

2024년 9월

# 글로벌 매크로 및 자산시장 전망

2024. 8

# '24년 6~8월 금융시장 리뷰

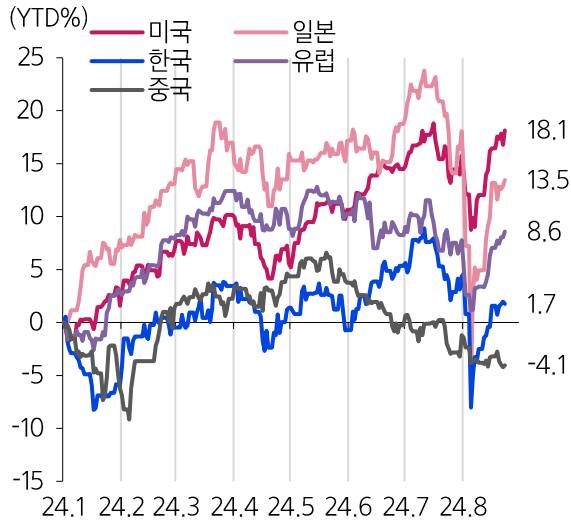
\* 주식 빠른 회복, 채권 수익률 회복 지속

## 주식 하락

[미국/한국/유럽N, 중국UW]

- 8월초 엔캐리 청산, 미국경기 우려에 급락
- 급락 이후 미국/Tech 중심으로 빠른 반등
- 7월 이후 일부 신흥국 선전(아세안, 인도)
- 중국, 금리인하 등 부양책에도 부진 지속

### 일본/한국 급락

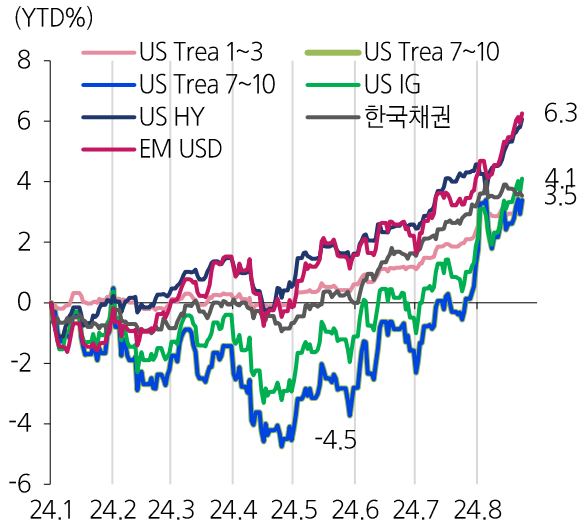


## 채권 회복

[국채/IG OW]

- 금리 완만한 하락 지속되며 수익률 회복
- 미국국채 연간 수익률 +3.5%
- 한국채권 연간 수익률 +3.7%

### 5월 이후 금리하락으로 수익률 회복

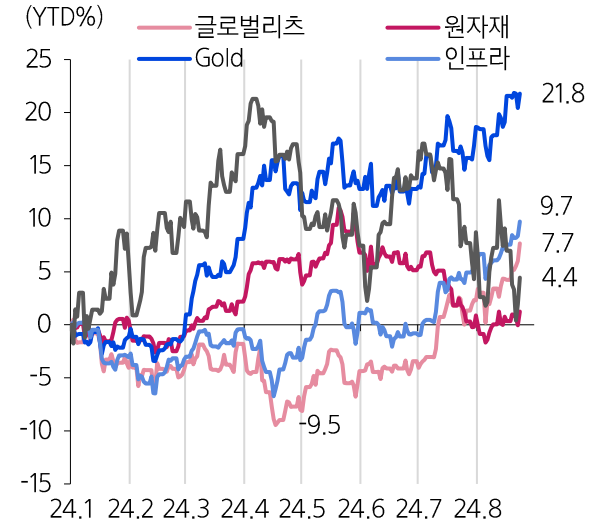


## 대체자산 차별화

[리츠 OW, 원자재 N]

- 금 상승 추세는 유지 (인하, 불확실성)
- 유가 레벨 다운(경기 vs 중동리스크)
- 인하 기대로 리츠, 인프라 회복세 지속

### 원유/금 상승, 리츠/인프라 하락

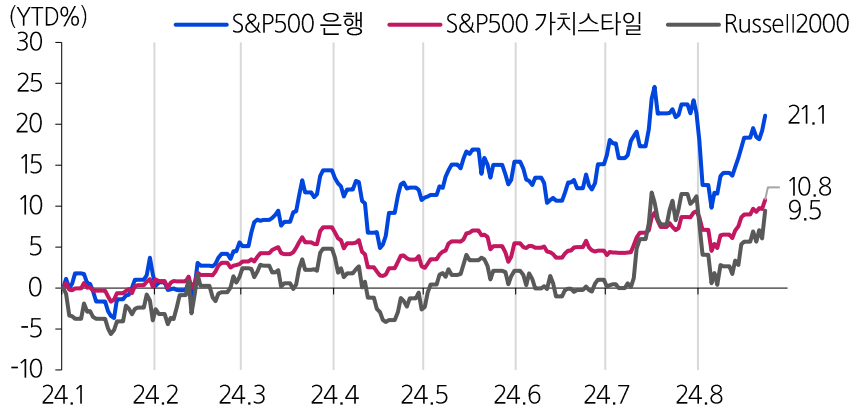


자료: Bloomberg, 삼성자산운용, 8월 23일 기준 수익률

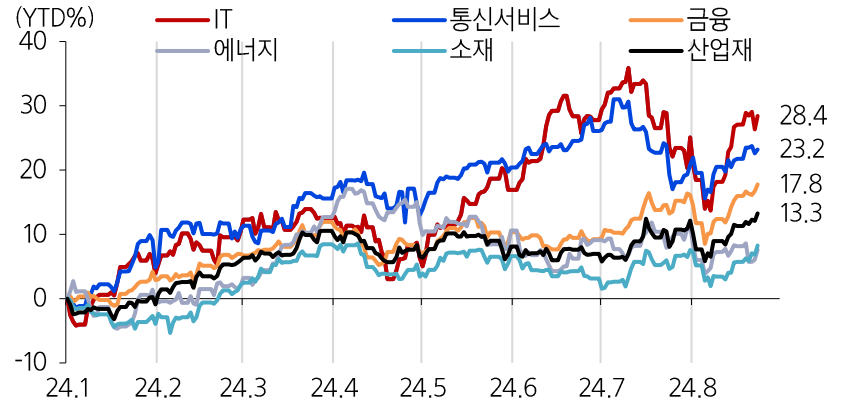
# 로테이션 지속

\* 트럼프 트레이드 → 업종 로테이션 → 엔 강세 → 캐리 청산 → 미국/Tech 반등

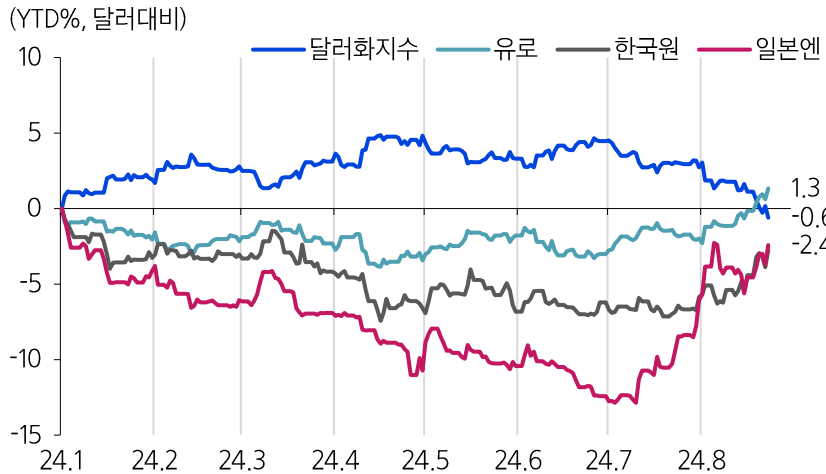
6월말~7월 중순 트럼프 트레이드 2.0으로 로테이션



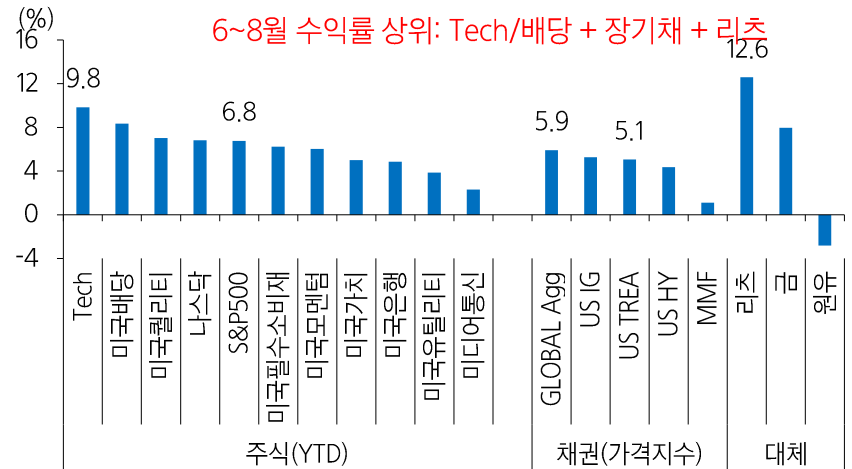
7월초 Tech/통신서비스 고점 형성, 금융/산업재로 업종 로테이션



7월 중순 이후 엔화 초강세, 달러 약세 전환



6~8월 수익률 상위 : 인하시아클 + 로테이션



자료: Bloomberg, 삼성자산운용, 8월 23일 기준 수익률

자료: Bloomberg, 삼성자산운용, 8월 23일 기준 수익률

## House View (매크로 뷰)

- 내년 상반기까지 미국 CPI 2%초반까지 둔화. 고용 둔화 압력 높아지면서 과잉긴축을 되돌리는 경기대응 성격의 금리인하 시작(9월)
- 미국 성장률은 내년 상반기까지 잠재성장률(1.8% 전후) 수준까지 둔화 예상

주요 지표		실제치			24년					3개월 전망	12개월 전망
		21년	22년	23년	4월	5월	6월	7월	8월		
물 가	미국 CPI (기말)	7.0%	6.5%	3.4%	3.4%	3.3%	3.0%	2.9%	2.6%	2.7%	2.4%
	미국 Core PCE (기말)	5.2%	4.9%	2.9%	2.8%	2.6%	2.6%			2.7%	2.4%
통화정책	미국 기준금리	0.3%	4.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.00%	4.25%
	한국 기준금리	1.0%	3.25%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.00%	2.75%
	QT (연준자산, \$조)	\$8.76	\$8.55	\$7.80	\$7.36	\$7.28	\$7.23	\$7.20	\$7.14	\$7.15	\$7.00
(금리)	미국 국채금리(10yr, 기말)	1.5%	3.9%	3.9%	4.7%	4.5%	4.4%	4.2%	3.8%	3.7~4.0%	3.5~3.9%
	한국 국채금리(10yr, 기말)	2.2%	3.7%	3.3%	3.7%	3.5%	3.3%	3.1%	3.0%	2.8~3.1%	2.5~2.9%
경 기	미국 (24년 성장률, 전망)	5.8%	1.9%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2Q 2.8%	
	한국 (24년 성장률, 전망)	4.3%	2.6%	1.4%	2.2%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%		
	중국 (24년 성장률, 전망)	8.4%	4.8%	5.2%	4.8%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%		

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 전망치

# House View (자산시장 뷰)

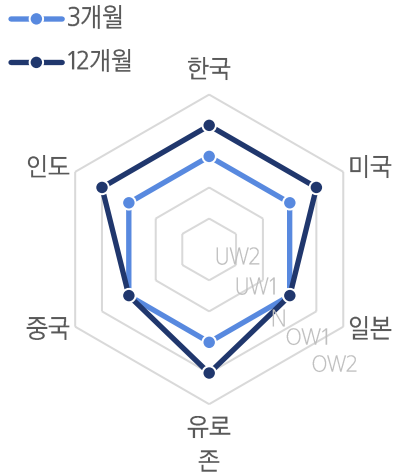
- 주식 (중립 유지) : 3분기 주식시장 연중 고점 형성, 경기대응 성격의 금리인하는 주가에 부정적, 대선 변동성 주기적 반복
- 채권 (중립으로 하향) : 미국 금리인하 기대 선반영. 미국 10년 국채금리 전망 하단인 3.8%대 진입 (자본차익 기대 축소, 캐리수익 관점 보유)

자산군		실제치			24년					3개월 전망	12개월 전망
		21년	22년	23년	4월	5월	6월	7월	8월		
<b>채 권</b>											
국내 채권	한국 국채 10년 금리	2.25%	3.73%	3.18%	3.65%	3.58%	3.27%	3.06%	3.01%	O/W→N	O/W
	한국 크레딧 spread (AA-)	147	78	74	46.8	42.2	45.8	45.7	52.6	N→U/W	Neutral
해외 채권	미국 국채 10년 금리	1.52%	3.88%	3.88%	4.67%	4.51%	4.36%	4.09%	3.81%	O/W→N	O/W
	회사채 spread(BB 미국 IG)	92	130	99	89	85	94	93	94	O/W	O/W
	하이일드 spread(BB 미국HY)	283	469	323	311	310	309	314	312	Neutral	Neutral
	신흥국 spread(JPM EMBIGD)	369	453	384	343	381	391	400	396	Neutral	Neutral
<b>주 식</b>											
선진국	미국 (S&P500)	4766	3839	4769	5035	5277	5460	5436	5634	Neutral	O/W
	유럽 (Euro stoxx 50)	4298	3793	4521	4921	4983	4894	4841	4909	Neutral	O/W
	일본 (TOPIX)	1992	1891	2366	2743	2772	2809	2754	2684	Neutral	Neutral
신흥국	중국 (상해종합)	3639	3089	2974	3104	3086	2967	2879	2854	U/W→N	Neutral
	인도 (Nifty50)	17354	18105	21731	22604	22530	24010	24857	24823	Neutral	O/W
	아세안 (MSCI Asean)	703	653	632	616	611	614	632	676	Neutral	Neutral
국 내	국내 (코스피)	2977	2236	2655	2692	2636	2797	2738	2701	Neutral	O/W
원자재 (Bloomberg Commodity Index)		211	245	226	237	241	238	226	229	Neutral	Neutral
부동산 (Global REIT)		3347	2529	2771	2550	2651	2676	2837	2984	O/W	O/W
원달러 환율 (기말)		1,188	1,265	1,288	1,382	1,385	1,376	1,384	1,330	1,350	1,330

