Samsung
Financial Networks

2023년 8월

글로벌 매크로 및 자산시장

2023. 8

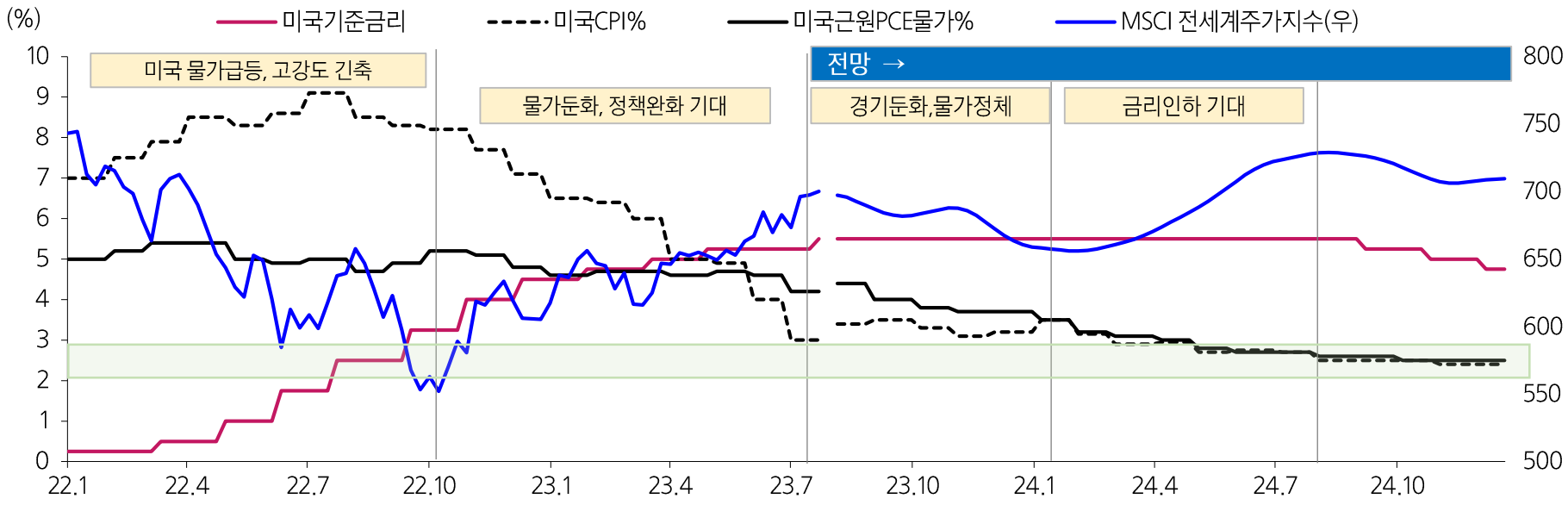
본 자료는 참고 자료로 신뢰할 수 있다고 판단되는 각종 자료와 통계자료를 이용하여 작성되었으나 본 자료의 내용은 단순 참고용으로 향후 결과에 대한 보증이 될 수 없습니다. 따라서 본 자료는 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재 관련 증빙 자료로 활용될 수 없습니다. **본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.**

삼성자산운용

향후 3개월, 주식보다 채권의 상대 우위 예상

- 매크로 환경은 고강도 긴축의 실물경기(고용, 물가) 영향력을 확인하는 과정에 진입
- 미국 물가는 하반기 중 연준의 목표수준(근원PCE 2~3%) 진입 가능성 낮아 현 긴축 수준이 지속될 가능성 높아
- 경기연착륙, 물가정체 환경에서는 주식보다 채권의 상대적 우위 예상
- 주식은 밸류에이션 부담 및 추가 상승 모멘텀 부재로 박스권 흐름 예상(조정폭은 5% 내외 수준)

24년까지 기준 금리, 근원PCE 물가, 위험자산 가격 흐름 전망



자료: Refinitiv, 삼성자산운용

투자리서치센터 House View (매크로 뷰)

- 상반기는 예상보다 견조한 미국 경기, 디스인플레, 연준의 유동성 공급 등 경기, 물가, 유동성 모두 위험자산에 우호적 환경이었음
- 하반기는 경기 완만한 둔화, 물가 정체, QT등 유동성 흡수 지속으로 매크로 환경은 상반기 대비 불리한 환경
- 경기연착륙, 물가 정체로 미 연준의 금리인하 시점이 예상보다 뒤로 후퇴할 가능성 높아(미국 첫 금리인하 내년 3분기 예상)

주요 지표		실제치			3개월 전망	12개월 전망
		22년말	23.6월	23.7월		
물 가	미국 CPI (기말)	6.50%	3.00%	3.40%	3.30%	2.70%
	미국 Core PCE (기말)	4.60%	4.10%	4.30%	3.80%	2.60%
통화정책	미국 기준금리	4.50%	5.25%	5.50%	5.50%	5.50%
	한국 기준금리	3.25%	3.50%	3.50%	3.50%	3.25%
	QT (연준자산, $조)	$8.55	$8.34	$8.27	$8.05	$7.80
(금리)	미국 국채금리(10yr, 기말)	3.88%	3.81%	3.86%	3.3~3.6%	3.0~3.3%
	한국 국채금리(10yr, 기말)	3.73%	3.68%	3.66%	3.3~3.6%	2.8~3.1%
경 기	미국 (23년 성장률, 전망)	0.30%	1.30%	1.50%	↘	1.00%(24년)
	한국 (23년 성장률, 전망)	1.70%	1.20%	1.15%	→	2.00%
	중국 (23년 성장률, 전망)	4.80%	5.50%	5.40%	↗	4.50%

투자리서치센터 House View (자산시장 뷰)

자산군		실제치			3개월 전망	12개월 전망
		22년말	23.6월	23.7월		
채 권					O/W	Neutral
	한국 국채 10년 금리	3.73%	3.68%	3.66%	O/W	Neutral
	한국 크레딧 spread (AA-)	147	81	79	Neutral	Neutral
	미국 국채 10년 금리	3.88%	3.81%	3.86%	O/W	Neutral
	회사채 spread(BB 미국 IG)	130	122	118	O/W	O/W
	하이일드 spread(BB 미국HY)	468	392	377	Neutral	Neutral
	신흥국 spread(JPM EMBIGD)	453	432	414	O/W	Neutral
주 식					Neutral	O/W
선진국	미국 (S&P500)	3840	4450	4566	Neutral	O/W
	유럽 (Euro stoxx 50)	410	461	461	Neutral	Neutral
	일본 (TOPIX)	1891	2288	2284	U/W	Neutral
신흥국	중국 (상해종합)	3089	3202	3223	Neutral	O/W
	인도 (Nifty50)	18105	19189	19365	Neutral	O/W
	아세안 (MSCI Asean)	653	626	660	Neutral	Neutral
국내	국내 (코스피)	2236	2564	2592	Neutral	O/W
원자재 (S&P GSCI)		610	540	585	Neutral	Neutral
부동산 (Global REIT)		2529	2580	2706	Neutral	O/W
원달러 환율 (기말)		1265	1317	1275	1270	1200

미국 연착륙 속 기회와 위험 요인

01 미국 경기 연착륙 가능성 높아졌으나 여전히 높은 근원물가는 부담 (정책 기대 형성되기 어려워)

