

2024년 10월

11월 글로벌 매크로 및 자산시장 전망

2024. 10

'24년 금융시장 리뷰

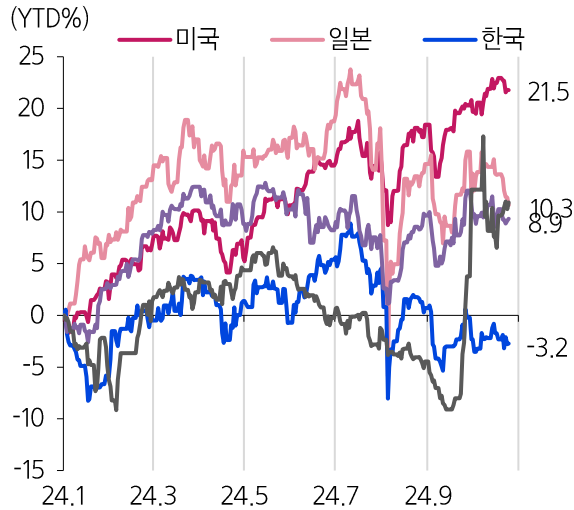
* 주식내 차별화, 금리 상승 전환

주식 차별화

[8월 이후 중립의견 유지]

- 3분기 이후 국가별 차별화 뚜렷
- 미국 전고점 돌파, 유럽/일본 정체
- 한국증시, 반도체 피크아웃 우려로 부진
- 중국 대규모 재정 부양 기대로 급등세

미국 추세 상승, 한국 부진, 중국 급반등

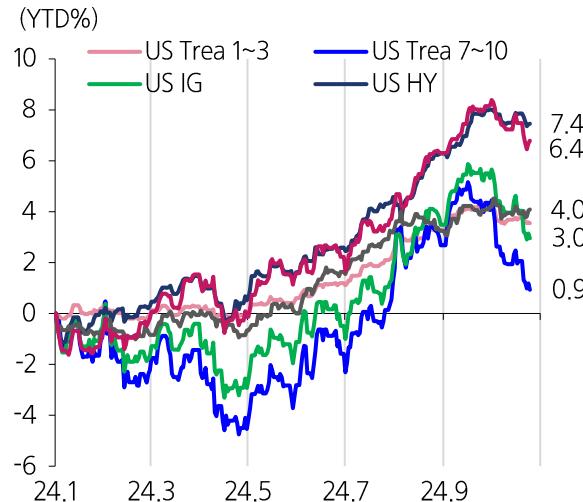


채권 약세

[9월 중립으로 하향]

- 9월 미국 빅컷에도 불구하고 금리인하 기대 선반영 및 지표 호조로 금리 반등
- 연말까지 25bp씩 두차례 인하 반영중
- 미국HY, 한국국채 수익률 상대적 양호

5월 이후 금리하락으로 수익률 회복세

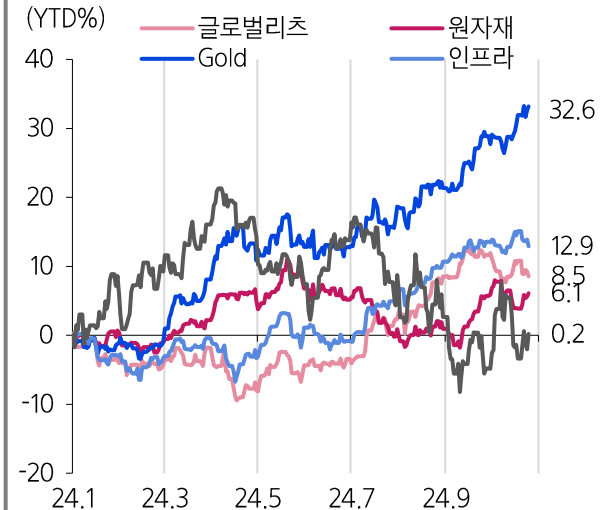


대체자산 차별화

[리츠 OW, 원자재 N]

- 중동 지정학적 불안 지속, 금리인하 경로 불확실성 반영. 금 상승세 유지
- 금리반등으로 리츠 수익률 후퇴
- 월평균 유가 상승 전환, 물가에 부담

금 선호 지속, 리츠는 금리에 연동

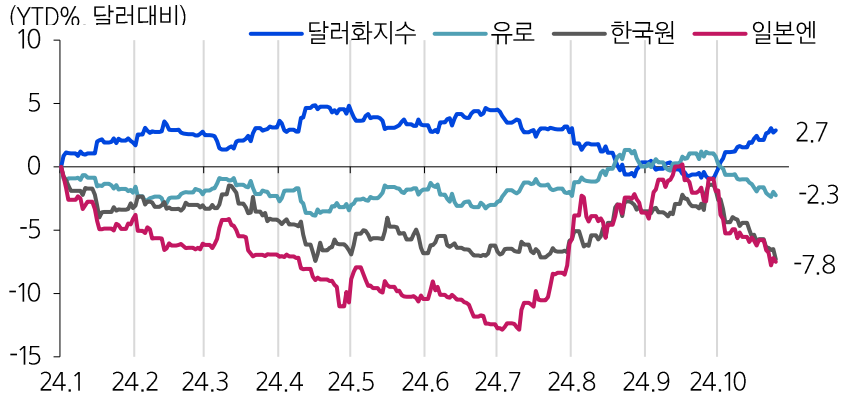


자료: Bloomberg, 삼성자산운용, 10월 25일 기준 수익률

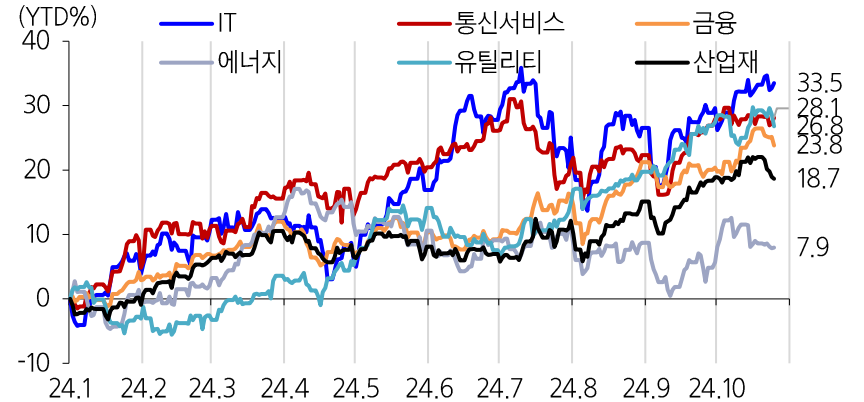
로테이션 지속

* 다시 달러강세 ... 엔약세/Tech 강세 조합 부활 ... 금리인하 수혜주 후퇴

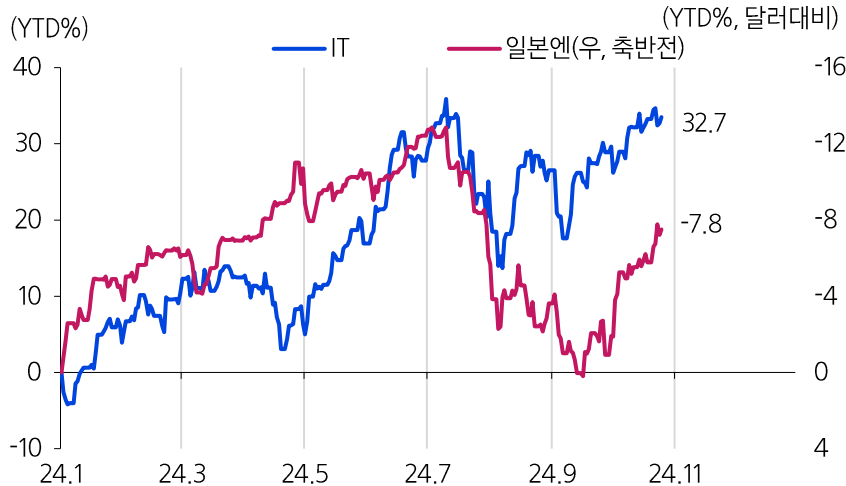
수렴되었던 환율, 달러강세로 다시 터닝



지수대비 아웃퍼폼 : Tech, 유틸리티, 통신, 금융

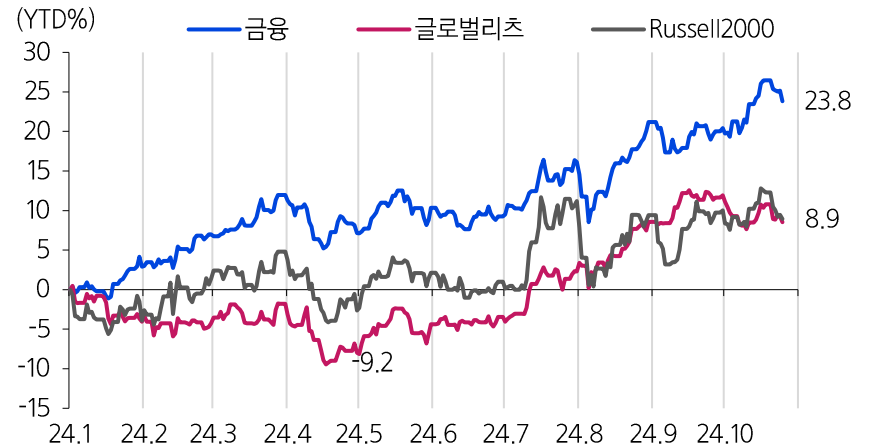


미국 Tech 엔화 방향에 연동 (엔약세는 Tech에 긍정적)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 10월 25일 기준 수익률

금리인하 수혜주 흐름 : 소강 국면



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 10월 25일 기준 수익률

House View (매크로 뷰)

- 미국 11/12월 각 25bp 인하 예상. 소매판매 등 경제지표 호조를 보이고 있으나 가계 지표(소득, 소비)는 약화 중, 고용지표 완만한 둔화 지속
- 미국 성장률은 내년 상반기까지 잠재성장률(1.8% 전후) 수준까지 둔화 예상

주요 지표		실제치			24년 추이						3개월 전망	12개월 전망
		21년	22년	23년	5월	6월	7월	8월	9월	10월		
물 가	미국 CPI (기말)	7.0%	6.5%	3.4%	3.3%	3.0%	2.9%	2.5%	2.4%		2.6%	2.4%
	미국 Core PCE (기말)	5.2%	4.9%	2.9%	2.6%	2.6%	2.6%	2.7%			2.7%	2.4%
통화정책	미국 기준금리	0.3%	4.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.0%	5.0%	4.50%	3.50%
	한국 기준금리	1.0%	3.25%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.25%	3.25%	2.50%
	QT (연준자산, \$조)	\$8.76	\$8.55	\$7.80	\$7.28	\$7.23	\$7.20	\$7.14	\$7.04	\$7.00	\$6.8	\$6.8
(금리)	미국 국채금리(10yr, 기말)	1.5%	3.9%	3.9%	4.5%	4.4%	4.1%	3.9%	3.8%	4.2%	3.8~4.1%	3.5~3.9%
	한국 국채금리(10yr, 기말)	2.2%	3.7%	3.3%	3.5%	3.3%	3.1%	3.0%	3.0%	3.1%	2.8~3.1%	2.5~2.9%
경 기	미국 (24년 성장률, 전망)	5.8%	1.9%	2.5%	2.4%	2.3%	2.3%	2.5%	2.5%	2.6%	3Q 2.8%(E)	
	한국 (24년 성장률, 전망)	4.3%	2.6%	1.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%		
	중국 (24년 성장률, 전망)	8.4%	4.8%	5.2%	4.9%	4.9%	4.9%	4.8%	4.8%	4.8%		

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 전망치

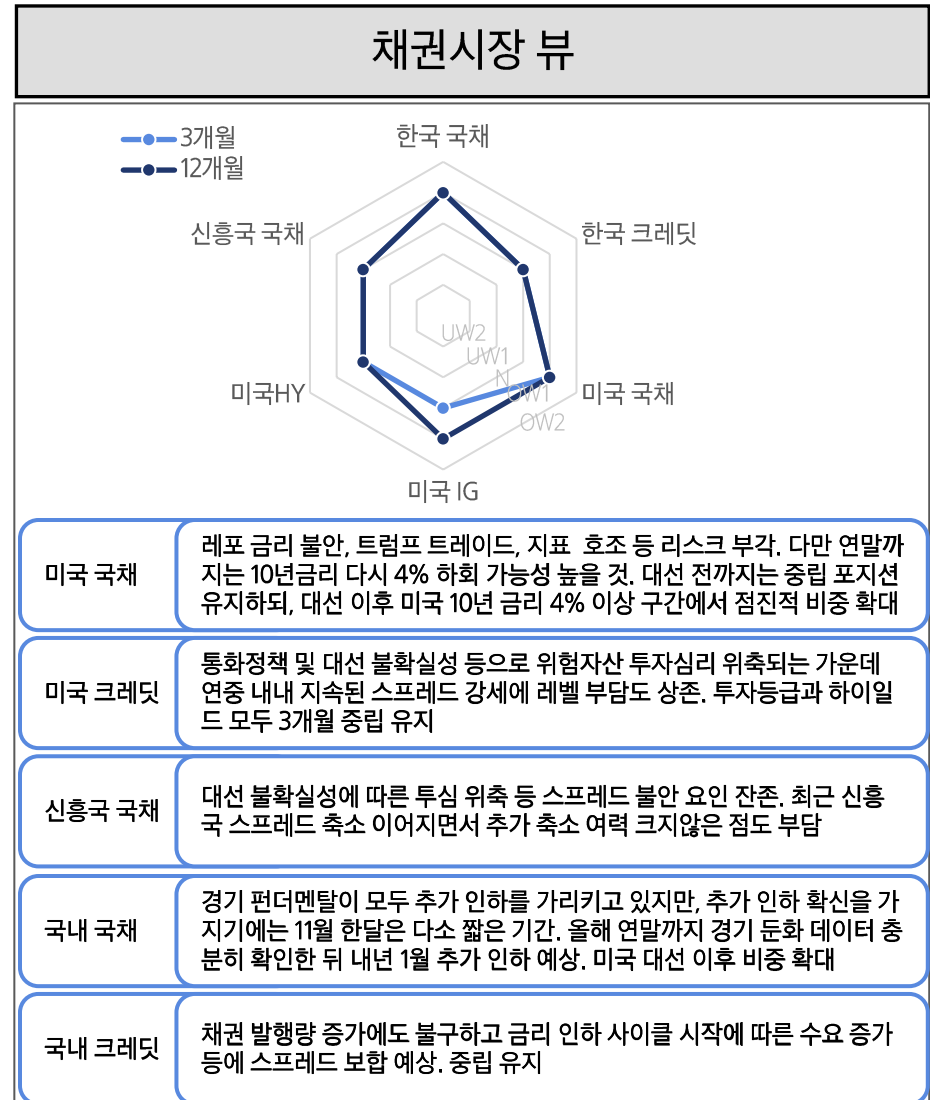
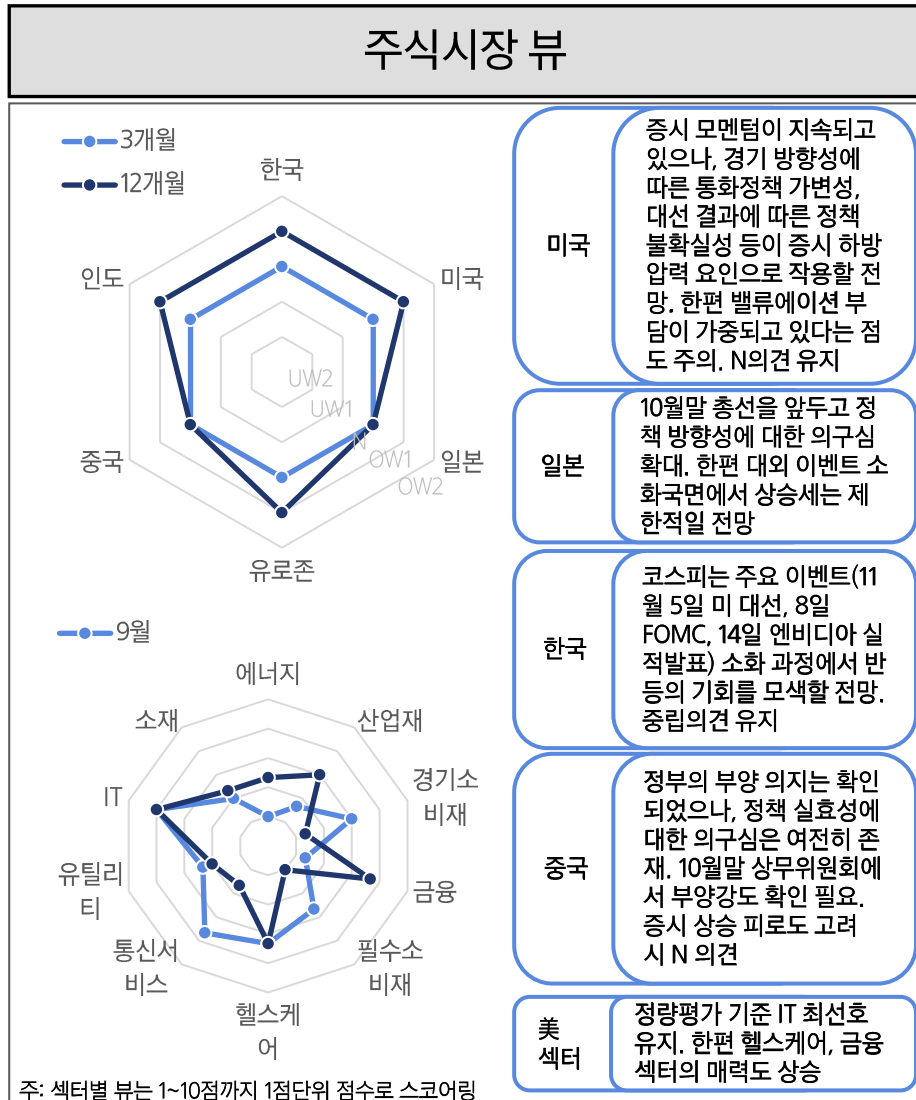
House View (자산시장 뷰)

