

2024년 3월

24년 3월 글로벌 매크로 및 자산시장 전망

2024. 2

글로벌 매크로 및 자산시장 전망
House View

House View 점검

* 3~5월 전략 : '인하속도' 중요, 채권 O/W, 주식 중립

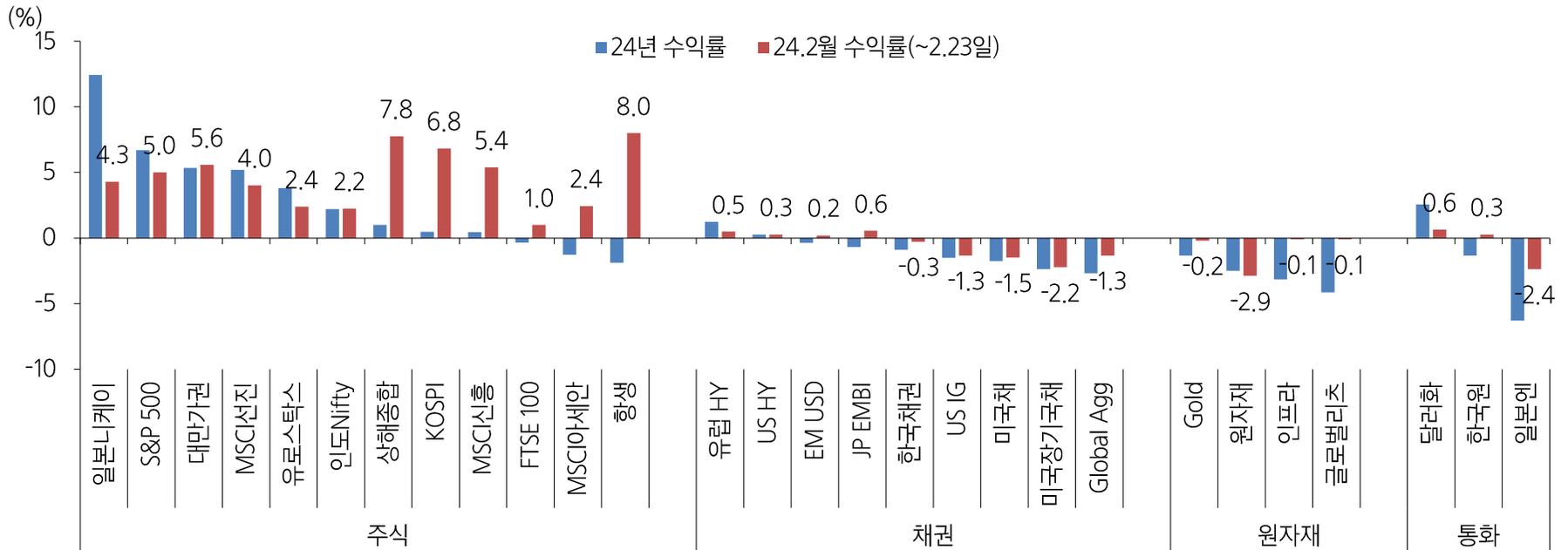
	House View	1~2월 금융시장	3~5월 주요 변수 및 전망
경기/통화정책	<ul style="list-style-type: none"> 미국경기 연착륙 (24년 성장률 1.5%) 성장/물가 감안시 미국 6월 첫번째 인하 서비스물가 확인 필요 (3회 75bp 인하) * 한국도 6월 인하 (연 3회) 	<ul style="list-style-type: none"> 미국 성장률 호조 지속 (23.1Q +2.9%) 근원 PCE 2%대 진입 (1월 2.7% 예상) 금리인하 기대 후퇴 * 시장선물 24년 90bp 인하 ↔ 연준 75bp 	<ul style="list-style-type: none"> 예상보다 강한 미국 경기, 유가 반등 * CPI 반등 ↔ 근원PCE 물가 둔화 지속 3월 FOMC 회의, QT논의 시작
채권시장	<ul style="list-style-type: none"> 금리 단계적 하락 (①인하, ②QT종료) 일드, 인하사이클로 채권 매력도 상승 * 미국채 10년 밴드 3.3~4.3%, 장기채중심 투자 	<ul style="list-style-type: none"> 견조한 성장으로 금리 반등 * 미국채10년 5.0%→3.8(24末)→4.2(2월) 국채유동성지수 상승 *국채시장 수급악화 	<ul style="list-style-type: none"> 금리전망 상단영역 진입, 장기채 중심 확대 3월 금리 변동 : 2~5월 국채발행, QT계획 * 2~5월 국채발행 감소, 3월FOMC QT논의 시작
주식시장	<ul style="list-style-type: none"> 24년 주식 기대수익률은 높지 않아 * 미국 이익증가율 7~10%, 밸류에이션 부담 1분기 조정, 2분기 상승, 박스권 예상 	<ul style="list-style-type: none"> 차별화 * 일본/미국, 대형Tech(반도체) 강세 밸류업 Program * 한국, 일본 고밸류 부담 :미국 선행 PER 20배 ↑ 	<ul style="list-style-type: none"> 개별 국가 모멘텀 (일본, 한국, 미국) * 한국 밸류업프로그램 2.26일 발표 예정 * 미국 엔비디아 실적 발표 이후 Tech 흐름 중국 반등 지속성 (부동산 회복 주목)
투자아이디어	<ul style="list-style-type: none"> 주식과 채권간 Balance (채권 선호?) 장기채권 + 미국Tech 조합 유망 미국중심 차별화 지속 	<ul style="list-style-type: none"> 기대수익률 * (미국)주식 4.1% 국채 4.4 자본차익 감안 채권 기대수익률 상승 Bull 마켓 국가 * 미국/일본/인도/한국 	<ul style="list-style-type: none"> 금리인하 전후 특징 감안한 투자 전략 인하 전 : 채권 우위 (주식 박스권 횡보) 인하 후 : 인하 속도 주목 (미국 차별화예상)
원/달러 환율	<ul style="list-style-type: none"> 상반기 일시적 달러약세, 하반기 강세 * 달러자산 선호 지속, 미국 정책완화폭 제한적 	<ul style="list-style-type: none"> 달러강세 지속 (통화정책 차 반영) * 미 첫 금리인상 시점 후퇴 (3월 ↔ 2분기말) 유로존 조기인하(4월), 일본 정책전환 지연 	<ul style="list-style-type: none"> 달러강세 압력 지속(정책 불확실성) 4~5월 달러약세 예상 (정책경로 명확화)