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 전망치

# House View (자산시장 뷰)

## 주식시장 뷰



미국

건조한 이익 증가세가 지수 하단을 지지하지만, 대선 TV토론과 9월 FOMC 등 불확실성 확대 이벤트들이 증시 변동성을 키울 전망  
밸류에이션 추가 확장은 제한적이며 섹터 로테이션은 지속될 것

일본

美 통화정책 변화에 따른 대미 금리차 축소 우려, 대선 불확실성, 日 자민당 총재 선출 등은 일본 증시 불확실성 확대 요인. N 의견 유지

한국

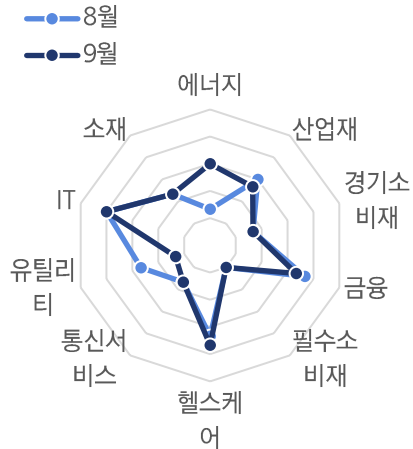
반도체 주가 상승 탄력 둔화 및 AI 수익성 우려등이 증시 상방을 제한. 대외 불확실성 요인들도 증시 변동성 확대 요인. N 의견 유지

중국

신용자극지수 반등, 완화적 통화정책 및 소비 촉진 정책 기대감, 밸류에이션 매력 등을 감안 추가 하락 가능성은 낮음. N으로 상향조정

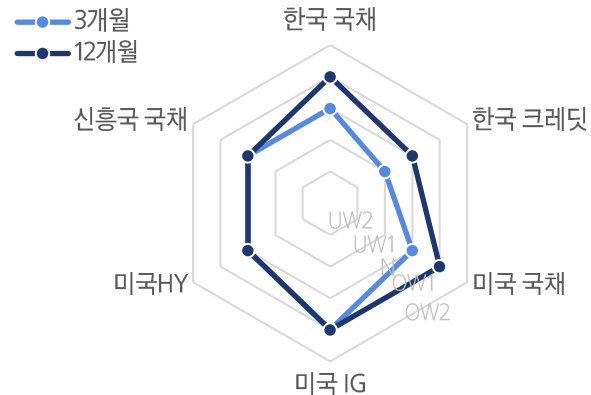
美 섹터

정량평가가 기준 IT 포함, 금융, 헬스케어 등이 높은 상대 매력도 유지



주: 섹터별 뷰는 1~10점까지 1점단위 점수로 스코어링

## 채권시장 뷰



미국국채

예상보다 빨라진 경기 하강에 미국 기준금리 연내 인하 횟수를 기존 2회에서 3회로 변경. 다만 전방위적 실물 및 금융시장 지표 훼손은 확인되지 않아 50bp 빅컷 가능성 희박. 8월 확인한 금리 저점이 연저점 수준

미국크레딧

벤치마크 일드 추가 하락 여력 대부분 소진된 가운데 스프레드도 현재수준 등락 예상. 대부분 채권 자산 당분간 자본 차이 여력 낮아, 캐리 수익 높은 투자등급 회사채 매력적

신흥국국채

글로벌 경기 동반 둔화 시작 국면에서 일반적으로 신흥국국채 부정적. 향후 1년 신흥국보다는 선진국국채 투자 권고

국내국채

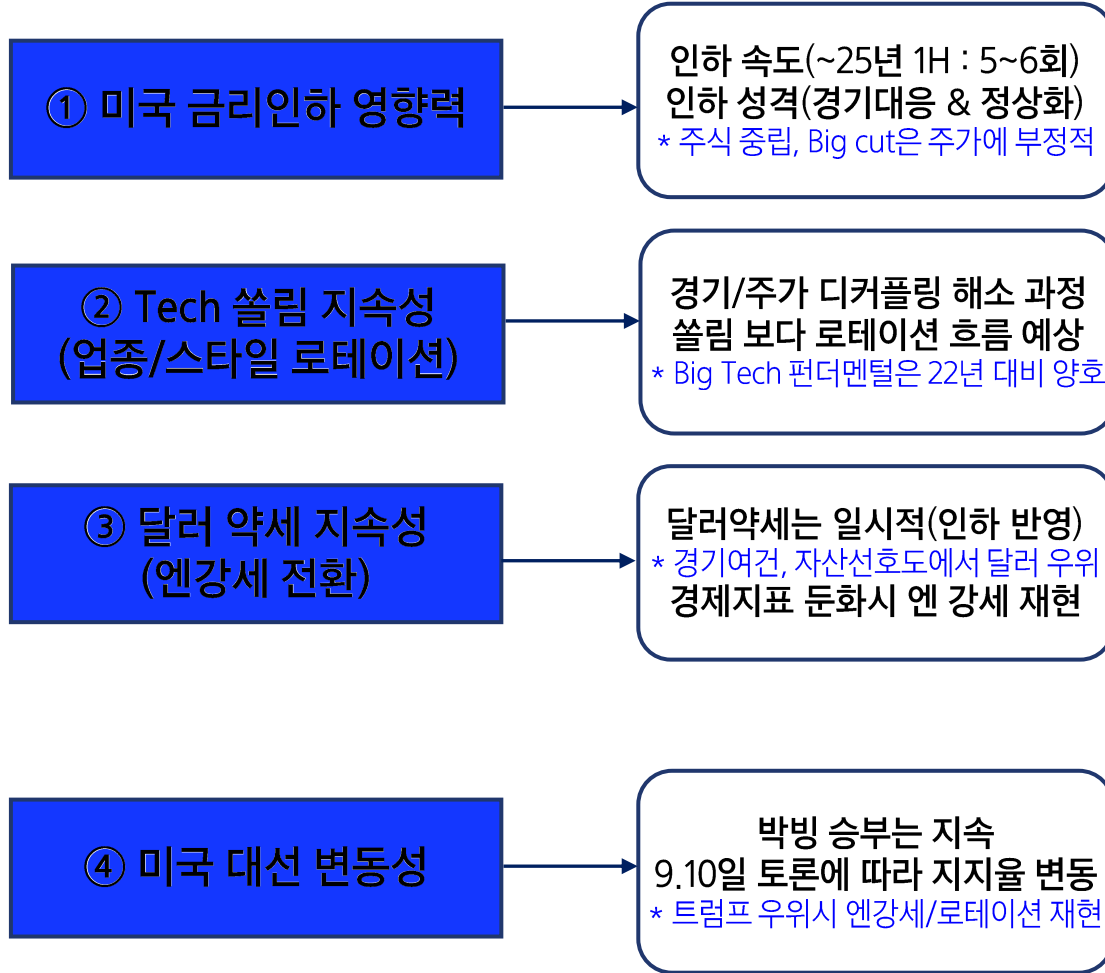
한국 기준금리도 미국 기준금리와 연동되어 연내 인하 횟수를 기존 1회에서 2회로 수정. 다만 이번 8월 회의에서는 동결한 이후 이후 10월, 11월 연속 인하 가능성 높음

국내크레딧

UW 유지. 기준금리와 역전된 역캐리 부담으로 국채 금리 하락을 따라가지 못하는 크레딧 약세, 공사채, 은행채 순발행 이어 회사채 순발행 기초확산 변수, 부동산 및 가계대출 정책 리스크

# 금융시장 주요 이슈 및 House View

\* 변동성 주기적 반복 예상



**주식 3분기 고점 (중립 유지)**

추가 상승 제한, 주가 변동성 확대

---

P/F 다각화 : Tech+금융+헬스케어+리츠

**채권, 인하기대 선반영(OW→N)**

예상 금리 하단 근접, 추가 하락 제한적

---

캐리수익 + 포트폴리오 방어 관점 보유

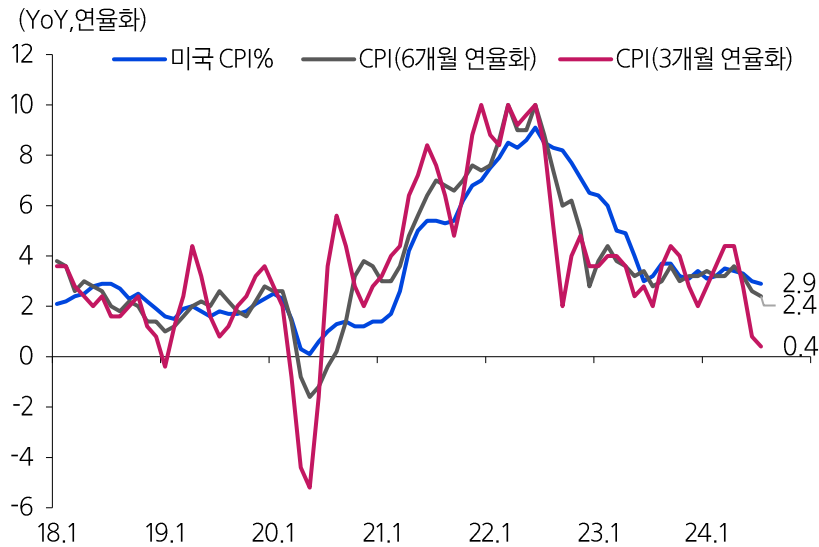
# ① 금리인하와 경기

\* 물가 둔화세 지속, 완만한 금리 인하 지지

## 연준도 인정하는 물가 둔화 (인플레이션 상방 위험 감소)

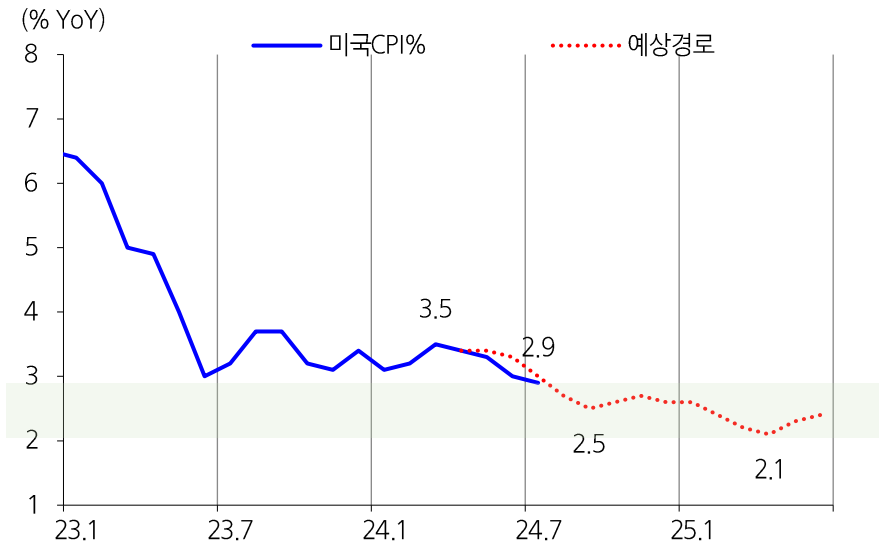
- 미국 소비자물가는 완연한 둔화세 (전년동월비 2.9%, 6개월 연율화 속도 2.4%, 3개월 연율화 속도 0.4%)
- 22년 이후 강력한 긴축은 물가 급등 때문. 물가 안정세가 확인되었고 2% 초반으로의 둔화 경로가 뚜렷해 진 만큼 금리 인하 가능
- 미국 CPI는 내년 상반기까지 2% 초반수준까지 둔화 예상
- 물가 급등 시기 인상 타이밍을 실기했듯이 인하 느려질 경우 타이밍 실기 다시 부각 될 수 있음
- 경기, 특히 고용 상황에 따라 인하 속도가 결정될 것 (인하경로 관련 불확실성은 하반기 지속)