- 주식 (중립 유지) : 미국대선 이후 정책 불확실성(통화정책 경로, 관세/이민 정책 변경 가능성 등) 감안 중립 유지
- 채권 (국채 O/W으로 변경) : 미국 빚컷 이후 가파른 금리 상승(지표호조, 트럼프 당선 가능성), 현 금리 레벨은 악재 선반영, 비중확대 기회

자산군		실제치			24년					3개월 전망	12개월 전망
		21년	22년	23년	6월	7월	8월	9월	10월		
채 권											
국내 채권	한국 국채 10년 금리	2.25%	3.73%	3.18%	3.27%	3.06%	3.0%	3.0%	3.10%	N→O/W	O/W
	한국 크레딧 spread (AA-)	147	78	74	45.8	45.7	56.1	59.1	57.1	Neutral	Neutral
해외 채권	미국 국채 10년 금리	1.52%	3.88%	3.88%	4.36%	4.09%	3.91%	3.81%	4.27%	N→O/W	O/W
	회사채 spread(BB 미국 IG)	92	130	99	94	93	93	89	82	Neutral	O/W
	하이일드 spread(BB 미국HY)	283	469	323	309	314	305	295	279	Neutral	Neutral
	신흥국 spread(JPM EMBIGD)	369	453	384	391	400	388	361	338	Neutral	Neutral
주 식											
선진국	미국 (S&P500)	4766	3839	4769	5277	5460	5648	5762	5808	Neutral	O/W
	유럽 (Euro stoxx 50)	4298	3793	4521	4983	4894	4957	5000	4943	Neutral	O/W
	일본 (TOPIX)	1992	1891	2366	2772	2809	2712	2645	2618	Neutral	Neutral
신흥국	중국 (상해종합)	3639	3089	2974	3086	2967	2842	3336	3299	Neutral	Neutral
	인도 (Nifty50)	17354	18105	21731	22530	24010	25235	25810	24180	Neutral	O/W
	아세안 (MSCI Asean)	703	653	632	611	614	685	727	705	Neutral	Neutral
국 내	국내 (코스피)	2977	2236	2655	2636	2797	2674	2645	2583	Neutral	O/W
원자재 (Bloomberg Commodity Index)		211	245	226	241	238	228	239	240	Neutral	Neutral
부동산 (Global REIT)		3347	2529	2771	2651	2676	3009	3102	3008	O/W	O/W
원달러 환율 (기말)		1,188	1,265	1,288	1,385	1,376	1,337	1,314	1,390	1,350	1,330

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 전망치

House View (자산별 뷰 : 주식중립 유지, 채권 국채 중심 비중 확대)



* 금융시장 주요 이슈

미국 대선과 금융시장

박빙 미국 대선

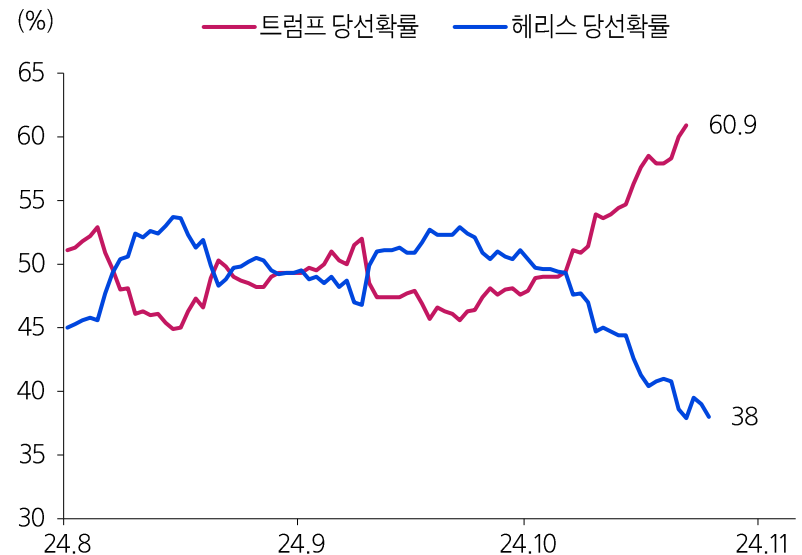
* 경합지 트럼프 우위로 전환

- 11.5일 직접 투표로 선거인단 538명 선출 (상원 의석수 주별 2명 100명 + 하원 의석수 435석 + 워싱턴DC 3명)
- 인구비례로 주별 선거인단 배정. 주별로 한표라도 더 얻으면 해당주 선거인단 독식 * 48개주, 메인/네브레스카는 예외
- 이러한 선거제도 특성으로 전국 투표율은 앞섰지만 선거인단 확보에서 밀려 낙선하기도 함 (16년 힐러리 클린턴)
- 전국 득표율보다 중요한 것은 스윙스테이트 7개주 선거인단 93석의 향방 * 네바다, 애리조나, 미시간, 펜실베니아, 위스콘신, 조지아, 노스캐롤라이나
- 최근 경합주 여론조사는 트럼프 우위로 반전. 특히 선거인단 19석이 걸린 펜실베니아를 누가 가져가는지가 중요

93석 스윙스테이트 Poll : 트럼프 우위로 전환				
2024.10.29일 (평균)	선거인단수	Trump (R)	Harris (D)	Spread
전국 여론조사	538	48.4	48.0	Trump +0.4
Swing State	93	48.6	47.6	Trump +1.0
Arizona	11	49.6	47.4	Trump+2.2
Nevada	6	48.3	47.8	Trump+0.5
Wisconsin	10	48.4	47.8	Trump+0.6
Michigan	15	47.7	48.2	Harris+0.5
Pennsylvania	19	48.1	47.5	Trump+0.6
North Carolina	16	48.5	47.5	Trump+1.0
Georgia	16	49.3	46.9	Trump+2.4

자료: RealClear Politics, 삼성자산운용

트럼프 당선 확률 상승, 격차 점차 확대



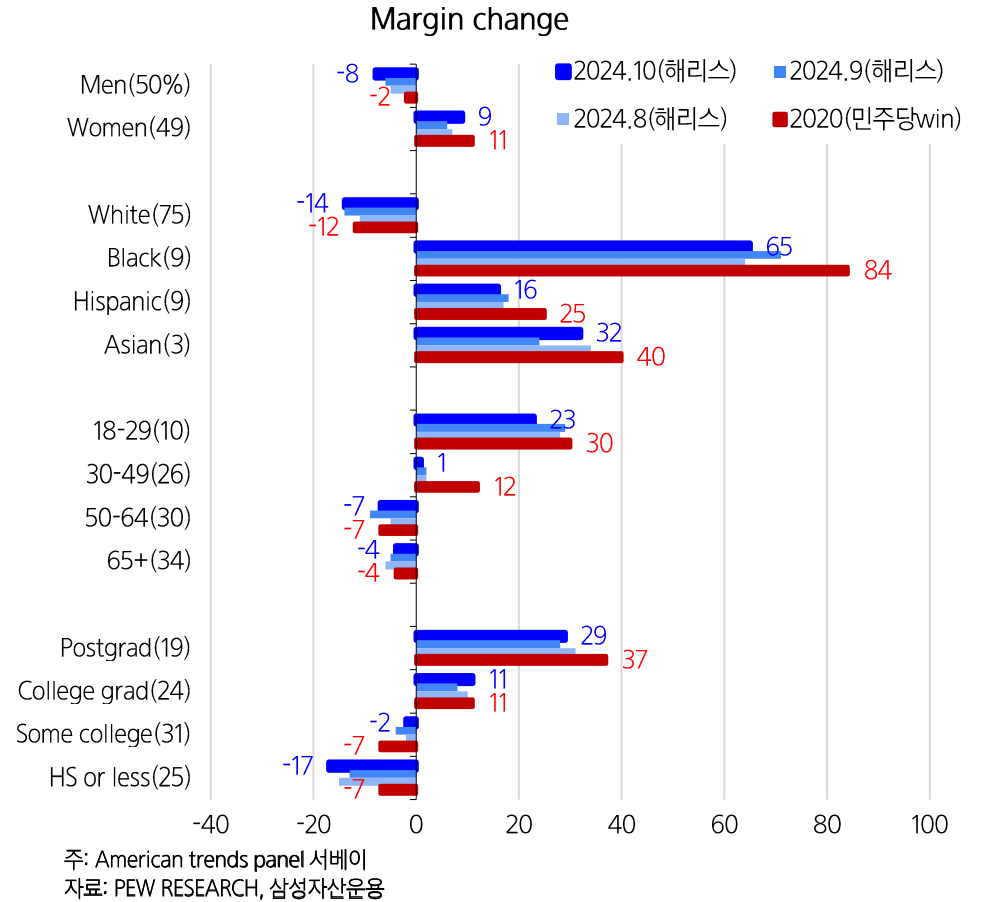
미국 대선 : 해리스 확장력 제한

* 민주당 지지층 결집 중, 20년 승리에는 못 미쳐

20년 바이든 승리와 현재 해리스 마진 비교

* 바이든 대비 마진 상승, 20년 승리에는 아직 못 미쳐

- ① 여성 유권자 마진 확대
- ② 비백인 연합 지지세 큰 폭 확대 (20년에는 못미쳐)
- ③ 젊은층(18~29세) 마진 확대 (유권자 비중 10%)
- ④ 30~49세 마진 역전했으나 추가 확장 제한
- ⑤ 고학력층 마진확대 제한, 저학력층 마진손실 확대



미국 대선 시나리오

* 공화당 스윙 확률 가장 높아

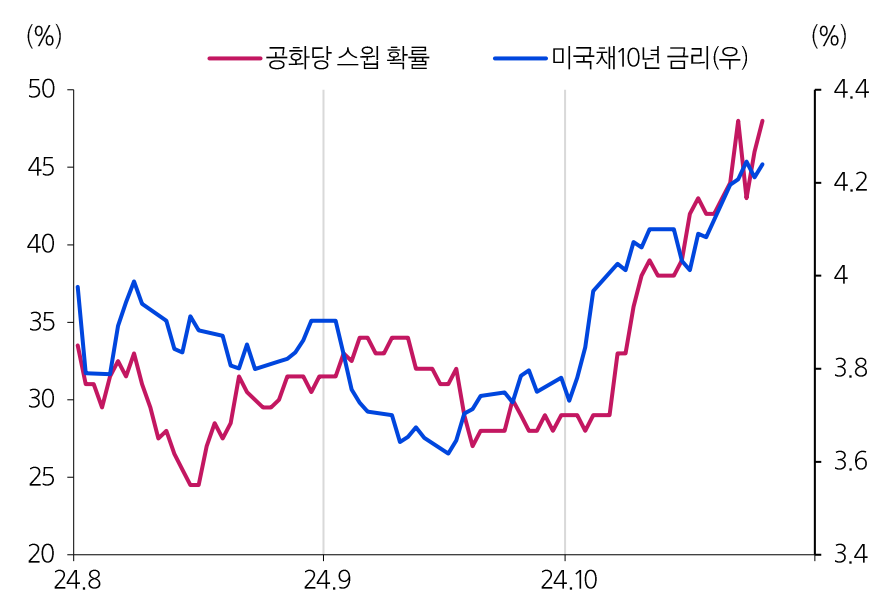
- 대선 선거 예측시장(Polymarket, Kalshi)의 확률값을 통해 선거 시나리오 설정
- 10월 이후 공화당 스윙(대통령 트럼프, 상/하원 공화당 다수당) 시나리오 확률이 47%까지 높아졌고, 다음으로 해리스 대통령, 상원 공화당, 하원 민주당의 분점정부 확률이 21% 기록 중 . 민주당의 스윙 사나리오는 13% 확률
- 한 정당이 대통령, 상원, 하원의 모두 장악하는 스윙 정부의 경우 정책의 추진력 매우 강해
- 공화당 스윙 가능성이 높아지면서 미국채 금리는 추가적인 상승 압력을 받고 있음 (상/하원에서 공화당이 다수당이 되면 트럼프가 예고한 감세 영구화 및 추가 감세가 신속히 추진될 가능성이 높아지기 때문)

대선시나리오 : 공화당 스윙 확률 가장 높아

	대통령	상원	하원	확률 % (Polymarket)	확률 % (Kalshi)
시나리오 1	Trump	공화당	공화당	47.0	46.0
시나리오 2	Harris	공화당	민주당	21.0	25.0
시나리오 3	Trump	공화당	민주당	15.0	18.0
시나리오 4	Harris	민주당	민주당	13.0	11.0
시나리오 5	Harris	공화당	공화당	5.0	5.0