24년 글로벌 자산시장 수익률 현황

* 24년 YTD 수익률 및 2월 수익률

- 24년 글로벌 금융시장은 주식 강세, 달러 강세 현상 뚜렷 (미국 경기호조로 금리인하 기대 후퇴 + AI발 성장 기대 지속)
- 주식은 1월 부진했던 국가의 반등이 뚜렷. 중국 부양책 효과로 큰 폭 반등. 한국은 밸류업 프로그램 기대로 저PBR 업종 주도로 상승
- 채권은 금리인하 기대 후퇴(3월↔ 2분기말)로 금리 상승하며 수익률 부진
- 대체자산 부진도 지속. 금/원자재/리츠 동반 부진. 비트코인 현물ETF 상장 이후 비트코인 상승과 차별화 된 모습
- 달러화 강세는 지속. 유로존 조기 금리인하 가능성 및 일본의 정책 전환 지연 우려가 달러강세 지지

글로벌 자산군별 수익률 현황



자료: Bloomberg

House View (매크로 뷰)

- 미국 성장률 가파른 상향 조정 (연초 1.3% → 2.0%). 1~2월 고용, 서베이 지표 중심 호조세
- 미국 CPI 상승률은 예상을 상회했으나 연준이 참조하는 근원PCE 물가는 둔화세 지속