물가 둔화세 뚜렷 : 단기(3개월) 연율화 속도 0.4%



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

미국 CPI 경로 : 내년 상반기까지 2% 초반대로 둔화

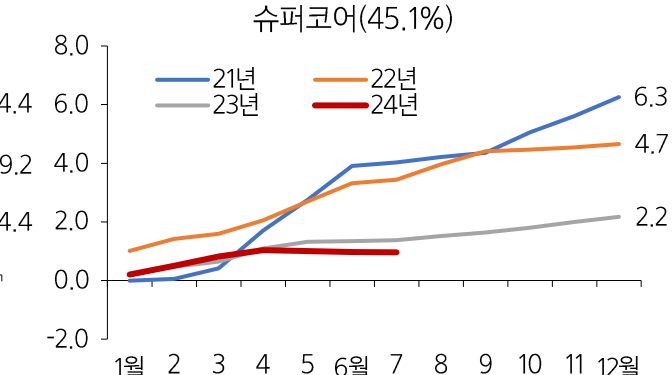
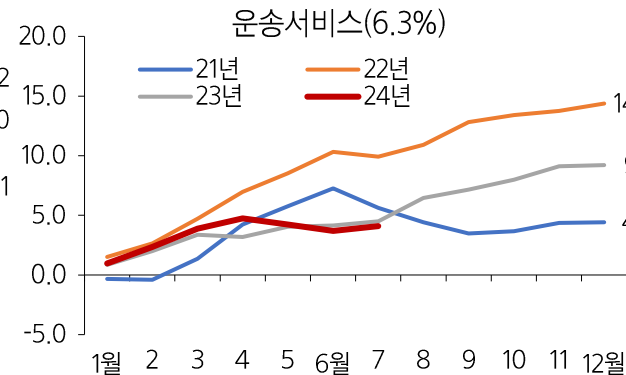
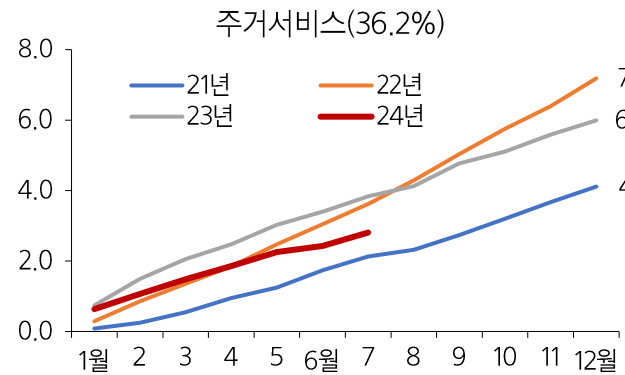
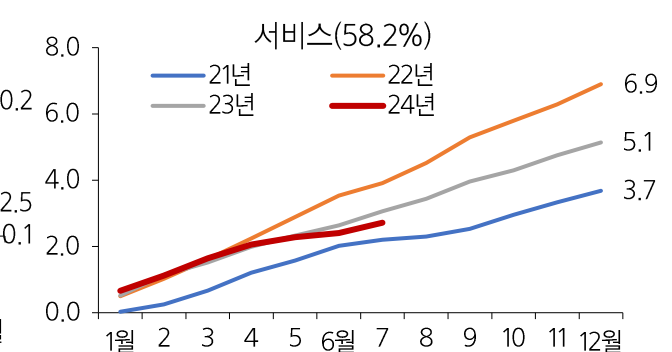
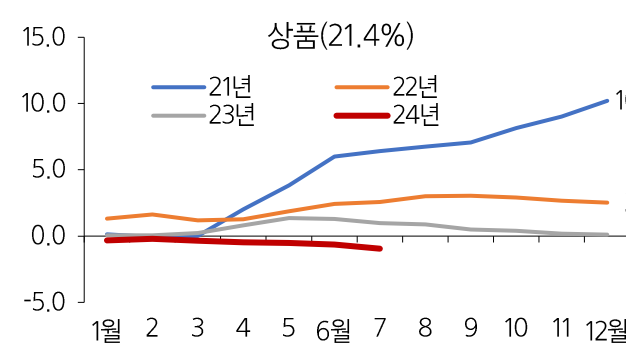
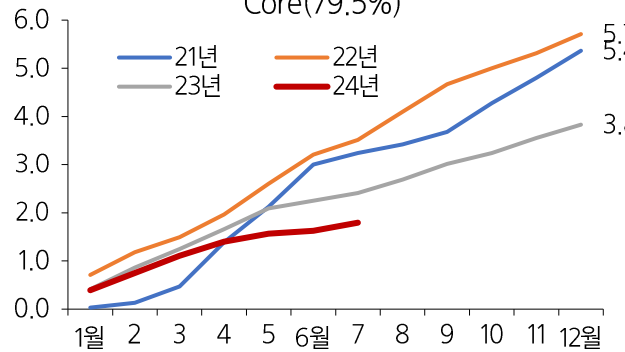
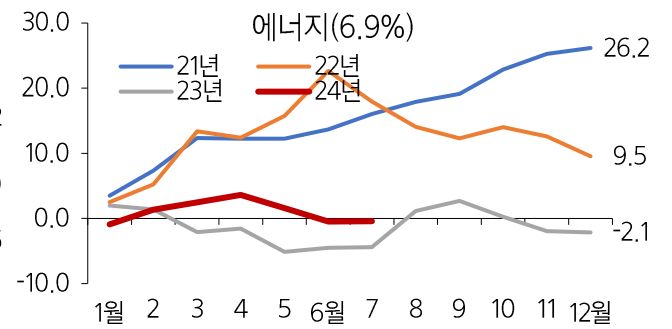
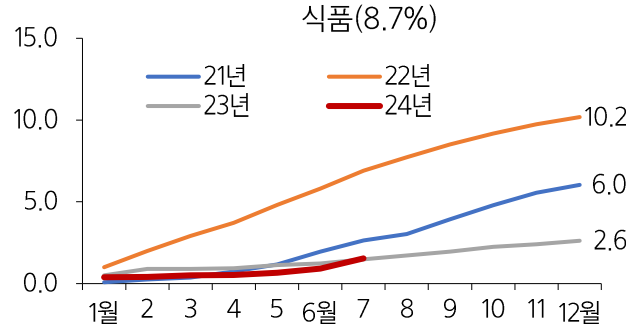
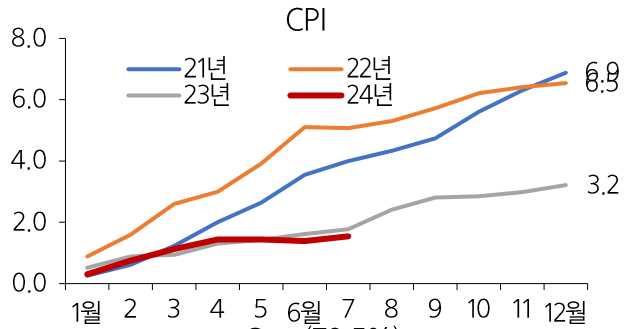


자료: Bloomberg, 삼성자산운용



# [참고] 미국 물가속도 비교

\* 주거를 제외한 모든 영역에서 물가 연간 속도 둔화



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

# [참고] 미국 물가지표 세부

\* 물가 둔화세, 서비스 부분으로 확대

CPI 전월비 상승률	비중(%)	23.10월	11월	12월	24.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	물가 상승 속도		
												전년동월비	6M 연율화	3M연율화
All items	100.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.0	-0.1	0.2	2.9	2.5	0.4
Food	13.6	0.3	0.2	0.2	0.4	0.0	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	2.2	1.3	2.1
에너지	6.6	-2.1	-1.6	-0.2	-0.9	2.3	1.1	1.1	-2.0	-2.0	0.0	1.1	1.0	-16.2
Core	79.8	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2	0.1	0.2	3.2	2.8	1.6
상품	18.8	0.0	-0.2	-0.1	-0.3	0.1	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.3	-1.9	-1.3	-1.9
가정용품	3.5	-0.1	-0.5	-0.3	-0.1	-0.3	-0.1	-0.4	0.0	-0.2	0.1	-2.3	-1.8	-0.4
의류	2.5	0.0	-0.6	0.0	-0.7	0.6	0.7	1.2	-0.3	0.1	-0.4	0.2	3.5	-2.7
운송 (신차)	6.1	-0.2	0.5	0.3	-1.1	0.1	-0.5	-0.7	-0.1	-0.6	-0.8	-4.5	-5.1	-5.9
(중고차)	3.7	-0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.4	-0.5	-0.2	-0.2	-1.7	-3.1	-3.4
의료	1.9	-0.4	1.4	0.6	-3.4	0.5	-1.1	-1.4	0.6	-1.5	-2.3	-10.9	-10.4	-12.9
여가	1.5	0.4	0.5	-0.1	-0.6	0.1	0.2	0.4	1.3	0.2	0.2	2.8	4.7	6.5
교육/통신	2.1	0.2	-0.6	-0.5	0.8	-0.2	-0.5	0.0	-0.1	0.4	-0.3	-1.1	-1.6	-0.4
주류	0.9	-1.3	-2.6	-0.2	0.6	0.2	-1.2	0.1	-1.6	-0.5	0.4	-6.2	-5.1	-6.8
기타상품	0.9	0.3	-0.1	0.1	0.3	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	1.9	1.4	2.5
기타상품	1.4	0.9	0.0	-0.5	0.3	0.7	0.2	-0.1	0.5	0.2	0.2	3.2	3.3	3.6
서비스	61.0	0.3	0.5	0.4	0.7	0.5	0.5	0.4	0.2	0.1	0.3	4.9	4.1	2.6
주거	36.2	0.3	0.4	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.2	0.4	5.1	4.3	3.8
의료	6.5	0.2	0.5	0.5	0.7	-0.1	0.6	0.4	0.3	0.2	-0.3	3.3	2.2	0.7
운송	6.3	0.9	1.0	0.1	1.0	1.4	1.5	0.9	-0.5	-0.6	0.4	8.8	6.3	-2.6
여가	3.3	0.1	0.1	1.1	0.4	0.5	0.1	0.3	-0.2	-0.1	0.4	3.1	1.9	0.4
교육/통신	5.0	0.0	0.1	0.2	0.4	0.5	0.2	0.2	0.3	0.0	0.2	2.2	2.6	1.7
기타서비스	1.5	0.3	0.3	0.1	1.0	-0.6	0.8	1.1	-0.3	0.9	0.3	5.1	4.1	3.5

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

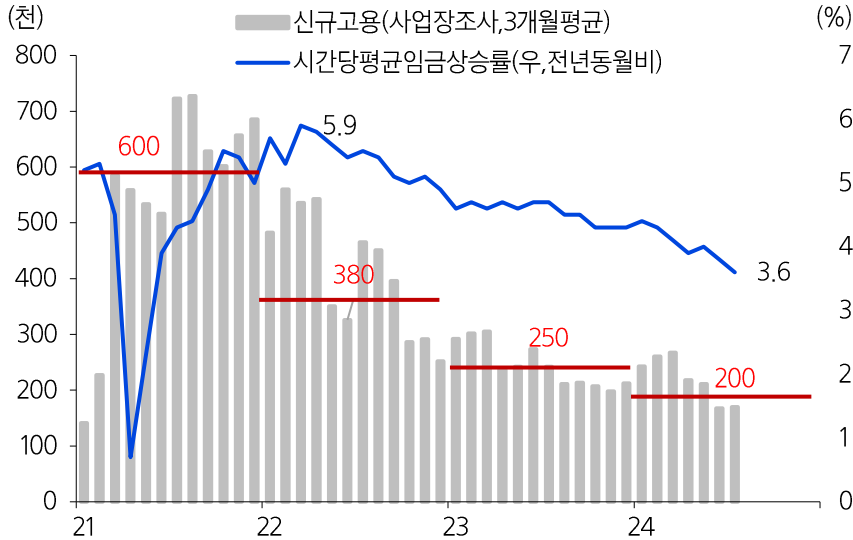
# ① 금리인하와 경기(고용)

\* 23.4~24.3월 신규일자리 80만건 이상 하향

## 고용 지표 하방 위험은 증가

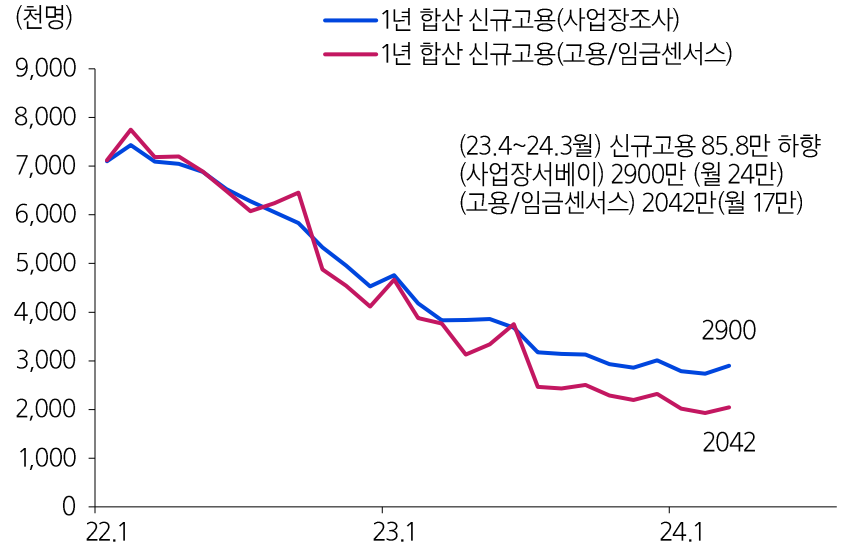
- 신규고용과 임금은 과열이 해소되며 정상국면으로 진입. 최근 고용 둔화 속도가 빨라지며 고용시장 하방 압력이 커지고 있음
- 연준의 스탠스는 물가에서 경기(고용)로 빠르게 이동 중. 향후 고용 둔화 정도에 따라 금리인하의 속도와 폭이 결정 될 것
- 고용/임금 센서스(QCEW): 미국 기업 95% 이상이 포함된 고용조사(6개월 후행, 이번 데이터는 23.4~24.3월 확정 데이터)
- 기존 발표된 수치에서 85만가량 하향(월 7만건 하향) \* 실업보험 대상이 아닌 이민 대기자의 신규고용이 빠지면서 과소 추정되었을 가능성 있음
- 월 신규고용은 17만건 수준으로 코로나 이전 10년 평균인 19만건을 하회. 고용둔화 국면으로 진입한 것으로 평가

신규고용과 임금상승률 정상화 진행 중



자료: US BLS, Bloomberg, 삼성자산운용

23.4~24.3월 실제 신규고용 80만 하향(월 7만건 하향)