자료: Bloomberg 10.27일 기준, 삼성자산운용

공화당 스윙 확률 높아지면서 국채금리 추가 상승



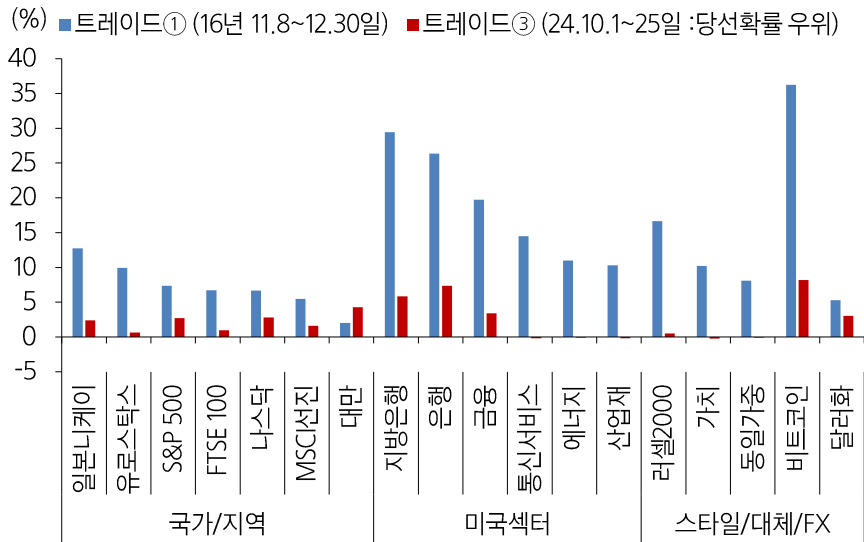
트럼프 트레이드 활성화

트럼프 당선확률 상승, 공화당 스윙 가능성에 반응

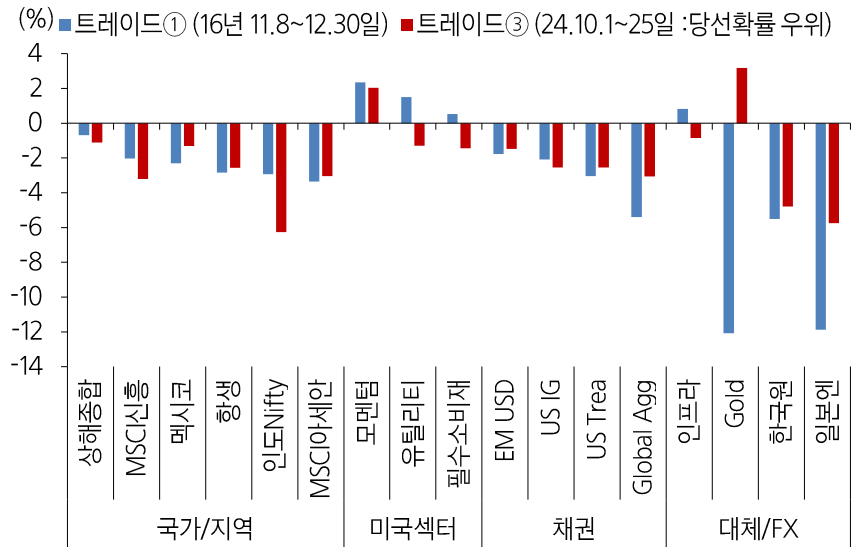
현재 나타나는 트럼프 트레이드는 16년 트럼프 당선 이후 트레이드와 유사

- 16년 트럼프의 당선은 여론을 뒤집는 서프라이즈 한 결과, 트럼프 트레이드는 당선 후 활성화 (금리상승, 달러강세)
- 10월초 트럼프의 당선 확률이 높아지면서 나타나는 현재 트레이드는 금리, 달러 방향성에서 16년 트레이드와 유사
- 트럼프 당선을 염두해 둔 가격 프라이싱 진행 중
- 트럼프 트레이드 수혜 자산 : 선진국, 은행, 산업재, 중소형주, 가치, 비트코인, 달러화
- 트럼프 트레이드 피해 자산 : 채권, 신흥국주식, 필수소비재, 금, 일본엔, 한국원

트럼프 트레이드 수혜 자산



트럼프 트레이드 피해 자산



자료: Bloomberg, 삼성자산운용, 10.25일 기준

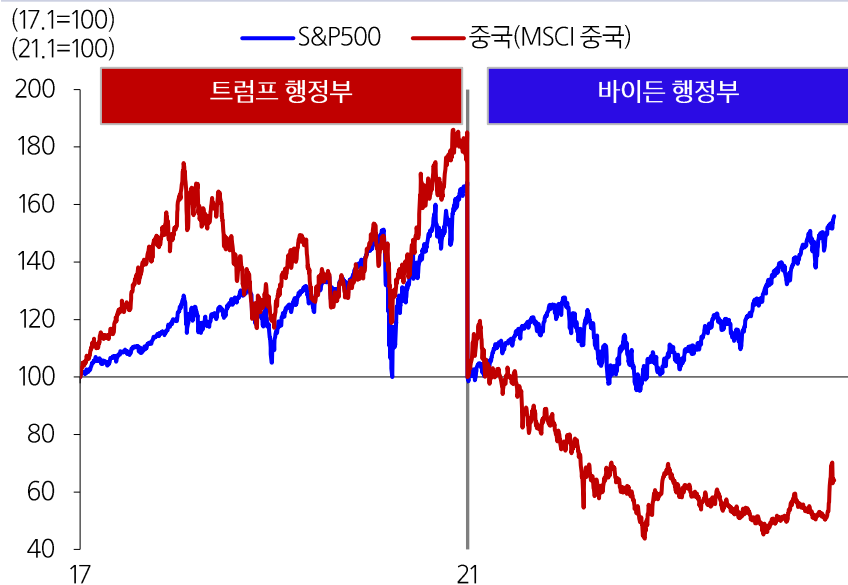
트럼프 트레이드의 지속성

* 트럼프 트레이드 일시적

매크로 환경과 정책 방향이 더 중요

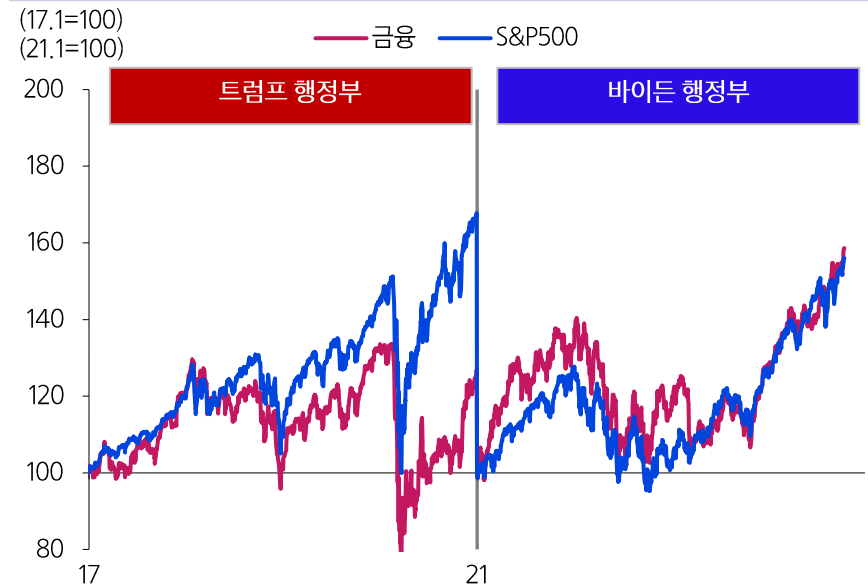
- 트럼프 트레이드는 로테이션 관점에서 유효하지만 장기 지속성은 약할 것으로 판단
- 16년에도 당선 이후 트럼프 트레이드가 나타났지만 17년에는 트럼프 트레이드 피해주의 반전이 나타남 (중국)
- 대표적인 트럼프 트레이드 및 공화당 수혜주도 장기 지속성은 약했음 (금융)
- 또한 선거 서프라이즈가 발생했던 16년과 달리 지금은 트럼프 트레이드를 통해 트럼프 당선 가능성이 선반영되고 있음

트럼프 정부 출범 후 중국의 약진 (예상과 다른 흐름)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

트럼프 대표적 수혜업종 금융주는 지수대비 언더퍼폼



대선 후 주목해야 할 포인트

* 매크로 사이클과 정책 방향

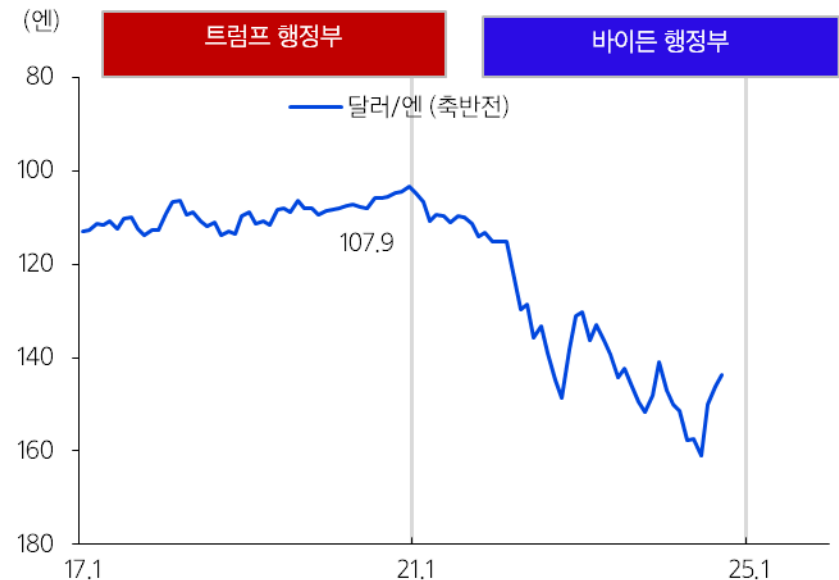
- 트럼프 트레이드(금리상승, 달러강세)와 매크로 사이클(금리인하 사이클, 관세/통상압박)이 충돌되는 상황이나 결국 매크로 사이클로 귀결될 것으로 예상. 금리상승과 달러강세는 일시적 마찰을 주는 변동성 요인
- 16년 트럼프 당선시 매크로 환경과 현재의 차이점도 분명, 16년은 금리인상 사이클, 추세 이하 성장, 저물가/저금리 환경이었음
- 지금은 인하 사이클이 시작되었고, 물가수준과 금리수준모두 높아진 상태. 이러한 매크로 환경과 정책방향을 결합한 판단이 필요
- 정책 방향 관점에서는 민주당 시기 고도화되었던 동맹국 협력이 트럼프 당선시 어떻게 바뀔지가 중요하며, 트럼프의 통상정책이 환율에 어떤 영향을 줄지, 특히 달러/엔의 방향성이 결정적 판단 기준이 될 것 (민주당 reglobalization vs 공화당 deglobalization)

트럼프 1기 금리인상 사이클, 지금은 인하 사이클



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

트럼프 1기 달러/엔 100~110엔 수준, 현재 150엔대



매크로 환경 비교

트럼프가 당선되더라도 트럼프 1기와 다른 매크로 환경을 감안해야

- 통화 정책은 인하사이클 : '16년 금리인상 사이클, '20년 제로금리 환경, 현재 인하사이클이며 금리수준은 높은 편
- 달러강세 추가 장기화 : '16년 선거 이후 달러약세 기조 전환 (통상 압박)
- 3년 연속 경기호조, 물가는 둔화 : '16년 저물가/잠재성장률 이하 성장
- 재정적자 비율은 높은 편, 여력 제한적 : 현재 재정적자 비율은 평균수준대비 높은 편 (GDP대비 6~7%)
- 기술패권 : '16년 기술패권 초기(관세, 무역보복 중시), '20년 바이든 정권 이후 기술 패권 경쟁에서 확실한 우위 확보

	'16년	트럼프(R-R-R)		트럼프(R-R-D)		바이든 (D-D-D)		바이든 (D-D-R)		'25년(E)	'26년(E)
		'17년	'18년	'19년	'20년	'21년	'22년	'23년	'24년(E)		
실질GDP(YoY%)	1.8	2.5	3.0	2.5	-2.2	6.1	2.5	2.9	2.6	1.9	2.0
CPI(YoY%)	1.3	2.1	2.5	1.8	1.2	4.7	8.0	4.1	2.9	2.2	2.3
실업률(%)	4.9	4.4	3.9	3.7	8.1	5.4	3.6	3.6	4.1	4.3	4.2
비농업 고용(천명, 월평균)	194	176	190	166	-773	604	377	251	180	123	147
중앙은행 금리(%)	0.75	1.5	2.5	1.75	0.25	0.25	4.5	5.5	4.5	3.3	3.1
10년 중기채(%)	2.4	2.4	2.7	1.9	0.9	1.5	3.9	3.9	3.9	3.7	3.7
달러화지수(P)	102.2	92.1	96.1	96.3	89.9	95.7	103.5	101.3	104.1		
경상수지 (GDP대비%)	-2.1	-1.9	-2.1	-2.1	-2.8	-3.7	-3.9	-3.3	-3.5	-3.5	-3.3
예산 (GDP대비%)	-3.1	-3.4	-4.2	-4.7	-15.2	-10.5	-5.4	-6.5	-6.6	-6.5	-6.2
정부부채 (GDP대비%)	76	76	77	79	99	97	96	97	100	102	104

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

시나리오1 : 트럼프 당선 + 공화당 스윙

10.26일	대통령	상원	하원	확률
시나리오 1	Trump	공화당	공화당	48%

- 금리 하락 기조는 유효. 현재 트럼프 당선 가능성이 금리상승에 반영중. 실제 공화당 스윙시 추가 오버슈팅 이후 점차 안정화 예상
- 주가는 대선 사이클 보다는 경기 및 빅테크 투자사이클에 더 연동될 것으로 예상되며 미국의 경기사이클은 내년 상반기까지 완만한 둔화, 빅테크 자본지출의 모멘텀 둔화를 반영하여 추세상승보다 박스권 흐름 예상
- 공화당 스윙시나리오에서 환율 약세를 통해 무역 이득을 추구하는 것에 대한 강도 높은 통상 압박 예상. 약세 폭이 과도했던 달러-엔이 주요 타겟이 될 수 있어 엔화 강제 압력 점증

시나리오 1 (R-R-R)		당사 House View	영향력	미국채 10년/환율
매크로	물가	25년 상반기 CPI 2.1% 둔화	물가 상방압력(이민, 관세)	금리 상승 오버슈팅 후 안정 (10년 금리 3.5~4.5% 범위) 주가 상승 제한
	금리인하	25년 3.5%까지 인하	하반기 큰 폭 인하(인하 지연)	
	성장률	25년 미국 성장률 1.8%	경기 하강 압력 (관세부과)	
환율	달러화	달러강세 진정	통상 압박 - 달러약세 추구	원/달러 1,280~1,400 범위 달러/엔 125엔 전후
	달러/엔	130엔 전후	엔 약세 제어, 강제 압박	
정책	정책 Impulse	새로운 정책 제한적		금리상승 압력 금리상승 압력 금리하락/달러약세
	정책 반전	IRA 폐기, 이민제한 강화	헬스케어 수혜, 물가상승 압력	
	재정정책	감세 연장 및 확대	하원 장악으로 조기 실행	
	대외 정책	동맹국 협력 약화	미국 패권 약화	