주요 지표		실제치			24년		3개월 전망	12개월 전망
		21년	22년	23년	1월	2월		
물가	미국 CPI (기말)	7.0%	6.5%	3.4%	3.1%	3.0%(e)	2.8%	2.5%
	미국 Core PCE (기말)	5.2%	4.9%	2.9%	2.7%(e)	2.6%(e)	2.4%	2.7%
통화정책	미국 기준금리	0.3%	4.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.50%	4.75%
	한국 기준금리	1.0%	3.25%	3.5%	3.5%	3.5%	3.50%	2.75%
	QT (연준자산, \$조)	\$8.75	\$8.55	\$7.70	\$7.65	\$7.60	\$7.40	\$7.10
(금리)	미국 국채금리(10yr, 기말)	1.5%	3.9%	3.9%	3.9%	4.2%	3.9~4.2%	3.3~3.6%
	한국 국채금리(10yr, 기말)	2.2%	3.7%	3.3%	3.4%	3.5%	3.2~3.5%	2.8~3.1%
경기	미국 (24년 성장률, 전망)	5.8%	1.9%	2.5%	1.5%	2.0%		
	한국 (24년 성장률, 전망)	4.3%	2.6%	1.4%	2.1%	2.1%		
	중국 (24년 성장률, 전망)	8.4%	4.8%	5.2%	4.5%	4.6%		

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 전망치

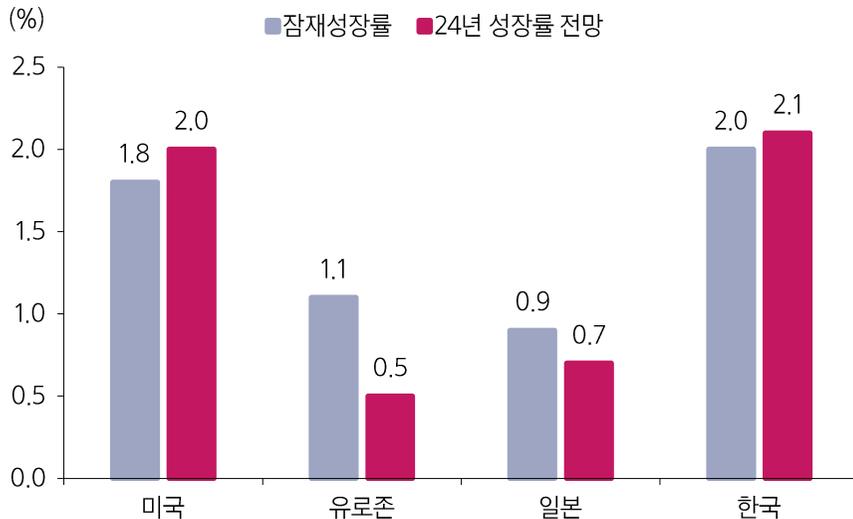
글로벌 경기 및 물가 현황

* 미국 성장률 상향, 유로존/일본 부진

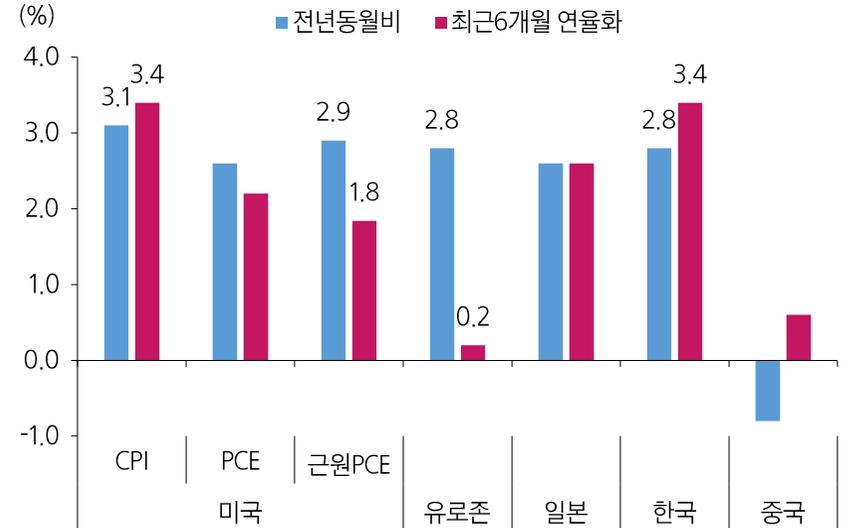
24년 미국 성장률 가파른 상향 조정, 유로존/일본은 잠재성장률 밑도는 성장 전망