자료: US BLS, Bloomberg, 삼성자산운용

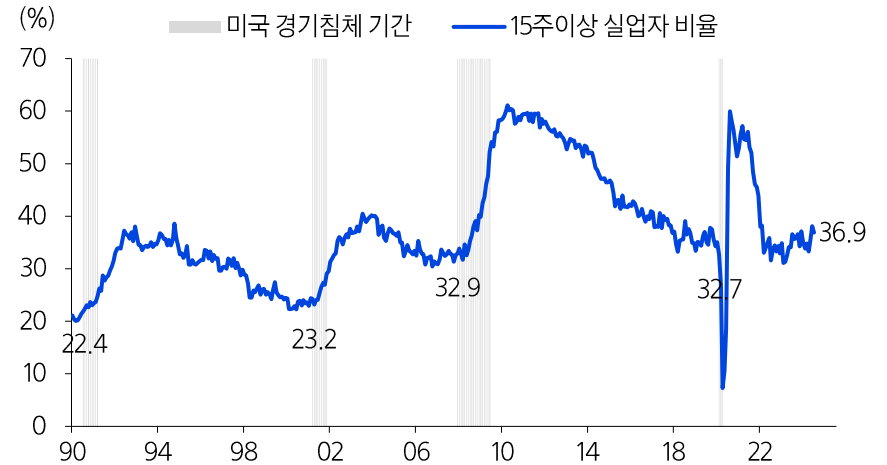
# ① 금리인하와 경기(고용)

\* 미국 고용의 질 악화 : 실업 재진입자 증가, 장기실업자 비중도 증가 추세

## 미국 고용 현황

노동가능인구(천명)	268,644	비율	
경제활동인구	168,429	62.7%	*경제활동참여율
취업자	161,266	60.0%	*고용률
실업자	7,163	4.3%	*실업률
비경제활동인구	100,215		

## 장기실업자(15주 이상 실업상태) 비중 증가



## 실업 증감 원인

(천명)	24년							증감 비교	
	24.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	24.1~7월	23.1~7월
실업자	6124	6458	6429	6492	6649	6811	7163	895	206
실업자 증감	-144	334	-29	63	157	162	352	895	206
일시적해고 증감	-41	-49	-48	92	-35	-23	249	145	-65
비일시적해고 증감	11	238	-126	107	14	-22	65	287	172
명예퇴직자 증감	-39	-83	112	-38	-68	35	103	22	30
실업 재진입자 증감	93	112	-26	9	117	48	66	419	82
신규실업자 증감	-59	61	67	-104	56	78	-58	41	32

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

### \* 7월 실업률 급등

- 일시적 요인 (일시해고 증가-태풍영향)
- 구조적 요인 (실업 재진입 증가)

### \* 장기실업자 비중 증가는 위험 신호

(구직 우위 고용시장 변화 예고)

# [참고] 미국 고용 지표 세부

\* 실업률 급등 반영하여 9월초 JOLT 데이터(채용) 추가 악화 예상

미국 고용 관련 세부지표			2024년						
			1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월
헤드라인	실업률	%	3.7	3.9	3.8	3.9	4.0	4.1	4.3
	비농업 신규일자리	천명	256	236	310	108	216	179	114
	신규일자리(가계조사)	천명	(31)	(184)	498	25	(408)	116	67
	시간당 평균임금상승률	yoy	4.4	4.3	4.1	3.9	4.0	3.8	3.6
	주간실업수당(4주)	천명	209.5	209.3	214.5	210.0	222.3	238.8	238.0
고용현황	노동가능인구	천명	267,540	267,711	267,884	268,066	268,248	268,438	268,644
	경제활동인구	천명	167,276	167,426	167,895	167,982	167,732	168,009	168,429
	경제활동참여율	%	62.5	62.5	62.7	62.7	62.5	62.6	62.7
	정규직	천명	133,133	132,946	132,940	133,889	133,264	133,236	133,684
	파트타임	천명	27,890	27,941	28,632	27,718	28,004	28,054	27,729
	파트타임/정규직비율	%	20.9	21.0	21.5	20.7	21.0	21.1	20.7
	실업자	천명	6,124	6,458	6,429	6,492	6,649	6,811	7,163
고용수요-공급	천명	2,624	2,355	1,926	1,428	1,581	1,374		
JOLT	구인	천명	8,748	8,813	8,355	7,919	8,230	8,184	
	채용	천명	5,698	5,781	5,617	5,615	5,655	5,341	
	퇴직	천명	5,449	5,539	5,330	5,337	5,397	5,095	
	(해고)	천명	1,596	1,681	1,601	1,542	1,678	1,498	
	(자발적퇴직)	천명	3,446	3,527	3,409	3,452	3,403	3,282	
	(기타퇴직)	천명	407	332	320	343	316	314	
	민간 해고데이터	명	82,307	84,638	90,309	64,789	63,816	48,786	25,885
서베이	ISM제조업고용	P	47.1	45.9	47.4	48.6	51.1	49.3	43.4
	ISM서비스업고용	P	50.5	48.0	48.5	45.9	47.1	46.1	51.1
	NIFB소기업 채용계획		14	12	11	12	15	15	
	직장 잃을 확률(뉴욕연준서베이)		11.8	14.5	15.7	15.1	12.4	14.8	

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

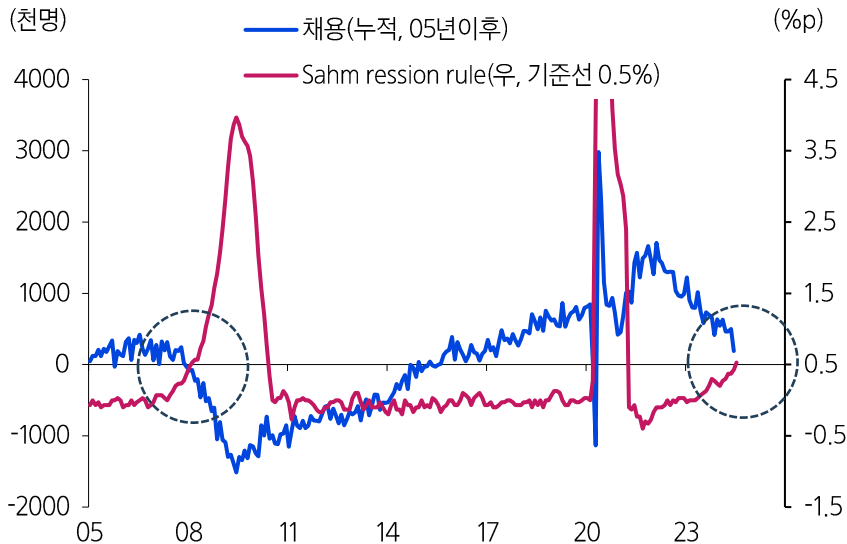
# ① 금리인하와 경기 (인하 성격)

\* 고용 둔화로 경기대응 성격의 금리인하 예상

## 경기대응 금리인하는 인하 과정에서 속도 및 폭에 대한 불확실성 잠재

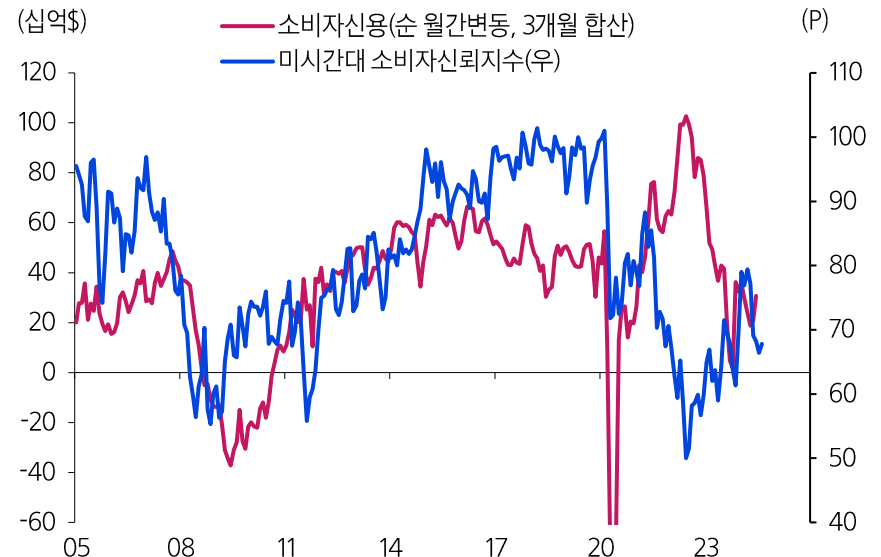
- 최근 고용지표의 특징은 채용이 크게 축소되고 있다는 점. 18년 이후 누적 채용건수 마이너스 진입. 반면 해고 증가는 없는 상황
- 과거 경기 둔화시기 패턴 : 채용 감소 → 구인 감소/취소 → 해고 증가가 일반적 패턴
- 최근 채용 축소(6월 전월비 31만 감소)는 경기둔화 초기 고용시장 패턴을 그대로 보여주고 있음 (7월 JOLT 데이터 추가 약화 예상)
- 고용중심으로 경기둔화가 동반되는 만큼 금리인하 초기 국면 주가는 상당한 변동성에 노출될 수 있음
- 소매판매가 서프라이즈를 기록했지만 소비의 중기 트렌드의 하향 추세는 지속(소비자신뢰지수, 소비자신용, 연체율 상승)

기업은 채용축소로 대응, sahm rule 침체 기준선 돌파



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

고용 둔화 다음은 가계 소득과 지출



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

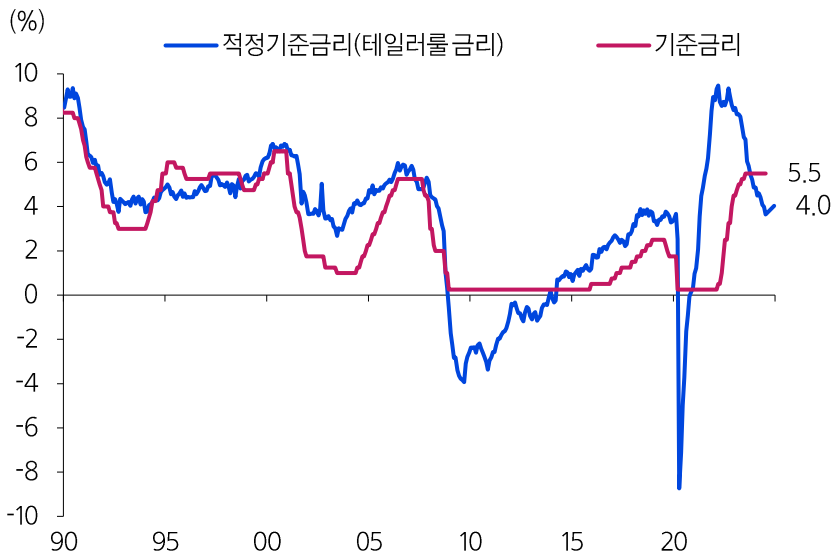
# ① 금리인하와 경기 (인하 경로)

\* 미국 금리인하 예상 경로 : 적정금리 수준까지 빠른 정상화

## 과잉 긴축을 되돌리는 빠른 금리 정상화 예상

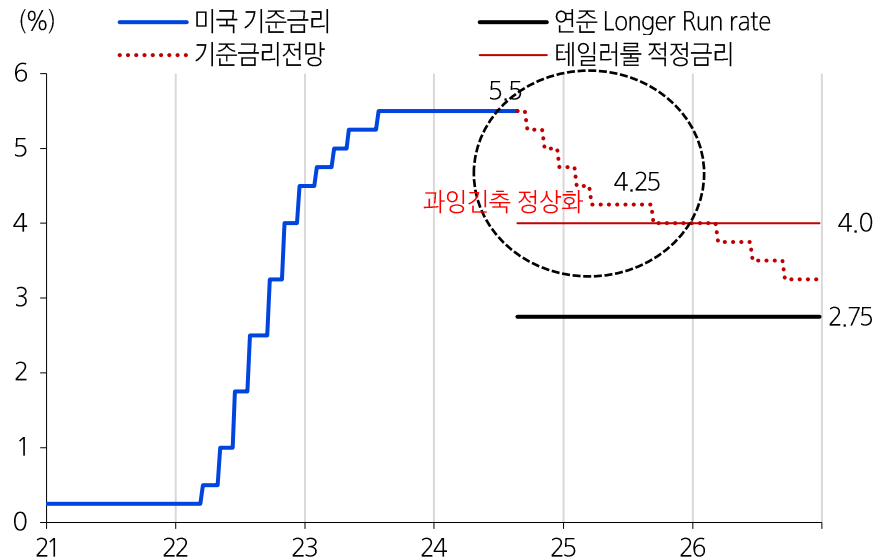
- 물가 둔화에 대한 확신이 강화되었고 고용 하방 위험이 커진 만큼 과잉긴축 상태를 정상으로 되돌리는 빠른 금리인하 필요
- 테일러룰로 측정된 미국 기준금리의 적정 수준은 4% 전후
- 내년 상반기까지 과잉 긴축을 되돌리는 빠른 정상화 예상 (25년 상반기까지 5회, 125bp인하)
- 경기 둔화 위험과 인하 속도 관련 불확실성이 지속되며 하반기 금융시장 변동성 지속

