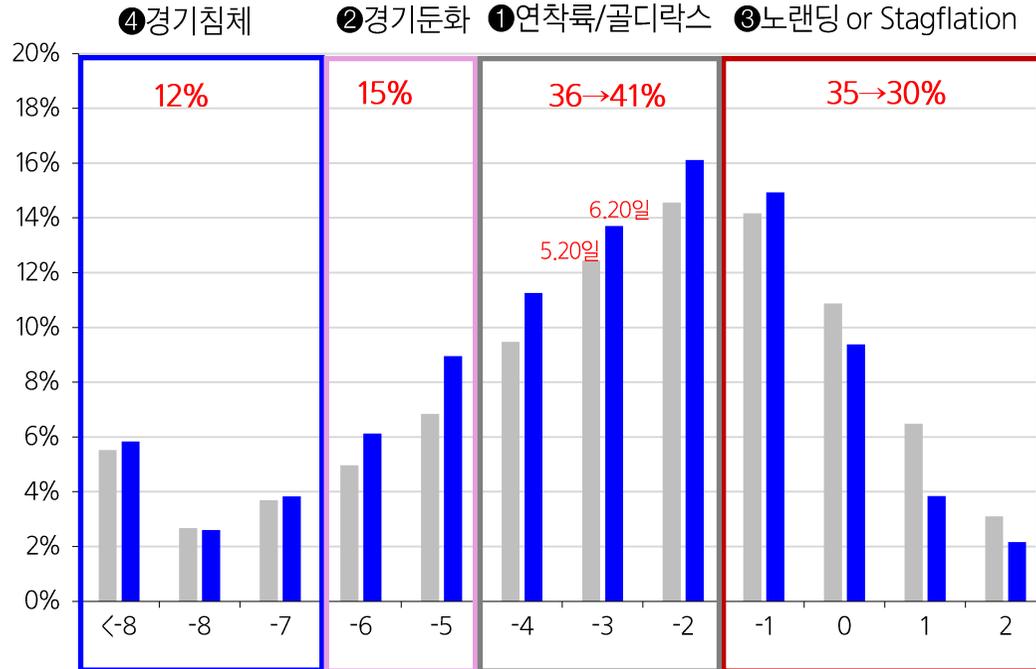
미국 기준금리 전망

* 연착륙 기대 소폭 상승

현재 미국 기준금리 선물은 노랜딩과 연착륙 확률 유사 (6월 FOMC 이후 연착륙 확률 상승)

당사 하우스뷰는 ① 연착륙 시나리오가 기본 시나리오

FED FUND Market Probability Tracker
(25.3월까지의 미국 기준금리 인하 횟수 분포)



- ① 연착륙 (확률 41%)
→ 동반 상승, 주식 > 채권
- ② 경기하강 (확률 15%)
→ 주식 보합, 채권 상승

③ 노랜딩 or Stagflation (확률 30%)
→ 주식 상승, 채권 하락

④ 경기침체 (확률 12%)
→ 주식 하락, 채권 상승

주: 2025년 3.20일 까지 6번의 FOMC에서의 25bp 인하 횟수
시카고 상품거래소의 옵션 가격에 내포된 확률 분포를 추정
자료: Atlanta FED, 삼성자산운용

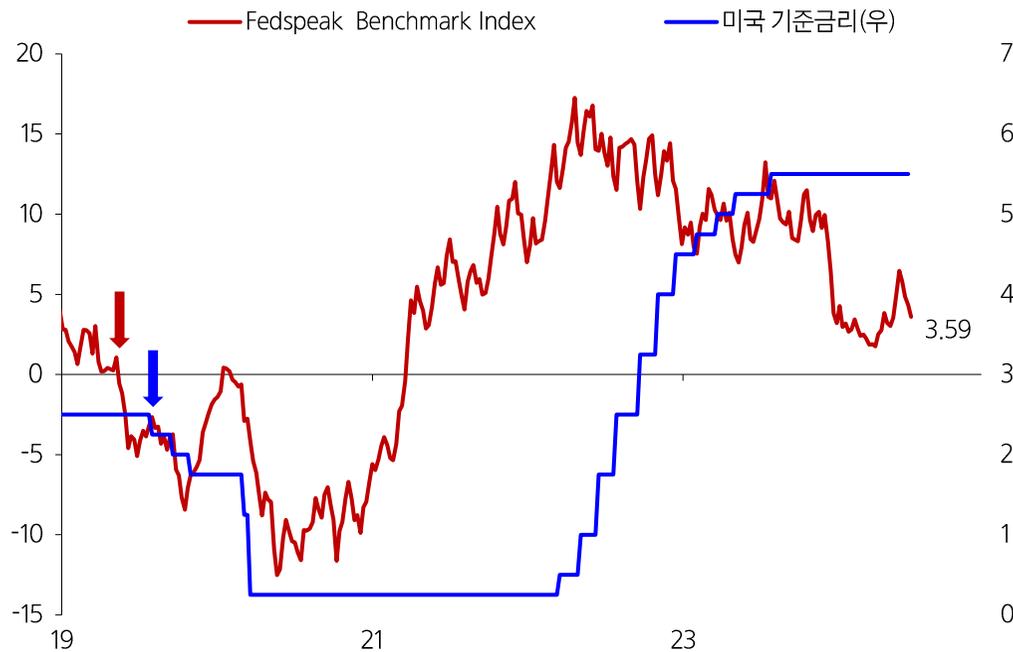
AI가 보는 금리인하 시그널

* Bloomberg 언어모델

Bloomberg FedSpeak 인덱스

: NLP 알고리즘으로 과거 6200개 연준위원의 Speech 학습 통해 금리인하 신호 예측

Bloomberg 언어모델 : 연준인사 speech 학습



- 금리전망에 대한 시장의 기대 급변 (미국금리 인하 횟수 : 연초 6~7회→3월 3~4회→4월 1~2회→6월 2회→ 7월 ?)
- Bloomberg 언어 모델의 경우, 19년 인하시야 클에서 금리인하 8주전 인하 시그널 발생

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

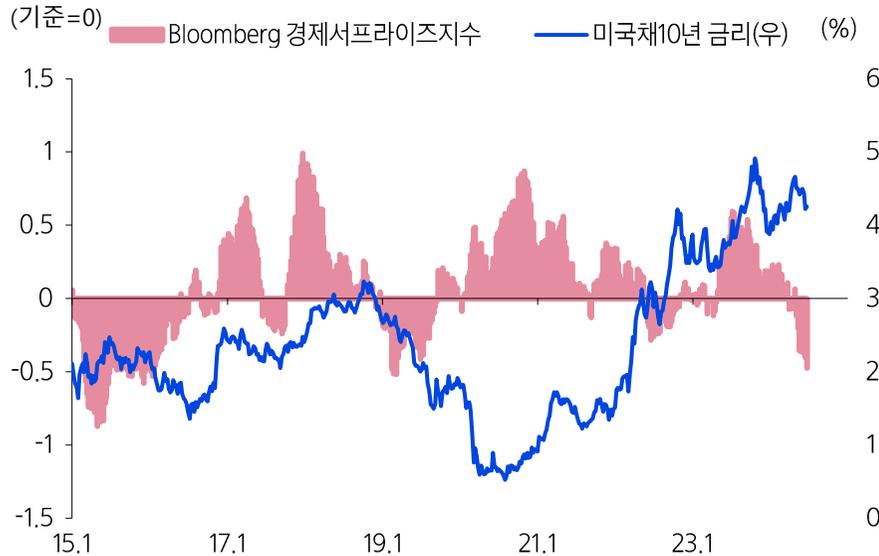
부문별 미국 경기 현황 업데이트

* 미국 경제지표 서프라이즈지수 마이너스 지속

고용 서프라이즈 축소, 서베이, 주택, 도소매, 산업부문 예상 하회 지표 증가

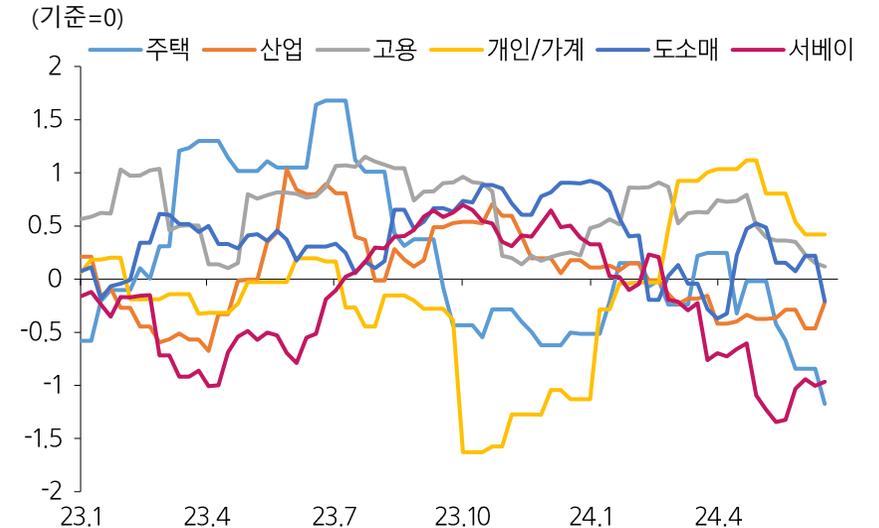
- 서프라이즈 지수 하락 지속(19년 상반기 이후 최저), 소매판매/서베이(소비자신뢰지수)/주택지표 예상하회 영향
- 고용지표 : 신규일자리 예상 상회했으나 실업률은 상승, 주간 실업수당 증가세
- 서베이지표 : 지역연준 서베이, ISM 지수, 소비자신뢰지수 하락
- 주택지표 : 주택시장 지수 수축 국면 진입, 착공, 건축, 판매 등 예상 하회, 주택가격 상승은 지속
- 가계지표 : 가계소득 및 지출 데이터 견조하나 소비자신용 등 소비여력 지표 둔화

미국 경제지표 서프라이즈 지수와 미국10년 국채금리



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

부문별 경제지표 서프라이즈지수 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

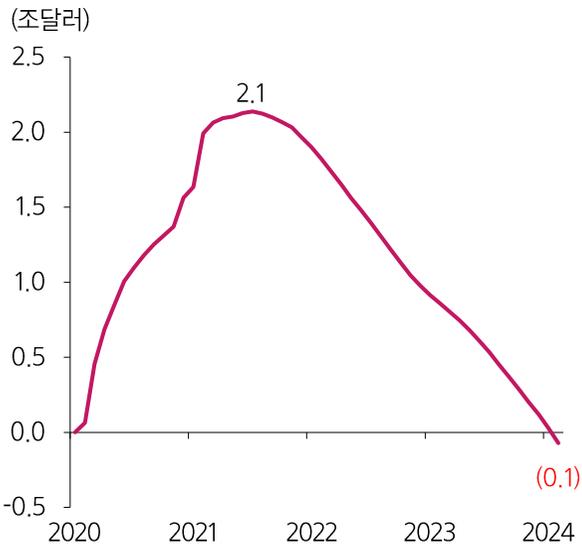
미국 소비 약화 신호

* 고용둔화, 소비자심리, 주택시장 약화

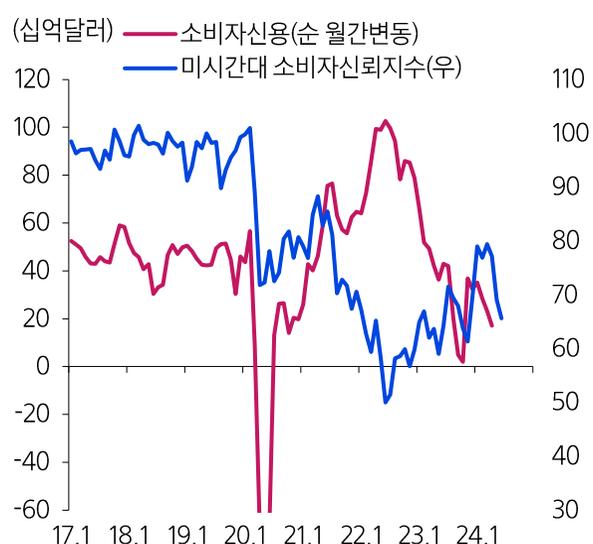
1)정부 지원 및 초과저축, 2)탄탄한 고용 및 임금 성장, 2)Wealth effect(주식, 부동산)

- 미국경제의 70%는 소비, 23년 2.5% 성장 중 소비의 기여도는 1.5%로 전체 성장에 60% 기여
- 미국 소비 성장에 힘은 정부 재정지원, 탄탄한 고용(신규고용, 임금상승률), 소비자신용 확대, 부의 효과(주식, 부동산)에 기인
- 현재 개인소득, 소비지출, 주식 Wealth effect는 견조. 다만 초과저축 고갈, 소비자심리, 주택지표에서 약화 신호 발생 중
- 코로나 이후 재정지원에 힘입어 누적되었던 초과저축은 연초 모두 소진된 것으로 추정. 소비자 신용도 사용규모가 크게 축소
- 주택지표는 착공, 허가, 판매 지표 모두 연초 이후 역성장 기록 중, 다만 주택가격은 상승 중(기존 주택 매물 부족에 기인)

미국 가계 초과저축 소진 (소비여력 약화)



소비자심리 및 소비자신용



주택시장의 약화

| | 24.1월 | 2월 | 3월 | 4월 | 5월 | 6월 |
|----------------|-------|------|------|------|-------|----|
| 신규주택착공 (% YoY) | 1.1 | 10.1 | -3.2 | -1.2 | -19.3 | |
| 건축허가건수 (% YoY) | 4.5 | -3.5 | -0.5 | -2.0 | -9.5 | |
| 신규주택판매 (% YoY) | 3.9 | 1.0 | 3.3 | -7.7 | | |
| 기존주택판매 (% YoY) | -1.7 | -3.3 | -3.0 | -1.9 | -2.8 | |
| 주택시장지수 (50 기준) | 44 | 48 | 51 | 51 | 45 | 43 |