- 1~2월 지표 호조로 24년 미국 성장률 전망은 연초 1.3%에서 2.0%로 상향 조정 * 미국 잠재성장률 1.8% 상회 지속
- 일본은 2분기 연속 역성장을 기록하는 등 24년 성장률 둔화 조짐 뚜렷. 유로존은 잠재성장률 이하의 성장 고착화
- 경기전망은 최근 물가추이에 그대로 투영되고 있음 * 전년동월비 물가와 최근 6개월 연율화 물가 비교
- 최근 물가둔화세가 가파른 지역은 유로존 (전년동월비 2.8% ↔ 6개월연율화 0.2%), 미국 근원PCE의 최근 속도 둔화
- 미국CPI와 한국CPI는 6개월 물가속도가 빨라지고 있어 주의 필요

미국 성장률 연초비 +0.7%p 상향. 그외 지역 정체



물가 차별화 : 속도 증가(미국/한국CPI), 감속(미PCE, 유로존)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

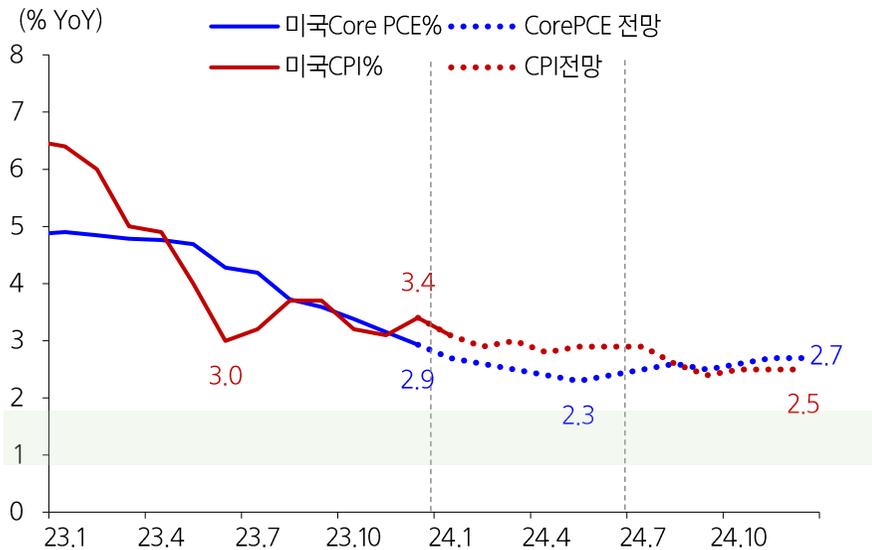
미국 근원PCE 둔화 지속, 미국 6월 첫 인하 예상

* 미국 물가 예상 경로

연준이 참조하는 근원PCE 물가는 완만한 둔화 지속 예상

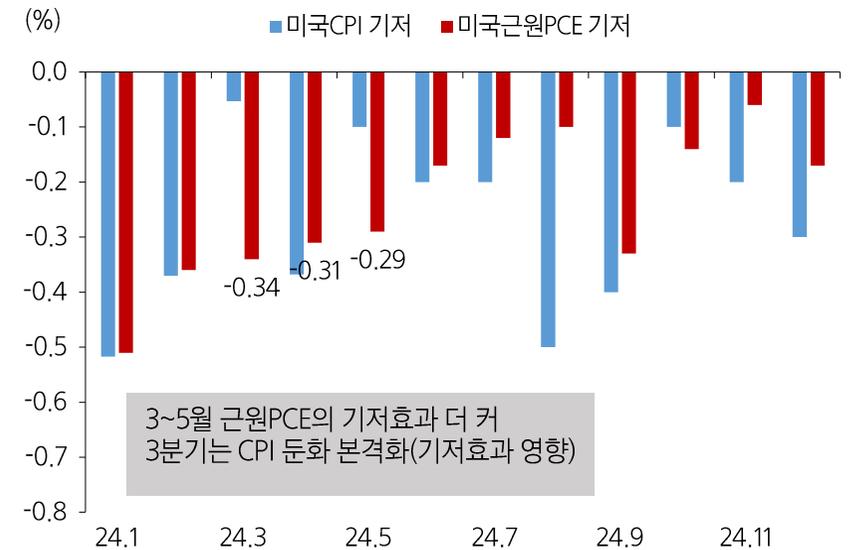
- 1월말 발표된 근원PCE 물가는 예상보다 빨리 2%대 진입하였고, 6개월 연율로는 2% 이하로 진입
- 근원CPI(1월 3.9%)와 근원PCE물가(12월 2.9%)는 약 1%p의 갭을 보이고 있는데 이는 구성항목의 차이에 기인
- PCE는 주거와 운송부문의 비중이 낮아 *CPI: 주거(36%), 운송(6.3%), Food(13.6%), PCE 주거(17.7%), 의료서비스(16.1%)
- 전년동월비 물가상승률은 전년의 기저효과와 전월비 상승률 통해 산출
- 현재의 전월비 상승속도와 전년기저효과 감안시 근원 PCE 물가가 상반기 중 2% 초중반대로 둔화 예상