- 7월 자산시장은 경기연착륙, 디스인플레의 골디락스 기대 높아졌으나, 향후 물가 정체로 긴축 지속에 대한 우려가 차츰 높아질 듯

  * 골디락스 시나리오 : 실업증가 없는 고용시장 쿨 다운 → 임금상승률 3%대 둔화→ 급격한 침체 없이 Core 물가 목표수준(2%대)까지 안정

- 미국경기의 연착륙 가능하지만 물가 둔화는 더디게 진행 예상 (향후 물가경로 : CPI 3%대 정체, Core PCE 3%대 후반대 하락)

02 물가정체, 경기연착륙 국면의 투자전략

- 경기 연착륙이 지표로 확인되면서 위험자산 추가상승은 제한, 채권시장 로테이션(단기채→장기채)이 먼저 나타나면서 주식대비 채권의 상대 우위 예상
- 미국 성장주 실적발표 이후 성장주 쏠림현상 일부 완화되며 국가/지역간, 스타일/섹터간 로테이션 예상되나 금융환경 감안시 지속 기간은 길지 않아 (로테이션 추종보다 대형주, 성장주 중심 주식 P/F 유지 필요)
- 일본은 정책 변화(국채매입 상한금리 상향) 영향으로 엔화약세가 145엔 수준에서 제한될 가능성 높아 상승 모멘텀 약화 예상
- 중국은 잇따른 경기부양 조치로 단기 반등 가능하나 미국의 전략산업(AI, 양자컴퓨팅, 반도체) 규제로 성장 동력 확보하는데 상당한 시간 소요
- 한국은 특정섹터(배터리)에 대한 과도한 쏠림 완화 예상, 주력산업 반도체 회복 지연으로 지수 정체 속 밸류에이션 조정 과정 진행

03 투자 아이디어 * 중장기 시장 스타일, 테마, 투자의견 변경 자산 등

- 바벨 전략 변형 : (상반기) 단기채권+성장주 → (하반기) 장기채권+대형주/성장주

  → 주식시장 내 로테이션(수익률 부진 자산의 상승) 가능하나 지속성은 제한될 것. 로테이션 보다 조정시 대형/성장 확대로 대응

- 채권내에서의 자금이동 : 국내 MMF에서 장기채권형으로 이동, 금리상승시 마다 장기채권 확대 전략 유효
- 중기 구조적 테마 여전히 유망 : 성장동력 차별화(미국, 대형성장주 우위), 공급망 변화 (인도,아세안, 미국 산업재)

1. 미국경제 연착륙

*예상보다 좋았던 상반기 미국경제 : 견조한 서비스 소비 + 설비투자 증가

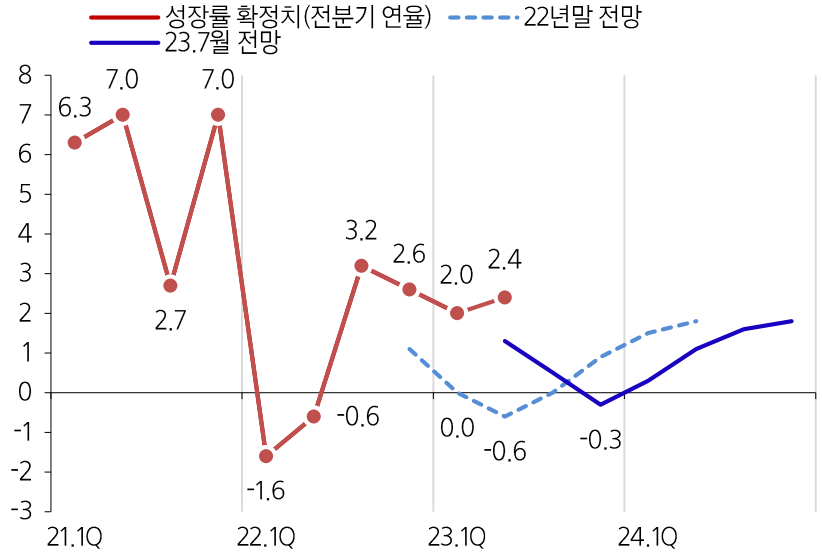
상반기 미국 경기 예상외 호조, 견조한 고용과 초과저축에 기반한 서비스 소비가 성장 견인

- 견조한 고용과 서비스 소비로 상반기 미국 경제성장률은 예상 상회, 연초 전망과 달리 경기 둔화 시점도 2분기 이연 (23.2분기 → 4분기)
- 특히 2분기는 상품소비가 다소 둔화되었지만 투자(비거주 투자)의 성장기여도가 높아지면서 예상을 상회한 성장률 달성(2분기 잠정치 2.4%)

미국 OECD 경기선행지수 상승 전환

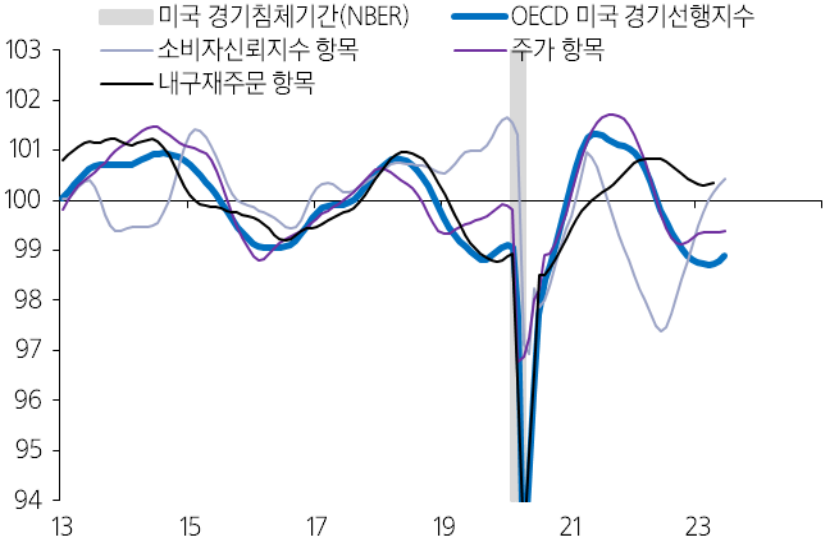
- OECD 선행지수는 심리/가격지표 반등에 기반(소비자신뢰지수, 주가)
- (구성항목) 소비자신뢰지수, 제조업신뢰지수, 건축허가, 내구재주문, 주당 노동시간, 장단기금리차, 주가

미국 성장률 전망(~24년)