자료: 삼성자산운용

시나리오2 : 해리스 당선 + 분점 정부

10.26일	대통령	상원	하원	확률
시나리오 2	Harris	공화당	민주당	22%

- 해리스 당선시 트럼프트레이드의 되돌림 발생 (금리 반락, 달러 약세 반전)
- 환율은 시나리오에 따라 차별화가 나타날 것으로 예상. 시나리오1 공화당 스윕의 경우 환율 약세를 무역 이득에 대해 강도 높은 통상 압박 예상. 약세 폭이 과도했던 달러-엔이 주요 타겟이 될 수 있어 엔화 강세 압력 점증

시나리오 2 (D-R-D)		당사 House View	영향력	미국채 10년/환율
매크로	물가	25년 상반기 CPI 2.1% 둔화	물가 예상범위 내 둔화	금리 하락 전환 (10년 금리 3.6~4.2% 범위) 25년 주가 상저하고
	금리인하	25년 3.5%까지 인하	상반기 빠른 통화정책 정상화	
	성장률	25년 미국 성장률 1.8%	25년 성장률 경로 상저하고	
환율	달러화	달러강세 진정	완만한 달러약세	원/달러 1,300~1,400 범위 달러/엔 130엔 전후
	달러/엔	130엔 전후	미-일 금리차 반영, 엔 강세	
정책	정책 Impulse	새로운 정책 자극 제한적	반독점 규제 강화 예상 재정안정화 조치 미국 기술패권 유지 강화	주가 상승 제한 금리하락 달러 강세 요인
	정책 반전	반독점 등 빅테크 규제		
	재정정책	25년 감세 종료		
	대외 정책	동맹 협력(reglobalization)		

자료: 삼성자산운용

* 금융시장 주요 이슈

금리 인하 사이클 차별화

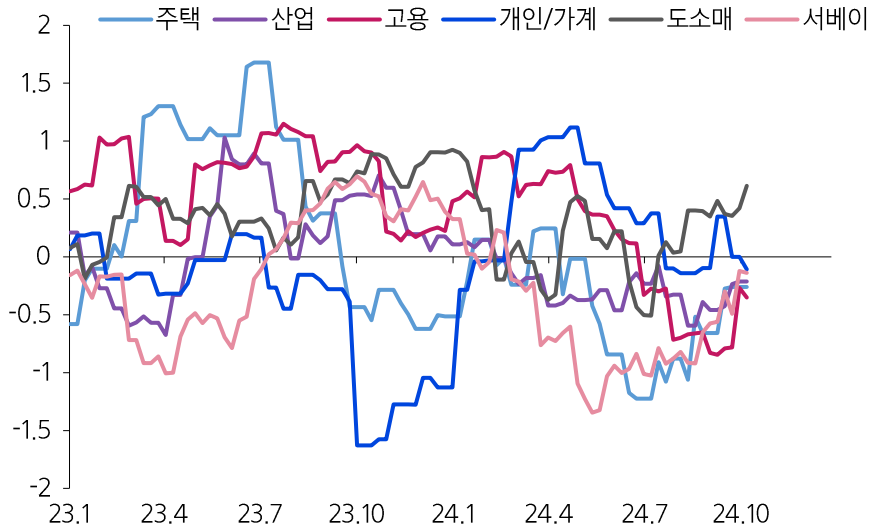
서프라이즈 지수로 본 미국 경제

* 생산, 소매판매, 주택, 서베이 개선

3분기 성장률 2% 후반 예상

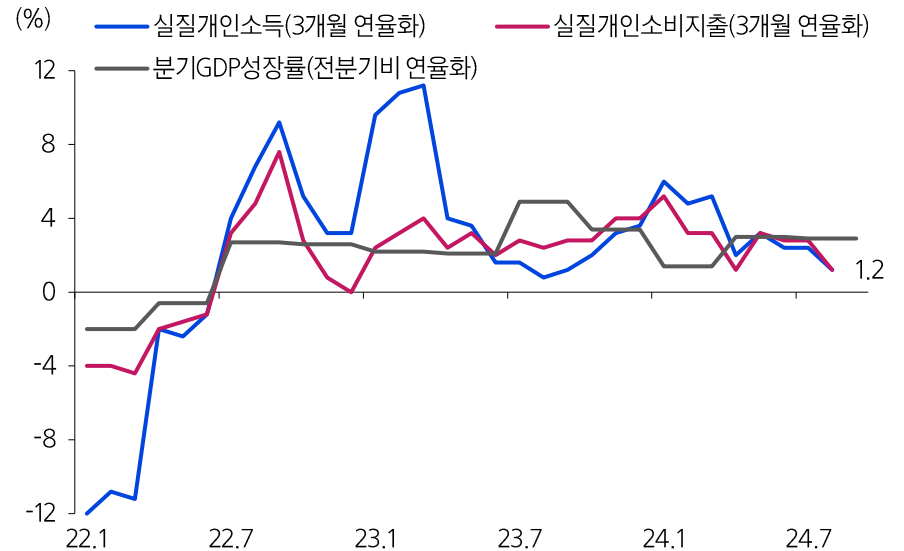
- 9월 이후 경제지표 서프라이즈 지수 반등
- 소매판매 및 산업생산 호조와 주택 및 서베이 지표의 예상 상회기에 기인
- 둔화되고 있는 부문은 개인부문(소득, 지출, 신용)과 고용
- 개인과 고용은 미국경제 호조를 이끌었던 중심 축 역할을 해왔다는 점에서 추가 둔화 여부 확인 필요
- 개인소득과 지출의 3개월 연율화 증가율(단기 속도)이 둔화되고 있음

부문별 경제지표 서프라이즈 지수



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

실질 개인소득 및 소비지출 둔화세



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

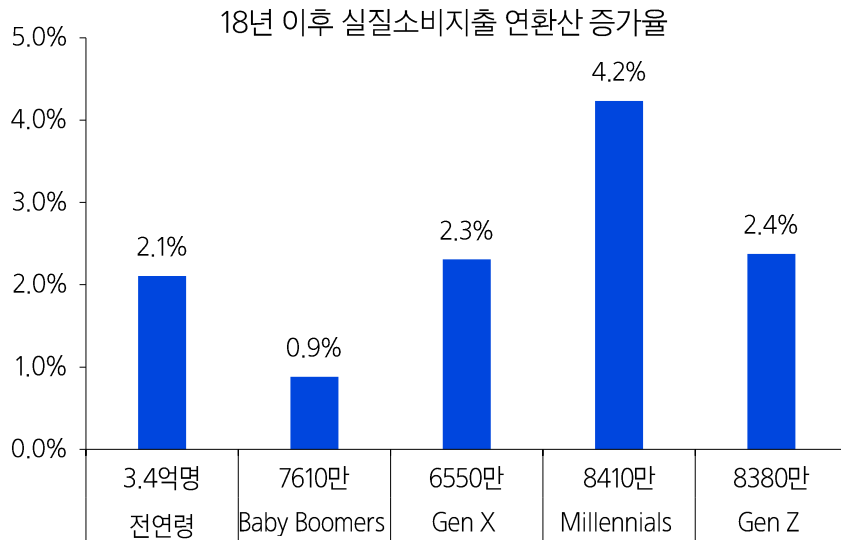
미국 소비 증가의 주축은 밀레니얼

* 밀레니얼 세대 (1981~1996년 생)

밀레니얼 세대, 18년 이후 미국 소비지출 증가를 견인

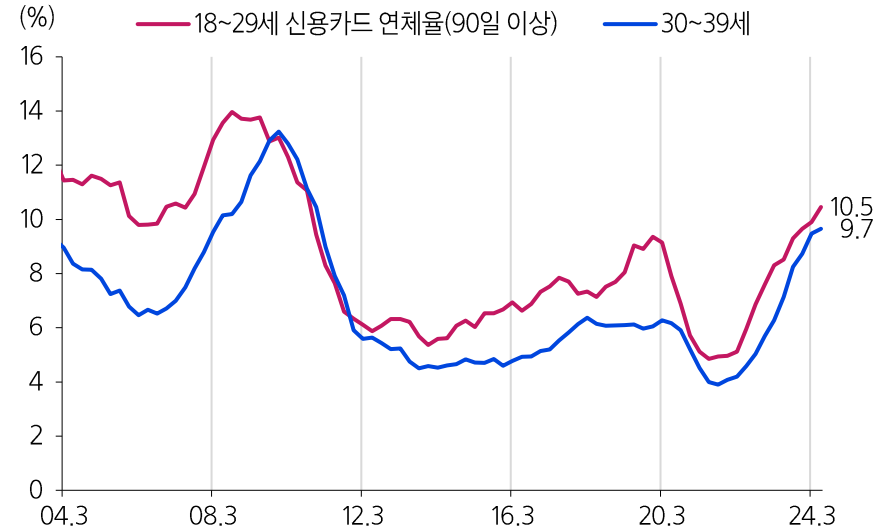
- 18년 이후 미국 전체의 연환산 실질 소비지출 증가율 2.1%
- 세대별로는 베이붐세대 소비는 연환산 0.9%로 크게 부진
- 소비지출 증가를 견인한 주체는 밀레니얼 세대(81~96년생, 총 8410만명)로 연환산 소비지출 증가율 4.2%
- 밀레니얼 다음으로 인구수가 많은 Z세대의 연환산 소비지출 증가율은 2.4%
- 밀레니얼, Z세대의 신용카드 연체율은 코로나 수준을 상회해. 향후 소비여력 확대의 제한 요인으로 작용

밀레니얼 세대의 소비지출 증가율 가장 높아



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

밀레니얼, z세대 신용카드 연체율은 팬데믹 수준을 넘어서



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

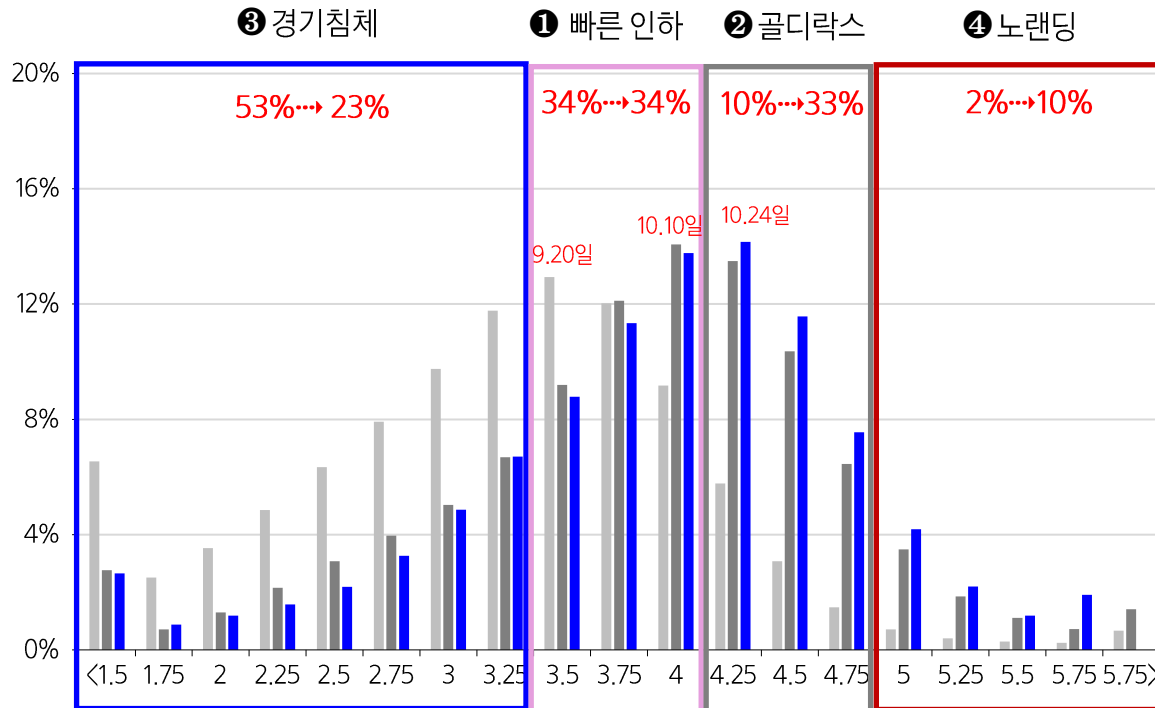
'24년 금리인하에 대한 시장 기대

* 빅컷 이후 경제지표 호조로 골디락스 확률 상승

빅컷 이후 기준금리 전망 급변

• 빅컷 시작으로 직후 경기침체 확률 53%까지 상승. 이후 경제지표 호조(주택/생산/소매)로 골디락스 확률 큰 폭 상승

FED FUND Market Probability Tracker
(25.6월까지의 총 6회 FOMC회의 기준금리 0.25%p씩 인하 횟수 분포)



① 빠른 정상화 인하 (확률 34%)

* 미국 내년 상반기까지 경기둔화
→ 주식 정체, 채권 상승

② 골디락스 (확률 33%)

* 물가둔화 속 잠재성장률(1.8%) 이상 성장
→ 동반 상승, 주식 > 채권

③ 경기침체 (확률 23%)

* 경기 하강 및 역성장
→ 주식 하락, 채권 상승

④ 노랜딩 (확률 10%)

→ 주식 상승, 채권 하락

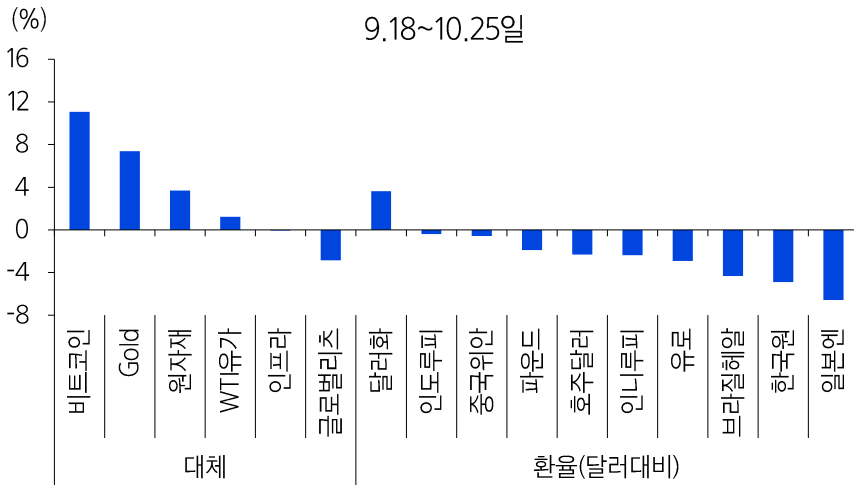
주: 2025년 6월까지 총 6회의 FOMC에서의 25bp 인하 횟수, 시카고 상품거래소의 옵션 가격에 내포된 확률 분포를 추정
자료: Atlanta FED, 삼성자산운용

미국 금리인하 이후 1개월 자산별 성과

중국강세, 금리상승, 달러강세, 에너지/은행/IT

- 미국 빅컷 이후 중국은 대규모 통화, 재정 부양책 발표
- 빅컷 이후 경제지표가 호전되면서 빠른 금리인하 기대 후퇴 하며 채권금리는 상승세 기록
- 주식 : 중국, 일본, 미국 강세. 인도/아세안/한국 부진
- 섹터/스타일 : 은행/IT/산업재 강세. 모멘텀/성장스타일 강세
- 환율/대체 : 달러강세/비트코인/금 강세, 리츠 부진