미국 근원PCE와 CPI의 예상 경로



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

상반기 근원PCE 기저효과 상대적으로 커



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

House View (자산시장 뷰)

- 미국 10년 국채 금리 연간 전망 밴드(3.3~4.3%) 상단 영역 진입. 미국채/한국채/IG/신흥채권 O/W 유지
- 주식은 고밸류에이션 부담 및 과거 금리인하 전 박스권 흐름 감안하여 중립 의견 유지

자산군		실제치			24년 추이		3개월 전망	24년 12월
		21년	22년	23년	1월	2월		
채 권								
국내 채권	한국 국채 10년 금리	2.25%	3.73%	3.18%	3.35%	3.47%	O/W	O/W
	한국 크레딧 spread (AA-)	147	78	74	73	66	Neutral	Neutral
해외 채권	미국 국채 10년 금리	1.52%	3.88%	3.88%	3.99%	4.26%	O/W	O/W
	회사채 spread(BB 미국 IG)	92	130	99	96	91	O/W	O/W
	하이일드 spread(BB 미국HY)	283	469	323	344	306	Neutral	Neutral
	신흥국 spread(JPM EMBIGD)	369	453	384	401	374	O/W	Neutral
주 식								
선진국	미국 (S&P500)	4766	3839	4769	4845	5088	Neutral	O/W
	유럽 (Euro stoxx 50)	487	424	478	485	497	Neutral	Neutral
	일본 (TOPIX)	1992	1891	2366	2551	2660	Neutral	Neutral
신흥국	중국 (상해종합)	3639	3089	2974	2788	3004	Neutral	Neutral
	인도 (Nifty50)	17354	18105	21731	21725	22212	Neutral	O/W
	아세안 (MSCI Asean)	703	653	632	610	624	Neutral	Neutral
국 내	국내 (코스피)	2977	2236	2655	2497	2667	Neutral	O/W
원자재 (Bloomberg Commodity Index)		211	245	226	227	220	Neutral	Neutral
부동산 (Global REIT)		3347	2529	2771	2659	2656	Neutral	O/W
원달러 환율 (기말)		1188	1265	1288	1334	1331	1,290	1,320