자료: San Francisco FED, Atlanta FED, Bloomberg, 삼성자산운용

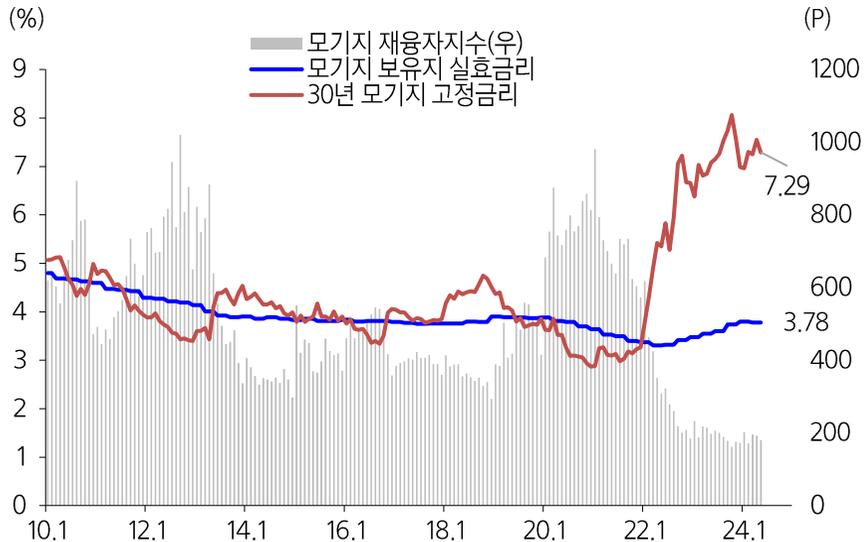
엇갈리는 미국 주택 지표

* 고금리 환경에서 기존주택 락인 효과

미국 주택시장 부진은 고금리에 의한 착시 (향후 공급부족으로 가격 상승 압력이 더 커질 듯)

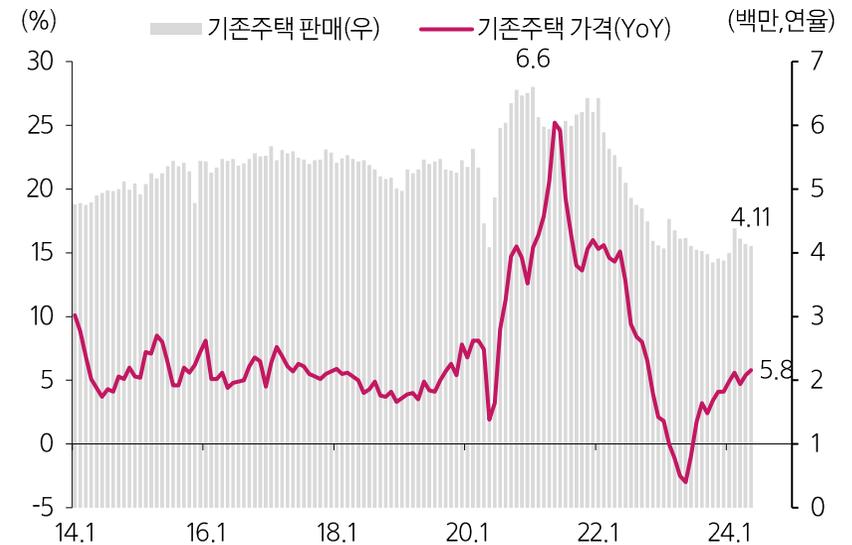
- 4~5월 주택 지표의 부진이 지속되고 있음. 다만 착공/허가/판매가 부진한 반면 가격 상승은 지속되는 양상
- 높은 신규금리, 낮은 보유금리에 따라 기존주택 매물 잠김 현상이 지속되고 있기 때문. 착공감소는 향후 주택공급 부족으로 연결
- 최근 주택지표 부진은 경기둔화 및 하강 신호로 볼 수 없으며, 미국의 금리제도 및 고금리 환경이 만든 착시로 보는 것이 합당
- 이러한 이유로 모기지 구매 신청건수는 사상 최저 수준까지 하락 (주택보유자의 모기지 평균 금리는 3%대, 신규 구매시 7%)
- 연간 기존주택매매 연율도 5월 411만건으로 팩데믹 최고치 660만건에서 감소, 매물 감소로 주택가격의 상승기조는 유지

모기지 리파이낸싱 최저, 금리차에 따른 채용자/구매 급감때문



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

미국 기존주택 매물 급감, 가격상승은 지속



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

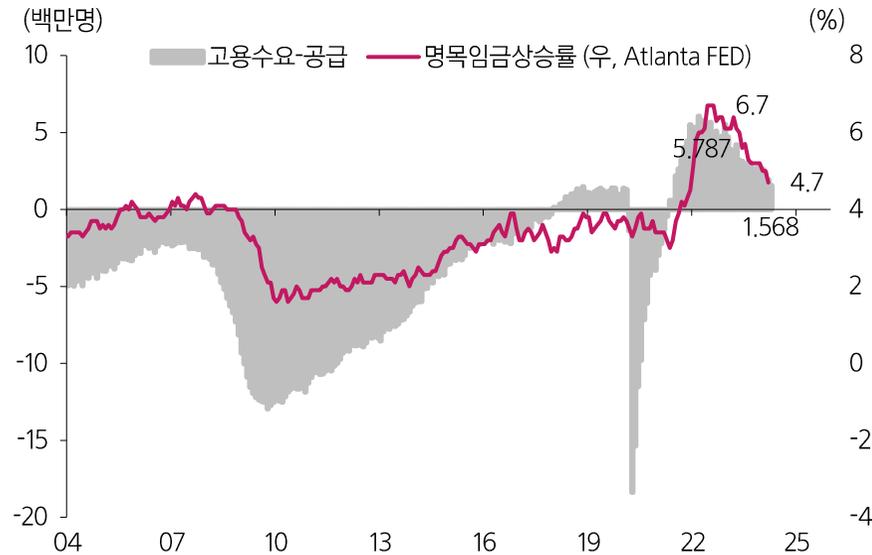
고용시장 연착륙 지속

* 구인률 하락에 초과 고용수요 빠르게 축소

신규고용 견조하지만 초과 고용수요와 임금상승률은 둔화 흐름 지속

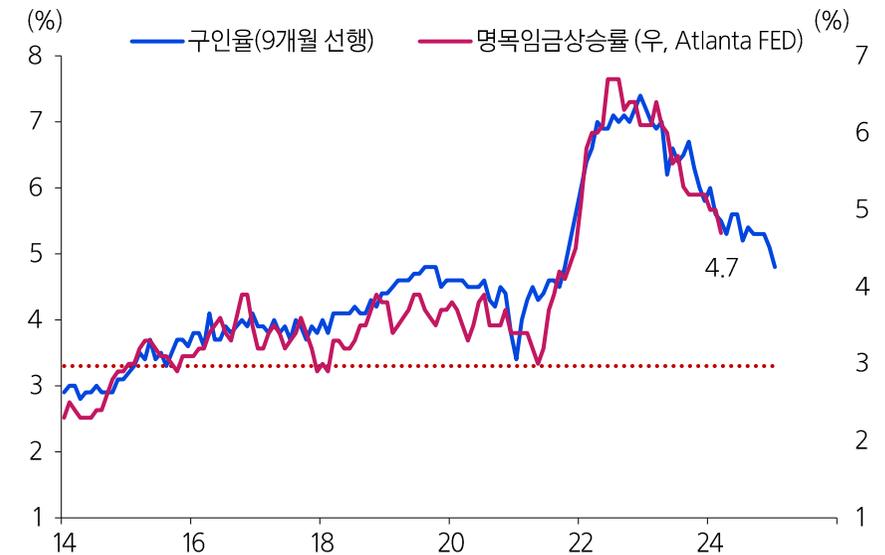
- 고용 초과 수요는 빠르게 축소 중(1월 262만, 3월 192만, 4월 156만), 24년 4분기경 균형 수준 근접 예상
- 기업의 구인건수 및 구인율 감소가 고용 초과 수요 축소를 견인
- 명목임금 상승률(애틀란타 연준발표)은 현재 4.7%. 연말 4% 이하로 하락 예상
- 임금에 선행하는 구인율, 이직율, 구인지수(Indeed)의 하락세가 지속되고 있어 하반기 임금상승률 둔화 흐름은 지속 예상

임금과 초과고용수요 연착륙 중. 24년말 연말 정상수준 진입 예상



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

선행지표 구인율 하락, 임금상승률 4분기 정상 수준 진입



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

미국 고용시장 분석

* 가계조사 신규고용 축소로 실업률 상승

| 미국 고용 관련 세부지표 | | | 2023년 | | | 2024년 | | | | |
|---------------|-------------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | | 10월 | 11월 | 12월 | 1월 | 2월 | 3월 | 4월 | 5월 |
| 헤드라인 | 실업률 | % | 3.8 | 3.7 | 3.7 | 3.7 | 3.9 | 3.8 | 3.9 | 4.0 |
| | 비농업 신규일자리 | 천명 | 165 | 182 | 290 | 256 | 236 | 315 | 175 | 272 |
| | 신규일자리(가계조사) | 천명 | (270) | 586 | (683) | (31) | (184) | 498 | 25 | (408) |
| | 시간당 평균임금상승률 | yoy | 4.3 | 4.3 | 4.3 | 4.4 | 4.3 | 4.1 | 3.9 | 4.1 |
| | 명목임금증가율(에틀란타 연준) | yoy | 5.2 | 5.2 | 5.2 | 5.0 | 5.0 | 4.7 | | |
| | 주간실업수당(4주) | 천명 | 210.5 | 217.5 | 205.8 | 209.5 | 209.3 | 214.5 | 210.0 | 222.3 |
| 고용현황 | 노동가능인구 | 천명 | 267,642 | 267,822 | 267,991 | 267,540 | 267,711 | 267,884 | 268,066 | 268,248 |
| | 경제활동인구 | 천명 | 167,723 | 168,127 | 167,451 | 167,276 | 167,426 | 167,895 | 167,982 | 167,732 |
| | 경제활동참여율 | % | 62.7 | 62.8 | 62.5 | 62.5 | 62.5 | 62.7 | 62.7 | 62.5 |
| | 정규직 | 천명 | 134,502 | 134,727 | 133,196 | 133,133 | 132,946 | 132,940 | 133,889 | 133,264 |
| | 파트타임 | 천명 | 26,702 | 27,032 | 27,794 | 27,890 | 27,941 | 28,632 | 27,718 | 28,004 |
| | 파트타임/정규직비율 | % | 19.9 | 20.1 | 20.9 | 20.9 | 21.0 | 21.5 | 20.7 | 21.0 |
| | 실업자 | 천명 | 6,443 | 6,262 | 6,268 | 6,124 | 6,458 | 6,429 | 6,492 | 6,649 |
| JOLT | 고용수요-공급 | 천명 | 2,242 | 2,670 | 2,621 | 2,624 | 2,355 | 1,926 | 1,568 | |
| | 구인 | 천명 | 8,685 | 8,931 | 8,889 | 8,748 | 8,813 | 8,355 | 8,059 | |
| | 채용 | 천명 | 5,814 | 5,569 | 5,787 | 5,698 | 5,781 | 5,617 | 5,640 | |
| | 퇴직 | 천명 | 5,630 | 5,413 | 5,419 | 5,449 | 5,539 | 5,330 | 5,372 | |
| | (해고) | 천명 | 1,653 | 1,546 | 1,607 | 1,596 | 1,681 | 1,601 | 1,515 | |
| | (자발적퇴직) | 천명 | 3,634 | 3,516 | 3,439 | 3,446 | 3,527 | 3,409 | 3,507 | |
| | (기타퇴직) | 천명 | 344 | 351 | 373 | 407 | 332 | 320 | 349 | |
| 민간 해고데이터 | 명 | 36,836 | 45,510 | 34,817 | 82,307 | 84,638 | 90,309 | 64,789 | | |
| 서베이 | ISM제조업고용 | P | 47.1 | 46.1 | 47.5 | 47.1 | 45.9 | 47.4 | 48.6 | 51.1 |
| | ISM서비스업고용 | P | 50.4 | 50.6 | 43.8 | 50.5 | 48.0 | 48.5 | 45.9 | 47.1 |
| | NIFB소기업 채용계획 | | 17 | 18 | 16 | 14 | 12 | 11 | 12 | 15 |
| | 직장 잃을 확률(뉴욕연준서베이) | | 12.7 | 13.6 | 13.4 | 11.8 | 14.5 | 15.7 | 15.1 | |

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

미국 물가 추이

* 서비스 물가에서 긍정적 신호 발생

| CPI 전월비 상승률 | 비중(%) | 23.10월 | 11월 | 12월 | 24.1월 | 2월 | 3월 | 4월 | 5월 | 물가 상승 속도 | | |
|-------------|-------|--------|------|------|-------|------|------|------|------|----------|--------|-------|
| | | | | | | | | | | % YoY | 6M 연율화 | 3M연율화 |
| All items | 100.0 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.0 | 3.3 | 3.4 | 2.8 |
| Food | 13.6 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.4 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 2.1 | 1.7 | 1.0 |
| 에너지 | 6.6 | -2.1 | -1.6 | -0.2 | -0.9 | 2.3 | 1.1 | 1.1 | -2.0 | 3.7 | 2.7 | 0.9 |
| Core | 79.8 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.2 | 3.4 | 3.7 | 3.3 |
| 상품 | 18.8 | 0.0 | -0.2 | -0.1 | -0.3 | 0.1 | -0.2 | -0.1 | 0.0 | -1.7 | -1.1 | -1.2 |
| 가정용품 | 3.5 | -0.1 | -0.5 | -0.3 | -0.1 | -0.3 | -0.1 | -0.4 | 0.0 | -2.5 | -2.5 | -1.9 |
| 의류 | 2.5 | 0.0 | -0.6 | 0.0 | -0.7 | 0.6 | 0.7 | 1.2 | -0.3 | 0.8 | 2.7 | 6.1 |
| 운송 | 6.1 | -0.2 | 0.5 | 0.3 | -1.1 | 0.1 | -0.5 | -0.7 | -0.1 | -3.9 | -3.9 | -5.0 |
| (신차) | 3.7 | -0.1 | 0.0 | 0.2 | 0.0 | -0.1 | -0.2 | -0.4 | -0.5 | -1.4 | -2.1 | -4.5 |
| (중고차) | 1.9 | -0.4 | 1.4 | 0.6 | -3.4 | 0.5 | -1.1 | -1.4 | 0.6 | -9.3 | -8.3 | -7.5 |
| 의료 | 1.5 | 0.4 | 0.5 | -0.1 | -0.6 | 0.1 | 0.2 | 0.4 | 1.3 | 3.1 | 2.5 | 7.6 |
| 여가 | 2.1 | 0.2 | -0.6 | -0.5 | 0.8 | -0.2 | -0.5 | 0.0 | -0.1 | -2.3 | -1.2 | -2.5 |
| 교육/통신 | 0.9 | -1.3 | -2.6 | -0.2 | 0.6 | 0.2 | -1.2 | 0.1 | -1.6 | -7.4 | -4.1 | -10.9 |
| 주류 | 0.9 | 0.3 | -0.1 | 0.1 | 0.3 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 1.7 | 1.2 | 1.0 |
| 기타상품 | 1.4 | 0.9 | 0.0 | -0.5 | 0.3 | 0.7 | 0.2 | -0.1 | 0.5 | 3.4 | 2.0 | 2.2 |
| 서비스 | 61.0 | 0.3 | 0.5 | 0.4 | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.2 | 5.3 | 5.3 | 4.6 |
| 주거 | 36.2 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.6 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 5.4 | 5.3 | 4.8 |
| 의료 | 6.5 | 0.2 | 0.5 | 0.5 | 0.7 | -0.1 | 0.6 | 0.4 | 0.3 | 3.1 | 5.0 | 5.4 |
| 운송 | 6.3 | 0.9 | 1.0 | 0.1 | 1.0 | 1.4 | 1.5 | 0.9 | -0.5 | 10.5 | 8.7 | 7.5 |
| 여가 | 3.3 | 0.1 | 0.1 | 1.1 | 0.4 | 0.5 | 0.1 | 0.3 | -0.2 | 3.9 | 4.4 | 0.8 |
| 교육/통신 | 5.0 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.4 | 0.5 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 2.0 | 3.4 | 2.7 |
| 기타서비스 | 1.5 | 0.3 | 0.3 | 0.1 | 1.0 | -0.6 | 0.8 | 1.1 | -0.3 | 4.1 | 3.9 | 6.0 |