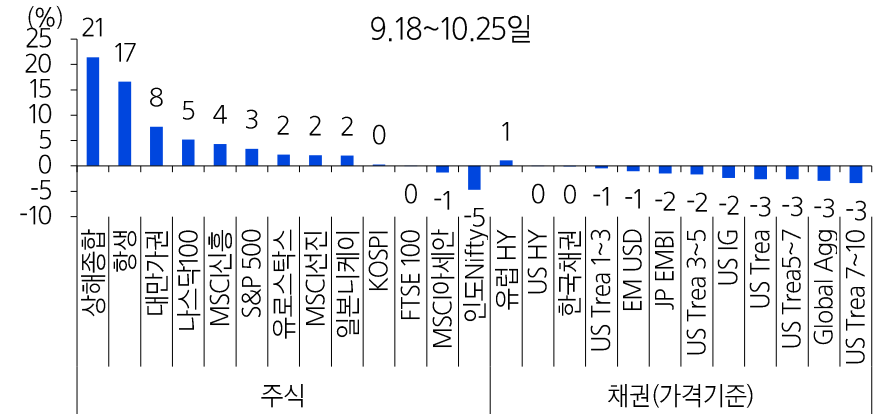
달러강세, 비트코인/금 강세(트럼프 트레이트), 엔화 약세



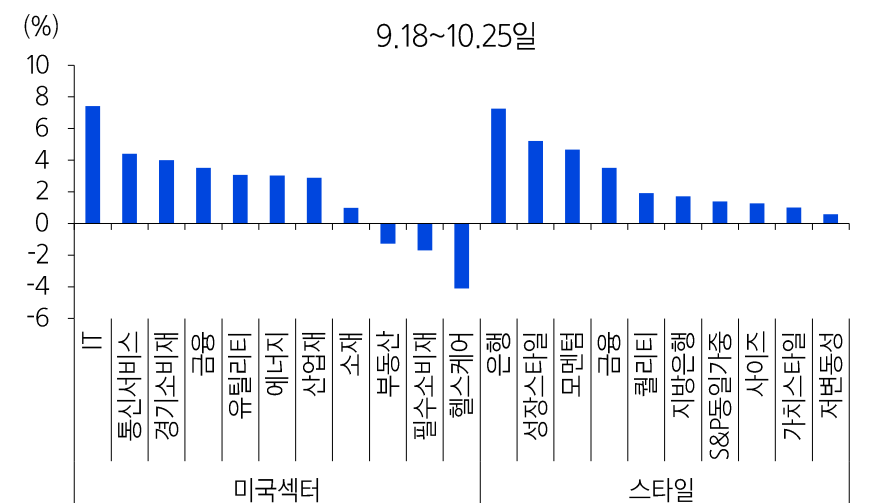
자료: Bloomberg, 삼성자산운용

* 미국 빅컷 이후 자산별 성과

중국/대만 상승, 채권은 금리반등으로 수익률 하락



IT, 경기소비재, 금융 강세. 모멘텀/성장스타일 강세

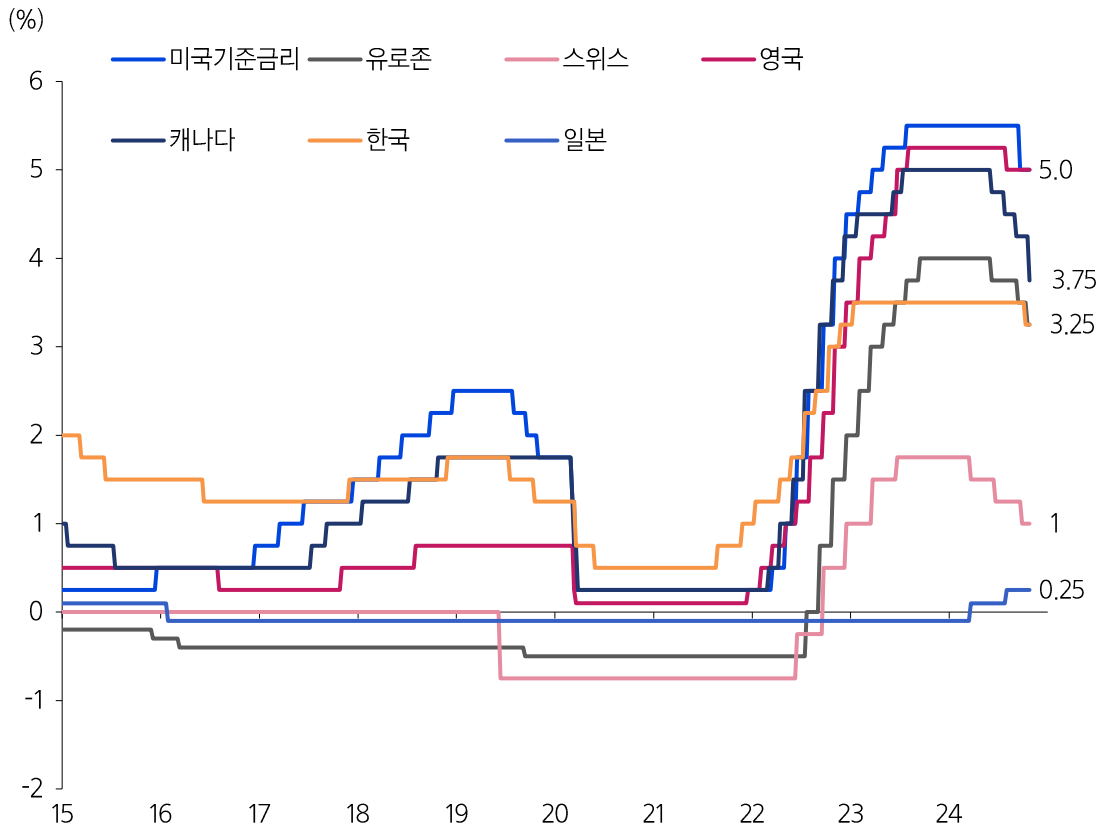


자료: Bloomberg, 삼성자산운용

미국의 국가, 인하 속도는 빨라

* 캐나다 빅컷, ECB 빅컷 고려

기준금리 : 유럽, 캐나다, 미국, 한국 금리인하 사이클 시작



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

- 캐나다 빅컷 단행 (총 125bp, 4회 연속 인하)
- ECB 3회 인하, 차기회의 빅컷 고려 (독일 경기 상대적 부진)
- 미국 1회 (50bp), 영국 1회(25bp)
- 한국 10월 인하사이클 시작
3분기 성장률 예상을 크게 하회 (전기비 +0.1%), 연내 추가 인하 가능성 있음

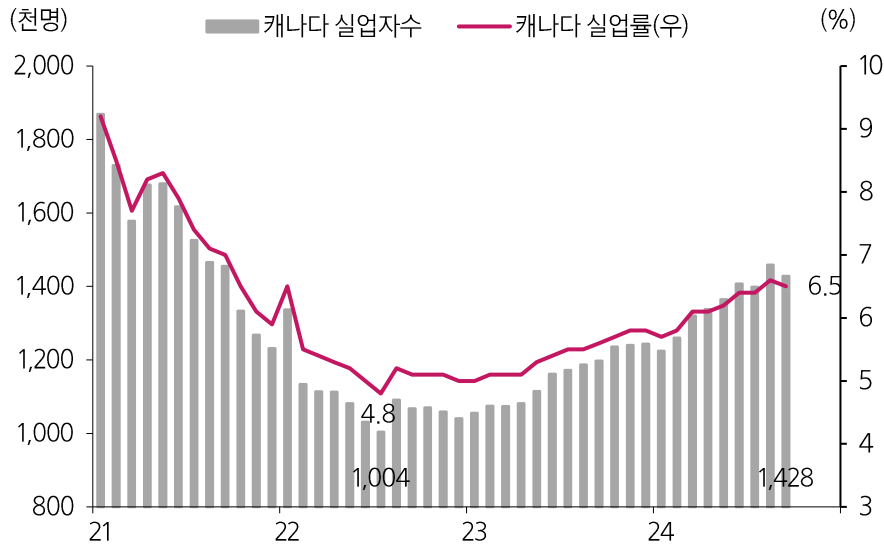
캐나다 경제

* 생산, 소매판매, 주택, 서베이 개선

경제의 중심축 개인부문(소득/지출)과 고용은 둔화

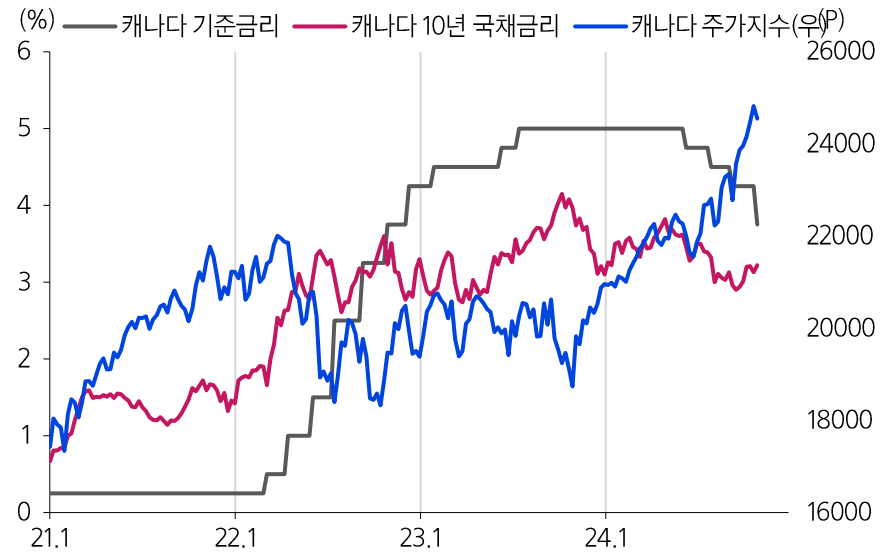
- 캐나다 중앙은행 빅컷 단행 (4회 연속 125bp인하, 기준금리 3.75%) : 물가 둔화 확인 속 경기부양 및 금리정상화 의지 표명
- 캐나다의 중립금리 수준은 2.25~3.25%로 추정, 중립금리 범위내로 금리수준을 가장 빠르게 되돌릴 것으로 예상
- 최근 캐나다 경제는 고용과 소매판매 중심의 둔화세가 뚜렷
- 캐나다 고용지표 악화 : 실업자 40만명 증가, 실업률은 4.8%에서 6.5%까지 상승
- 그러나 급격한 인하에도 불구하고 캐나다 금융시장은 크게 흔들리지 않고 있음. 주가상승 속 시중 금리는 하락

캐나다 고용지표 악화 중



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

캐나다 금융시장은 안정적



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

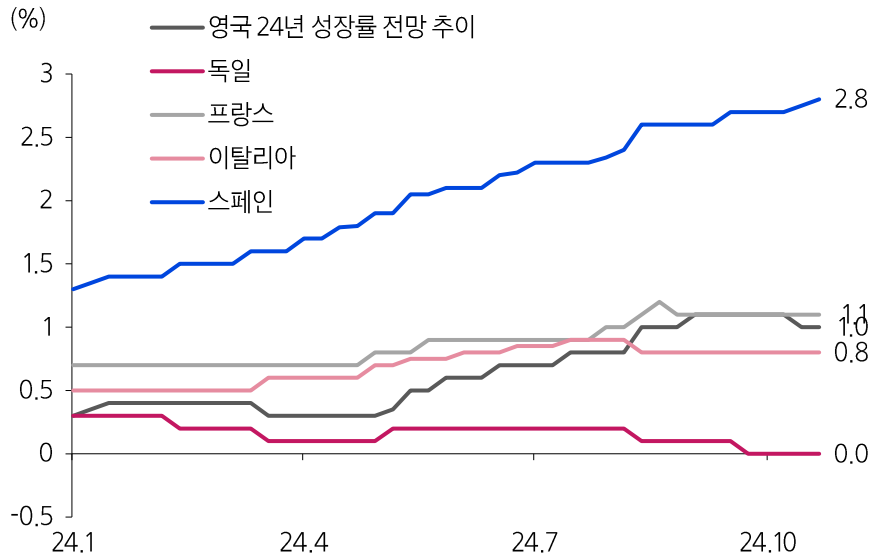
유로존 경제

* 국가별 차별화, 중심국 독일의 부진 (3회 인하, 추가 빅컷 고려)

중심국 독일의 부진

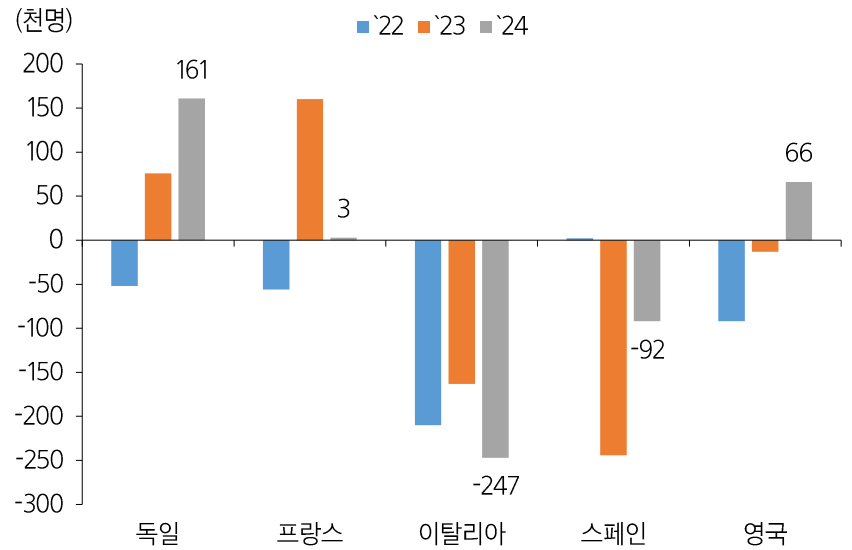
- 유로존 물가는 2%이하로 하락 (9월 CPI 전년동월비 1.8%, 전월비 -0.1%)
- 6월 이후 3차례 25bp 금리인하 (deposit facility rate 기준 4.0% → 3.25%), 25년말 예금금리 전망은 2.0%)
- 인하에도 불구하고 제조업, 기업환경지수 등 반등폭 미미, 특히 독일의 부진 심화('23년 성장률 -0.3%, '24년 0.0% 예상)
- 국가별 차별화는 제조업/서비스업 비중 차이, 재정정책의 차이 (프랑스 재정적자 5%, 독일 -2.8%, 유로존 재정규율은 -3%)

국가별 '24년 성장률 차이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

고용지표에서도 차별화 나타나고 있어(연간 실업자 변동)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