테일러 룰 적정금리 4% 전후, 빠른 정상화 필요



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

경기침체 없는 경기하강, 최종 기준금리 경로



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

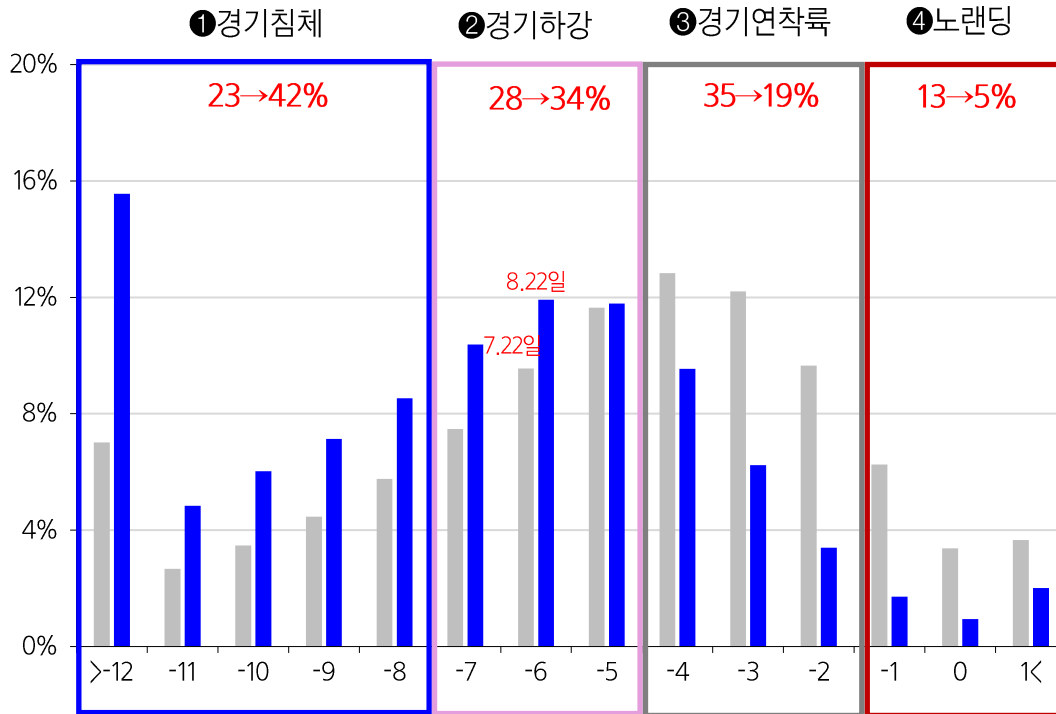
# ① 금리인하에 대한 시장 기대

\* 경기 하강 위험(Big cut) 큰 폭 증가

시장의 금리인하 기대는 미국 경기 하강을 반영하고 있음

• 내년 6월까지 7번의 FOMC 회의 : 2~4회(분기1회) 인하 19%로 축소, 5~7회 인하 34%, 경기침체 위험도 크게 증가

FED FUND Market Probability Tracker  
(25.6월까지의 총 7회 FOMC회의 미국 기준금리 0.25%p 인하 횟수 분포)



## ① 경기침체 (확률 42%)

\* 미국 분기성장률 역성장

→ 주식 하락, 채권 상승

## ② 경기하강 (확률 34%)

\* 미국 잠재성장률(1.8%) 이하 성장

→ 주식 박스권, 채권 상승

## ③ 연착륙 (확률 19%)

\* 미국 잠재성장률 이상 유지

→ 동반 상승, 주식 > 채권

## ④ 노랜딩 (확률 5%)

→ 주식 상승, 채권 하락

주: 2025년 6월까지 총 7번의 FOMC에서의 25bp 인하 횟수, 시카고 상품거래소의 옵션 가격에 내포된 확률 분포를 추정  
자료: Atlanta FED, 삼성자산운용



## ① 금리인하와 금융시장 (과거 패턴)

\* Big cut은 주가에 부정적 (경기둔화 우려 자극)

### 89년 이후 다섯번의 미국 금리인하 사이클

- 5번 미국 인하사이클 중 4번은 금리인하 사이클 진입 후 시차를 두고 경기침체 발생(90년, 01년, 07년, 20년)
  - \* 미국의 경기침체는 NBER(전미경제협회)에 의해 선언(7개월 시차 발생). 경기침체는 사후적으로 확인 가능
- 경기침체 사례를 보면 첫번째 인하폭이 컸고, 초기 6개월 인하 속도 매우 빠름 (Big cut 단행시 경기위험 신호로 인식, 주가에 부정적)
- 당사는 9월 0.25%p 인하를 전망. 내년 1분기까지 매 회의마다 인하가 단행될 것으로 예상(과잉 긴축을 해소하는 빠른 정상화 예상)

90년 이후 5번의 미국 금리인하 사이클 : Big cut은 주식에 부정적

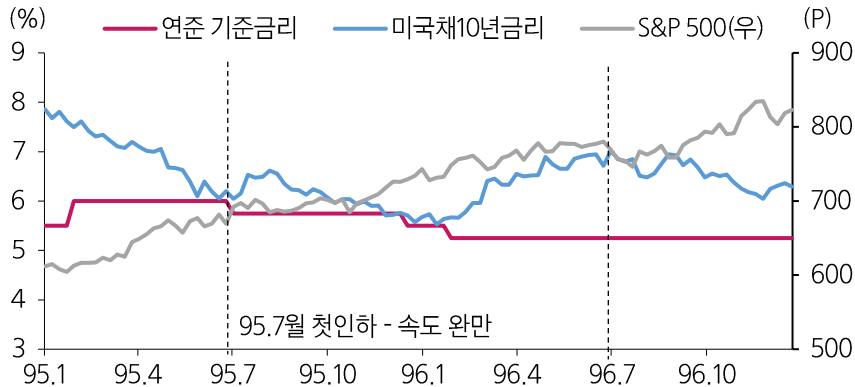
	마지막 인상월	최종금리	동결기간 (월)	첫번째 금리인하	첫번째 금리인하폭	첫 인하 후 6개월인하폭	경기침체 여부	주식(%)	채권(%)	달러(%)
								MSCI World 인하후 12주	미국국채 인하후 12주	DXI인덱스 인하후 12주
1	89.5월	9.75%	1	89.6월	0.125%p	-1.50%	90.7월	7.5	3.8	-1.5
2	95.2월	6.00%	4	95.7월	0.25%p	-0.75%	X	1.7	0.8	3.0
3	00.5월	6.50%	7	01.1월	1.0%p	-3.00%	01.3월	-12.4	1.2	8.3
4	06.6월	5.25%	14	07.9월	0.5%p	-2.75%	07.12월	-2.0	3.2	-1.5
5	18.12월	2.50%	6	19.7월	0.25%p	-0.75%	20.2월	3.4	0.8	-0.2
6(예상)	23.7월	5.50%	13	24.9월(e)	0.25%p	-1.25%				

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

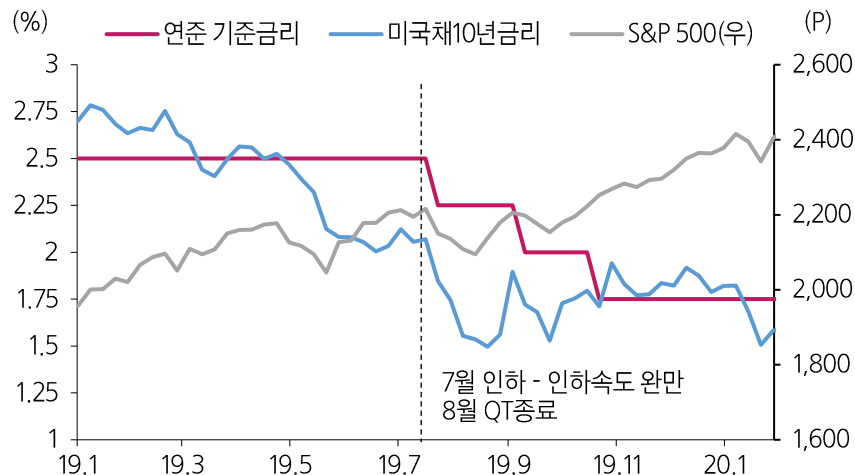
# [참고] 기준금리 인하 속도와 주식 및 채권금리 추이

## 완만한 금리인하 사례

### 95년 사례 (경기침체 없는 금리인하 사이클)

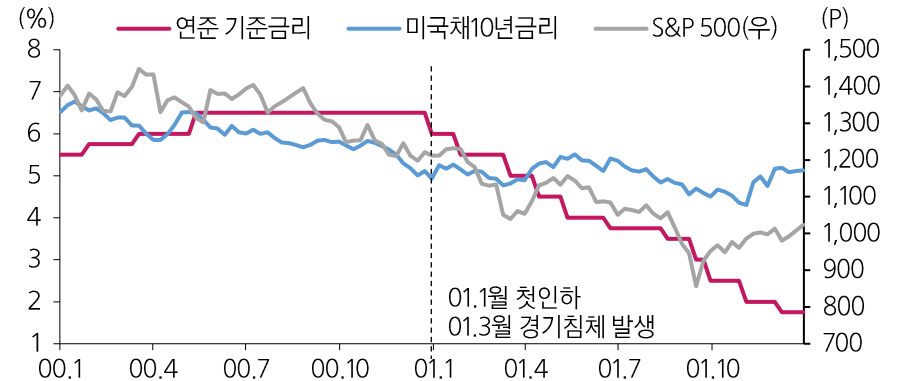


### 19년 하반기 사례 (완만한 인하 후 코로나로 경기침체)

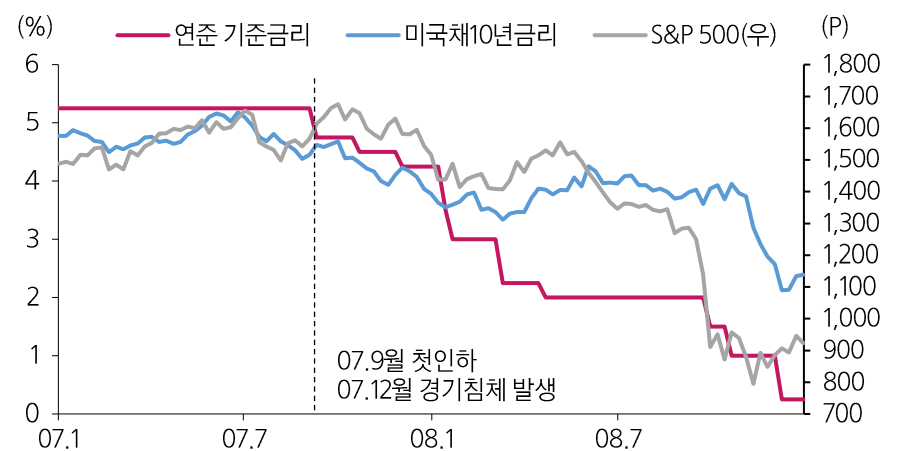


## 급격한 금리인하 사례

### 01년 사례 (경기침체 발생)



### 07년 사례 (경기침체 발생)



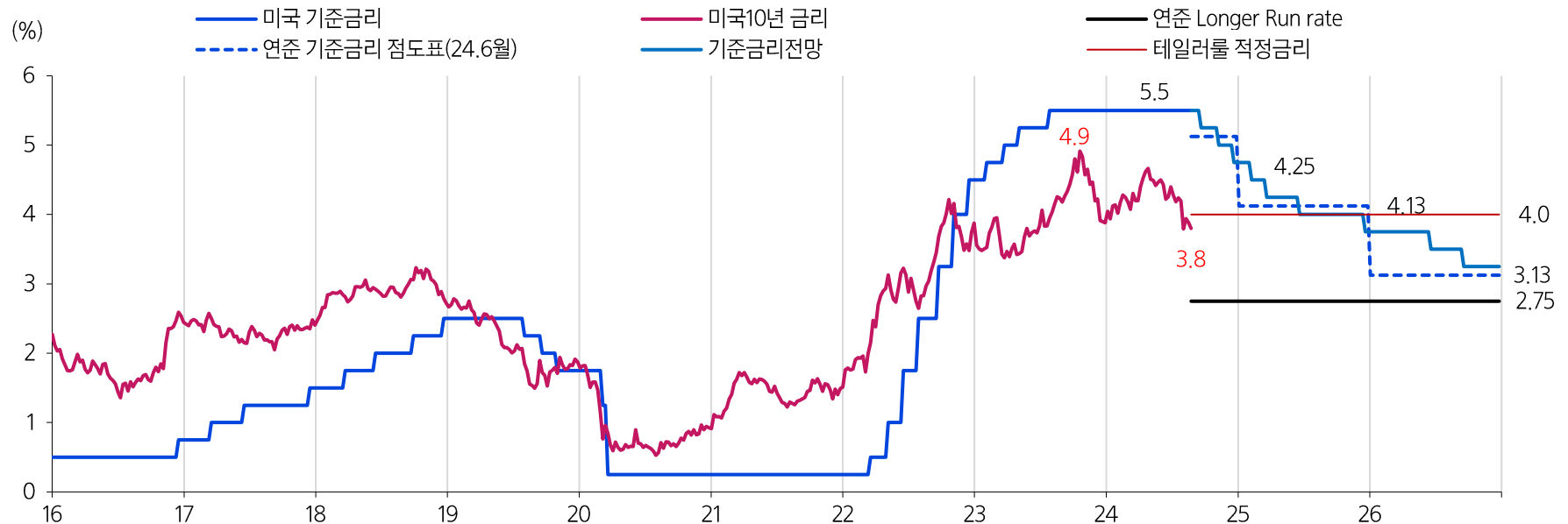
## ① 금리인하와 채권 전략

\* 금리인하 선반영. 캐리수익 및 방어적 관점에서 보유

미국 10년 국채금리, 금리인하 선반영하며 하반기 전망 밴드 하단(3.8%) 근접

- 미국 10년 금리는 금리인하 기대를 상당 부분 선반영
- 미국 경기침체를 가정하지 않는 한 추가 금리 하락 폭은 제한적 (하반기 미국채 10년 하단 3.8% 전후)
- 당사는 이번 미국 금리인하 사이클의 최종 기준금리 수준을 3% 전후로 보고 있음. 이를 감안한 미국채 10년 금리 수준은 3.5% 전후
- 채권을 통한 자본차익 기대는 약화되었지만 불확실성의 대안으로 채권 투자는 여전히 유효 (캐리 수익 + 방어적 역할)