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 리서치센터

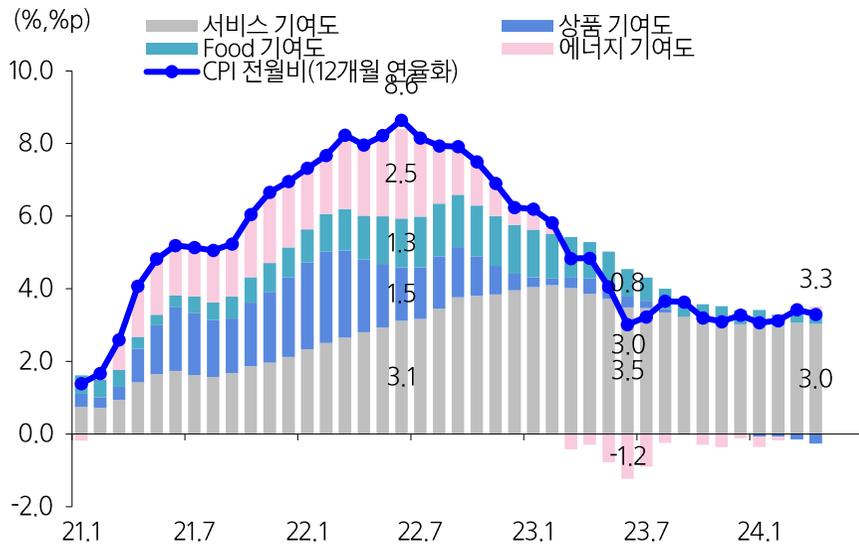
미국 물가 추이

* 서비스물가 속도 둔화, 상품물가 부진은 지속

5월 서비스물가 상승속도 0.2%로 둔화

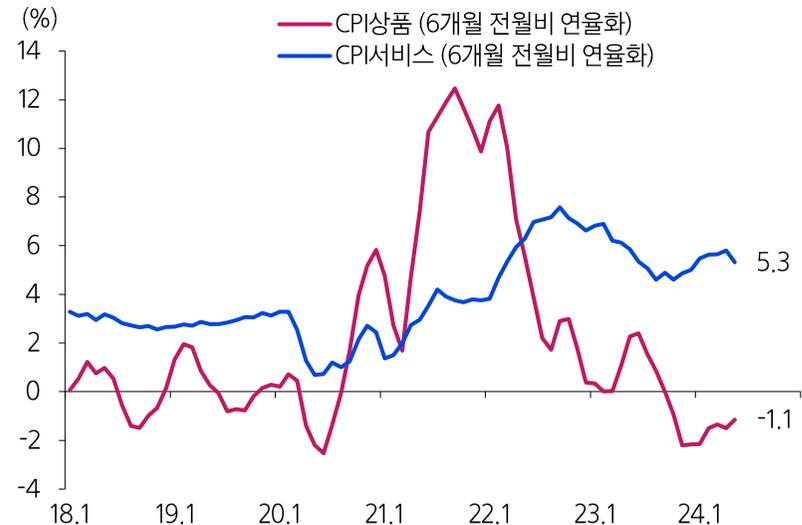
- CPI의 추이 : (21년) 상품물가 급등 → (22년) 서비스물가 상승 → (23년) 상품/서비스물가 동반 → 에너지/서비스물가 반등
- CPI 전년동월비 상승의 85%가 서비스(비중 61%)에 의해 견인 중. 서비스와 상품물가(비중 19%)의 디커플링은 지속되고 있음
- 서비스물가는 전월비 1월 +0.7%, 2월 +0.5, 3월 +0.5, 4월 +0.4, 5월 +0.2 (6개월 연율 5.3%)
- 서비스물가의 둔화 신호가 나타났다는 점이 긍정적 (주거물가 둔화 폭이 크지 않았으나 운송서비스 전월비 -0.5%로 반전)
- 상품 물가의 기여도는 마이너스. 자동차, 가정용품, 교육/통신상품 부진에 기인

CPI 추이 및 부문별 상승 기여도



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

23년 서비스물가와 상품물가 동반하락, 24년 서비스물가 반등



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

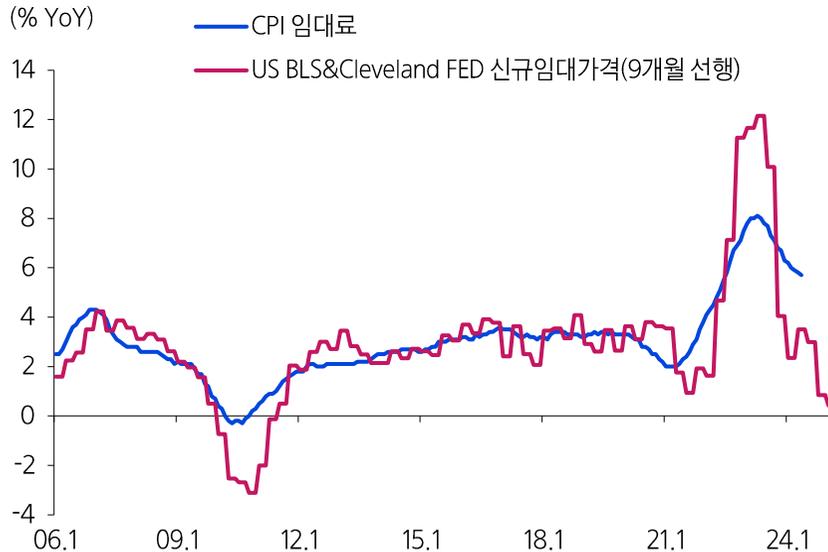
미국 물가의 Last Mile

* 서비스물가 : 주가 서비스 완만한 둔화, 운송서비스 하락 반전

하반기 서비스 물가 둔화의 동력 : 신규임대료 둔화, 지연된 보험료 인상 일단락

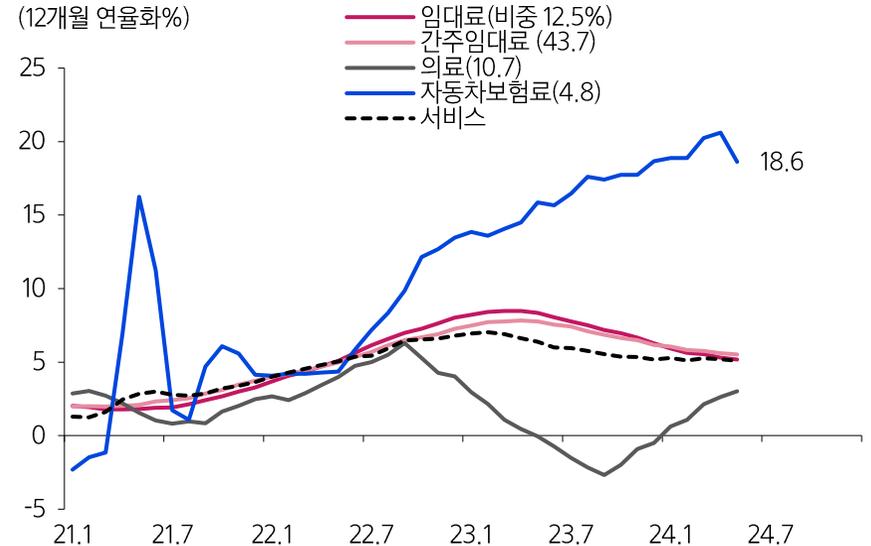
- 전년동월비 5.3% 상승률을 기록하고 있는 서비스물가를 분해해 보면 주거와 운송, 의료서비스가 상승을 주도
- 주거CPI에 9개월 선행하는 신규임대가격은 상승률이 빠르게 둔화되고 있음, 주거비의 완만한 둔화 기조는 지속
- 급등했던 운송서비스 부문 물가는 전월비 하락 반전
- 자동차 보험료의 전월비 하락 전환 영향이 반영(계약 갱신 주기 감안 시 보험료 상승은 일단락 된 것으로 판단)

선행지표 신규임대가격 둔화로 CPI 주거 상승률 둔화 예상



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

보험료 사이클 계약 시차 고려 후행적(보험사 향후 실적은 하향)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

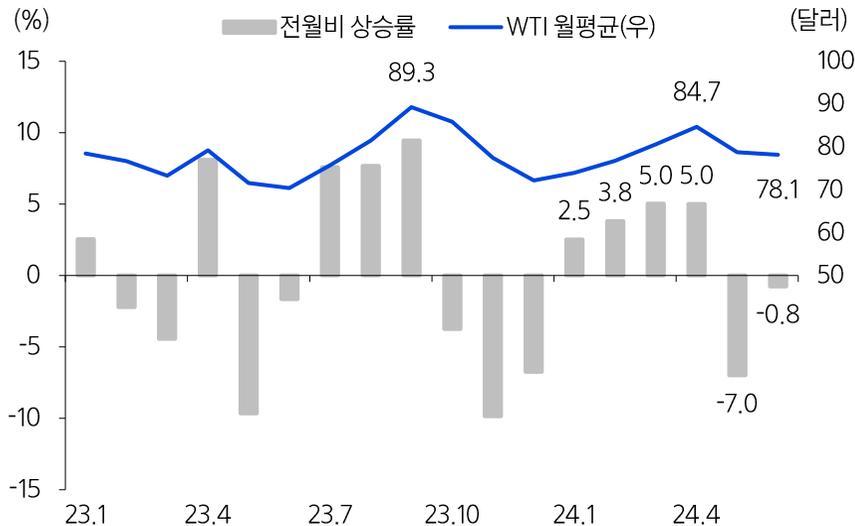
유가 반등과 소비자물가 경로

* 유가 반등, 물가 경로를 수정할 정도는 아님

6월 유가 반등의 물가 영향은 크지 않아, CPI 예상경로 유지

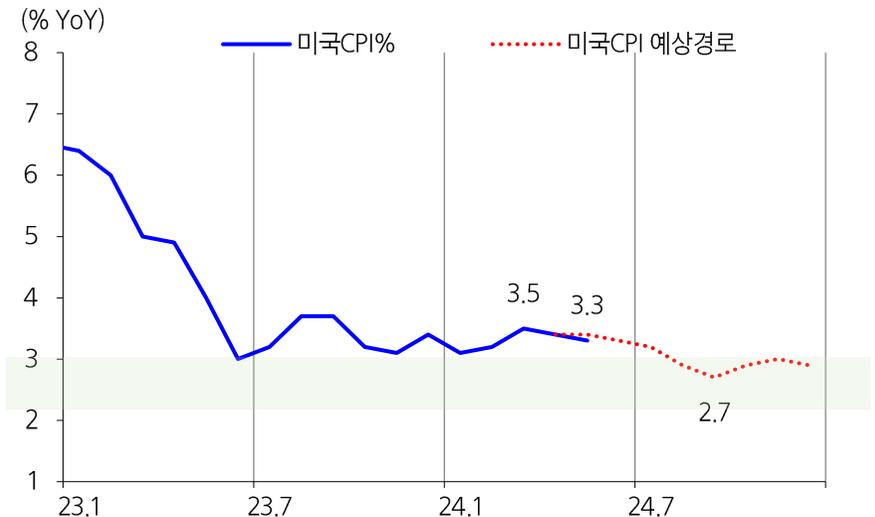
- 유가는 6월초 이후 급 반등 (성수기 드라이빙 시즌 앞둔 수요 기대, 미국의 전략비축유 매입 영향)
- 6월 유가 평균은 전월비 소폭 상승 예상, 6월 유가의 물가 영향 크지 않을 듯 (WTI기준 85\$달러 돌파시 물가 우려 재발 가능)
- 미국 소비자물가는 5월 전월비 상승속도가 0%로 둔화되어 예상경로보다 낮게 진행 중
- 6월 소비자물가는 3.2%, 8월 지표에서 2%대 진입할 것이라는 기존 물가 예상 경로 유지

유가 추이 : 6월 평균 유가 전월보다 소폭 상승 예상



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

미국 소비자물가 8월 2%대 진입 예상

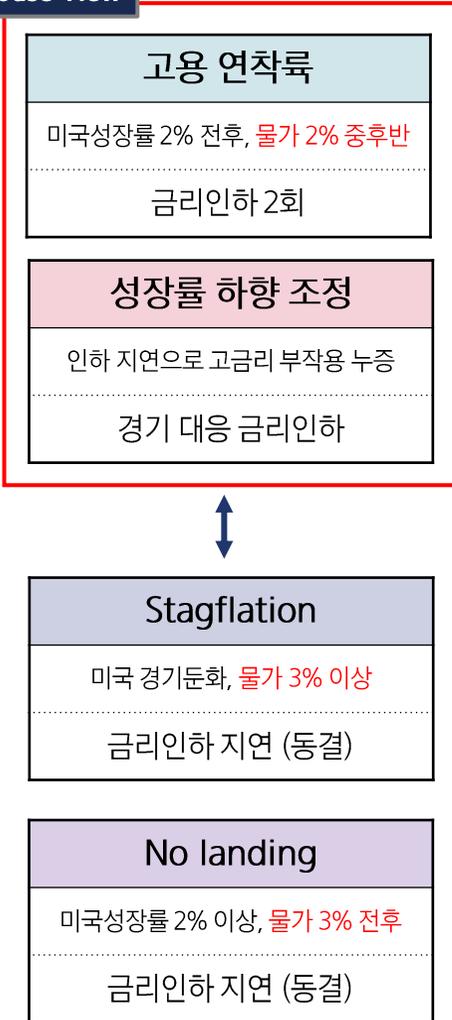


자료: Bloomberg, 삼성자산운용

24년 하반기 매크로 시나리오

* 미국 경기/물가 시나리오(예상 경로로 진행 중)