* 금융시장 주요 이슈
국가별 매크로 점검

글로벌 매크로 현황

* 글로벌 경기 판단

주요 지표	22년	23년	24년 추이					comment	IMF		잠재성장률	
			6월	7월	8월	9월	10월		24년	25년		
성장률	미국 경제성장률	2.1%	2.5%	2.3%	2.3%	2.5%	2.6%	2.6%	2분기 2.8%, 3분기 성장 호조로 연 성장률 상향 조정	2.8%	2.2%	1.8%
	유로존	3.3%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	서베이 지표 중심 반등, 금리인하 기대로 성장률 상향 조정	0.8%	1.2%	1.1%
	일본	1.1%	2.0%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	1분기 전분기비 역성장(-0.6%) 후 2분기 성장률 큰 폭 반등	0.3%	1.1%	0.9%
	중국	3.0%	5.2%	4.9%	4.9%	4.8%	4.8%	4.8%	생산 증가로 성장률 전망 소폭 상향, 부동산 부진은 지속	4.8%	4.5%	4.2%
	한국	2.6%	1.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%	3Q 성장률 예상하회 (수출 성장기여 역성장)	2.5%	2.2%	2.0%
물가	미국 CPI (기말)	6.5%	3.4%	3.0%	2.9%	2.5%	2.4%		유가 하락으로 예상경로 대비 낮은 수준으로 진행	3.0%	1.9%	
	미국 Core PCE	4.9%	2.9%	2.6%	2.6%	2.7%			서비스물가 부담으로 2%대 진입 후 둔화 속도는 완만			
	유로존 CPI	9.2%	2.9%	2.5%	2.6%	2.2%	1.8%		8~9월 물가에 연료가격 하락 반영되며 물가 1%대 진입	2.4%	2.0%	
	일본 CPI	4.0%	2.6%	2.8%	2.8%	2.8%	3.0%		임금, 물가 선순환 신호 (3분기 실질임금 플러스 전환)	2.4%	2.1%	
	중국 CPI	1.8%	-0.3%	0.2%	0.5%	0.6%	0.4%		물가 반등 폭 미미, 수요부진에 따른 디플레이 우려는 지속	0.4%	0.7%	
	한국 CPI	5.0%	3.2%	2.4%	2.6%	2.0%	1.6%		1%대 진입, 하반기 한은 목표치 2.3% 하회 가능성 높아	2.2%	2.0%	
통화정책	미국 기준금리	4.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.0%	5.0%	9월 인하 사이클 시작. 예상과 달리 50bp 인하로 시작			
	유로존 기준금리 (Deposit)	2.0%	4.0%	3.75%	3.75%	3.75%	3.50%	3.25%	6월, 9월, 10월 금리인하 3회 실시(빅컷 가능성 부각)			
	일본 기준금리	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	7월 금리인상 (0.25%), 엔 강세 전환으로 금리인상 속도 조절			
	중국 대출금리(LPR 5y)	4.3%	4.2%	3.95%	3.85%	3.85%	3.85%	3.6%	9월 기준율/중앙은행 대출금리 인하, 10월 대출금리 인하 예상			
	한국 기준금리	3.25%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.25%	10월 첫번째 금리인하 단행 (0.25%p)			
	QT (연준자산, \$조)	\$8.55	\$7.80	\$7.23	\$7.20	\$7.14	\$7.04	\$7.00		6월부터 QT 규모 축소(국채 월 600억\$→250억\$)		

자료: Bloomberg 컨센서스, IMF(WEO 2024.10월), 삼성자산운용 리서치센터

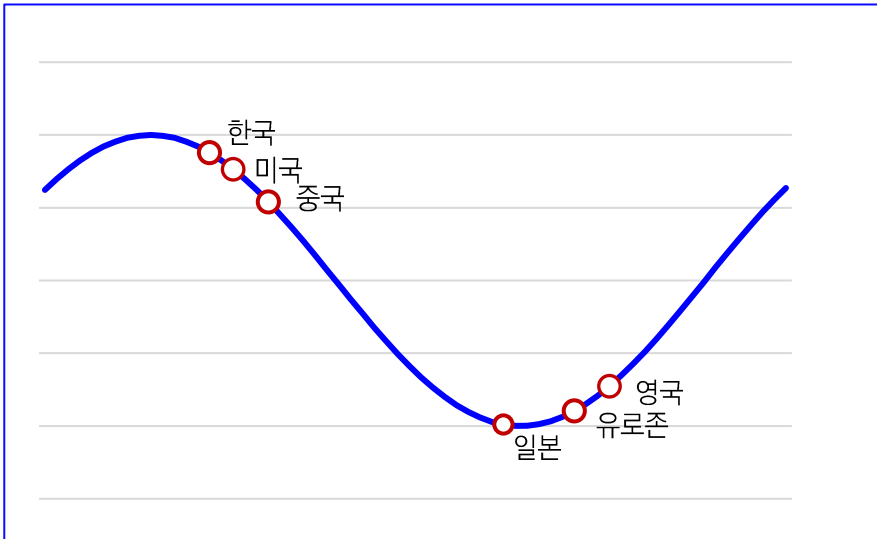
글로벌 경기 사이클

* 국가별 분기성장률로 본 경기사이클

미국은 확장세 둔화, 유럽은 턴어라운드 초입

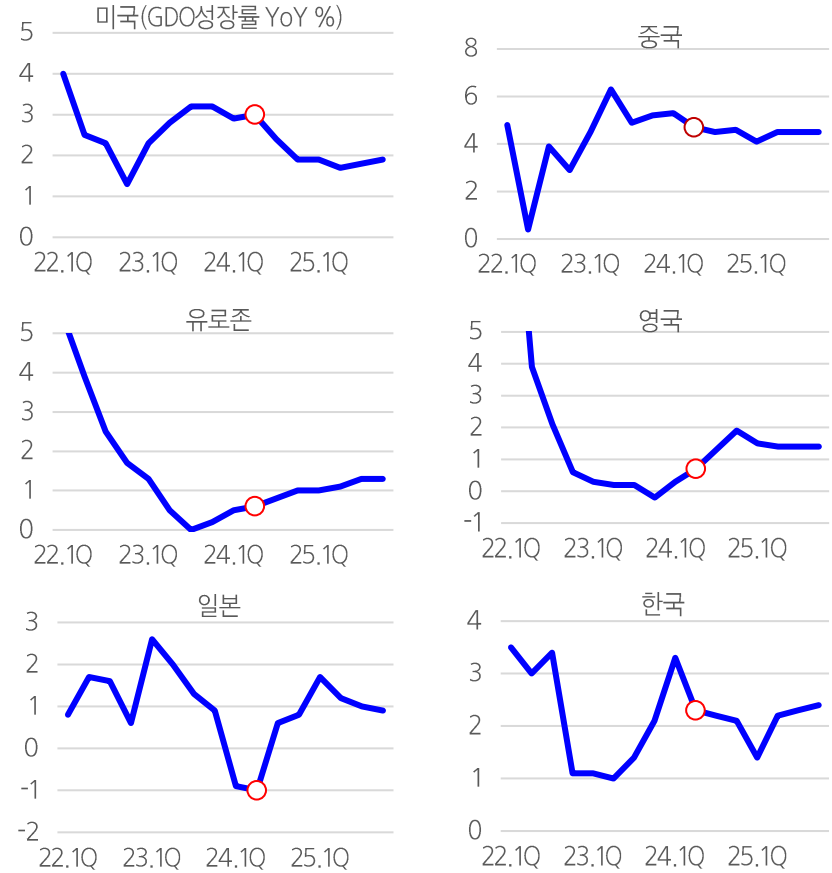
- 국가별 분기성장률 추이를 통해 경기 사이클 상 국가별 위치를 보면 미국, 중국은 확장국면 이후 둔화 흐름
- 한국, 상반기 정점. 내수부진 부담
- 유로존, 영국은 회복 초기에 위치해 있는 것으로 판단

국가별 경기 사이클 (GDP 분기성장률 YoY)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

국가별 GDP 성장률(전년동기비) 추이



자료: Bloomberg 컨센서스(24.5.23일), 삼성자산운용

글로벌 물가 현황

* 물가 둔화 흐름 속 국가별 차별화

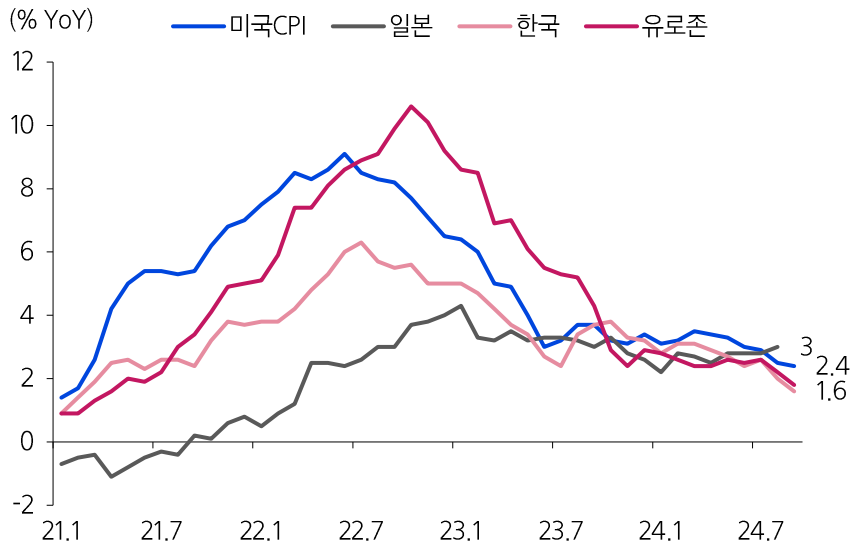
국가별 물가 수준 및 변동 차이는 CPI의 바스켓 영향

- 미국, 한국, 유럽, 일본 순으로 물가 정점 형성(22년 하반기)
- 23년 하반기 3%대 진입 이후 국가별 차이 발생
- 미국은 주거비가 높은 수준 지속되며 CPI 상승률 3%대
- 유로존, 한국, 일본 CPI는 2%대 진입

국가별 CPI 바스켓 차이 : 주거 비중이 높은 미국

(항목별 비중%)	미국	유로존	영국	일본	한국
음식	13.6	15.7	11.3	26.3	14.2
식당/호텔		11.2	14.5		14.5
담배주류	0.8	3.7	3.9		1.6
의류신발	2.6	5.0	5.9	3.5	5.0
가구/가정용품	4.4	6.4	6.2	3.9	4.6
운송	13.6	15.3	13.5	10.5	11.1
문화여가	5.4	9.1	14.3	9.1	6.3
통신	3.5	2.7	2.3	4.4	4.7
교육	2.2	1.0	3.0	3.0	7.4
건강	7.9	5.0	2.6	4.8	8.4
주거	34.6	14.7	13.1	21.5	17.2
(임대료)	34.2	5.6	7.8	18.3	9.9
(전력/가스/수도)		5.6	4.1		5.1
에너지	6.6			6.9	
기타	3.8	10.0	9.3	6.1	5.3

물가 둔화세 지속, 국가별 차별화



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

자료: Bloomberg, 한국통계청, 삼성자산운용

미국 경제 현황

* 소비는 견조, 고용지표 둔화

• 물가 둔화 흐름 뚜렷. 개인소비지출, 소득 등 민간소비 지표 5월 이후 반등

	주요 지표		23.3Q			23.4Q			24.1Q			24.2Q			24.3Q		
			7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9
성장률	GDP성장률	실질, 전분기연율	4.9			3.2			1.6			3.0			2.1		
	GDPNow Nowcasting	실질, 전분기연율	3.5	5.6	4.9	2.3	1.2	2.4	3.0	2.9	2.3	3.8	2.7	2.2	2.8	1.9	2.9
	뉴욕연은 Nowcasting	실질, 전분기연율	1.9	2.1	2.1	2.8	2.2	2.4	2.8	2.1	1.9	2.7	1.8	1.9	2.2	1.9	2.5
	소비지출		3.1			3.0			1.5			2.9			2.8		
	정부지출		5.8			4.2			1.8			2.7			1.6		
	민간투자		10.0			0.9			4.4			7.5			2.0		
	GDI성장률	실질, 전분기연율	1.9			3.6			1.3			1.3					
물가	CPI	전년동월비	3.2	3.7	3.7	3.2	3.1	3.4	3.1	3.2	3.5	3.4	3.3	3.0	2.9	2.5	2.4
	CPI Nowcasting		3.4	3.8	3.7	3.3	3.0	3.3	3.0	3.1	3.4	3.5	3.4	3.2	3.0	2.6	2.3
	CPI	전월비	0.2	0.6	0.4	0.0	0.1	0.3	0.2	0.4	0.3	0.4	0.1	-0.1	0.2	0.2	0.2
	Core PCE	전년동월비	4.3	3.8	3.7	3.4	3.2	3.0	3.1	2.9	3.0	2.9	2.7	2.6	2.6	2.7	
	Core PCE Nowcasting		4.4	4.0	3.7	3.5	3.4	3.0	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	2.6	2.7	2.6	
	Core PCE	전월비	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	0.2	0.5	0.3	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1	
경기판단지표 (NBER)	개인소비지출	실질, MoM	0.5	-0.1	0.4	0.2	0.4	0.5	0.2	0.4	0.0	0.5	0.1	0.4	0.1		
	개인소득(이전소득제외)	실질, MoM	0.3	0.2	0.1	0.3	0.5	0.2	0.6	0.0	0.2	0.1	0.5	0.1	0.1	0.1	
	제조업/도소매판매	실질, MoM	0.9	-0.1	0.5	0.0	0.7	0.8	-1.0	0.4	-0.1	-0.2	0.6	0.5	0.8		
	산업생산	MoM	0.9	-0.1	0.2	-0.7	0.4	-0.3	-1.1	1.2	-0.2	-0.1	0.7	0.1	-0.9	0.8	
	비농업취업자수	3개월평균, 천명	242	211	213	207	198	212	243	261	267	218	211	147	159	140	186
	가계조사 고용	3개월평균, 천명	82	264	182	24	122	-122	-43	-299	94	113	38	-89	-75	117	222
서베이	ISM제조업		46.4	47.6	49.0	46.7	46.7	47.4	49.1	47.8	50.3	49.2	48.7	48.5	46.8	47.2	47.2
	ISM서비스		52.7	54.5	53.6	51.8	52.7	50.6	53.4	52.6	51.4	49.4	53.8	48.8	51.4	51.5	54.9
	미시간 소비자신뢰		71.5	69.4	67.9	63.8	61.3	69.7	79.0	76.9	79.4	77.2	69.1	68.2	66.4	67.9	70.1