미국 기준금리 경로(최종 기준금리 수준 3% 전후) : 시중금리는 금리 인하를 선반영



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

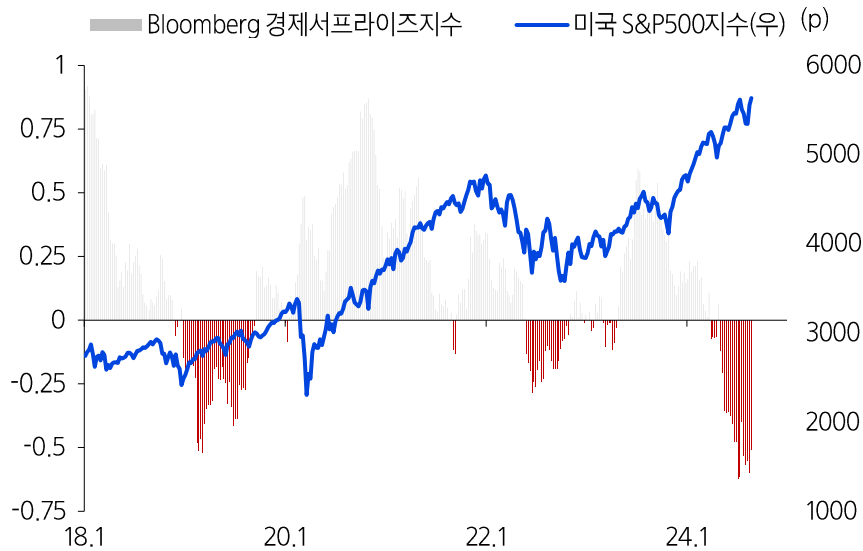
## ② Big Tech와 업종 로테이션

\* 주식 시장 중립 이유

### 경기 대응 성격의 금리인하는 주식에 중립적

- 인하 사이클 시작과 함께 경기 둔화 관련 금융시장의 긴장은 높아지게 될 것
- 공격적인 인하는 경기 우려를 높일 수 있고, 완만한 인하는 시장의 적극적 완화 정책 기대를 충족하기 어려워
- 누증 되어온 경기와 주가간 괴리 해소 과정 필요(서프라이즈 인덱스 마이너스권 지속 : 예상 하회 경제지표가 많아지고 있다는 신호)
- 지난 5년의 주가 패턴도 주가 레벨업을 제한 (새로운 상승 에너지 필요 : AI 확산 속도(침투율), 자본지출 대비 수익성 등)
- 주가 3분기 고점 의견 유지. 연말까지 포트폴리오 다각화, 수익률 방어 전략 필요

경기과 주가의 괴리는 지속



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

상승 누적 피로감, 레벨업을 위한 축적 과정 필요



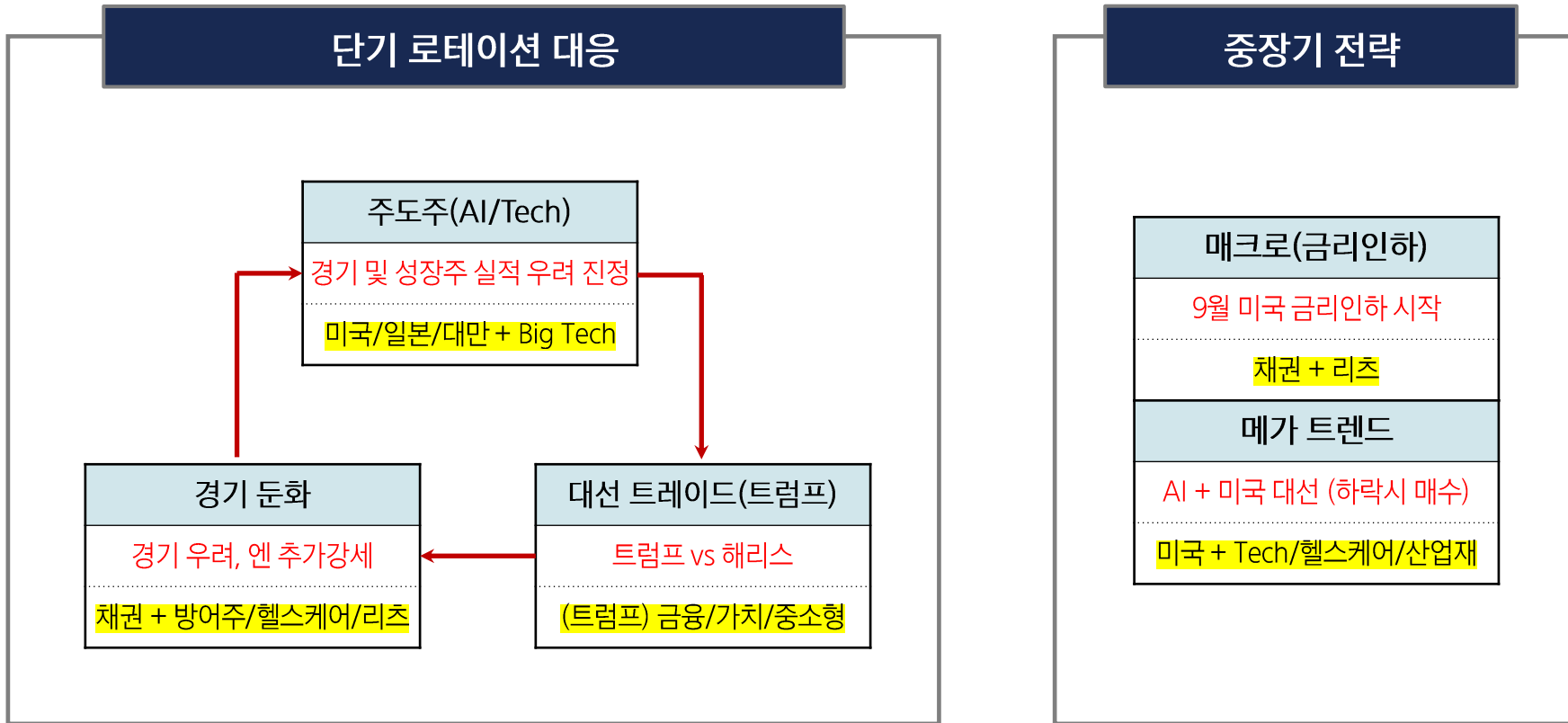
자료: Bloomberg, 삼성자산운용

## ② Big Tech와 업종 로테이션

\* 포트폴리오 전략 : 다각화, 주식/채권 밸런스 유지

쏟림 보다 로테이션 환경 지속 : 경기 대응 성격 금리인하 + 미국 대선 변동성 + Tech 누적 상승 부담

- 중장기 전략 : 금리인하 사이클 및 메가트렌드 대응 (조정시 매수)
- 로테이션 대응 : 로테이션 추종 보다 역발상 접근 필요 (9월 대선 트레이드 + 경기방어 포트폴리오)



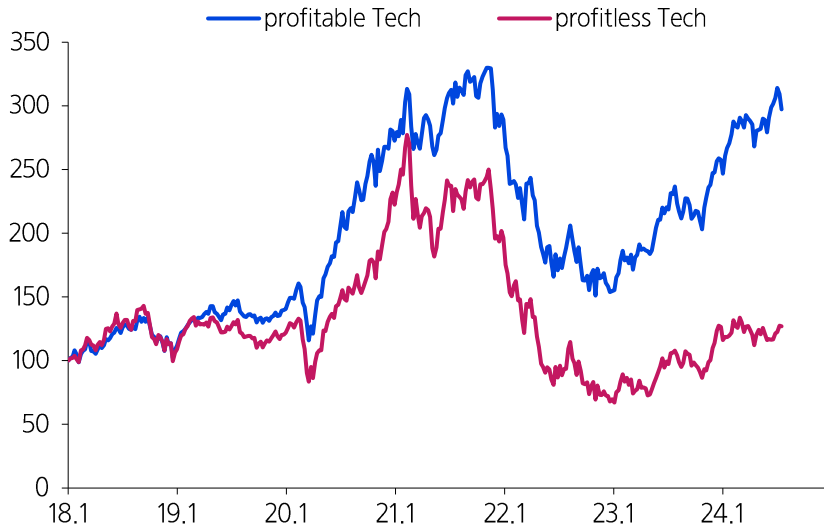
## ② Big Tech와 업종 로테이션

\* Big Tech 조정시 매수

### 22년과 다른 Big Tech의 현금창출 능력

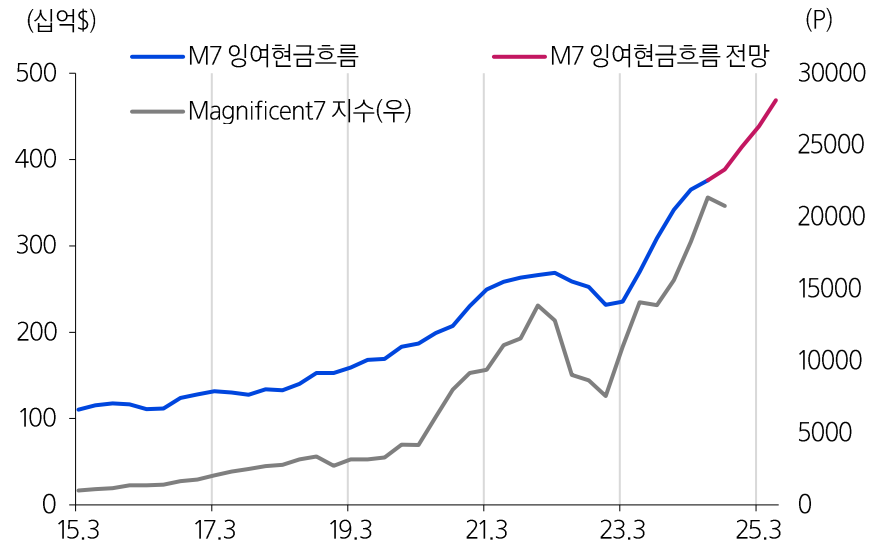
- 주도주 성장성 : 전기차 캐즘존(침투율 10~15% 진입후 성장 정체) vs. AI의 확장성(반도체 → 인프라 → 온디바이스 → 소프트웨어)
- 주도주 수익성 : 22년은 수익성이 약한 Tech 동반 상승, 현재는 수익창출 능력을 가진 Big Tech 중심 상승
- 잉여현금과 투자 선순환 : 22년과 달리 Big Tech의 잉여현금 창출 능력 우수 (잉여현금흐름 전망 우상향)
- 경기 둔화 흐름과 매출 성장 모멘텀 둔화가 조정요인이 될 수 있지만 중장기 관점의 Big Tech 주도 흐름은 지속될 전망

주도주의 수익성, 22년 저수익 Tech 동반 상승



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

22년과 다른 Big Tech의 현금창출 능력



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

### ③ 환율 전망 : 달러약세는 일시적

\* 달러화 주요 동인 점검

- 환율은 상대적 교환가치 특성으로 인해 경기, fx 플로우, 금리/통화정책, fx 연계 거래 등 분석 범위가 매우 넓어
- 달러 전망의 세가지 분석 틀 1) 통화정책(금리차 및 전망), 2)경기여건(미국과 비미국), 3)달러 수요 및 공급
  - \* 대선 등 지정학적 변수가 있으나 예측과 실제 결과가 다른 경우가 많아 전망보다는 대응 영역으로 판단
- 7~8월 달러화 약세는 주로 통화정책 (미국 금리인하 압박, 일본 긴축 예상 상회) 변화에 기인
- 경기여건과 달러수급은 여전히 달러에 우호적. 추세적 달러약세 진입으로 보기 어려워. 3분기 일시적 약세 후 달러강세 추세 유지 예상

	주요 지표	24년 상반기(달러강세 우위)	24년 하반기(3분기 약세, 4분기 강세)
(통화정책)	기준금리 (대외 금리차)	(강세) 미국 인하기대 축소, 유럽 인하 (강세) 미국 인하 지연	(약세) 미국 9월 인하 확실시(잭슨홀 연준의장 인하 시사) 시장의 금리인하 기대는 미국 경기하강을 반영 중
	비전통수단	(강세) 미국 QT(양적축소) 지속 (강세) 일본 정책전환 기대 하회(엔약세)	(약세) 6월부터 QT 축소 시작 (강세) 일본 자산매입 축소 강도는 기대보다 약해
(경기여건)	경제 성장률	(강세) 미국 성장률 상향, 비 미국 정체 *24년 전망 : 미국 2.4%, 유로존 0.7%, 일본 0.1%	(강세) 미국 성장률 우위 지속되나 격차는 축소 * 25년 전망 : 미국 1.8%, 유로존 1.4%, 일본 1.2%
	물가	(강세) 물가반등으로 인하기대 후퇴	(약세) 물가 예상 하회
(달러수급)	(공급) 재정/무역수지	(강세) 재정적자 전년비 소폭 축소 (약세) 무역적자 전년비 소폭 확대	25년 재정적자 전망은 24년과 유사 트럼프 당선시 관세부과로 일시적 무역적자 축소
	(수요) 달러자산 선호	(강세) 민간의 미국채/미국주식 수요 지속	(강세) 민간의 달러자산 수요 확대
※대외여건	지정학 리스크	미국 대선 (통상 환율정책) 미국 대선	트럼프는 무역/통상에 초점, 해리스는 물가안정에 초점 미국 트럼프 당선시 일시적 강세 요인