House View



| | 24.2분기 | 3분기 | 4분기 |
|-----------|---|---|---|
| 물가 | CPI반등, 3%대 유지 유가 상승/높은 서비스물가 상품가격 반등 가능성 | 8~9월 CPI 2%대 진입 유가 안정 서비스물가 둔화(주거) | 4분기 2% 후반 |
| | 근원PCE, 2% 중반 서비스물가 높은 수준 지속 | 근원PCE, 2% 중반 정체 서비스물가 둔화(주거/임금) | 근원PCE 반등(2% 후반) |
| 경기 | 서베이 지표 중심 둔화 ISM서비스 수축국면 소비자심리 지수 급락 생산/주택지표 예상 하회 | 고용지표 연착륙 실업률 4%대로 상승 신규일자리 20만 이하 정체 임금상승률 4% 초반 | 가계 소득/지출 둔화 고용 둔화 영향 가시화 실질 소득 감소 소비자신용 둔화 |

*구인/채용둔화, 해고증가
*취약부문 리스크(저임금, 청년)

글로벌 매크로 현황

| 주요 지표 | | 22년 | 23년 | 24년 추이 | | | | | | comment | 24년전망 IMF | 잠재성장 률 |
|-------|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------|
| | | | | 1월 | 2월 | 3월 | 4월 | 5월 | 6월 | | | |
| 성장률 | 미국 경제성장률 | 2.1% | 2.5% | 1.5% | 2.0% | 2.2% | 2.4% | 2.4% | 2.4% | 1Q 성장률 1.3% 예상 큰 폭 하회 | 2.7% | 1.8% |
| | 유로존 | 3.3% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.6% | 0.7% | 0.7% | 서베이 지표 중심 반등, 금리인하 기대로 성장률 상향 조정 | 0.8% | 1.1% |
| | 일본 | 1.1% | 2.0% | 0.8% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.4% | 0.3% | 1분기 전분기 역성장(-0.5%), 소비/순수출 부진 | 0.9% | 0.9% |
| | 중국 | 3.0% | 5.2% | 4.5% | 4.6% | 4.6% | 4.8% | 4.9% | 4.9% | 생산 증가로 성장률 전망 소폭 상향, 부동산 부진은 지속 | 4.6% | 4.2% |
| | 한국 | 2.6% | 1.4% | 2.1% | 2.1% | 2.2% | 2.2% | 2.5% | 2.5% | 수출/반도체 개선 가속, 1Q 성장호조 반영하며 성장률 상향 | 2.3% | 2.0% |
| 물 가 | 미국 CPI (기말) | 6.5% | 3.4% | 3.1% | 3.2% | 3.5% | 3.4% | 3.3% | *3.2% | 유가 반등했으나 전월비 상승폭은 미미, 물가둔화 이어질 듯 | 2.9% | |
| | 미국 Core PCE | 4.9% | 2.9% | 2.9% | 2.8% | 2.8% | 2.8% | *2.6% | | 2%대 진입 후 둔화속도는 완만 (3개월째 2.8% 전후) | | |
| | 유로존 CPI | 9.2% | 2.9% | 2.8% | 2.6% | 2.4% | 2.4% | 2.6% | | 6~7월 물가에 연료가격 하락 반영되며 물가 둔화 예상 | 2.4% | |
| | 일본 CPI | 4.0% | 2.6% | 2.2% | 2.8% | 2.7% | 2.5% | | | 1분기 역성장으로 물가와 임금의 선순환 목표 마찰음 발생 | 2.2% | |
| | 중국 CPI | 1.8% | -0.3% | -0.8% | 0.7% | 0.1% | 0.3% | 0.3% | | 물가 반등 폭 미미, 수요부진에 따른 디플레이 우려는 지속 | 1.0% | |
| | 한국 CPI | 5.0% | 3.2% | 2.8% | 3.1% | 3.1% | 2.9% | 2.7% | | 2%대 진입, 하반기 가스비 등 공공요금 인상이 변수 | 2.5% | |
| 통화정책 | 미국 기준금리 | 4.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 9월 첫번째 인하 예상(6월 점도표 년 2회로 하향) | | |
| | 유로존 기준금리 (Deposit) | 2.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 3.75% | 3.75% | 6월 금리인하 사이클 진입 예상 (연 3회 인하 예상) | | |
| | 일본 기준금리 | -0.1% | -0.1% | -0.1% | -0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 엔약세 부정적 영향이 커지며 자산매입 축소 검토할 듯 | | |
| | 중국 대출금리 (LPR 5y) | 4.30% | 4.20% | 4.2% | 3.95% | 3.95% | 3.95% | 3.95% | 3.95% | 시중유동성(사회용자총량)은 3개월 연속 감소 | | |
| | 한국 기준금리 | 3.25% | 3.50% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 8월 첫 인하 예상 | | |
| | QT (연준자산, \$조) | \$8.55 | \$7.80 | \$7.70 | \$7.65 | \$7.48 | \$7.36 | \$7.28 | \$7.25 | | 6월부터 QT 규모 축소(국채 월 600억\$→250억\$) | |

자료: Bloomberg 컨센서스, IMF(WEO 2024.4월), 삼성자산운용 리서치센터

글로벌 매크로 및 자산시장 전망
국가별 리스크 요인 점검

하반기 리스크 요인 점검

| | 주요 리스크 요인 | 원인 및 현황 | 향후 점검 포인트 |
|----|------------------------|--------------------------|--------------------------------------|
| 미국 | ① 금융부문 (중소형은행 상업용 부동산) | 중소형 은행 수익률 부진 지속 | 성장률 호조 국면에서 영향력 미미 |
| | ② 취약소비층(청년, 저소득층) 우려 | 초과저축 소진, 소비 심리 위축 | 고금리 누증 위험 증가 : 실업률, 실업수당 추가상승 주목 |
| | ③ 대형Tech 쏠림 리스크 | 5월 엔비디아 실적발표 후 Tech쏠림 강화 | Tech의 이익 마진 상향은 지속 (대체재 부재) |
| 유럽 | ① 정치리스크 (영국, 프랑스) | (조기총선) 영국 7.5일, 프랑스 7.7일 | 프랑스 국민연합 약진시 재정 위험 증가 |
| | ② 재정준칙 준수 | EU집행위, 7개국에 시정 명령 | 주변국으로 확산 여부 관찰(현재는 프랑스에 국한) |
| | ③ 영국 금리인하 지연 | 서비스물가 5.7%로 높은 수준 | |
| 일본 | ① 기रो에 놓인 엔화 | 외환개입 레벨 돌파, 추가 개입은 제한 | 7월말 국채매입 축소 규모 주목 (현재 월 6조엔→ 2조엔) |
| | ② 1분기역성장, 연 성장률 하향조정 | 소비 및 순수출 부진 | 금리인상 지연 요인 |
| | ③ 금융권 해외투자 손실 이슈 | *노린추킨, 해외자산 매각 계획 발표 | 630억\$규모 청산(미/유럽국채, CLO등) *엔케리 청산 우려 |
| 중국 | ① 전방위 경기부양 효과 미미 | 제조업 일부회복, 소비/투자 부진은 지속 | 자동차 판매 부진 등 소비로 전이 여부 확인 |
| | ② 부동산 수요 부진 지속 | 1~5월 모기지대출 직전5년 평균비 -42% | 주택가격 고점대비 8% 하락, 주택 판매 데이터 반등 주목 |
| | ③ 중국판 양적완화 루머 | 인민은행 총재 '유통시장 국채매매 협의' | 기존 통화정책 주된 도구는 MLF(은행 대출) + 기준율 조정 |
| 한국 | ① 상반기 수출, 설비투자 디커플링 | 연계 약화 (미국 리쇼어링, 중국 자급화) | 하반기 설비투자 회복 예상(회복강도는 강하지 않을 듯) |
| | ② 내수회복 지속성 | 소비증가는 국외소비가 주도 | 고용 쇼크와 더불어 내수 회복 가능성은 낮아 |
| | ③ 한국주식 경기선행성 약화 | 수출 차별화 (반도체/선박 vs 철강,기계) | 하반기 반도체외로의 수출 선순환 기대는 낮춰야 |

미국 리스크 1 (소형은행)

* 중소형 은행 주가 부진 지속

중소형은행 및 지역은행 주가 부진 지속

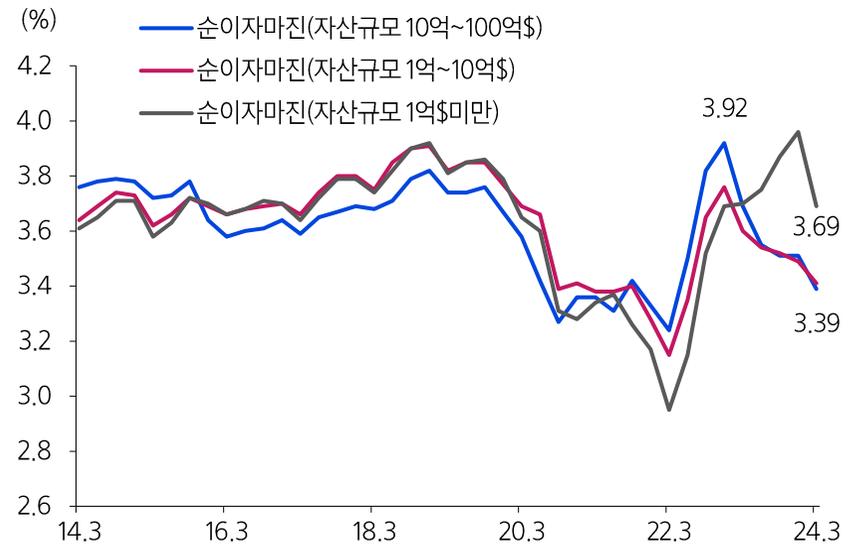
- 23년 3월 SVB은행 파산 이후 지역은행 및 소형은행 주가는 큰 폭 하락 이후 부진한 모습 지속
- 상업용 부동산 노출도가 큰 은행 중심으로 주기적으로 유동성 위기 반복된 데 따른 영향
- 24.3월에도 뉴욕커뮤니티뱅크 NYCB(23.3월 뉴욕시그니처 인수) 주가 급락
- 대규모 상업용부동산 대손충당금 적립 영향으로 이익전망 악화 (NYCB는 상업용 부동산 중 멀티패밀리 익스포저가 높은 편)
- 다만 아직까지는 개별 은행을 넘어 시스템 리스크로 확산되지 않고 있음 (정책당국 신속대응 의지, JP모건 등 대형은행의 개입)

지역은행, 소형은행 주가는 여전히 부진



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

소형은행 순이자마진 하락 중 (조달금리 상승)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

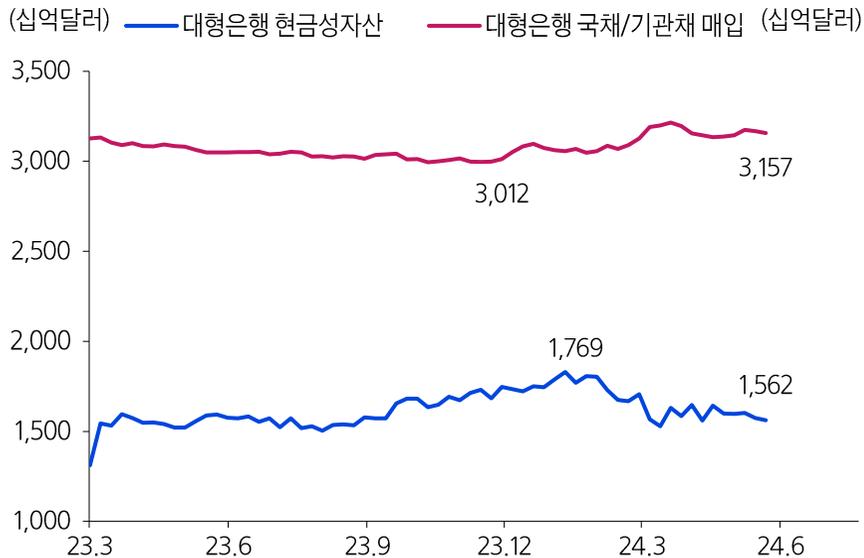
미국 리스크 1 (소형은행)

* 소형은행, 예금유치 기반으로 부동산 대출 확대

대형은행은 대출보다 자산구성 변경을 통해 위험관리, 소형은행은 적극적 예금유치와 대출 확대

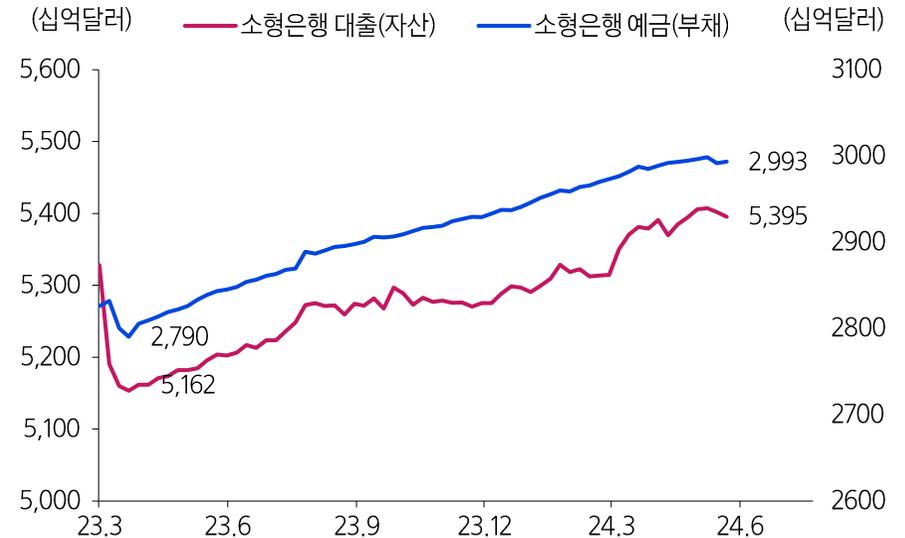
- 23.3월 SVB 사태 이후 대형은행은 예금유치에 소극적, 대출은 소비자대출 중심으로 늘리고 최근 현금성자산을 줄이고 국채 매입
- 소형은행은 예금유치에 적극적으로 나섰다 이를 바탕으로 대출을 확대
- 고금리 환경이 지속되면서 조달금리 상승으로 중소형은행의 순이자 마진은 30~70bp하락
- 취약부문(상업용부동산, 신용카드 연체) 위험이 누증되고 있어 중소형은행발 위험은 반복될 가능성 높아