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

[참고] 고용지표의 반등

* 실업률 전월비 큰 폭 하락, 고용 우려 완화

9월 신규고용 큰 폭 증가, 실업자 큰 폭 감소 ... 실업률 4.05%로 하락

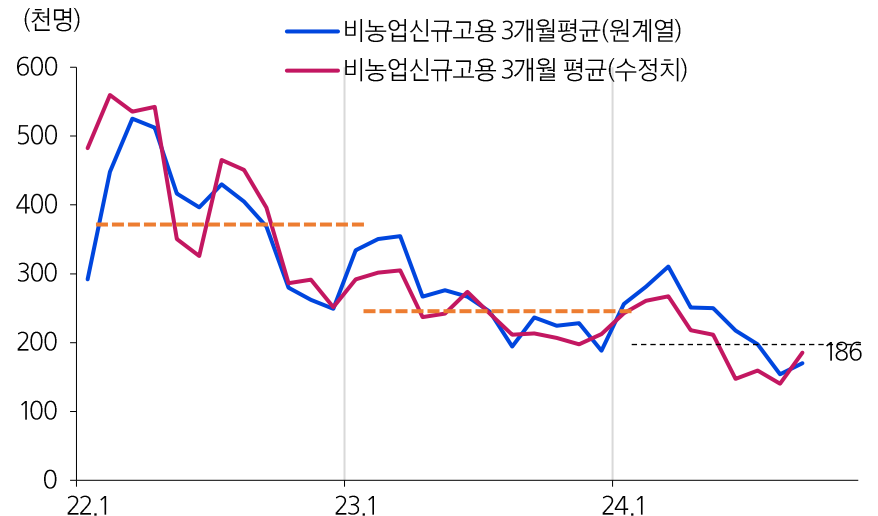
- 9월 신규 일자리 25.4만으로 예상 14.7만건 큰 폭 상회, 7~8월 신규고용도 4.7만 상향 조정
 - * 연간 신규일자리 월 평균 추이(사업장조사) : '22년 37만건 → '23년 25만건 → '24년 1~9월 20만건
 - * 연간 신규일자리 월평균 추이(가계조사) : '22년 26.4만건 → '23년 15.6만건 → '24년 1~9월 7.5만건
- 실업률 산정의 기준이 되는 가계조사 신규고용은 43만건으로 급증 (8월 16.8만건), 실업률은 4.05%로 전월대비 0.17%p 큰 폭 하락
 - * 실업률 = 실업자 / 경제활동인구(가계조사 기반) 경제활동인구 +15만 증가(신규고용 43만 증가+실업 28만 감소)
- 연준 4분기 실업률 전망은 4.4%. 10월 실업률 추가 하락시 인하 경로 관련 상향 조정이 나타날 수 있음

실업률 큰 폭 하락 : 신규고용 큰 폭 증가에 기인

	24.6월	7월	8월	9월
경제활동인구 (천명)	168,009	168,429	168,549	168,699
실업자 (천명)	6,811	7,163	7,115	6,834
실업률 (%)	4.05	4.25	4.22	4.05
실업률 변동 (%p)	0.09	0.20	-0.03	-0.17
경제활동 변동 (천명)	277	420	120	150
고용자 변동 (천명)	116	67	168	430
실업자 변동 (천명)	162	352	-48	-281

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

신규 고용 예상 상회, 3개월 평균 18.6만건



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

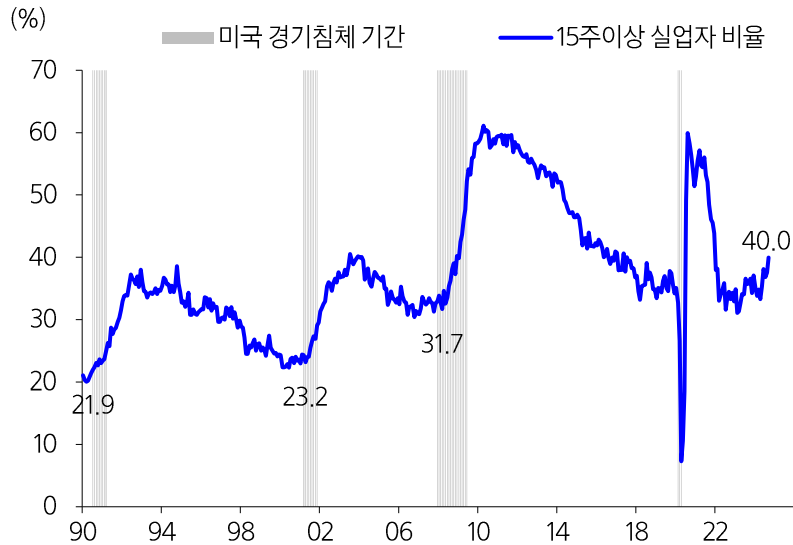
[참고] 고용의 질 약화

* 장기실업자 증가 지속, 실업자의 고용 복귀 지연

실업률 하락에도 불구하고 장기 실업자 비중이 지속 상승하고 있는 점은 부담

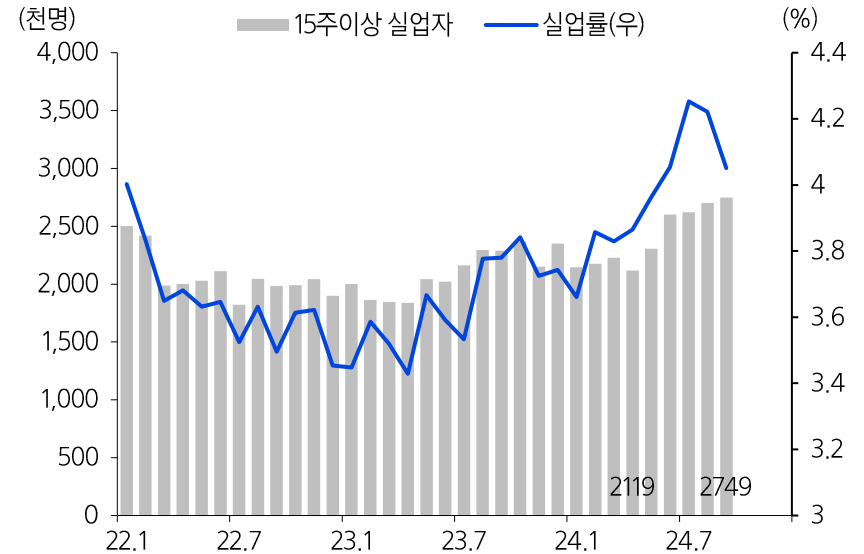
- 실업자 중 15주 이상의 장기 실업자 비중은 추가로 상승해 40% 기록
- 장기실업 비중 40%는 과거 경기침체 시기(90년, 01년, 08년, 20년) 보다 높은 수준
- 실업으로 진입 후 장기간 실업상태에 머무는 실업자 inflow가 크다는 의미로 고용시장 둔화 위험은 진행 형

장기 실업자(15주 이상) 비중 증가



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

고용 호조로 베버리지 곡선 우하향 아직 나타나지 않음



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

[참고] 미국 고용 지표 세부 현황

* 구인건수와 실업자 1:1로 수렴

미국 고용 관련 세부지표			2024년						
			3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월
헤드라인	실업률	%	3.8	3.9	4.0	4.1	4.25	4.22	4.05
	비농업 신규일자리	천명	310	108	216	118	144	159	254
	신규일자리(가계조사)	천명	498	25	(408)	116	67	168	430
	시간당 임금상승률	yoy	4.1	3.9	4.0	3.8	3.6	3.9	4.0
	주간실업수당(4주)	천명	214.5	210.0	222.3	238.8	238.0	230.0	224.3
고용현황	노동가능인구	천명	267,884	268,066	268,248	268,438	268,644	268,856	269,080
	경제활동인구	천명	167,895	167,982	167,732	168,009	168,429	168,549	168,699
	경제활동참여율	%	62.7	62.7	62.5	62.6	62.7	62.7	62.7
	정규직	천명	132,940	133,889	133,264	133,236	133,684	133,246	133,660
	파트타임	천명	28,632	27,718	28,004	28,054	27,729	28,256	28,161
	파트타임 비율	%	21.5	20.7	21.0	21.1	20.7	21.2	21.1
	실업자	천명	6,429	6,492	6,649	6,811	7,163	7,115	6,834
	고용수요-공급	천명	1,926	1,428	1,581	1,100	548	925	
JOLT	구인	천명	8,355	7,919	8,230	7,910	7,711	8,040	
	채용	천명	5,617	5,615	5,655	5,248	5,416	5,317	
	퇴직	천명	5,330	5,337	5,397	5,084	5,314	4,997	
	(해고)	천명	1,601	1,542	1,678	1,560	1,713	1,608	
	(자발적퇴직)	천명	3,409	3,452	3,403	3,214	3,243	3,084	
	(기타퇴직)	천명	320	343	316	310	359	304	
	민간 해고데이터	명	90,309	64,789	63,816	48,786	25,885	75,891	72,821
서베이	ISM제조업고용	P	47.4	48.6	51.1	49.3	43.4	46.0	43.9
	ISM서비스업고용	P	48.5	45.9	47.1	46.1	51.1	50.2	48.1
	NIFB소기업 채용계획		11	12	15	15	15	13	15
	직장 잃을 확률 (뉴욕연준서베이)		15.7	15.1	12.4	14.8	14.3	13.3	

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

한국 경제 현황

* 수출, 반도체 주도 회복

• 수출과 내수 디커플링 심화. 반도체 생산/판매는 증가율 둔화

주요 경제 지표	7월	8월	9월	10월	11월	12월	24.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월
반도체 생산 (YoY)	-17.3	4.6	18.4	13.8	29.8	35.5	35.5	53.4	25.1	20.5	16.1	22.5	17.1	7.4	
반도체 판매 (YoY)	-22.4	-17.6	-13.2	1.8	27.3	52.2	35.7	48.7	6.8	18.7	15.1	3.7	8.4	7.8	
반도체 재고 (YoY)	18.6	36.9	35.2	37.6	29.6	6.6	-13.7	-13.6	-12.4	-22.4	-29.0	-29.6	-27.6	-33.4	
D램가격(DDR4 D램 1Gb)	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	1.9	1.8	1.7
삼성전자 주가	7.0	6.7	6.8	6.7	7.3	7.9	7.3	7.3	8.2	7.8	7.4	8.2	8.4	7.4	6.2
수출증가율 (YoY)	-16.2	-8.1	-4.4	4.9	7.3	5.0	18.2	4.4	3.1	13.6	11.4	5.6	13.5	11	7.5
(반도체)	-33.6	-20.6	-13.5	-3.1	12.6	21.8	56.2	66.8	35.7	56.0	54.5	50.9	50.4	38.8	37.1
수입증가율 (YoY)	-25.3	-22.7	-16.5	-9.7	-11.6	-10.9	-7.9	-13.2	-12.3	5.4	-2.0	-7.5	10.5	6.0	2.3
무역수지 (백만달러)	1720	984	3678	1549	3563	4450	386	4114	4294	1454	4873	8285	3406	3660	6658
소비자심리지수	103.4	103.3	99.8	98.2	97.3	99.7	101.6	101.9	100.7	100.7	98.4	100.9	103.6	100.8	100
소매판매액 (YoY)	-2.0	-4.7	-1.4	-4.8	-0.1	-0.7	-3.3	0.8	-3.4	-2.0	-2.8	-3.6	-2.2	-1.3	
전월비	-3.1	0.5	-1.0	0.8	-0.1	0.5	1.0	-3.2	1.1	-0.6	-0.2	0.9	-2.0	1.7	
(백화점 매출) (YoY)	2.1	-4.9	3.1	-2.6	6.8	5.9	0.7	7.2	8.9	-2.0	-0.1	5.0	-6.4	4.4	
(할인점 매출) (YoY)	2.6	-8.4	10.0	-4.1	1.3	-1.2	-9.2	21.0	6.2	-6.7	-3.1	2.1	-7.9	5.9	
설비투자 (YoY)	-11.3	-14.3	-4.1	-5.9	-7.0	-5.3	7.1	-0.8	-4.4	0.4	-1.4	-3.26	18.7	7.8	
M2 (YoY)	2.5	2.2	2.5	2.3	2.4	3.1	3.0	3.4	5	5.7	5.9	6.1	6.2	6.2	
주택담보대출 (YoY)	3.8	4.4	5.1	5.6	6.2	6.5	7.1	7.7	7.5	7.6	7.8	7.6	7.5	7.6	7.5
서울아파트매매가격지수	93.0	93.4	93.9	94.2	94.4	94.2	94.1	93.9	93.9	94.0	94.2	94.8	95.9	97.1	97.8
(전월비 %)	0.3	0.5	0.5	0.4	0.1	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.6	1.2	1.3	0.8
서울 아파트 매매 (건)	3804	4091	3845	2983	2417	1790	2456	2665	3482	4840	5182	6150	9518	7609	

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

유로존 경제 현황

* 성장률 전망 상향되고 있으나 강도는 약해, 서베이 지표 다시 둔화

• 3차례 인하에도 경기회복세는 미진 (추가 빅컷 고려)

	주요 지표		23.3Q			23.4Q			24.1Q			24.2Q			24.3Q		
			7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9
성장률	GDP성장률	실질, 전분기	-0.1			-0.1			0.3			0.2			0.3		
	컨센서스	실질, 전분기	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.2	0.1						
	소비지출	실질, 전분기	0.3			0.1			0.3			-0.1					
	정부지출	실질, 전분기	0.6			1.2			1.7			2.1					
	민간투자	실질, 전분기	0.0			1.0			-1.8			-2.2					
	GDP성장률	실질, 전년동기비	-0.1			0.1			0.5			0.6					
물가	CPI	전년동월비	5.3	5.2	4.3	2.9	2.4	2.9	2.8	2.6	2.4	2.4	2.6	2.5	2.6	2.2	1.8
		전월비	-0.1	0.5	0.3	0.1	-0.6	0.2	-0.4	0.6	0.8	0.6	0.2	0.2	0.0	0.1	-0.1
	Core CPI	전년동월비	5.5	5.3	4.5	4.2	3.6	3.4	3.3	3.1	2.9	2.7	2.9	2.9	2.9	2.8	2.7
		전월비	-0.1	0.3	0.2	0.2	-0.6	0.5	-0.9	0.7	1.1	0.7	0.4	0.4	-0.2	0.3	0.1
경기지표	소매판매	실질, MoM	0.0	-0.6	-0.1	0.4	0.3	-1.1	-0.1	-0.1	0.6	0.0	0.1	-0.4	0.1		
	산업생산	MoM	-1.5	0.2	-0.6	-0.5	0.4	1.6	-2.4	0.1	0.5	-0.2	-0.9	0.0	-0.3		
	건설생산	MoM	0.6	-0.9	0.4	-0.5	-0.4	0.8	1.0	-1.5	-0.4	-1.3	-2.4	-1.3	-2.2		
	승용차판매	MoM	-18.2	-10.0	10.3	-0.6	3.5	-2.7	0.0	3.4	17.4	-12.4	-0.6	19.9	-21.8		
서베이	마켓 제조업		42.7	43.5	43.4	43.1	44.2	44.4	46.6	46.5	46.1	45.7	47.3	45.8	45.8	45.0	
	(독일 제조업지수)		38.8	39.1	39.6	40.8	42.6	43.3	45.5	42.5	41.9	42.5	45.4	43.5	43.2	40.6	
	마켓 서비스		50.9	47.9	48.7	47.8	48.7	48.8	48.4	50.2	51.5	53.3	53.2	52.8	51.9	51.4	
	독일IFO기업환경지수		87.5	85.9	86.0	86.9	87.1	86.3	85.2	85.6	87.9	89.3	89.3	88.6	87.0	85.4	
	소비자신뢰지수		-15.1	-16.0	-17.7	-17.9	-16.9	-15.1	-16.1	-15.5	-14.9	-14.7	-14.3	-14.0	-13.0	-13.4	-12.9
신용/유동성	소비자신용(순월간변동)	십억유로	2.3	2.7	2.6	0.2	1.5	2.0	1.1	2.6	5.7	-0.2	1.1	-0.6	1.8	3.2	
	가계주택대출(순월간)	십억유로	-2.9	3.8	1.8	12.3	9.0	-3.7	-12.4	4.5	2.7	1.4	-1.5	4.0	2.0	9.7	
	M1	전년동월비	-9.4	-10.4	-9.7	-9.9	-9.5	-8.4	-8.7	-7.8	-6.4	-6.1	-5.0	-3.2	-3.1	-1.8	
	M2	전년동월비	-1.6	-2.4	-2.1	-2.1	-1.9	-0.9	-1.1	-0.6	0.0	0.0	0.6	1.4	1.2	1.9	