자료: Bloomberg

OECD 미국 경기선행지수 반등



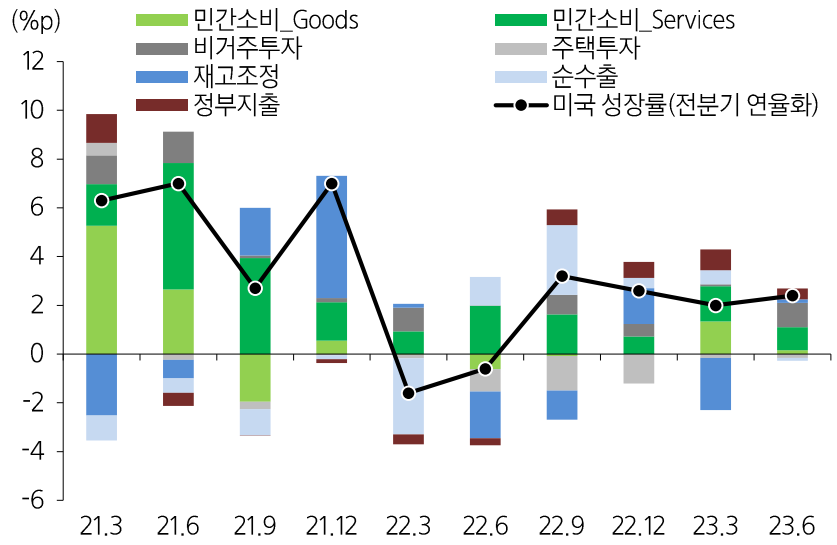
자료: Bloomberg

1. 미국경제 연착륙 * 하반기 미국 정책 효과 소멸(초과저축, 부양책 종료)로 소비여력 약화

소비 부문 성장을 견인했던 초과저축 연말/연초 소진 예상

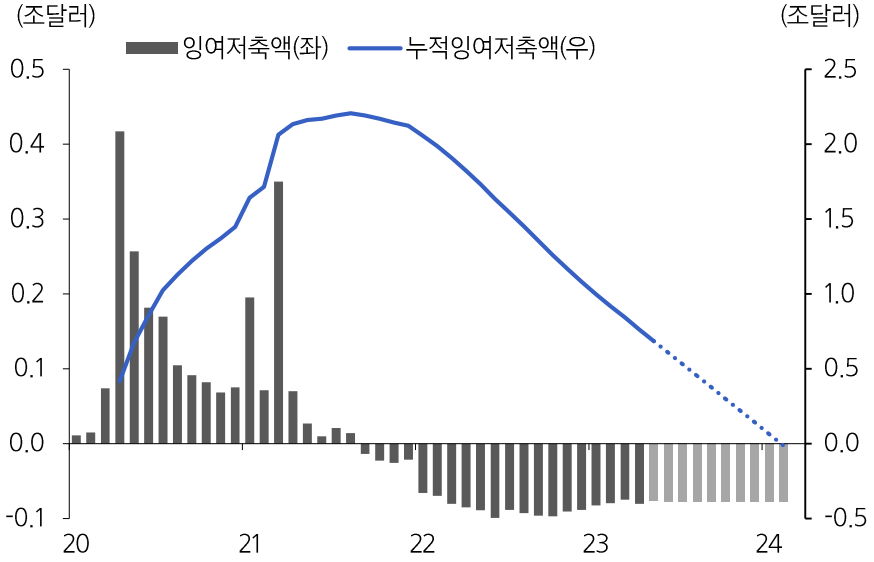
- 22년 이후 투자(주택,재고조정) 부진에도 불구하고 서비스중심 소비 증가가 경기 확장세 지지
- 소비를 견인했던 임금상승(소득), 초과저축, 재정지원(학자금) 중 초과저축과 재정지원 효과 연말 소멸
- 코로나 팬데믹 이후 저축액이 추세를 상회하는 부분을 잉여 저축액이라고 계산하면, 2021년 중반 2.1조까지 잉여 저축액 누적
- 초과저축은 현재의 속도(월 $750억)로 감안시 연말경 대부분 소진 될 것. 학자금 상환 유예 종료에 따른 부담도 10월부터 시행(월 $100억)

미국 GDP 항목별 기여도 : 소비(서비스)가 버팀목



자료: CEIC

잉여 저축액 연말까지 소진 예상 (현 6,000억달러 수준)



자료: Bloomberg, FED

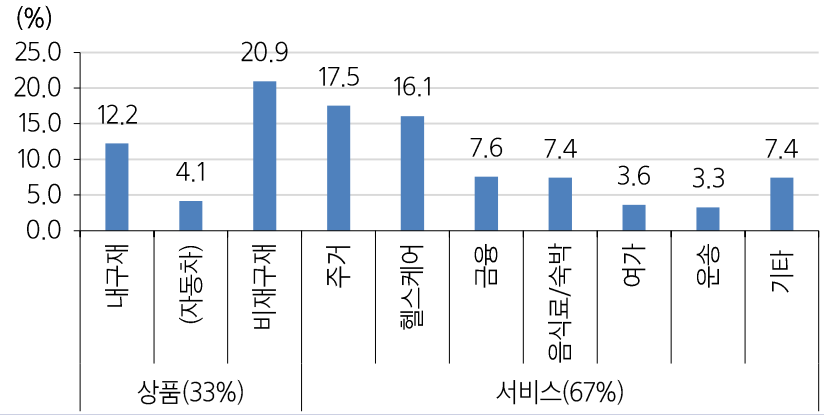
[참고] 미국 소비 현황

* 민간소비의 67%를 차지하는 서비스 소비가 추세 이상의 상승 유지

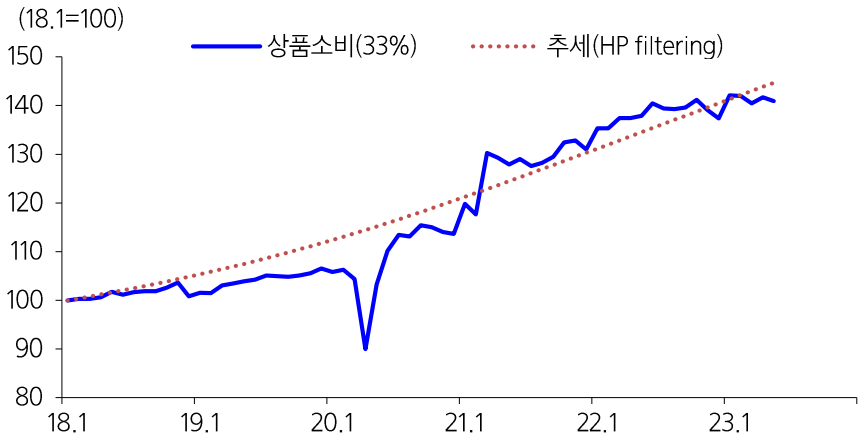
미국 민간소비는 GDP의 70% 차지

- GDP의 70%를 차지하는 민간소비는 상품소비와 서비스소비로 구분
- 상품소비(33%)는 장기추세 하회하며 회복 모멘텀 약화
- 서비스소비(67%)는 주거, 헬스케어, 금융, 음식/숙박 등으로 구성
- 서비스소비는 22년 하반기 이후 추세선을 상회하며 견조한 미국경제를 이끄는 견인차 역할 담당
- 경기민감도는 내구재가 높고 서비스 중에서는 금융서비스가 높음

미국 소비 영향력 및 구성(명목 기준)