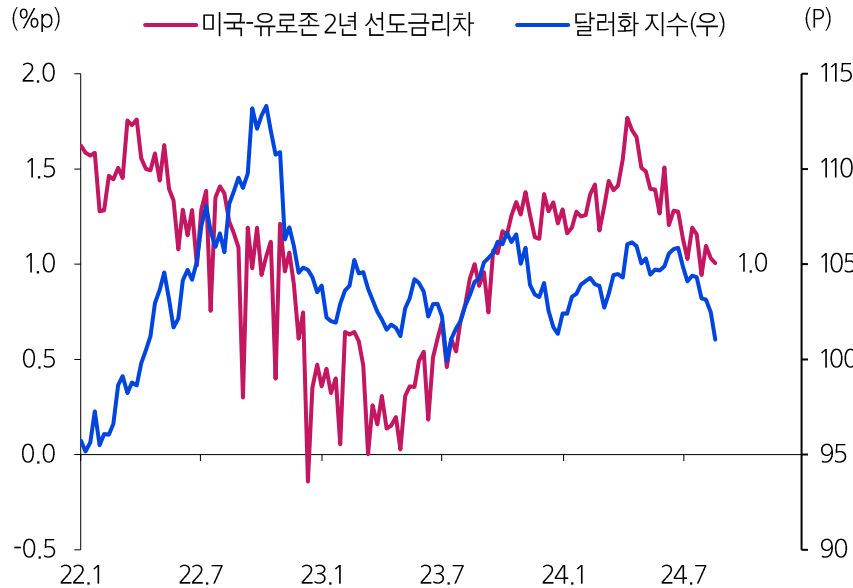
### ③ 환율 전망 : 달러약세는 일시적

\* 현재 달러 약세는 미국 인하사이클 시작에 대한 반응

#### 통화 정책 (대외금리차 및 금리 전망)

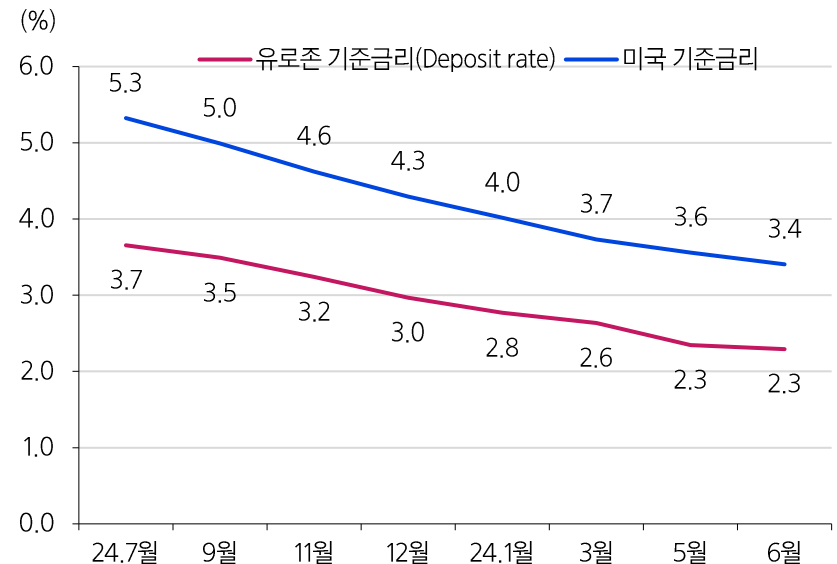
- 달러화 인덱스를 구성하는 통화 중 유로화는 57% 비중을 차지. 미-유로존 대외금리차 및 금리 전망 경로가 달러 방향성을 결정
- 연초 이후 미국물가 예상 상회로 미국 인상 기대는 후퇴. 이에 따라 미국-유로존의 선도금리차는 4월 중순까지 확대
- 5월 이후 미국의 인하 기대가 본격적으로 반영되면서 금리차는 축소. 향후 금리 전망에 기반해 대외금리차 방향 판단 필요
- 향후 2년 미국과 유로존 기준금리 선도금리 차는 현재 1%로 축소. 미국/유로존 펀더멘탈 및 금리 인하 경로 감안시 대외금리차는 적정수준에 진입한 것으로 판단. 대외금리차 추가 축소에 의한 달러약세는 제한적

미국과 유로존 금리차와 달러화



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

미국과 유로존 기준금리 전망



자료: Bloomberg, 삼성자산운용



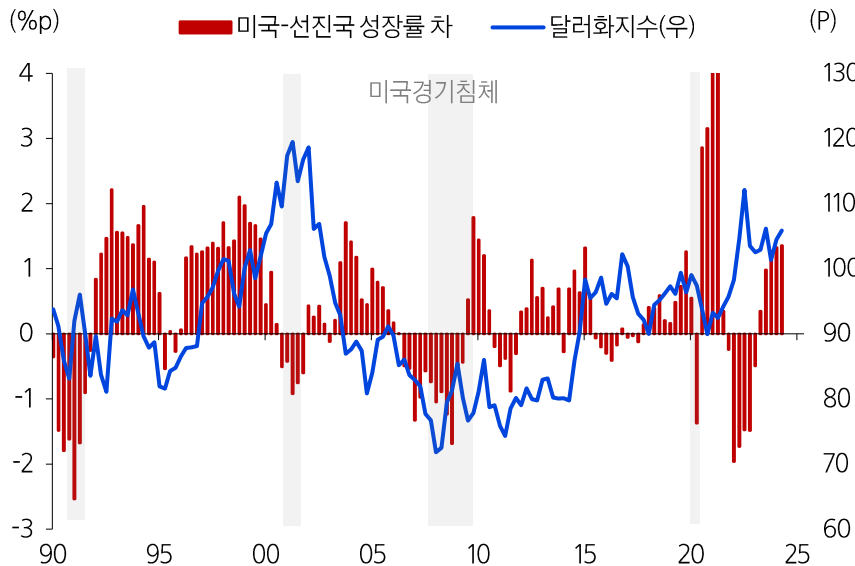
### ③ 환율 전망 : 달러약세는 일시적

\* 경기여건은 여전히 미국 우위 (달러 우위)

#### 경기 여건 (미국 성장률 우위 지속, 성장률 차는 축소)

- 경기 여건은 중장기 달러화 방향에 중요 (글로벌 동반회복시 달러약세 vs 미국 성장률 우위시 달러강세)
- 지난 2년 글로벌 경제는 국가별 차별화가 심화되었고 미국의 성장률 우위가 지속
- 미국과 선진국의 성장률 차를 보면 22년 이후 미국의 우위가 강화
- 25년 성장률 격차가 축소되지만 미국의 성장률 우위 환경은 당분간 지속

미국과 선진국 성장률 차 : 미국 우위 환경



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

국가별 성장률 전망

(성장률)	잠재 성장률	22년	23년	24년(e)	25년(e)
미국	1.8%	1.9%	2.5%	2.3%	1.8%
선진국		2.7%	1.7%	1.6%	1.7%
유로존	1.1%	3.5%	0.4%	0.7%	1.4%
일본	0.9%	1.2%	1.7%	0.1%	1.2%
한국	2.0%	2.8%	1.4%	2.5%	2.1%

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

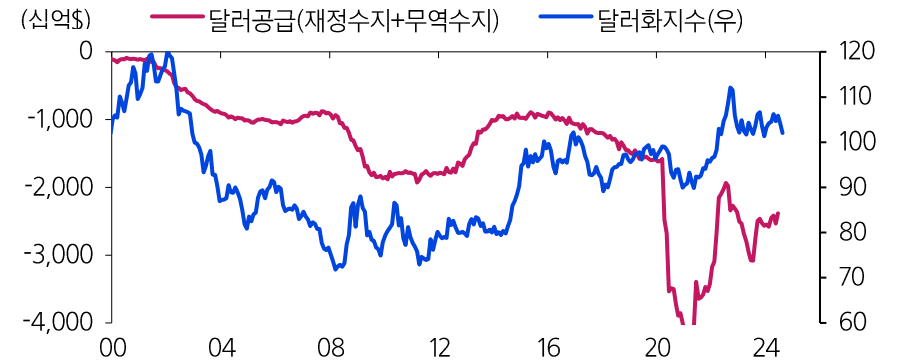
### ③ 환율 전망 : 달러약세는 일시적

\* 달러자산 수요는 여전히 강력(달러 우위)

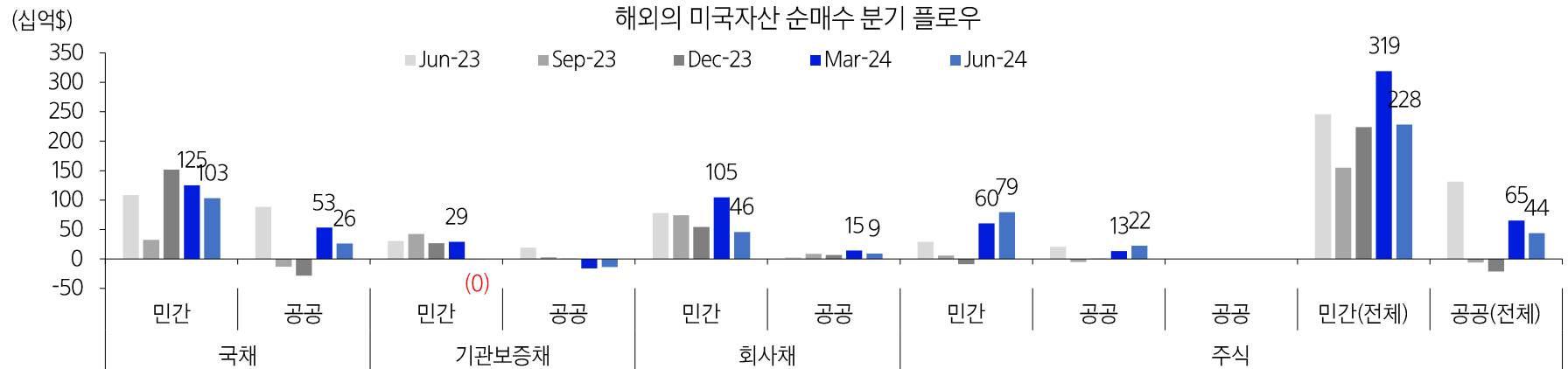
#### 달러 수요와 공급 (달러자산 수요는 여전히 강해)

- 미국 재정수지 : 전년동기대비 적자 1000억\$ 축소(1.6조\$)
- 미국 무역수지 : 전년동기대비 적자 소폭 확대
- 해외의 미국 자산 수요 지속 (공공은 감소, 민간은 증가)
  - \* 23년 상반기 민간 +5,337억\$, 공공 +1,725억\$
  - \* 24년 상반기 민간 +5,476억\$, 공공 +1,089억\$
  - \* 민간의 미국주식 매수 큰 폭 증가 1,397억\$ (전년 475억)

국가별 성장률 전망



#### 해외의 달러자산 수요는 여전히 강해 : 해외의 미국자산 순매수 플로우 (1년간 민간의 미국자산 순매수 9260억\$)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

### ③ 환율 전망 : 달러약세는 일시적

\* 리스크 요인 : 엔 강세 지속시 달러자산 수요 약화

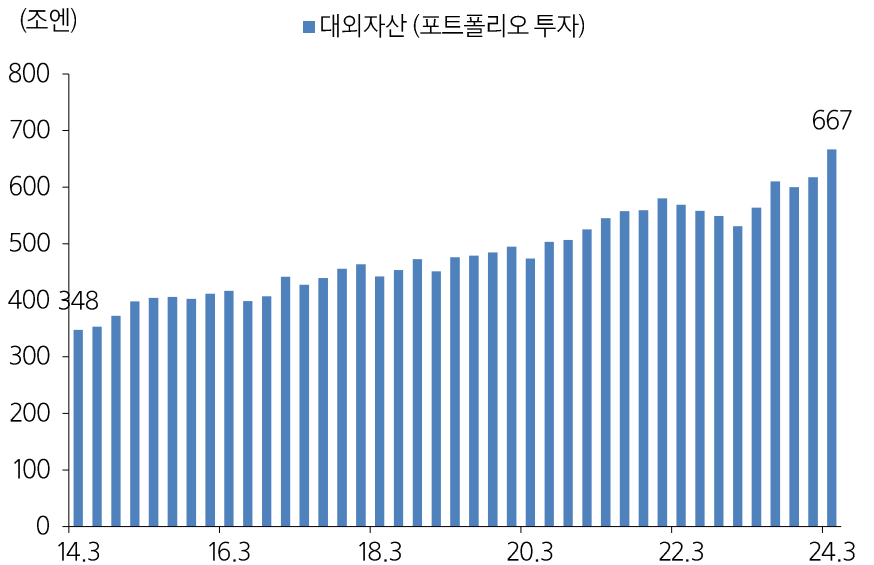
- 7월 이후 엔 강세는 미-일 금리차 축소외에도 6월말~7월 중순 트럼프 당선 가능성이 높아지며 엔 약세 지속성에 대한 의문에서 시작
- 엔화 비상업용 순포지션은 빠르게 청산(엔화 숏 기반 트레이딩 청산). 대외금리차 축소의 방향성 감안시 엔 약세 재개는 쉽지 않을 듯
- 엔 약세는 글로벌 유동성 공급의 한 축 \* 14년 이후 10년간 일본의 대외자산내 포트폴리오투자(주식/채권) 320조엔 증가
- 엔 약세에 기반한 엔 캐리가 재현되지 쉽지 않다는 점에서 글로벌 유동성 제약 요인으로 작용
- 달러/엔은 140~155엔 범위에서 등락 예상. 미국경기 둔화 이슈 및 트럼프 당선 확률 증가 시 강세 압력 주기적 반복 예상

엔 캐리 청산 : 공격적인 투자포지션 대부분 청산



자료: CEIC, 삼성자산운용

일본의 대외자산(포트폴리오 투자)은 잠재적 위험요인



자료: CEIC, 삼성자산운용

### ③ 환율 전망 : 달러약세는 일시적

\* 하반기 원/달러 밴드 1,300~1,400원 (기존 전망 유지)