대형은행은 자산내 포트폴리오 조정 (현금성 줄이고 국채 매입)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

소형은행 예금증가 기반으로 부동산 대출 증가



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

[참고] 23.3월 은행파산 이후 미국 대형은행과 소형은행의 B/S 변화

대형은행은 예금줄고 자산P/F변화 미미, 소형은행은 예금늘고 부동산 대출 크게 늘려

- 대형은행 예금 감소한 가운데 신용카드론 중심 소비자대출을 크게 늘림. 자산에서는 국채를 매입하고 기타증권을 매도
- 소형은행은 예금증가(수신금리 우위 영향) 기반으로 대출(상업용부동산 중심) 확대

[미국 국내 대형상업은행 B/S-총자산 13.4조\$]

| 계 정 | 주요 항목 | 기말(잔액, 십억\$) | | 기간변동 (십억\$) |
|-----|----------|--------------|---------|----------------|
| | | 23.3월말 | 24.5월말 | |
| 자 산 | 증권 | 3709.3 | 3696.7 | -12.6 |
| | (국채/기관채) | 3089.6 | 3157.0 | 67.4 |
| | (기타증권) | 619.8 | 539.7 | -80.1 |
| | 대출 | 6759.5 | 6777.5 | 17.9 |
| | (상업/산업) | 1556.7 | 1539.2 | -17.6 |
| | (주택) | 1611.0 | 1614.3 | 3.4 |
| | (상업용부동산) | 893.3 | 872.8 | -20.6 |
| | (소비자대출) | 1429.6 | 1455.0 | 25.4 |
| | 신용카드론 | 794.0 | 865.1 | 71.1 |
| | 자동차론 | 439.2 | 412.0 | -27.2 |
| | 기타론 | 196.5 | 178.0 | -18.5 |
| | (기타대출) | 1268.9 | 1296.1 | 27.3 |
| | 현금성자산 | 1594.4 | 1561.9 | -32.6 |
| | (연준 RRP) | 241.4 | 205.1 | -36.3 |
| 부 채 | 예금 | 10861.4 | 10820.6 | -40.8 |
| | 차입 | 953.4 | 982.6 | 29.2 |
| | 기타부채 | 508.3 | 584.1 | 75.8 |

[미국 국내 소형상업은행 B/S-총자산 6.6조\$]

| 계 정 | 주요 항목 | 기말(잔액, 십억\$) | | 기간변동 (십억\$) |
|-----|----------|--------------|--------|----------------|
| | | 23.3월말 | 24.5월말 | |
| 자 산 | 증권 | 1297.9 | 1237.6 | -60.4 |
| | (국채/기관채) | 890.1 | 862.2 | -27.9 |
| | (기타증권) | 407.8 | 375.3 | -32.4 |
| | 대출 | 4257.5 | 4517.3 | 259.8 |
| | (상업/산업) | 707.7 | 718.9 | 11.2 |
| | (주택) | 905.6 | 981.4 | 75.8 |
| | (상업용부동산) | 1884.6 | 2011.9 | 127.3 |
| | (소비자대출) | 439.2 | 461.4 | 22.2 |
| | 신용카드론 | 181.4 | 196.1 | 14.7 |
| | 자동차론 | 77.8 | 77.8 | 0.1 |
| | 기타론 | 180.0 | 187.5 | 7.5 |
| | (기타대출) | 320.5 | 343.8 | 23.2 |
| | 현금성자산 | 497.6 | 477.8 | -19.8 |
| | (연준 RRP) | 36.7 | 30.3 | -6.3 |
| 부 채 | 예금 | 5153.4 | 5395.5 | 242.1 |
| | 차입 | 515.6 | 392.0 | -123.5 |
| | 기타부채 | 119.2 | 135.3 | 16.1 |

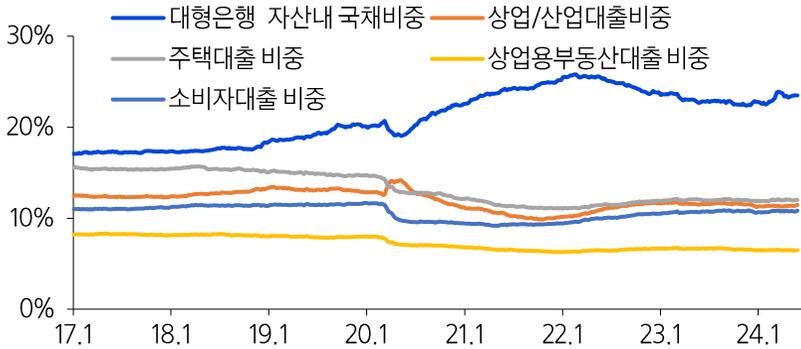
[참고] 미국 은행 자산구성 변화

소형은행은 자산내 국채를 줄이고 부동산 대출을 확대

* 소형은행, 전체 대출 중 상업용부동산 비중 45%

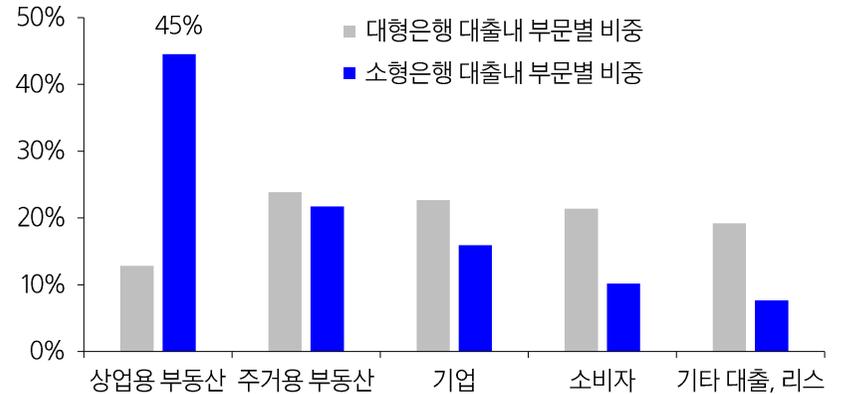
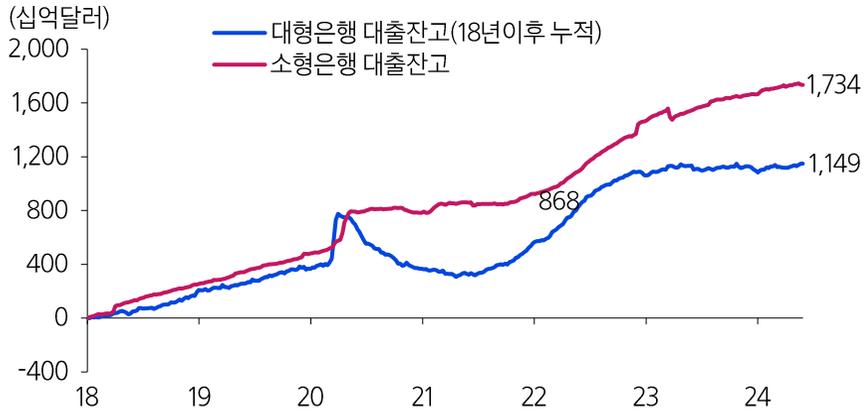
대형은행 B/S 자산구성 비중 변화 : 국채 매입, 소비자대출 확대

소형은행 B/S 자산구성 비중 변화 : 상업용부동산 대출 확대



소형은행 대출 적극적 확대, 대형은행은 SVB사태 이후 대출 정체

소형은행 전체 대출 내 상업용부동산 대출 비중 45%



자료: 삼성자산운용, Bloomberg

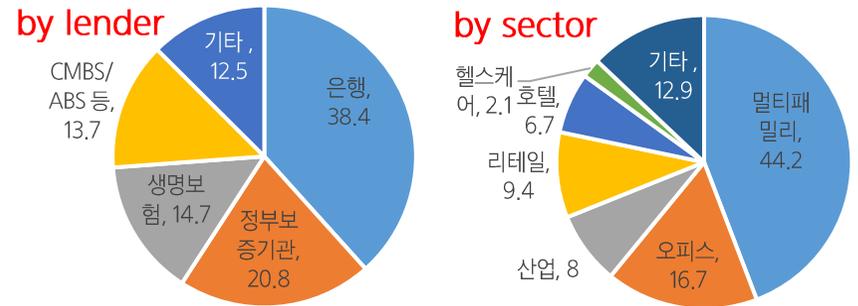
자료: 삼성자산운용, Bloomberg

[참고] 미국 상업용 부동산 시장 현황

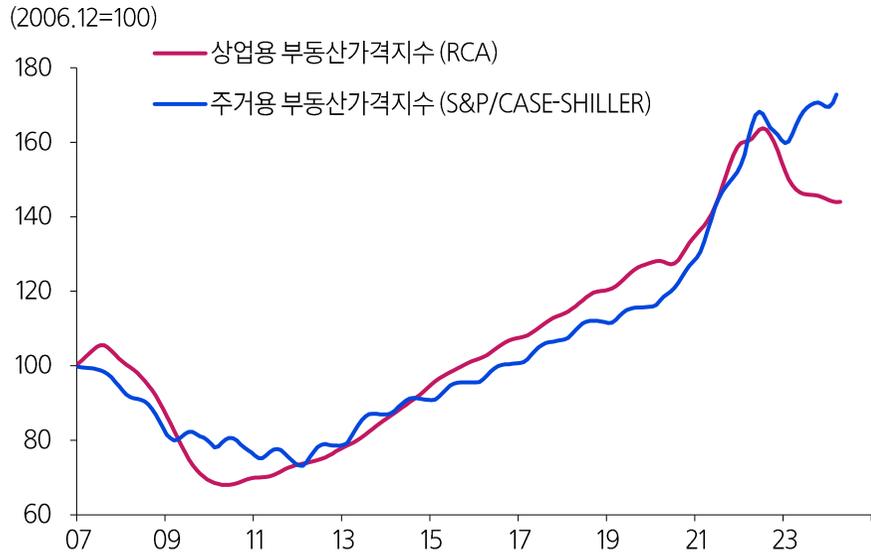
도심 오피스 가격 고점 대비 50% 하락

- 상업용부동산 가격은 고점대비(22.7월) 15% 하락, 주거용 부동산은 지속 상승 중
- 상업용 부동산 부문별로 보면 오피스(도심)는 고점 대비 50% 급락, 아파트(멀티패밀리) 18% 하락, 리테일 10% 하락
- 상업용 부동산 부진이 장기화로 보유 금융기관은 손실 처리하거나 부실 대출채권을 타 금융기관에 매각하는 상황

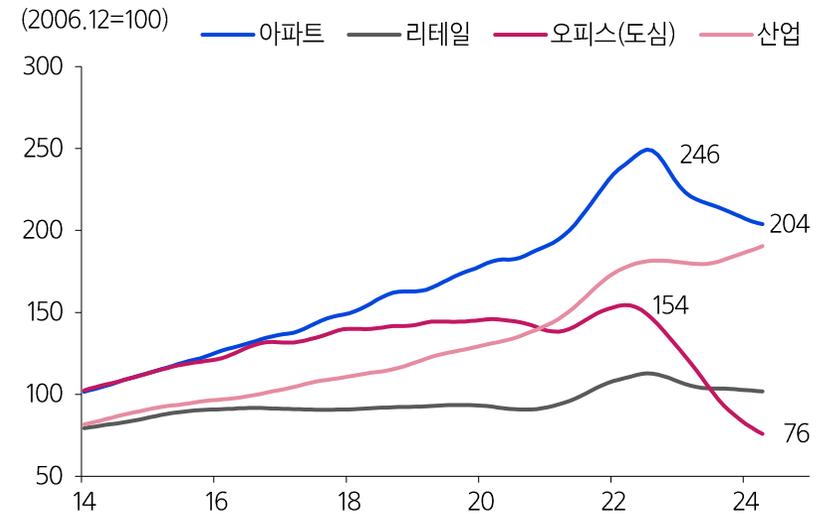
미국 상업용부동산시장(CRE) 4.5조\$ 구성



주거용 부동산과 상업용 부동산 디커플링



도심 오피스 고점대비 50% 하락



자료: Bloomberg

자료: Bloomberg

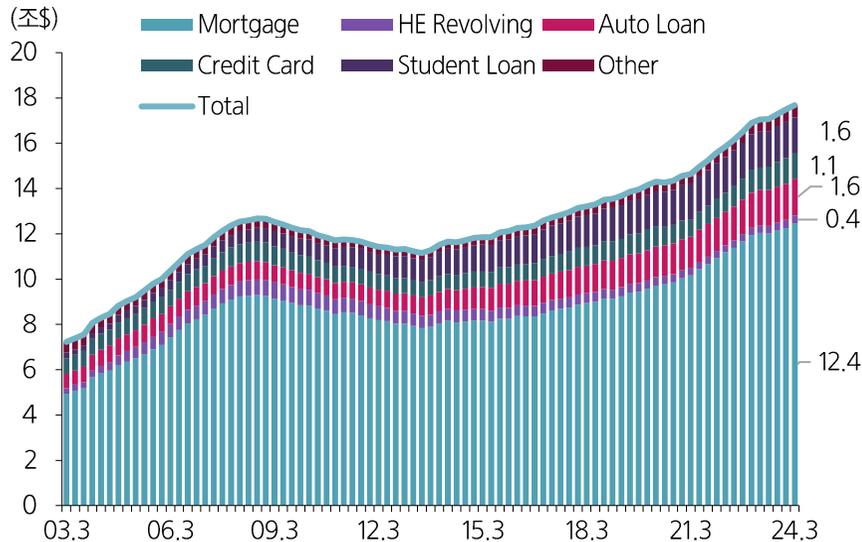
미국 리스크 2 (소비 여력)