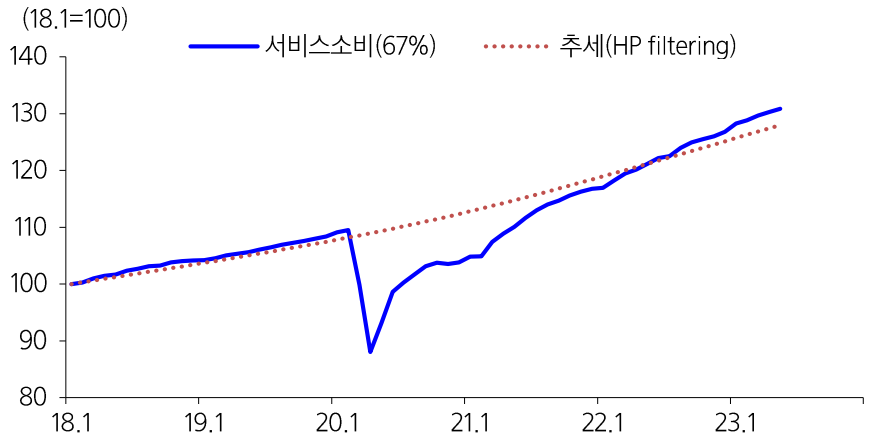


미국 개인 상품 소비지출 추이 : 추세선 이하로 둔화



자료: CEIC

미국 개인 서비스 소비지출 추이: 추세 이상의 확장 지속



자료: CEIC

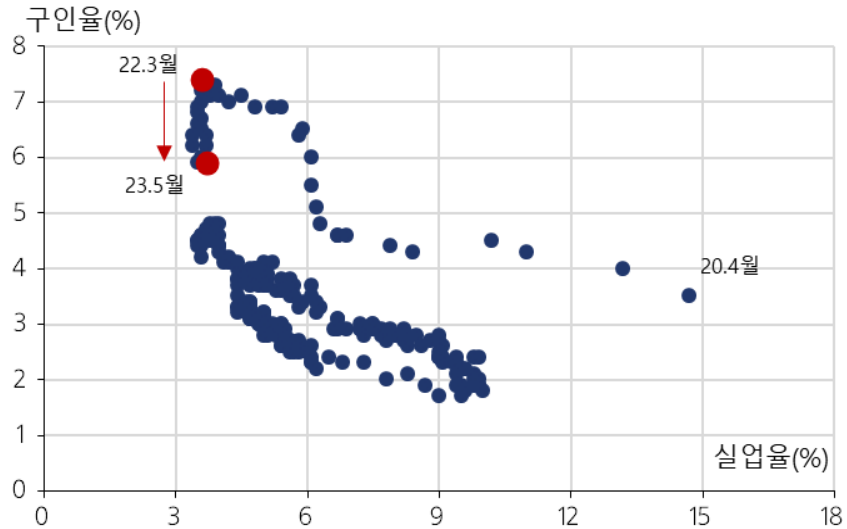
1. 미국경제 연착륙

* 미국 고용, 실업증가 없는 고용시장 둔화. 경기 연착륙 지지

실업률 상승없이 고용시장 과열 해소중, 실질임금 상승 전환으로 경기 연착륙 지지

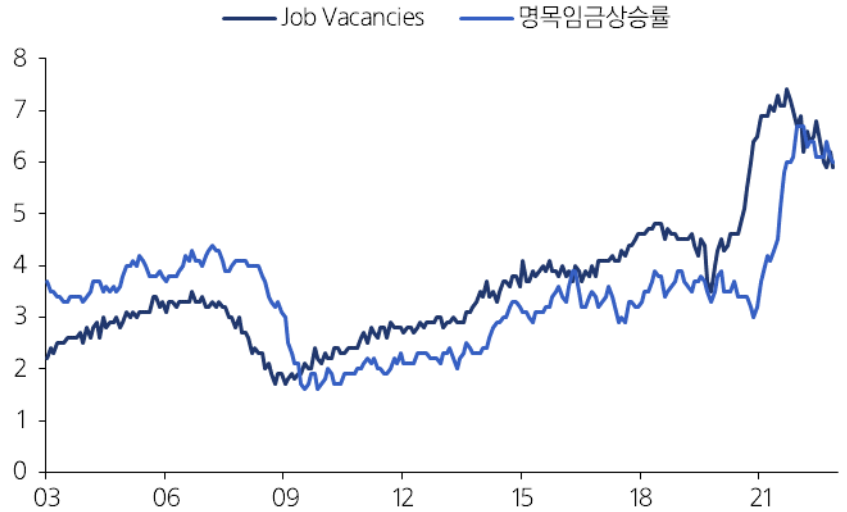
- 연준은 구인율을 팬데믹 이전 수준인 5% 수준까지 낮춤으로써 실업증가 없는 경기 연착륙이 가능하다는 입장
- 실제 연준의 예측 대로 실업률 상승없이 구인율 낮아지는 중
- 연준의 기대 시나리오는 실업률 증가 없는 구인율 하락(현재 진행중), 이후 시차를 두고 명목 임금 상승률 둔화되면서 물가 둔화의 경로
- 임금의 경직성 감안시 임금 둔화 속도가 하반기 연준 정책 방향에 중요 요소가 될 것

실업률 상승없이 고용시장 과열 해소중



자료: Refinitiv

연준이 기대하는 효과 구인율 하락에 후행하여 임금 상승률 둔화



자료: Bloomberg

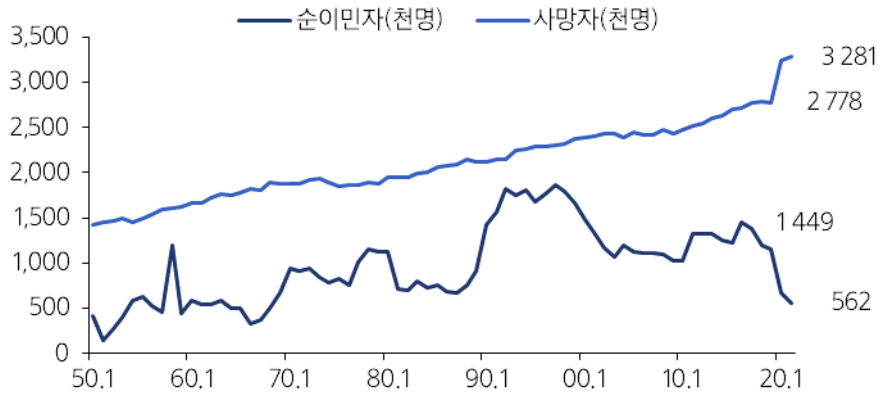
[참고] 미국 고용 상황

*** 공급측 구조적 변화로 고용시장 불균형 해소는 느리게 진행**

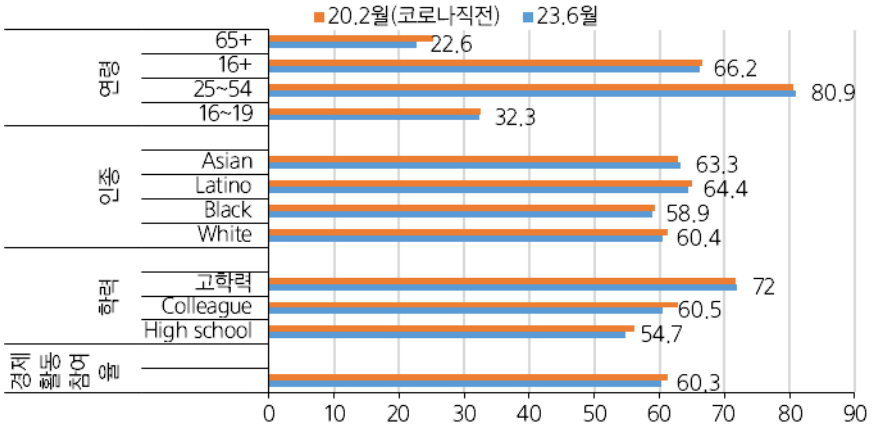
하반기 견조한 고용 상황은 지속

- 공급 측면 : 베이비부머 은퇴(24~25년 연 200만 경제활동인구이탈)
  이민자 감소(17~21년) 90만, 코로나로 인한 사망증가
- 수요 측면 : 서비스업 구인 수요 집중(전문서비스, 의료, 음식료)
- 구인난은 임금상승 압력으로 연결
- 공급 충격 감안시 고용시장 타이트한 수요/공급 해소에는 시간 필요