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 전망치

미국 금리인하 사이클과 자산시장 전략

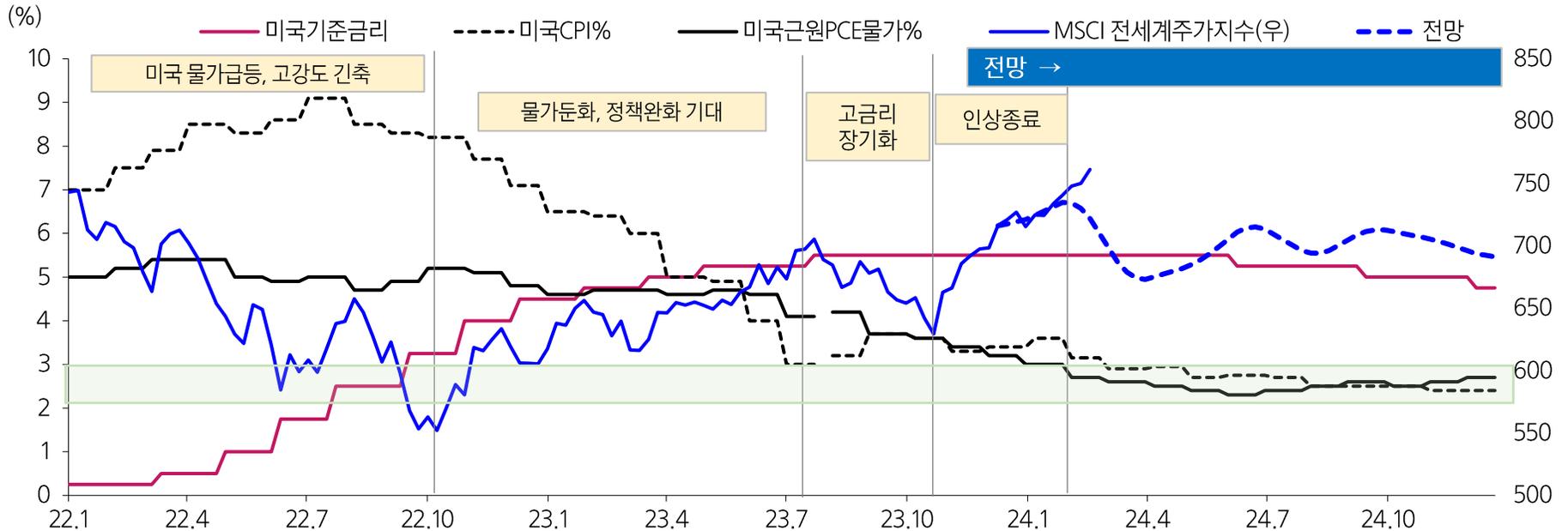
- 90년 이후 5번의 미국 인하사이클 분석. 첫 인하 전후의 자산시장 특징 분석 및 House View 금리인하시기 투자전략 수립
- 금리인하 사이클에서 자산시장 흐름을 결정한 핵심변수는 인하 속도. 인하 속도는 경기/물가 인식의 결과물

* 삼성자산 투자리서치 Macro view : 첫 금리인하 6월, 분기당 25bp 완만한 인하 예상		
시나리오#1 완만한 금리인하 (60%)	<ul style="list-style-type: none"> •95년, 19년 사례 (경기상황 양호) •주식, 채권 동반 강세 (채권은 금리인하 전 높은 레벨에서 비중 확대) •미국주식 시장 주도력 유지 (미국/Tech 중심) 	
시나리오#2 급격한 금리인하 (30%)	<ul style="list-style-type: none"> •시차를 두고 경기침체 발생 (첫 금리인하 50bp로 시작, 인하속도 빨라) •주식, 채권 차별화 (주식 하락, 채권가격 상승) •인하속도 확대 시 주식 비중 축소(미국), 국채중심 채권 확대 전략 	
시나리오#3 물가 반등, 금리인하 지연 (10%)	<ul style="list-style-type: none"> •하반기 물가 정체 및 반등흐름으로 금리인하 시기 지연 (9월 이후로) •70년대 중반, 22년과 유사. 주식과 채권 동반 하락 •숏듀레이션(MMF, 초단기채) + 달러화(환 오픈 자산) 	
시기별 투자전략	금리인하 전(24.3월~6월) 채권 O/W, 주식 N	24.2H 채권 O/W, 주식 O/W
	<ul style="list-style-type: none"> •한국/미국 장기채권형 중심 확대 * 미국채10년 연간 전망 밴드(3.3~4.3%) 상단진입 •미국주식 비중 유지 * 완만한 인하는 미국주식에 긍정적 	<ul style="list-style-type: none"> •채권 단기채 확대 병행 * 제한적 금리 하락 폭 감안 •미국주식 주도력 유지(대형Tech 중심)

주식시장, 고밸류에이션 부담으로 중립의견 유지

- 일본/미국 중심 주가상승세 지속 : 미국은 반도체 중심 상승 지속, 일본은 엔화약세 및 외국인 매수세가 상승 지지
- 1월 부진했던 한국과 중국증시 2월 반등 : 한국 기업 밸류업 프로그램 기대, 중국 유동성 공급 및 정부발 시장 하락 방어 조치 반영
- 미국 성장률 상향이 주식과 채권 차별화로 연결(주식 강세, 채권 부진). 주식은 성장 호조에 더 크게 반응
- 고밸류에이션 부담이 지속되는 가운데 첫번째 금리인하 전 박스권을 보였던 과거 경험을 감안할 때 주식에 대해 중립 의견 유지