* 가계신용 둔화

높은 임금으로 소득은 유지되고 있으나 고금리 영향으로 소비자신용 및 대출 접근은 어려워지고 있어

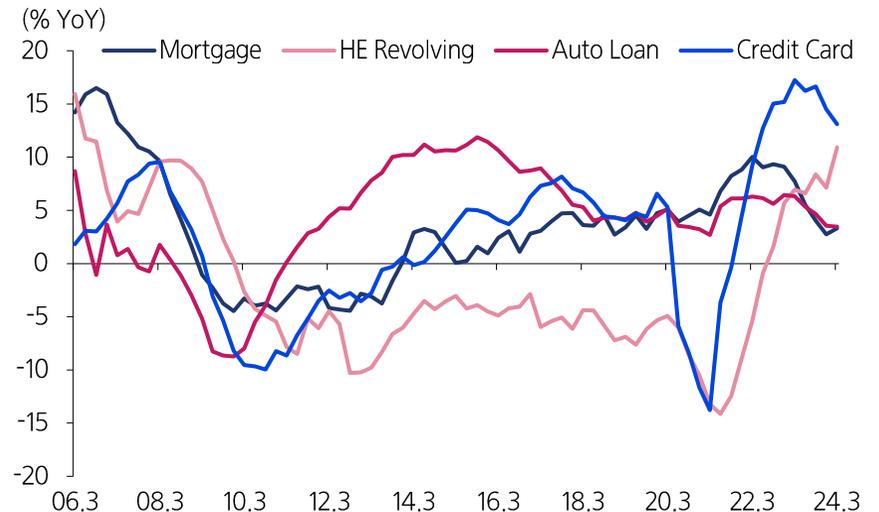
- 미국 가계신용 증가는 미국 소비 호조를 이끄는 한 축
- 팬데믹 이후 가계신용(17.7조\$)은 3.5조\$ 증가(모기지 +2.9, 자동차 0.3, 신용카드 0.2)
- 최근 2년을 보면 신용카드론과 오토론 큰 폭 증가 (2700억\$). 미국 소비여력을 높여 소비 성장률 호조에 일조
- 23년 하반기 이후 신용카드론 증가율 둔화되는 가운데 홈에쿼티 론 증가 추세

미국 가계신용 18조\$ 구성



자료: 뉴욕연은, Bloomberg, 삼성자산운용

최근 추이: 모기지/오토/신용카드론 둔화, Home Equity loan 증가



자료: 뉴욕연은, Bloomberg, 삼성자산운용

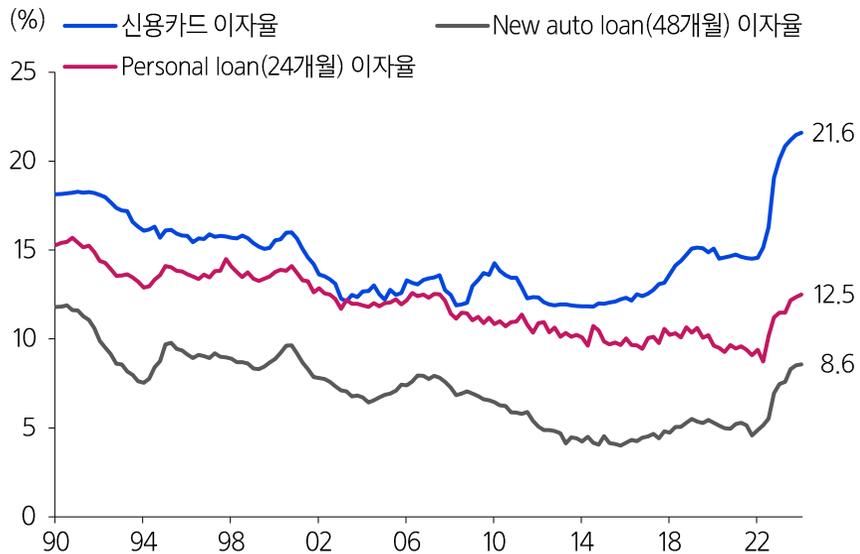
미국 리스크 2 (소비 여력)

* 신용카드, 자동차론 대출금리 급등, 연체율도 상승

소비자대출, 특히 신용카드론 연체율 빠르게 상승 중

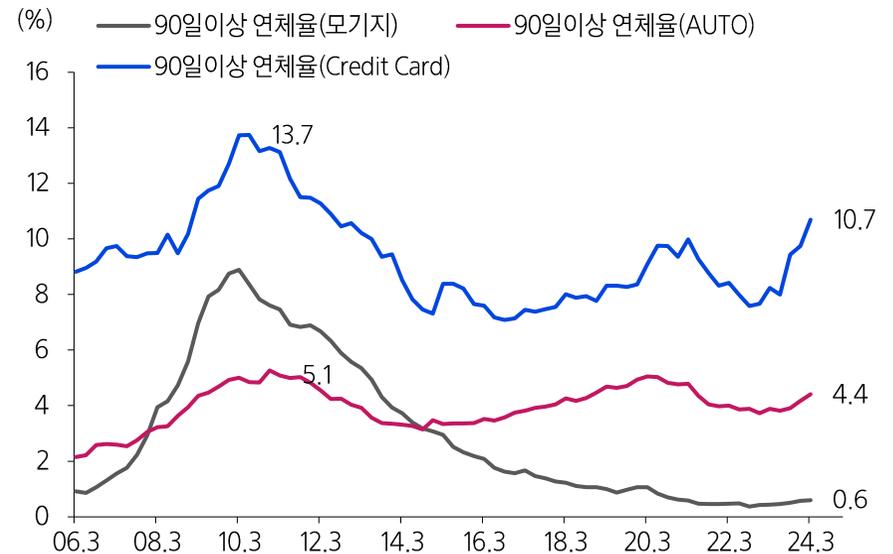
- 신용카드론, 카드론 증가율 둔화는 금리 상승으로 소비자의 접근성이 악화되고 있기 때문으로 판단
- 1분기 신용카드론 이자율은 21.6%, 오토론 이자율은 12.5%에 달함
- 고금리 환경에서 가계신용이 소비 확대 효과는 크게 축소될 가능성이 높아
- 신용카드론의 연체율도 24년 1분기 10.7%로 빠르게 높아지고 있음

이자율 큰 폭 상승, 소비자 접근성 제한



자료: 뉴욕연준, Bloomberg, 삼성자산운용

신용카드론, 오토론 연체율 상승 중



자료: 뉴욕연준, Bloomberg, 삼성자산운용

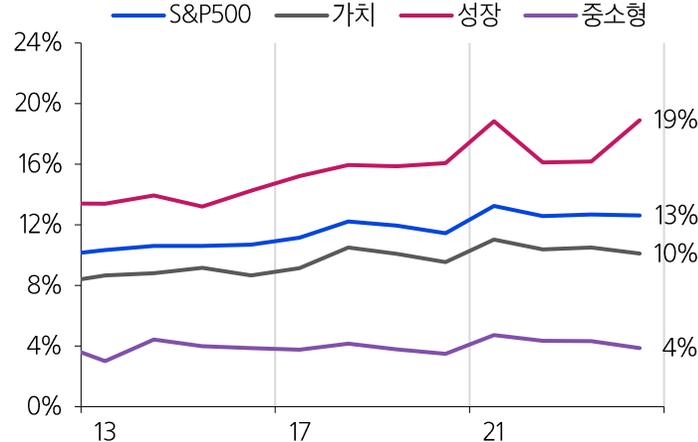
미국 리스크 3 (Tech 쏠림)

* 이익 마진이 지속 상향되는 업종은 Tech가 유일

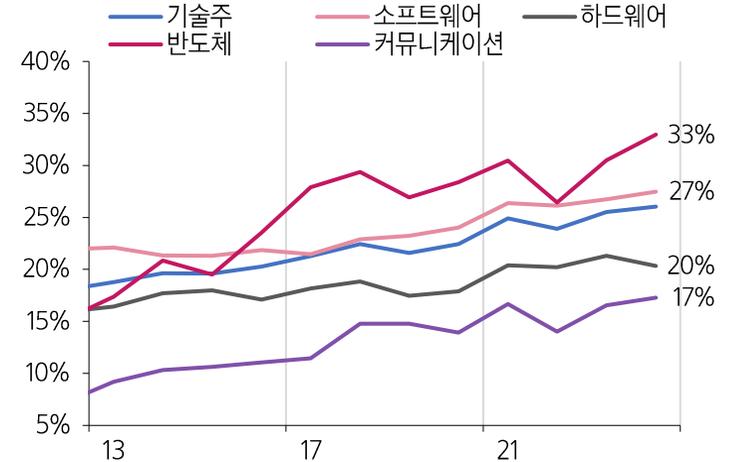
미국의 Tech 주도력

- S&P500 마진율 13%
- 섹터별 차별화 심화
- 이익마진 상승은 Tech (반도체, 소프트웨어)
- 경기순환 섹터 이익마진 정체 지속
- 헬스케어/음식료/소재터 이익마진 하락

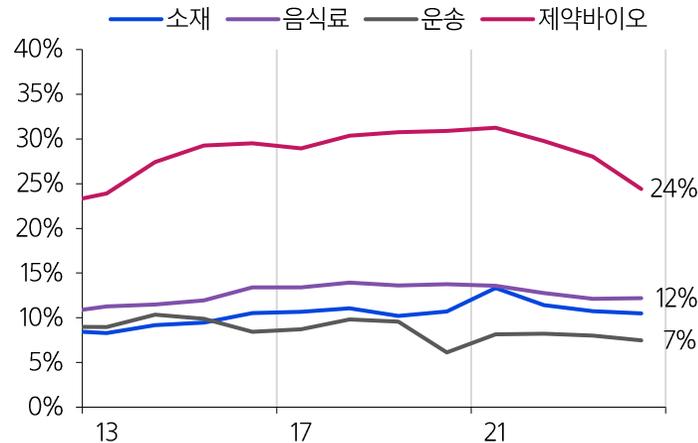
S&P 500 및 스타일별 이익마진 추이



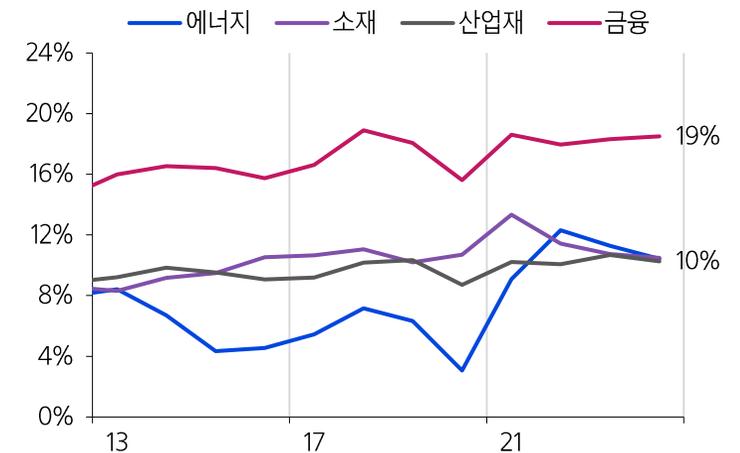
이익마진 상승 섹터 : Tech



이익마진 하락 섹터 : 헬스케어, 음식료, 소재, 운송



경기민감 업종의 이익마진 추이



유럽 리스크1 (조기 총선)

* 프랑스 조기총선 리스크 (재정이슈, 인프라/금융 부진, 전염효과)

선거 최종결과(2차 투표 7.7일)까지 불확실성 잔존

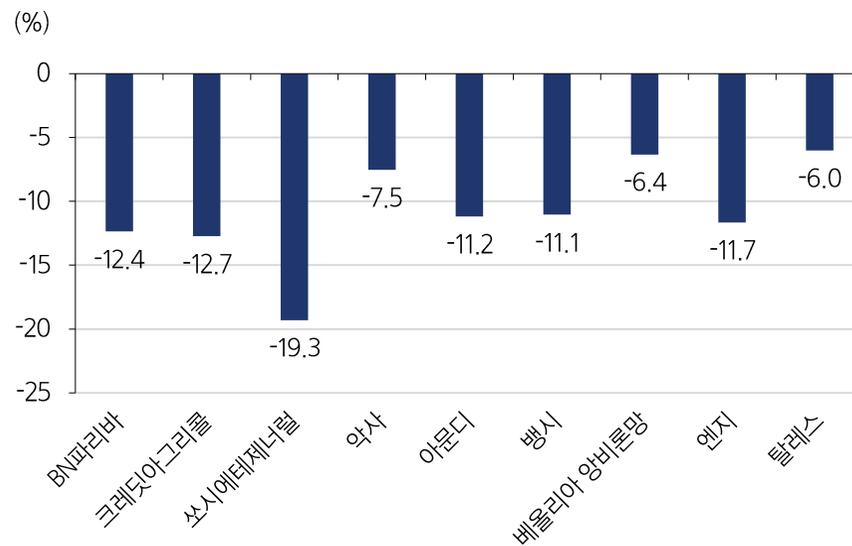
- 6.6~6.9일 실시된 유럽의회 선거에서 프랑스 마크로 대통령이 소속된 리뉴 그룹 패배(기존 의석수 102 → 79)
 - * 유럽 의회선거에서 프랑스 여당 르네상스(14.6% 득표)는 국민연합(31.4% 득표)에 참패하자 의회 해산하고 조기총선 실시 발표(6.9일)
- 유럽 의회 선거에서 극우 성향 정당 약진 : 프랑스 국민연합 1위, 이탈리아 이탈리아형제당 1위, 독일 Afd 2위 차지
- 조기 총선 발표 후 프랑스 국채금리 상승, 주가는 하락. 프랑스와 독일 국채 스프레드는 80bp까지 확대(12년 재정위기 이후 최대)
- 프랑스 야당(국민연합, 좌파연합), 재정지출 축소 반대 입장. 좌파연합은 연금개혁 폐지, 공공부문 임금인상, 소득세 삭감 공약화

프랑스 조기총선 확정 후 금리 상승, 독일대비 스프레드 확대



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

6월 프랑스 주요 종목 수익률 : 은행주/에너지/인프라 약세



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

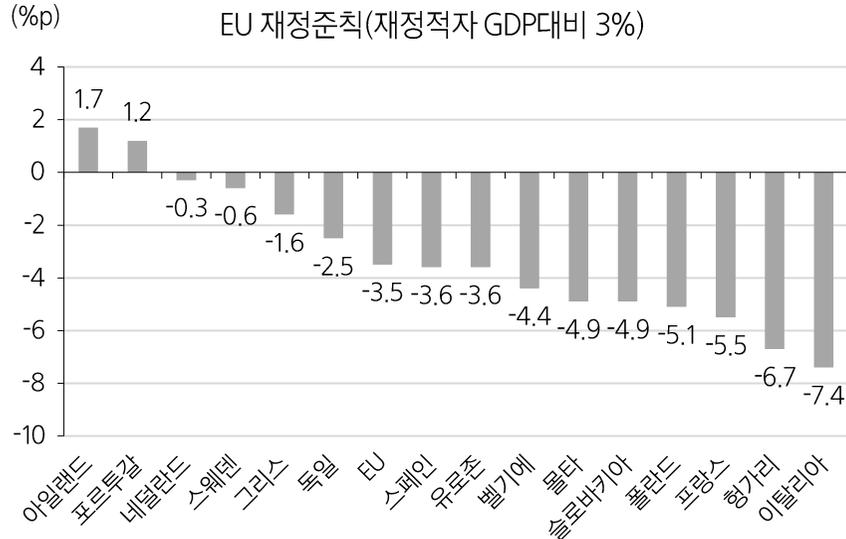
유럽 리스크 2 (재정 준칙)