공급 충격 : 이민자 급감, 사망자 급증, 베이부머 은퇴

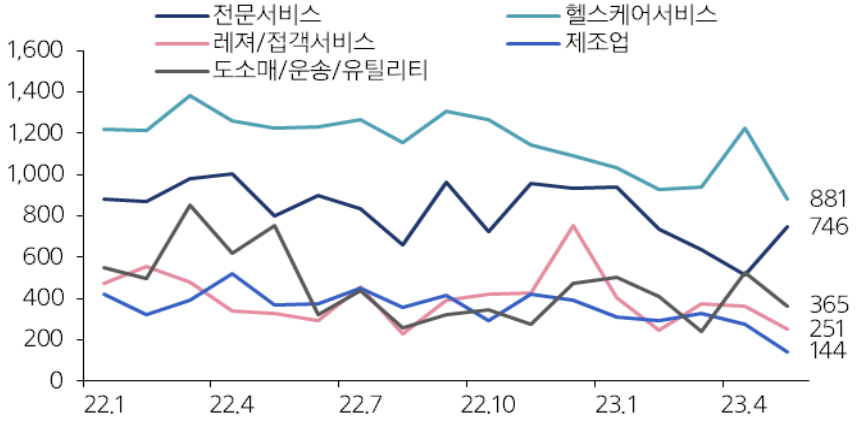


미국 경제활동 참여율 코로나 직전 수준 미달 (고령층 이탈 영향)



자료: Refinitiv

구인-채용 gap 추이 (제조업 일부 해소)



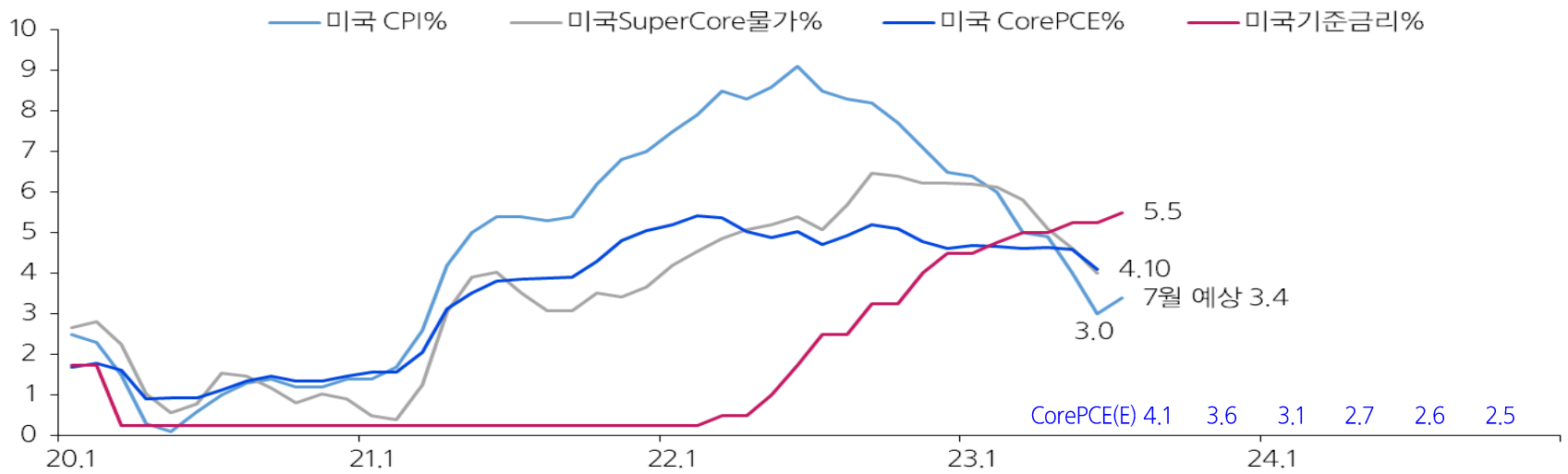
자료: Bloomberg

2. 다시 물가에 주목하는 이유 * 경기연착륙 속 물가 안정 가능한가?

향후 1년 전망은 물가를 보는 시각에 따라 차별화

- 물가 경로에 따라 전망 차별화 : 1) 경기연착륙/물가정체, 2) 경기침체/물가둔화 지속, 3)경기연착륙/물가둔화(골디락스)
- 상반기 빠르게 둔화되었던 헤드라인 CPI는 하반기 3%대 정체, 상반기 견조했던 Core 물가는 3분기 둔화 예상, 단 레벨은 3% 후반대
- 하반기 경기연착륙, 물가 정체가 예상되어 정책기대(통화정책 완화)가 형성되기 어려울 시기가 될 것으로 판단

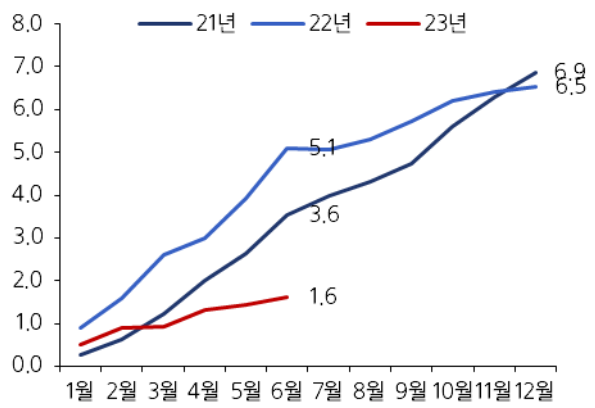
다시 중요해지는 물가 경로(미국 물가 추이 및 컨센서스)