24년 기준 금리, 근원PCE 물가, 위험자산 가격 흐름 전망



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

글로벌 매크로 및 자산시장 전망
[매크로 분석 시리즈]
금리인하 사이클과 자산시장

미국 금리인하 사이클과 자산시장

01 90년 이후 5번의 미국 금리인하 사이클 분석

- 미국의 경기 호조가 지속되면서 금리인하 예상 시점은 뒤로 후퇴. 향후에도 인하 시점과 속도는 경기와 물가 상황에 따라 변동 예상
- 당사는 근원PCE 물가 둔화 추세가 뚜렷해 지는 6월경 미국의 첫번째 인하가 시작될 것으로 예상. 이후 완만한 속도의 인하사이클 전망
- 90년 이후 5번의 미국금리 인하사이클 분석을 통해 금융시장 특징을 분석하고, 당사 24년 Macro뷰 감안하여 금리인하 전후 투자전략 도출

02 미국 금리인하 사이클 전후의 자산시장 특징 : 핵심은 '인하 속도', 인하 속도에 따라 주가 차별화

- 5번 인하사이클 중 4번 경기침체 발생. 인하속도 관점에서 보면 완만한 인하(95년, 19년)와 급격한 인하(90년, 01년, 07년)로 구분 가능
 - * 19.7월 인하사이클의 경우 초기 7개월간 완만한 인하가 유지되었으나 20년 2월 코로나 팬데믹으로 경기침체 발생하며 인하 가속
- 금리인하 사이클 전후(직전 3개월, 인하 후 6개월) 자산별 특징을 보면 주식보다 채권의 성과가 좋았고, 주식은 인하 속도에 따라 차별화
- 첫 금리인하 전후 자산시장 흐름을 결정하는 키포인트는 인하 속도. 인하 속도는 경기상황에 좌우(연착륙...> 완만한 인하. 침체...> 인하폭 확대)
- 인하 전 : 채권수익률 우위(인하 기대 선반영), 주식은 제한적 등락 * 주식은 완만한 인하가 예상될 경우 미국중심 상승세 (경기침체 위험 제한적)
- 인하 후 ① 완만한 인하(보험적 인하) : 주가 완만한 상승, 채권가격 상승 * 95년, 19년 사례. 미국 중심 상승세. 신흥국 상대적 부진
 - ② 급격한 인하(경기침체 대응) : 주가 하락, 채권가격 상승(금리하락) * 01년, 07년, 20년 사례. 위험자산 동반 하락
- ※ 물가 재상승 시나리오(70년대 중반) : 가능성은 낮으나 발생시 주식/채권 동반 부진 예상

03 House View 감안한 금리인하 전후 투자전략

- 인하 전(3~6월) 투자전략 : 현재 주가/채권 레벨 감안시 채권 비중 확대 전략 유효(중장기 채권 중심), 주식은 미국 중심 유지
- 인하 이후 : (기본시나리오 - 완만한 인하) 채권과 주식 동반 강세 (채권은 장기국채/신흥국채권. 주식은 미국주식 중심 차별화 지속)
- 인하 속도가 50bp 이상으로 빨라질 경우 투자전략 변화(경기침체 대응) : 주식 비중 축소, 채권 비중 확대