* 프랑스, 이탈리아 재정준칙 미달

EU집행위는 프랑스에 재정준칙 이행 시정절차 개시 통보

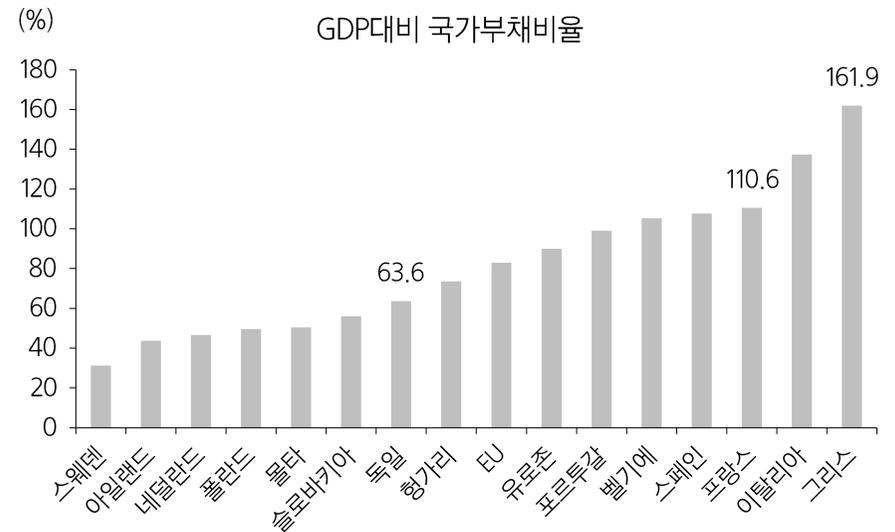
- EU의 재정준칙 : 재정적자 GDP 3% 이하, 국가부채 GDP의 60% 이하 유지 (시정절차를 통한 지출계획 수정 미흡 시 벌금 부과)
- EU집행위 재정준칙 시정절차 개시 통보 : 프랑스, 이탈리아, 벨기에, 헝가리, 몰타, 폴란드, 슬로바키아
- 프랑스의 23년 재정적자는 GDP대비 5.5%이며 국가부채비율도 110%에 달함
- 유럽은 재정정책과 관련 European Semester를 통해 재정준칙관련 협의를 진행(차년도 예산안에 반영)
- 프랑스 야당(국민연합, 좌파연합)은 재정지출 축소 반대 입장으로 약진 시 재정정책과 관련한 마찰음 지속(차년도 예산안 9~10월)

EU GDP대비 재정적자비율 (기준 3%)



자료: EU집행위원회, 삼성자산운용

EU GDP대비 국가부채비율 (기준 60%)



자료: EU집행위원회, 삼성자산운용

유럽 리스크 2 (재정준칙)

* 주변국 전염효과는 제한적

재정위기의 확산 경로는 국채금리 상승, 은행리스크 증가로 아직 전염 위험은 제한적

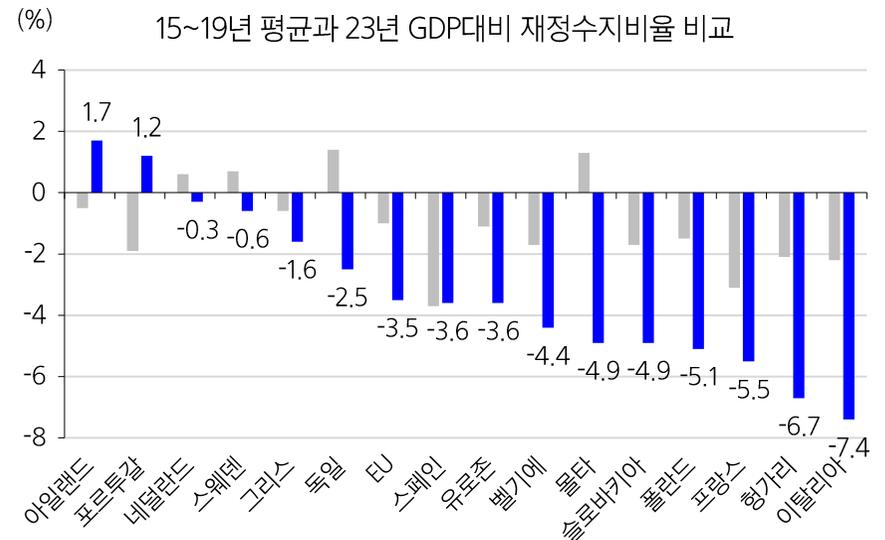
- 유럽에서 재정과 관련한 가장 큰 리스크는 전염효과 임(2012년 남유럽 재정위기)
- 프랑스 국채금리가 급등했지만 남유럽 등 타지역으로의 전염효과는 아직 제한적
- 이탈리아-독일 국채 스프레드의 상승폭 크지 않은 상황
- 2012년과 달리 스페인, 포르투갈 등 남유럽 국가의 재정 및 경기가 타국가 대비 상대적 호조를 보이는 점도 달라진 점
- 독일 제조업 부진 여파로 유럽의 제조업 전진 기지 역할을 하는 동유럽(폴란드, 헝가리)의 위험이 오히려 더 높은 편

이탈리아-독일 국채 스프레드, 전염 효과는 제한적



자료: EU집행위원회, 삼성자산운용

2012년 재정위기와 다른점 : 남유럽은 안정, 동유럽신흥국 악화



자료: EU집행위원회, 삼성자산운용

유럽 리스크 3 (영국 금리인하 지연)

* 높은 서비스물가 부담

| 주요 지표 | | 22년 | 23년 | 24년 추이 | | | | | |
|-------|---------------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 1월 | 2월 | 3월 | 4월 | 5월 | 6월 |
| 미국 | GDP성장률 | 2.1% | 2.5% | 1.5% | 2.0% | 2.2% | 2.4% | 2.4% | 2.4% |
| | CPI (전년동월비) | 6.5% | 3.4% | 3.1% | 3.2% | 3.5% | 3.4% | 3.3% | |
| | *서비스물가 | 7.0% | 5.3% | 5.4% | 5.2% | 5.4% | 5.3% | 5.3% | |
| | 기준금리 | 4.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% |
| 유로존 | GDP성장률 | 6.5% | 3.4% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.6% | 0.7% | 0.7% |
| | CPI (전년동월비) | 9.2% | 2.9% | 2.8% | 2.6% | 2.4% | 2.4% | 2.6% | |
| | *서비스물가 | 4.4% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 3.7% | 4.1% | |
| | 기준금리 (deposit rate) | 2.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 3.75% |
| 캐나다 | GDP성장률 | 3.8% | 1.3% | 0.5% | 0.6% | 0.8% | 0.9% | 1.0% | 1.0% |
| | CPI (전년동월비) | 6.3% | 3.4% | 2.9% | 2.8% | 2.9% | 2.7% | | |
| | *서비스물가 | 5.6% | 4.3% | 4.2% | 4.2% | 4.5% | 4.2% | | |
| | 기준금리 | 4.25% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 4.75% |
| 영국 | GDP성장률 | 4.5% | 0.1% | 0.4% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.6% | 0.7% |
| | CPI (전년동월비) | 10.5% | 4.0% | 4.0% | 3.4% | 3.2% | 2.3% | 2.0% | |
| | *서비스물가 | 6.8% | 6.4% | 6.5% | 6.1% | 6.0% | 5.9% | 5.7% | |
| | 기준금리 | 3.5% | 5.25% | 5.25% | 5.25% | 5.25% | 5.25% | 5.25% | 5.25% |
| 한국 | GDP성장률 | 2.6% | 1.4% | 2.1% | 2.1% | 2.2% | 2.2% | 2.5% | 2.5% |
| | CPI (전년동월비) | 5.0% | 3.2% | 2.8% | 3.1% | 3.1% | 2.9% | 2.7% | |
| | *서비스물가 | 4.0% | 2.8% | 2.6% | 2.5% | 2.3% | 2.2% | 2.3% | |
| | 기준금리 | 3.25% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% |
| 일본 | GDP성장률 | 1.1% | 2.0% | 0.8% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.4% | 0.3% |
| | CPI (전년동월비) | 4.0% | 2.6% | 2.2% | 2.8% | 2.7% | 2.5% | | |
| | *서비스물가 | 0.8% | 2.3% | 2.2% | 2.2% | 2.1% | 1.7% | | |
| | 기준금리 | -0.1% | -0.1% | -0.1% | -0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |

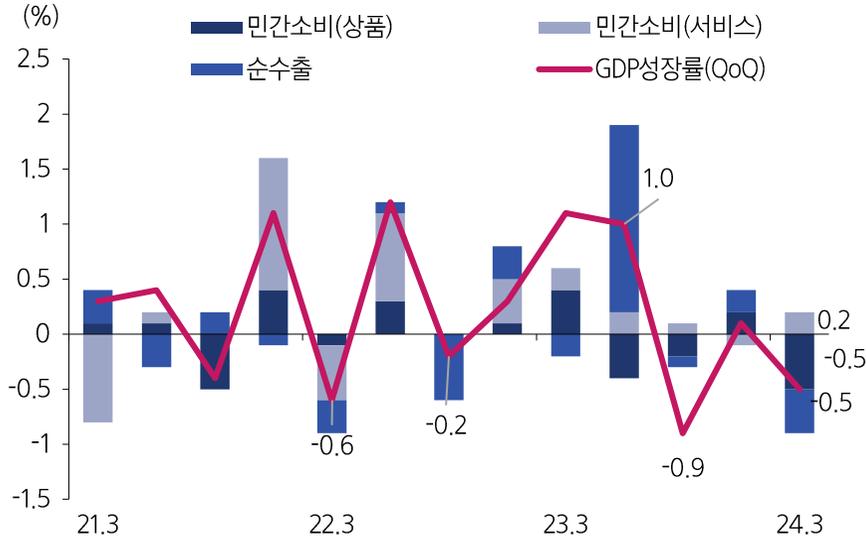
일본 리스크1

* 엔약세, 경기둔화...좁아진 정책 옵션

추가 엔화약세는 일본경제에 부정적, 선택폭이 좁아진 정책 옵션

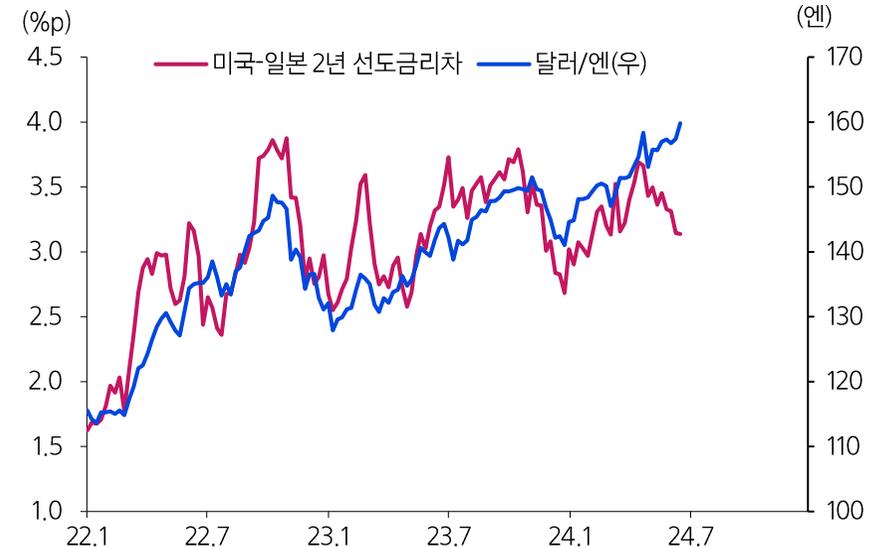
- 일본 경제는 1분기 역성장 기록, 올해 성장률 전망도 지속적으로 하향 조정되고 있음 (23년 성장률 2.0%, 24년 예상 0.4%)
- 엔 약세 쓸림을 방어하기 위해 4월말~5월초 일본 재무성 외환 개입에 나섰지만 방어 효과는 제한적(현재 160엔대 위협)
- 미국의 환율 관찰국 리스트 재편입 및 미국 대통령 선거 감안시 추가적인 외환시장 개입은 어려울 것
- 금리인상, 국채매입 축소(QT)를 선택할 수 있으나 빠른 긴축시 임금과 물가의 선순환 달성이라는 목표가 흔들리 수 있음
- 이미 예고된 7월말 BOJ에서의 국채매입 축소 규모가 일본 당국의 정책 방향을 가늠하는 기준점이 될 듯(국채매입 큰 폭 축소시 변곡점)

일본 1분기 0.5% 역성장 : 순수출 부진 + 민간소비 부진(상품)



자료: EU집행위원회, 삼성자산운용

선도금리차는 축소, 7월말 자산매입 축소시 엔화 변곡점 예상



자료: EU집행위원회, 삼성자산운용

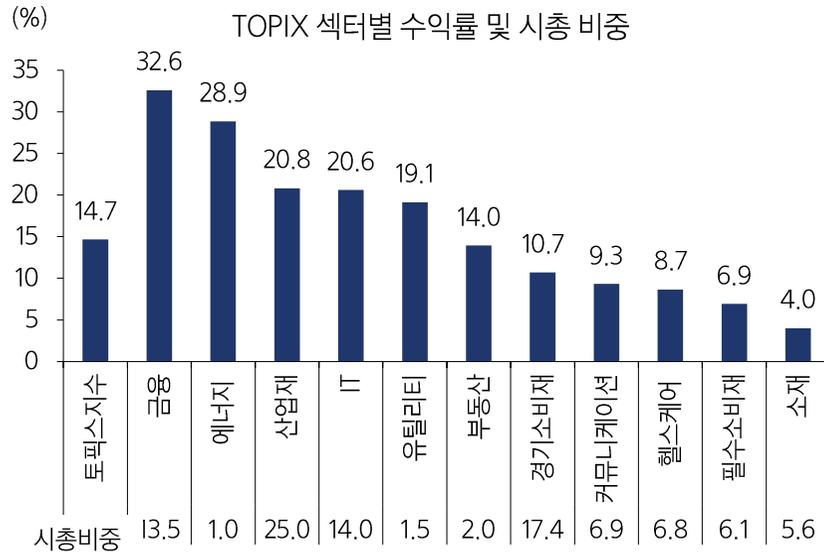
일본 리스크 2

* 해외투자 위험성을 부각시킨 노린추킨 해외투자 손실

일본 최대 농업은행, 해외투자 손실 증가로 해외투자 포트폴리오 변경 예고(미국/유럽채권 축소)