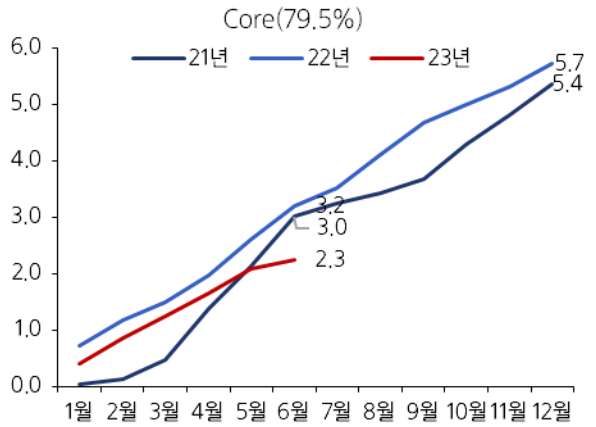
자료: Refinitiv

[참고] 미국물가 실질 속도 * 실질 상승속도(전월비 연누적) 크게 둔화, 단 주거부분 속도는 22년과 유사

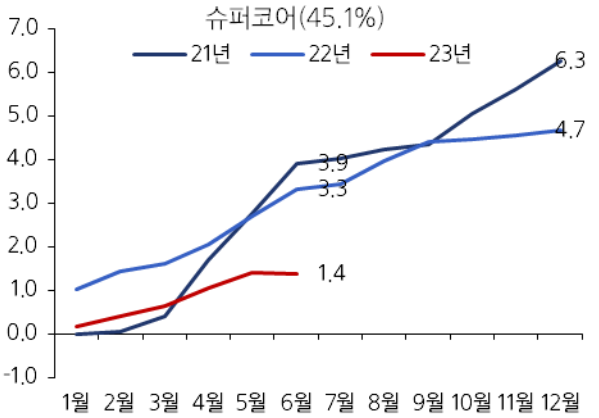
CPI



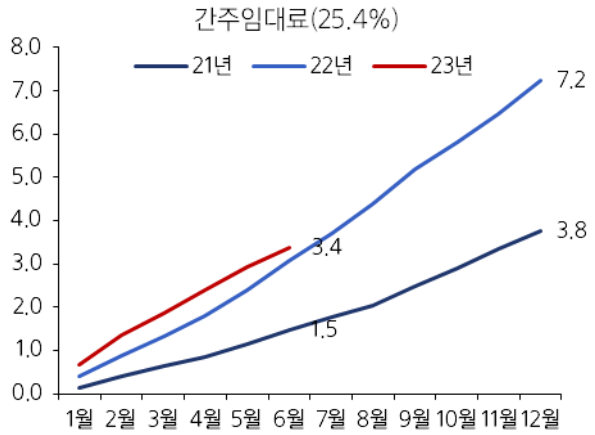
Core CPI



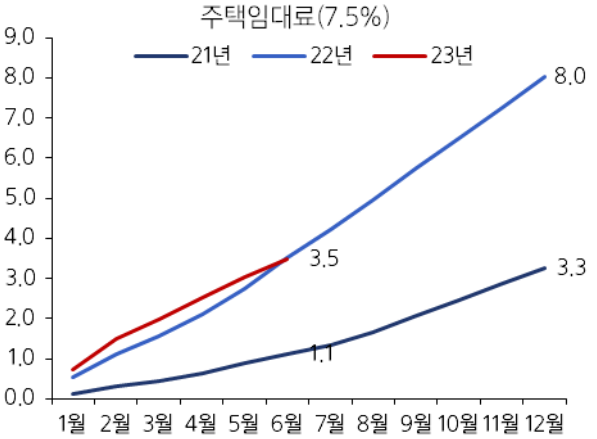
SuperCore CPI(식품,에너지,주거제외)



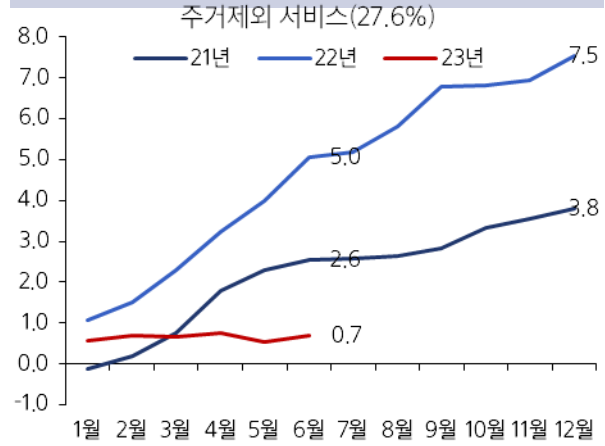
주거서비스(간주임대료)



주거서비스(임대료)



주거제외 서비스 물가



자료: Refinitiv

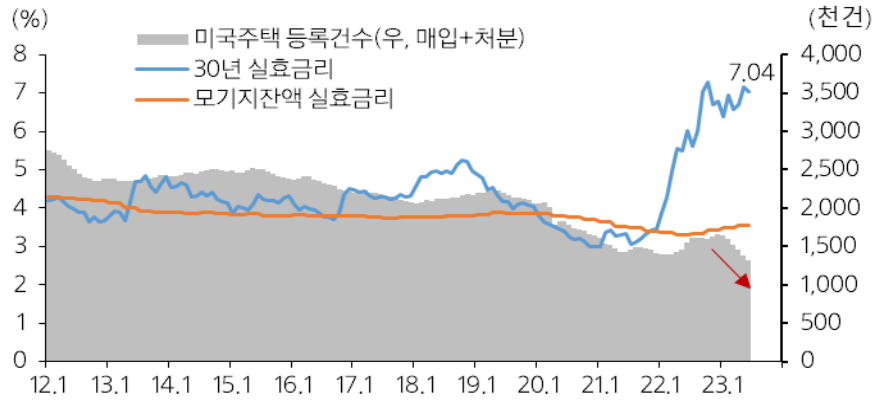
2. 다시 물가에 주목

*** 미국 주택시장 반등의 물가 영향**

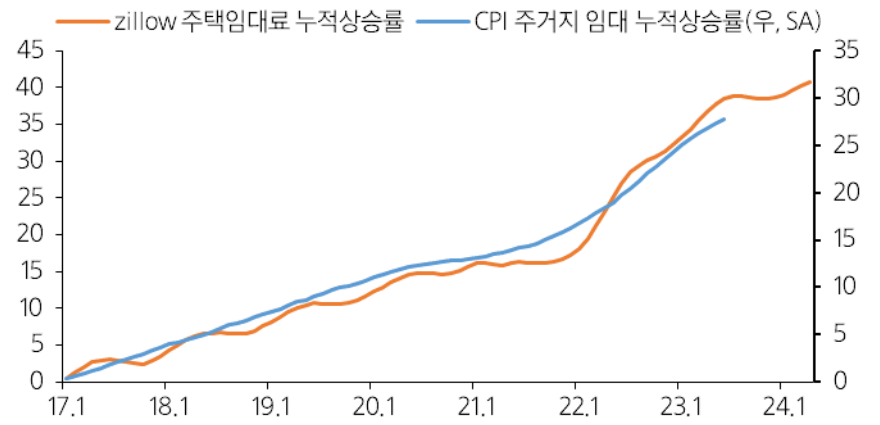
주택임대가격의 하락폭과 기간 예상보다 크지 않을 듯

- 서베이지표(NAHB 시장지수) 12월 저점 이후 2월부터 주택가격 및 임대가격 전월비 상승 전환 * 20개주요도시 주택가격, Zillow 주택임대가격
- 주택등록건수 (매입+처분) 급감이 만든 주택가격 상승하고 있으며, 임대료 하락폭은 주택가격대비 크지 않은 상황
- 임대료 시차에 근거 근원물가의 큰 폭 하락을 전망하는 시각 우세하나 시차, 과거패턴 감안시 임대료 반락폭과 기간은 낮고 짧을 듯

미국 주택시장 반등, 매물급감에 기인

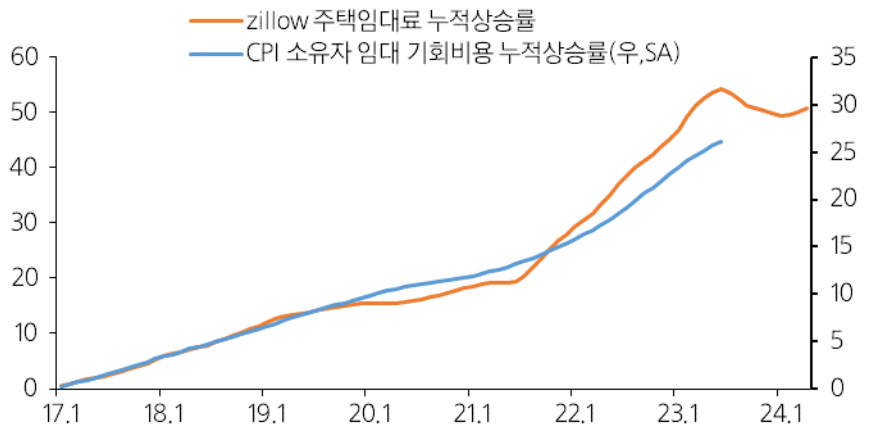


주택임대가격과 CPI 주거 임대료 추이 비교(임대가격 10개월 선행)



자료: Bloomberg

주택가격과 CPI 주거 임대료 추이 비교(주택가격 12개월 선행)