#### 원/달러 환율 하반기 밴드 1,300~1,400원

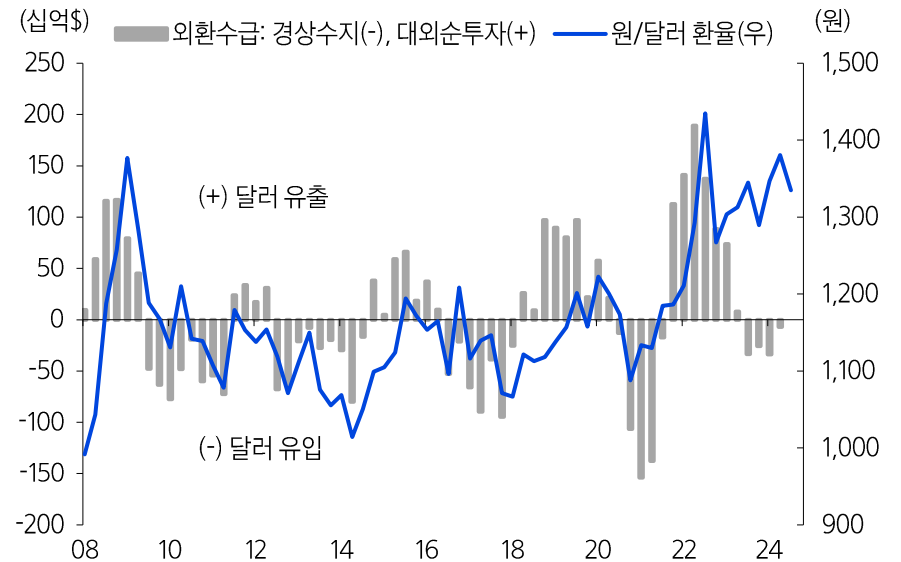
- 과거 원/달러 환율의 특징 : 1,050원~1,250원 밴드. 위기 발생시 급등 후 원상 복귀도 빠른 스파이크 통화
- 팬데믹 이후 원/달러 환율 평균 1,267원(14~20년 대비 중간값 100원 이상 상향) \* 한국 외환시장의 구조적 변화 때문 (해외투자 급증)
- 달러의 추세적 약세가 확인되기 전까지 원/달러 환율의 1,200원대 안착은 쉽지 않을 듯
- 하반기 금융시장 변동성(미국 경기둔화, 대선, 한국수출 피크아웃) 감안하여 1,300~1,400원의 하반기 원/달러 환율 전망 유지
- 외환 수급에서 달러 유입 플로우가 다소 약화되는 점도 원/달러 1,200원대 진입 제한

한국의 해외투자 확대로 원/달러 환율 균형점 상승



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

한국의 외환 수급 : 경상수지(-, 달러유입), 대외순투자(+, 달러유출)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

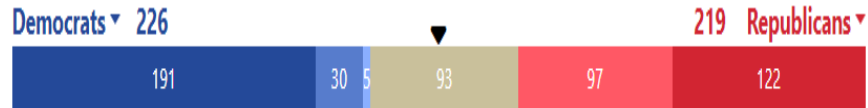
## ④ 미국 대선 : 대통령 선거 현재 판세

\* 헤리스 지지율 상승, 경합주 초 박빙

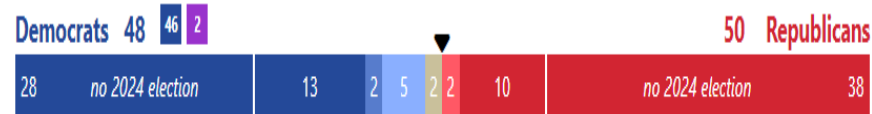
- 11.5일 직접투표로 선거인단 538명 선출 (상원 의석수 주별 2명 100명 + 하원 의석수 435석 + 워싱턴DC 3명)
- Winner takes all(승자독식) : 한 표라도 더 얻으면 해당주 선거인단 독식 (48개주 해당, 메인주, 네브래스카는 혼합선거제)
- 스윙스테이트 7개주 93석(네바다,애리조나,미시간,펜실베니아,위스콘신, 조지아, 노스캐롤라이나)
- 최대 격전지는 동북부/중부 3개주(위스콘신,미시간,펜실베니아: 44석). 최근 일부 여론조사에서 해리스의 우위 확인되고 있으나 박빙 상황 지속

### 현재 판세 (박빙 승부로 전환)

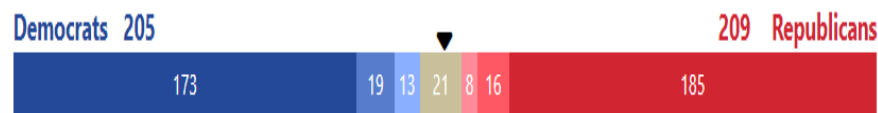
대통령선거 (선거인단 538명 선출, 270 to win, 임기 4년)



상원선거 (총 100석, 투표대상 34석, 임기6년)



하원선거 (총 435석, 투표대상 전석, 임기 2년)



자료: 270towin.com, 삼성자산운용

### 스윙스테이트 경합지 증가

Battlegrounds	Trump	Harris	Spread
Wisconsin	47.6	48.6	Harris +1.0
Pennsylvania	47.8	47.7	Trump +0.1
Michigan	46.6	48.6	Harris +2.0
Arizona	47.3	47.1	Trump +0.2
Nevada	47.3	46.0	Trump +1.3
North Carolina	47.6	46.4	Trump +1.2
Georgia	48.1	47.1	Trump +1.0

자료: RealClear Politics, 삼성자산운용

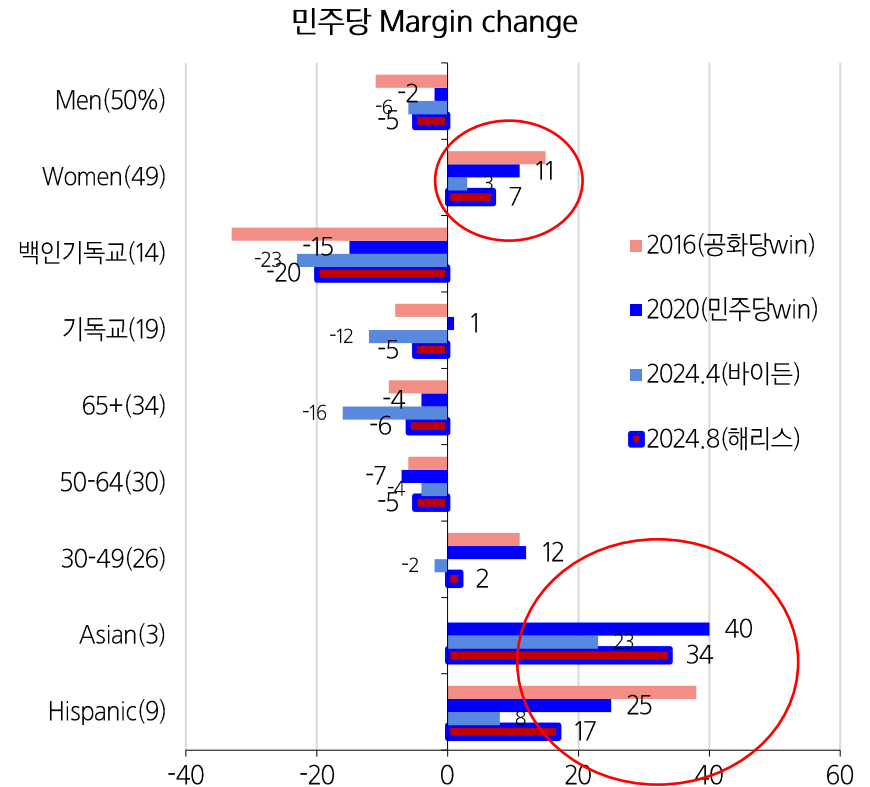
## ④ 미국 대선 : 해리스 효과

\* 민주당 지지층 결집 중, 20년 승리에는 못 미쳐

\* 바이든 대비 마진 상승, 20년 승리에는 아직 못 미쳐

- ① 남성 격차 소폭 축소, 여성 유권자 마진 확대
- ② 기독교 격차 축소 (비백인 기독교인)
- ③ 고령층 격차, 바이든 대비 축소 (고령 여성유권자 영향)
- ④ 30~49세 마진 재역전 (20년 대비 격차 존재)
- ⑤ 비백인 연합 지지세 큰 폭 확대 (20년에는 못미쳐)

해리스 효과 : 지지층 결집  
(2024.8.5~11일 Poll)



주: American trends panel 서베이  
자료: PEW RESEARCH, 삼성자산운용

## ④ 미국 대선 : 해리스 vs 트럼프 정책 방향 및 차별점

### 해리스/월즈

- ① 재정적자 축소 (증세)
- ② 미국 경쟁력 확보(IRA, CHIPS 등)
- ③ IRA(전기차,약가 인하)/물가 억제
- ④ 개방적 이민정책
- ⑤ 리쇼어링 + 프렌드쇼어링
- ⑥ 연준 독립성 존중(저금리 선호)
- ⑦ 결과적 달러강세(고금리)

### 트럼프/밴스

- ① 감세 + 관세 부과
- ② 무역적자 축소 (관세 + 환율)
- ③ 에너지 자급자족(화석연료 확대)
- ④ 반이민 정책
- ⑤ 미국 우선주의
- ⑥ 금리인하 압박, 저금리 필수
- ⑦ 달러강세 제어 (통상/환율 압박)

## ④ 미국 대선 : 해리스 정책과 금융시장 영향

### 캐멀라 해리스 경제정책 (opportunity economy)

	정책 내용
물가	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 식료품 가격 인상 금지 법제화(대기업 체인 타겟 : 기업합병 감시, 중소기업 보호, 연방거래위원회 감독 강화)</li> <li>• 임대료 부당한 인상 금지하는 법안 촉구</li> </ul>
주택	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 4년간 300만호 주택 건설 (구매자, 기업 세제 혜택), 주택 건설 지원 기금 400억달러로 확대</li> <li>• 주택 구매자 혜택 : 초기 주택구매자 25,000달러 지원</li> <li>• 투자자의 대규모 주택 매매 규제, 임대료 감시 강화</li> </ul>
의료	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 처방약 자금 부담액 연 2천달러 이하로 억제, 공공 의료보험(메디케어) 강화</li> </ul>
세제	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 양육 세액공제(6천달러), 아동세액공제 부활(최대 3600달러), 저소득층 소득세 공제(최대 1500달러)</li> </ul>

자료: 기사 종합

## \* 바이든 정책 계승 + 물가/주택 정책

### 해리스 트레이드 2.0

(바이든 정책 계승 +)

- 정책 연속성 강화
  - … 신재생에너지, 전력인프라
  - … 미국 IT 패권 강화
  - … 동맹협력 유지 (프렌드쇼어링:일본,대만,한국)
- ※ Big Tech 규제는 바이든 정부보다 강경
- 물가/주택/금리인하 관련
  - … 주택건설, 부동산리츠, 채권

(피해업종)

- 물가 안정 … 대형 소매점/음식료 (필수소비재)
- 약가 인하 … 헬스케어 차별화



## ④ 매크로 환경과 트럼프 트레이드 2.0

\* 9~10월 트럼프 우위시 트레이드 2.0 부활

트럼프 트레이드 1.0 (2016.11.8~12.30일)		
자산군	정책	수익률
미국채10년	금리 인상 사이클(15.12~18.12월)	+66bp
한국채10년	금리 인상 사이클	+38bp
달러화	미국 우선주의, 달러화 101	5.3
원화	달러화 101, 원/달러 1,180원	-5.5
선진국	비미국(일본, 유럽) 강세	5.5
신흥국	중국 리스크 부각되며 약세	-2.0
금융	규제완화 기대, 은행중심 상승	19.7
통신서비스	망중립성 폐지	14.5
에너지	미국 석유 산업 육성 기대	11.0
산업재	미국 전통산업 부활(리쇼어링)	10.3
러셀2000	규제 완화(금융, 산업)	16.6
가치	금융/에너지 등 경기민감주 회복	10.2
동일가중	기술주 쏠림 완화, 업종 순환	8.1
비트코인		36.2
유가	화석에너지 산업 육성	21.9

- (차이점)
- 금리 인하사이클 임박
    - ↳ 국채 금리 하락
    - ↳ 부동산, 리츠 강세
  - 무역적자와 환율
    - ↳ 엔화강세, 달러약세
- (유사점)
- 섹터/스타일 유사
    - ↳ 금융/산업재 강세
    - ↳ 중소형/가치 상승

트럼프 트레이드 2.0 (2024.6.28~7.23일)		
	정책	수익률
미국채10년	금리 인하 사이클 임박(9월)	-15bp
한국채10년	금리 인하 사이클 임박(10월)	-9bp
달러화	무역 불균형 원인, 통화약세 언급	-1.4
원화	달러화 104, 원/달러 1,380원	0.1
선진국	선진국 상대적 약세	1.7
신흥국	신흥국 반등(아세안, 대만)	0.5
금융	지방은행 중심 상승	5.3
부동산	금리인하 기대	6.9
산업재	리쇼어링 정책 강화	3.4
헬스케어	IRA 폐지, 약가 인하 지연 및 변화	1.8
러셀2000	장기 소외, 대형 Tech 규제	10.1
가치	금융/산업재/소재 강세 영향	2.9
동일가중	기술주 쏠림 완화, 업종순환	3.0
글로벌리츠	금리인하 기대	6.9
금	인플레이션 헷지	3.5
비트코인	트럼프 가상자산 육성 의지	6.8

자료: Bloomberg