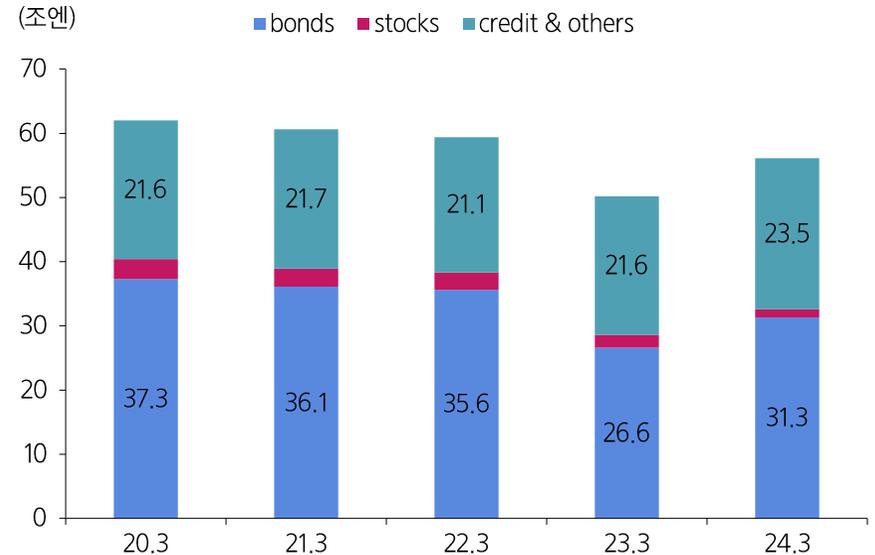
- 24년 일본증시 상승을 이끌고 있는 섹터는 금융주(32.6%상승), 세부로 보면 보험 48.5%, 은행 29.8%, 기타금융 19.3% 상승
- 은행주의 강세는 일본내 밸류업 실행에 기인(저PBR, 고ROE), 최근 해외투자 손실 우려가 확대되는 모습
- 6.19일 이메일을 통해 노린추킨은행은 보유 손실 우려로 630억달러 규모의 해외국채를 점진적으로 축소한다고 밝힘
 - * 25.3월 회계연도 기준 순손실 예상이 기존 0.5조엔에서 1.5조엔으로 크게 증가할 것으로 전망 (상당부분 해외채권 보유에 따른 손실)
- 노린추킨은 3,570억달러 규모의 투자 포트폴리오 보유(해외투자에 적극적인 대표적 은행 중 하나)

일본 섹터별 수익률 : 금융, 산업재, IT업종이 상승 주도



자료: EU집행위원회, 삼성자산운용

일본최대 농업은행 노린추킨은행(농림중앙금고)의 자산 P/F



자료: EU집행위원회, 삼성자산운용

중국 리스크

* 부동산, 투자, 소비 부진 지속

- 제조업, 산업생산 등 일부지표가 개선되었으나 투자, 부동산, 소매판매 지표의 부진은 지속되고 있음

| 주요 경제 지표 | 23.4월 | 5월 | 6월 | 7월 | 8월 | 9월 | 10월 | 11월 | 12월 | 24.1월 | 2월 | 3월 | 4월 | 5월 |
|---------------------------|-------|------|-------|-------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| China Credit Impulse(YoY) | 1.8 | 0.0 | -2.3 | -1.8 | -1.0 | -1.4 | 0.1 | 0.9 | 2.2 | 1.4 | -1.5 | -2.2 | -3.1 | -1.8 |
| 사회용자총액(십억위안) | 1225 | 1554 | 4225 | 536 | 3127 | 4131 | 1844 | 2455 | 1940 | 6473 | 1496 | 4834 | -66 | 2064 |
| 위안화대출(십억위안) | 719 | 1363 | 3050 | 346 | 1358 | 2312 | 738 | 1090 | 1170 | 4920 | 1450 | 3089 | 732 | 945 |
| 그림자금융(net, 십억위안) | -115 | -146 | -90 | -172 | 101 | 301 | -257 | 1 | -156 | 601 | -329 | 377 | -426 | -112 |
| 지방채발행(net, 십억위안) | 673 | 755 | 830 | 619 | 1309 | 768 | 1398 | 667 | 195 | 384 | 560 | 629 | 344 | 904 |
| 수출증가율(YoY) | 7.1 | -7.4 | -12.3 | -14.3 | -8.7 | -6.2 | -6.4 | 0.5 | 2.3 | 8.2 | 5.6 | -7.6 | 1.4 | 7.6 |
| 수입증가율(YoY) | -8.6 | -4.9 | -6.8 | -12.2 | -7.3 | -6.3 | 3.0 | -0.6 | 0.2 | 15.4 | -8.2 | -1.9 | 8.3 | 1.8 |
| 무역수지 (십억\$) | 86.3 | 65.5 | 69.7 | 80.2 | 68.3 | 77.8 | 56.5 | 68.4 | 75.3 | 85.5 | 39.7 | 58.4 | 72.2 | 82.6 |
| 통계국 PMI (기준선 50) | 49.2 | 48.8 | 49.0 | 49.3 | 49.7 | 50.2 | 49.5 | 49.4 | 49.0 | 49.2 | 49.1 | 50.8 | 50.4 | 49.5 |
| HSBC PMI (기준선 50) | 49.5 | 50.9 | 50.5 | 49.2 | 51 | 50.6 | 49.5 | 50.7 | 50.8 | 50.8 | 50.9 | 51.1 | 51.4 | 51.7 |
| 산업생산 증가율(YoY) | 5.6 | 3.5 | 4.4 | 3.7 | 4.5 | 4.5 | 4.6 | 6.6 | 6.8 | | 6.8 | 4.5 | 6.7 | 5.6 |
| 고정자산 투자(YTD %) | 4.7 | 4.0 | 3.8 | 3.4 | 3.2 | 3.1 | 2.9 | 2.9 | 3.0 | | 4.2 | 4.5 | 4.2 | 4.0 |
| 부동산 투자증가율(YTD %) | -6.2 | -7.2 | -7.9 | -8.5 | -8.8 | -9.1 | -9.3 | -9.4 | -9.6 | | -9.0 | -9.5 | -9.8 | -10.1 |
| 주택판매증가율(YTD %) | 11.8 | 11.9 | 3.7 | 0.7 | -1.5 | -3.2 | -3.7 | -4.3 | -6.0 | | -32.7 | -30.7 | -31.1 | -30.5 |
| 신규주택가격(YoY) | -0.7 | -0.5 | -0.4 | -0.6 | -0.6 | -0.6 | -0.6 | -0.7 | -0.9 | -1.2 | -1.9 | -2.7 | -3.5 | -4.3 |
| 소매판매(YoY) | 18.4 | 12.7 | 3.1 | 2.5 | 4.6 | 5.5 | 7.6 | 10.1 | 7.4 | | 5.5 | 3.1 | 2.3 | 3.7 |
| 자동차 판매 (YoY) | 38.0 | 24.2 | -1.1 | -1.5 | 1.1 | 2.8 | 11.4 | 14.7 | 4.0 | | | -3.7 | -5.6 | -4.4 |
| 소비자물가(YoY) | 0.1 | 0.2 | 0.0 | -0.3 | 0.1 | 0.0 | -0.2 | -0.5 | -0.3 | -0.8 | 0.7 | 0.1 | 0.3 | 0.3 |
| 생산자물가(YoY) | -3.6 | -4.6 | -5.4 | -4.4 | -3.0 | -2.5 | -2.6 | -3.0 | -2.7 | -2.5 | -2.7 | -2.8 | -2.5 | -1.4 |

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

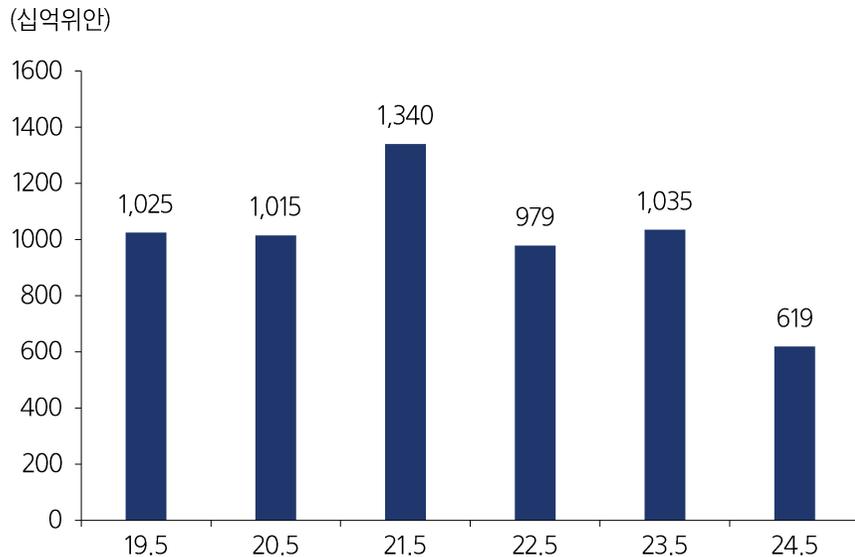
중국 리스크

* 연속된 부양책 효과는 미미, 국채매입 카드까지 동원(?)

유동성 공급, 부동산 규제 완화에도 투자, 부동산 지표 부진은 지속

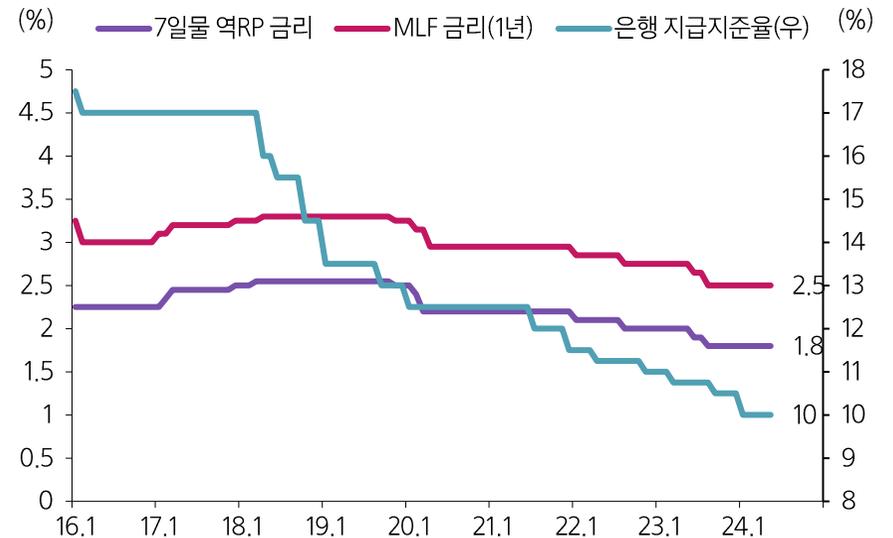
- 잇따른 부양책에도 부동산 시장의 반등은 미미. 주택판매, 부동산 투자 지표의 부진이 지속
- 특히 주택 수요가 살아나지 않고 있음. 1~5월 누적 모기지대출은 지난 5년 평균 대비 42% 감소 (5월도 전년동월비 45% 감소)
- 중국 정부는 기존의 통화정책 체계를 바꾸려는 논의 진행 중(중국판 양적완화)
- 중국은 지급준비율, 인민은행 중기유동성 창구를 통해 통화정책 조절해 왔으나 국채 직매입 검토 중
- 시중에 유동성을 직접 공급한다는 의미가 있지만 낮은 금융 개방도, 위안화 지위 감안시 자칫 대외 위험이 커질 수 있음에 주의

중국 모기지대출 1~5월 누적 비교 : 평균대비 42% 감소



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

중국의 기존 통화정책 도구 : 지급준율, MLF중기유동성창구



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

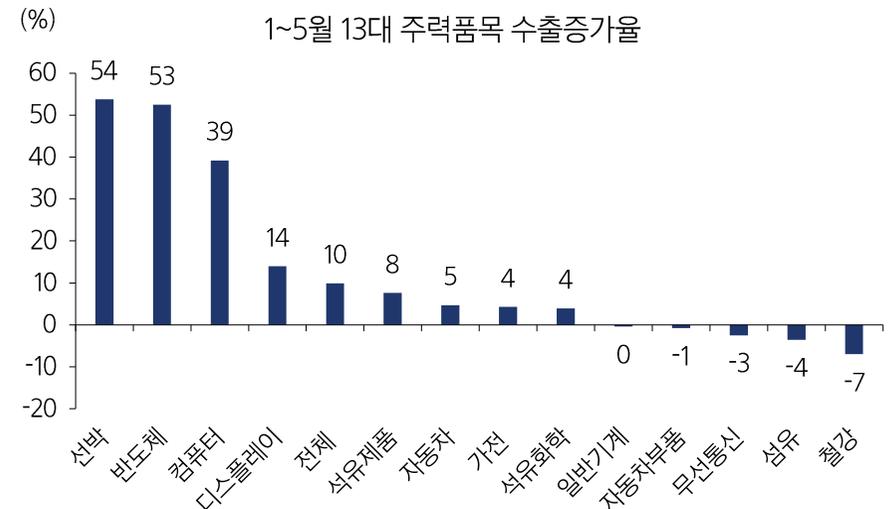
1~5월 누적 수출 9.9% 증가, 품목별 양극화는 심화

- 1~5월 한국수출은 전년대비 9.9% 증가, 반도체 53%, 선박 54%, 컴퓨터 39% 증가하며 전체 수출증가를 견인
- 다만 이번 수출 회복 사이클은 직전 회복 사이클(20~21년) 대비 품목별 양극화가 심화되고 있음
- 반도체/선박 수출증가율은 +49% 인 반면 반도체/선박을 제외한 수출증가율은 1.4%로 회복세 미미
- 품목별로 보면 철강, 섬유, 무선통신, 자동차부품, 일반기계 등 중국향 품목이 상대적으로 부진한 편
- 중국의 자급화, 글로벌 공급망 변화 등 구조적 변화가 영향을 주는 것으로 판단

반도체/선박 제외하면 수출증가율은 제자리



한국 품목별 1~5월 누적 수출 증가율 : 품목별 양극화



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

자료: 한국무역협회, 삼성자산운용