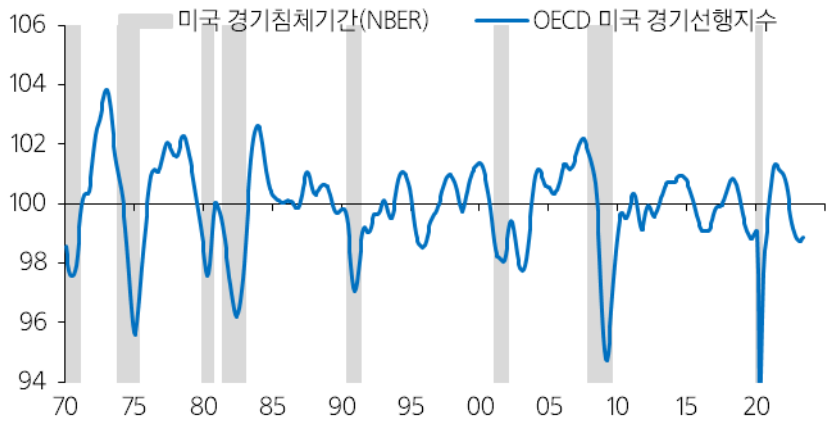


자료: Bloomberg

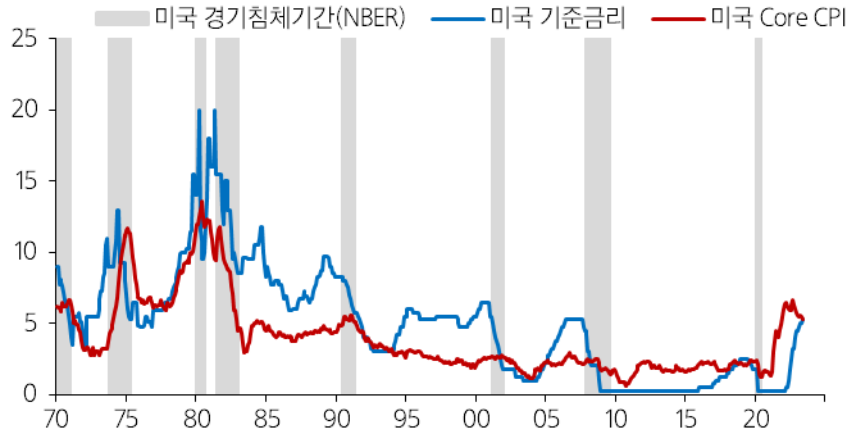
[참고] 시장 주요변수 사이클

* 상반기와 다른 그림 : 성장률 둔화, 물가 정체, 유동성 흡수

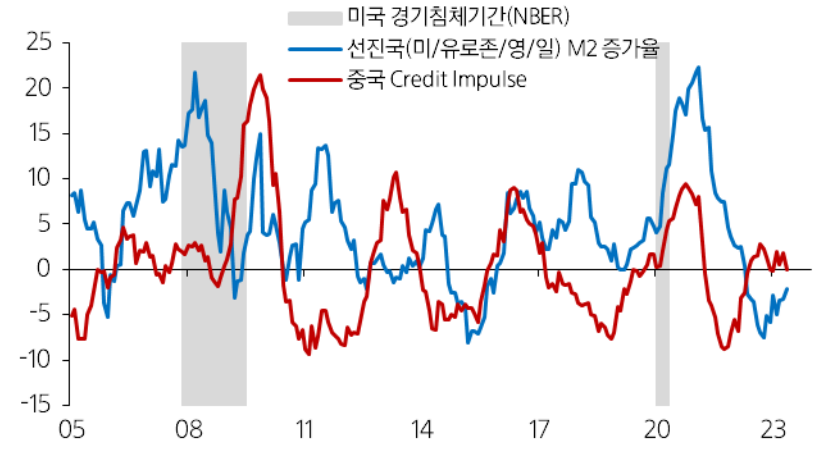
OECD 미국 경기선행지수 (5년 사이클)



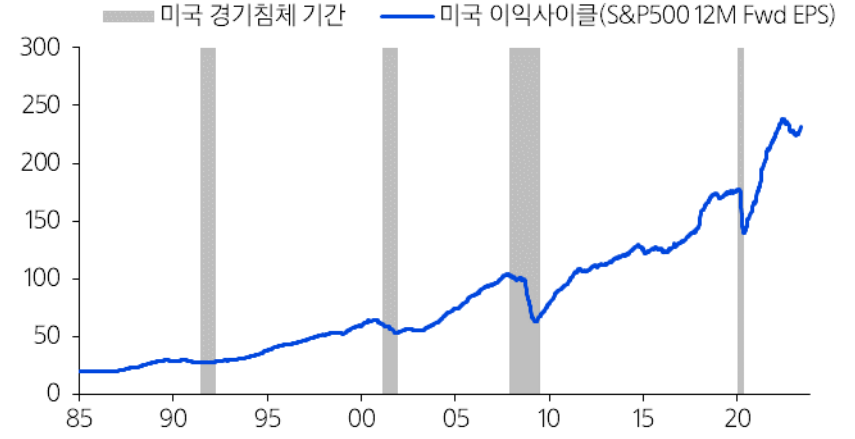
물가/기준금리 사이클



유동성사이클



이익사이클



자료: Bloomberg

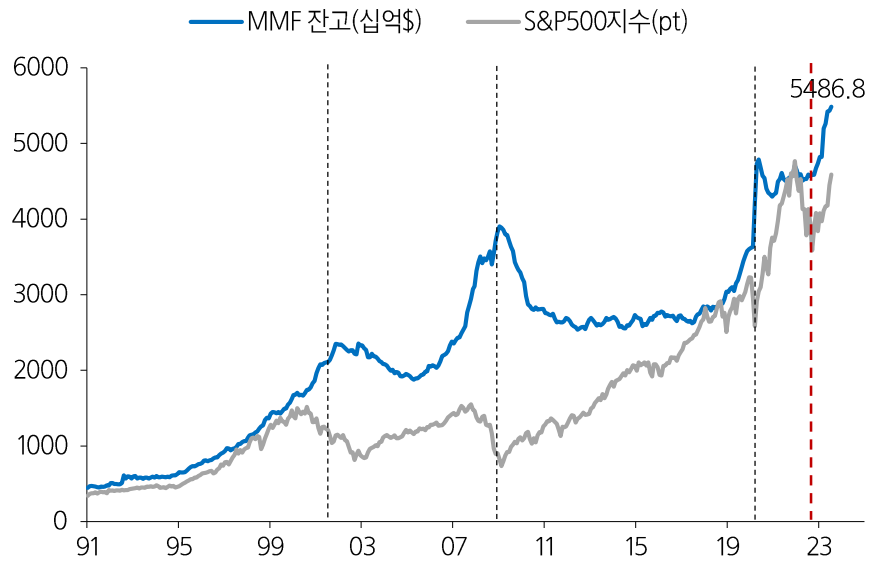
MMF 유동성은 어디로?