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

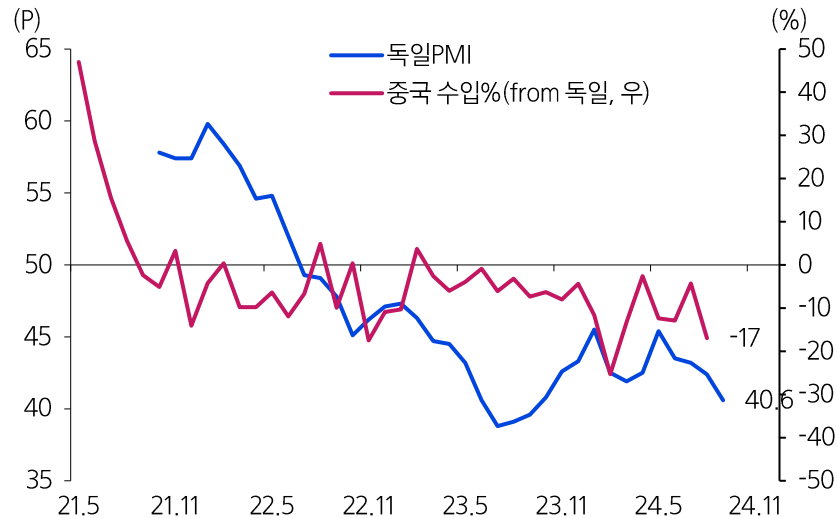
유로존 부진의 핵심은 독일

* 제조업 부진, 중국 영향

독일 성장률 부진 장기화

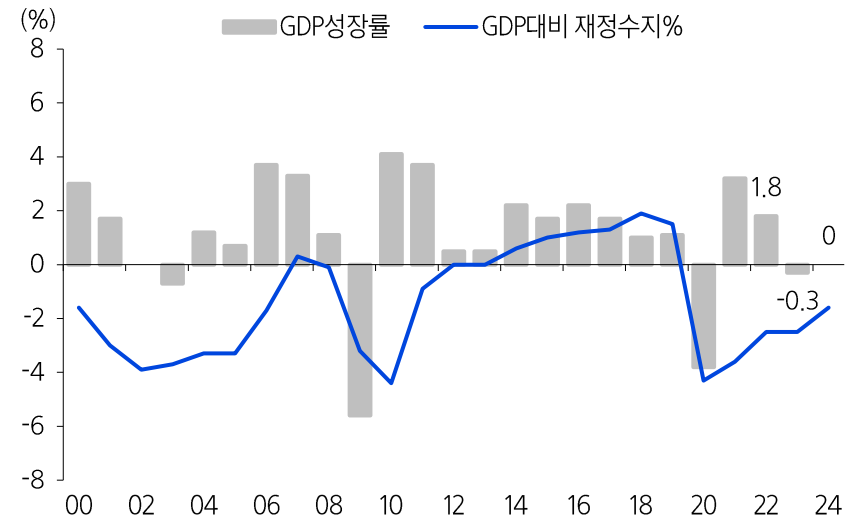
- 23년 0.3% 역성장 했던 독일 경제는 24년에도 회복세 미미 (24년 0.0%, 25년 +0.8% 예상) *프랑스 +1.1%, 스페인 +2.7% 영국 +1.0%
- 제조업 부진 장기화 : 제조업지표는 장기간 수축국면 지속, 최근 둔화폭이 다시 확대
- 중국 경제부진의 영향 : 수입증가율은 전년동월비 17% 감소. 23년 하반기 이후 독일로부터의 중국 수입증가율 역성장 지속
- 유럽 중앙은행이 금리인하 사이클로 진입했지만 재정 정책이 결합되지 못해 경기부양 효과는 제한적
- 독일 GDP대비 재정수지는 20년 이후 적자비율이 축소되고 있음(긴축적 재정 정책)

독일 제조업지수와 중국 수입증가율



자료: Thomson Reuters, 삼성자산운용

성장률 부진에도 재정 긴축은 지속



자료: Thomson Reuters, 삼성자산운용

일본 경제 현황

* 2분기 강한 회복, 3분기는 속도 둔화

• 1분기 역성장 후 2분기 큰 폭 회복 : 민간소비 및 투자 회복 (실질임금 + 전환)

	주요 지표		23.3Q			23.4Q			24.1Q			24.2Q			24.3Q		
			7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9
성장률	GDP성장률	실질,전분기연율	-4.0			0.2			-2.4			2.9			1.6		
	소비지출	실질,전분기연율	-1.2			-1.2			-2.3			3.7			2.0		
	정부지출	실질,전분기연율	2.5			-0.5			1.1			0.4			0.8		
	민간투자(주택)	실질,전분기연율	-4.8			-4.2			-10.1			7.1			2.4		
	민간투자(비주거)	실질,전분기연율	-0.6			8.6			-1.9			3.1					
	수출	실질,전분기연율	0.4			12.6			-17.3			6.1			5.5		
	수입	실질,전분기연율	5.2			8.3			-9.6			6.9			4.1		
	수출	전년동월비	-0.3	-0.8	4.3	1.6	-0.2	9.7	11.9	7.8	7.3	8.3	13.5	5.4	10.2	5.5	-1.7
	수출물량	전년동월비	-2.8	-5.3	0.2	-3.4	-5.6	2.9	2.3	-1.5	-2.1	-3.2	-0.9	-6.2	-5.2	-2.7	-6.9
	미국향 수출	전년동월비	9.4	3.8	8.6	8.8	3.4	16.8	7.1	10.9	1.8	-2.3	6.7	-2.9	-5.0	-7.7	-0.3
	EU향 수출	전년동월비	1.0	1.1	-0.6	0.4	-11.8	2.2	-0.2	3.5	-6.5	-13.7	-17.9	-20.1	-13.8	-12.3	-11.2
아시아향 수출	전년동월비	-10.2	-11.5	-3.2	-7.7	-7.5	-2.9	4.3	-5.9	-1.7	-1.6	0.7	-5.3	-4.3	2.1	-9.0	
물가	CPI	전년동월비	3.3	3.2	3.0	3.3	2.8	2.6	2.2	2.8	2.7	2.5	2.8	2.8	2.8	3.0	2.5
	CPI (신선식품제외)	전년동월비	3.1	3.1	2.8	2.9	2.5	2.3	2.0	2.8	2.6	2.2	2.5	2.6	2.7	2.8	2.4
경제활동	소매판매	MoM	2.2	0.2	0.4	-1.7	0.4	-1.5	0.2	1.7	-1.2	0.8	1.6	0.6	0.2	0.8	
	기계주문	MoM	-1.1	-0.5	1.4	0.7	-3.7	1.9	-1.7	7.7	2.9	-2.9	-3.2	2.1	-0.1		
	산업생산	MoM	-1.8	-0.7	0.5	1.3	-0.6	1.2	-6.7	-0.6	4.4	-0.9	3.6	-4.2	3.1	-3.3	
서베이	Nikkei/Markit 제조업		49.6	49.6	48.5	48.7	48.3	47.9	48.0	47.2	48.2	49.6	50.4	50.0	49.1	49.8	49.7
	Nikkei/Markit 서비스업		53.8	54.3	53.8	51.6	50.8	51.5	53.1	52.9	54.1	54.3	53.8	49.4	53.7	53.7	53.1
	소비자신뢰지수		37.1	36.1	35.6	35.9	35.8	36.9	37.7	38.6	39.7	38.3	36.7	37.1	37.1	36.7	37.0
주식/채권수급	외국인 주식 순매수	십억엔	890	-728	-5475	2653	955	-1227	2849	708	-2097	3327	1374	-165	-317	-958	-4972
	외국인 채권 순매수	십억엔	-1442	-402	-2028	-1798	1709	-1579	1636	235	-308	-2228	567	-1565	1179	1492	903
	일본거주자 해외주식 순매수	십억엔	-1958	-112	1165	737	-511	-1256	734	245	-1393	279	-599	-1005	724	1414	22
	일본거주자 해외채권 순매수	십억엔	-1643	1756	3396	1268	-1098	1267	2712	968	404	-1215	2298	-3350	-1486	7337	2331

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

중국 경제 현황

* 부동산, 투자 부진 지속

• 산업생산, 소매판매 소폭 반등했으나 민간의 호응(가계 중장기대출의 반등)은 미미

주요 경제 지표	23.7월	8월	9월	10월	11월	12월	24.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월
GDP tracker 예상(%)	5.2	5.9	5.9	6.3	7.6	7.3	7.0	7.0	5.6	6.5	6.1	5.7	5.7	5.3	6.0
23년 성장률 추이(Bloomberg)	5.2	5.1	5.0	5.1	5.2	5.2	4.5	4.6	4.6	4.9	5.0	4.9	4.9	4.8	4.8
리커창 지수(YoY)	6.6	5.3	7.3	7.0	8.3	7.8	7.8	7.8	3.7	3.8	4.7	5.3	3.7	5.3	
GDP 분기 성장률(YoY)		4.9			5.2			5.3			4.7			4.6	
중국금융상황지수*	81.2	81.6	78.3	74.2	69.0	70.1	76.9	74.0	68.5	67.7	65.9	60.0	60.8	61.6	59.6
China Credit Impulse(YoY)	-1.8	-1.0	-1.4	0.1	0.9	2.2	1.4	-1.5	-2.2	-3.1	-1.8	-1.7	-1.3	-1.8	-2.1
사회용자총액(십억위안)	536	3127	4131	1844	2455	1940	6473	1496	4834	-66	2062	3299	771	3031	3763
위안화대출(십억위안)	346	1358	2312	738	1090	1170	4920	1450	3089	732	945	2126	261	903	1594
그림자금융(net, 십억위안)	-172	101	301	-257	1	-156	601	-329	377	-426	-112	-130	-76	116	171
지방채발행(net, 십억위안)	619	1309	768	1398	667	195	384	560	629	344	904	671	711	1200	
수출증가율(YoY)	-14.3	-8.7	-6.2	-6.4	0.5	2.3	7.8	5.2	-7.9	1.2	7.5	8.6	7.0	8.7	2.4
수입증가율(YoY)	-12.2	-7.3	-6.3	3.0	-0.6	0.2	15.4	-8.1	-2.0	8.2	1.7	-2.4	7.2	0.5	0.3
무역수지 (십억\$)	80.2	68.3	77.8	56.5	68.4	75.3	84.1	38.7	57.4	71.6	82.2	98.8	84.7	91.0	81.7
통계국 PMI (기준선 50)	49.3	49.7	50.2	49.5	49.4	49.0	49.2	49.1	50.8	50.4	49.5	49.5	49.4	49.1	49.8
HSBC PMI (기준선 50)	49.2	51	50.6	49.5	50.7	50.8	50.8	50.9	51.1	51.4	51.7	51.8	49.8	50.4	49.3
산업생산 증가율(YoY)	3.7	4.5	4.5	4.6	6.6	6.8		6.8	4.5	6.7	5.6	5.3	5.1	4.5	5.4
고정자산 투자(YTD %)	3.4	3.2	3.1	2.9	2.9	3.0		4.2	4.5	4.2	4.0	3.9	3.6	3.4	3.4
부동산 투자증가율(YTD %)	-8.5	-8.8	-9.1	-9.3	-9.4	-9.6		-9.0	-9.5	-9.8	-10.1	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1
주택판매증가율(YTD %)	0.7	-1.5	-3.2	-3.7	-4.3	-6.0		-32.7	-30.7	-31.1	-30.5	-26.9	-25.9	-25.0	-24.0
신규주택가격(YoY)	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.7	-0.9	-1.2	-1.9	-2.7	-3.5	-4.3	-4.9	-5.3	-5.7	-6.1
소매판매(YoY)	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1	7.4		5.5	3.1	2.3	3.7	2.0	2.7	2.1	3.2
자동차 판매 (YoY)	-1.5	1.1	2.8	11.4	14.7	4.0			-3.7	-5.6	-4.4	-6.2	-4.9	-7.3	0.4
소비자물가(YoY)	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	0.7	0.1	0.3	0.3	0.2	0.5	0.6	0.4
생산자물가(YoY)	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7	-2.8	-2.5	-1.4	-0.8	-0.8	-1.8	-2.8

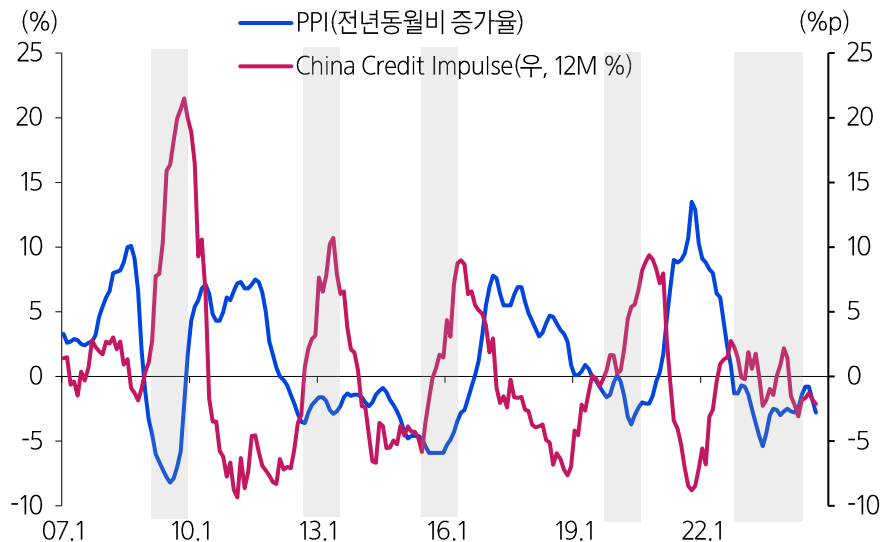
자료: Bloomberg, 삼성자산운용

중국 재정 부양 효과

* 민간의 호응 여부가 관건

- (9.26일 중앙정치국회의) 시진핑 주석은 새로운 위협에 직면했다며, 현재 중국경제에 대한 인식을 일부 수정
- (10.12일 재정부) 재정지출 규모 확대, 포괄적 정책 패키지 도입(지방정부 지원, 국유대형은행 자본확충, 부동산 안정화)→ 구체성 결여
- 23년 7월 이후 1년 넘게 중국은 금융, 부동산, 소비 부양책을 잇따라 내놓았으나 경기, 투자심리 반전에 실패
- 중국의 문제는 디플레 압력이 장기화되고 심화되고 있다는 점. 미국의 강력한 견제로 고기술 경제로의 길이 막혔고, 미국주도 공급망 재편으로 수출, 투자 중심 경제구조의 피해 본격화, 이에 따라 투자, 소비심리 둔화의 악순환 지속
- 정부 중심 적극적 재정 확대 카드를 꺼내 들었으나 구조변화, 질적 전환 목표와 상충되어 지속성은 제한적

디플레 압력 지속, 유동성 증가 제한적



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

가계, 부동산 투자수요 개선 신호 미미

(1~9월 누적비교) (조위안)	21년	22년	23년	24년
사회 용자 총액	24.8	27.8	29.3	25.6
신규 위안화 대출	16.7	18.1	19.7	16.0
가계 중장기대출	6.3	3.4	3.9	2.0
부동산투자	11.3	10.4	8.7	7.9