* MMF 자금은 채권, 주식 순으로 순차 이동 예상

MMF로 이동한 $1조 유동성은 금리인하 기대 형성되어야 이동이 본격화 될 듯

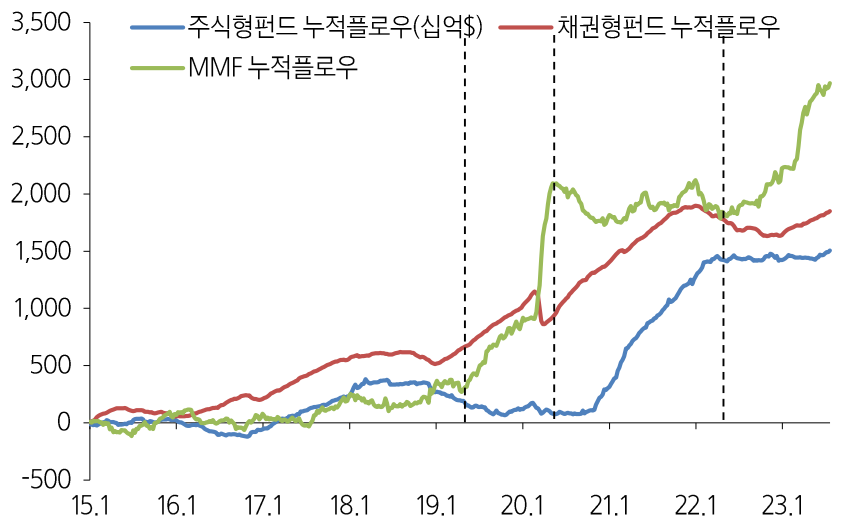
- 금리가 높게 유지되고 미국 단기 국채발행이 재개되면서 시중 자금의 MMF 이동은 지속 중
- 미국 물가 정체 가능성 감안시 미국 금리인상이 중단되더라도 하반기 중 금리인하 기대가 형성되기 어려울 것
- 경기연착륙, 물가정체 환경에서 높은 금리의 MMF는 과거 경기후퇴기 배당주, 경기방어주가 했던 방어적 역할 대체하고 있음
- MMF발 자금 이동은 내년 상반기 금리인하 기대가 유입되면서 먼저 채권 이동, 시차를 두고 주식으로 이동할 것으로 예상

MMF 자금 유입 증가 시기, 주식 동반 상승은 이례적



자료: Bloomberg

MMF peak out 이후 채권, 주식순으로 자금 이동



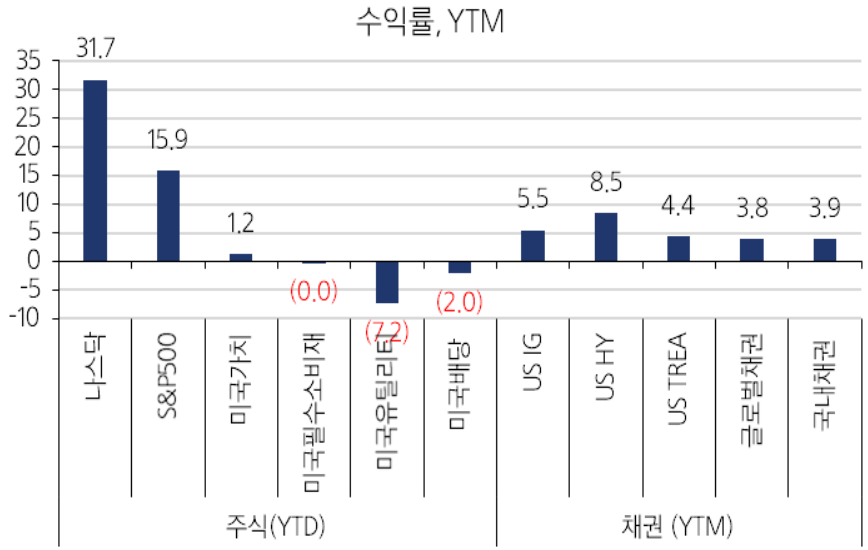
자료: Bloomberg, EPFR

투자 아이디어 : 바벨전략 변형 * 장기채권 + 대형/성장주 조합

중장기 금리 방향성, 경기연착륙 감안시 장기채권 + 대형주/성장주 조합이 유망

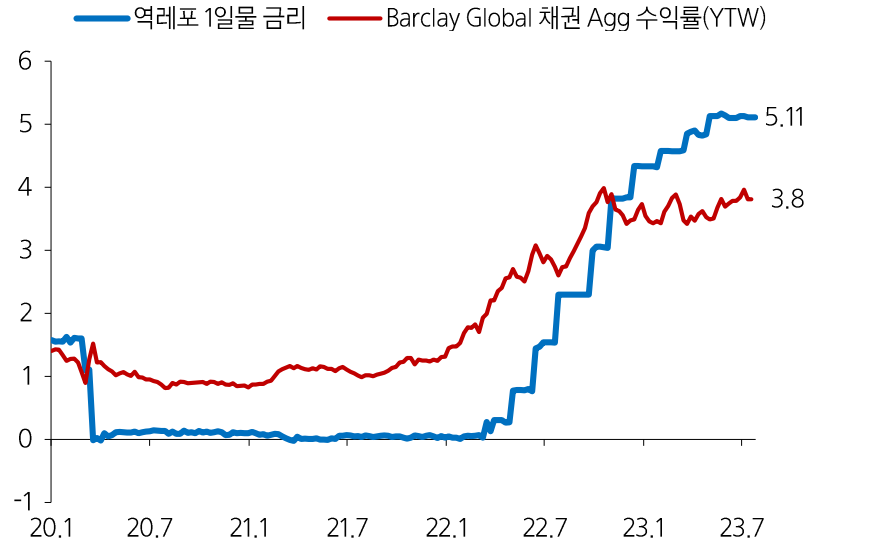
- 상반기 가장 수익률이 높았고 거래가 많았던 트레이드는 단기채권(MMF) + 성장주 조합
- 미국 금리 인상 마무리 및 중장기 금리 방향성(우하향) 감안시 단기채권은 장기채권으로 점차 Shift 필요
- 경기연착륙 감안시 성장주는 대형주(지수형), 대형성장주로 변경 필요

상반기 방어주의 역할을 대체한 채권



자료: Bloomberg

정책 금리 변화에 민감할 초단기채권



자료: Bloomberg

투자 아이디어 : 중장기 구조적 변화는 지속 * 경기/정책, 공급망, 지정학적 갈등

경기/정책 여건 차이, 미국주도 공급망 재편 가속, 지정학적 리스크는 차별화 강화 요인

	주요 이슈	투자 implication	상품전략
경기/정책	(미)고용/소비 호조	미국 우위 환경 지속 *경기/정책/기술패권 우위	쏠림 현상 지속 예상 (순환 일시적) (미국우위, 대형Tech 중심)
	(중)투자부진 디플레 압력		
공급망 재편	생산기지 탈 중국화	중국 제조업부진, 대체투자처 부상	인도
	미국 리쇼오링	미국 투자사이클(설비투자) 가속	(섹터) 미국 산업재
	프렌드쇼오링	기술패권 중심 블럭화(미 우방국)	베트남, 대만
지정학적 리스크	대만총통(1월),미국대선(11월)	미 대선까지 미/중 긴장 지속	(한국) 파운드리 밸류체인 상품
	지정학적 불안 지속 예상	희토류 등 자원 확보	

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 투자전략 및 투자프로세스는 현재의 시장상황을 감안하여 참고용으로만 제시된 것이므로, **시장상황의 변동이나 당사 내부기준의 변경 또는 기타 사정에 의하여 별도의 고지 절차 없이 변경될 수 있습니다.**
- 당사는 관련법령에 허용된 범위내에서 투자전략 및 투자프로세스를 결정하므로, **본 자료에 기재된 사항 중 관련법령 및 계약서의 내용과 상이한 것은 효력이 없습니다.**
- 본 자료는 참고 자료로 신뢰할 수 있다고 판단되는 각종 자료와 통계자료를 이용하여 작성된 것이나 **본 자료의 내용이 향후 결과에 대한 보증이 될 수 없으며, 본 자료를 본래의 용도 이외의 목적으로 사용했을 때 삼성자산운용은 이에 대해 법적 책임을 지지 않습니다.**
- 본 자료를 삼성자산운용 이외의 자로부터 입수하였을 경우, **자료 무단 제공 및 이용에 대한 책임은 전적으로 해당 제공자 및 이용자에게 있습니다.**
- 본 자료는 당사의 저작물로서 **모든 지적재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.**

삼성자산운용

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