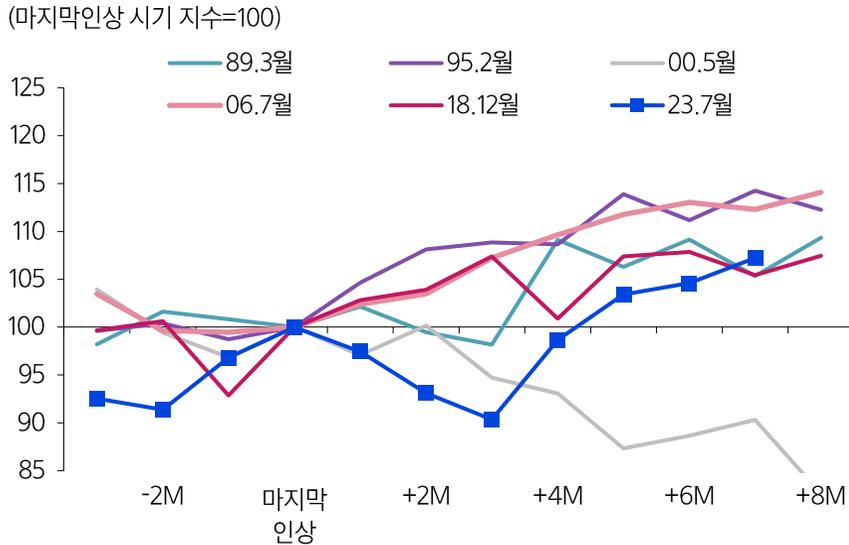
미국 금리동결 이후 자산시장 흐름 비교

* 금리 인상 중단 이후의 자산시장

금리동결 후 자산시장 흐름, 과거 패턴과 유사

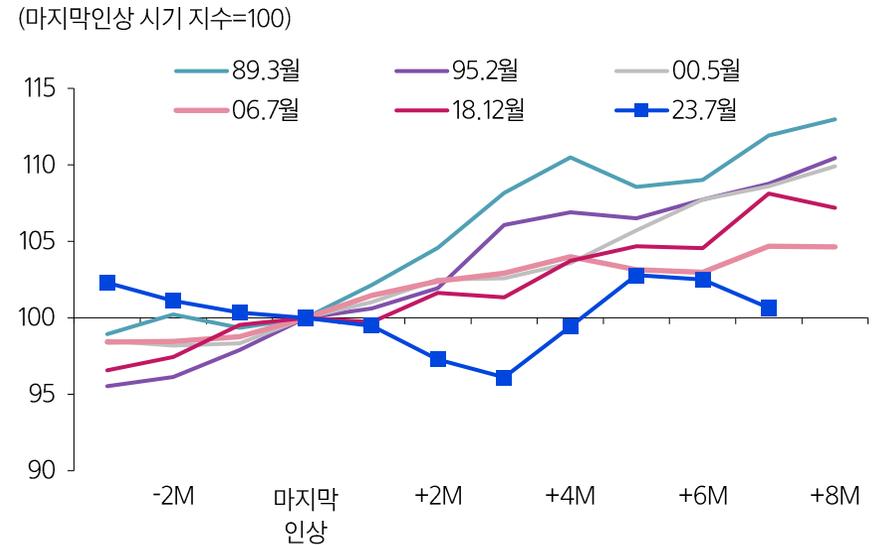
- 80년대 이후 기준금리 인상 중단 이후 주식시장과 채권 시장 모두 강세 흐름을 보였음(주식시장은 00년도 제외)
- 이번 금리동결 이후(23.7월 동결 후 7개월) 주가는 상승 흐름 (89년 주가 흐름과 유사, 마지막 인상 후 주가 조정 후 상승)
- 금리 동결 이후 채권은 상승세를 보였으나 이번에는 등락을 거듭 중

마지막 기준금리 인상 전후의 세계 주가지수



자료: CEIC, 삼성자산운용

마지막 기준금리 인상 전후의 미국 국채지수 추이



자료: CEIC, 삼성자산운용

미국 금리인하 사이클 특징

* 자산시장 방향성을 결정한 핵심변수는 인하 속도

경기침체 여부 판단 중요, 인하 속도를 통해 경기위험 판단

- 95년을 제외하고 금리인하 사이클 진입 후 시차를 두고 경기침체 발생 (90년, 01년, 07년, 20년)
경기침체 사례를 보면 첫번째 인하폭이 컸고, 초기 6개월 금리인하 속도가 매우 빠르게 나타남
- 경기침체 발생 여부가 중요하나 사후적으로 확인되기 때문에 금리인하 속도를 경기위험 판단 자료로 활용 할 필요 있음
- 특히 주식시장은 인하 속도에 따라 성과 차별화 뚜렷. 2번의 완만한 인하(95년, 19년)와 급격한 인하(90년, 01년, 07년, 20년)로 나누어 분석 실시
- 채권은 금리인상 전후 주식대비 양호한 성과 기록. 채권 절대수익률은 금리인하 전이 더 높은 경향 (금리인하를 앞두고 기대 선반영)
- 주식은 완만한 인하의 경우 주가 상승세 유지. 반면 급격한 인하의 경우 경기침체 우려 부각되며 주가 하락세 심화되었음

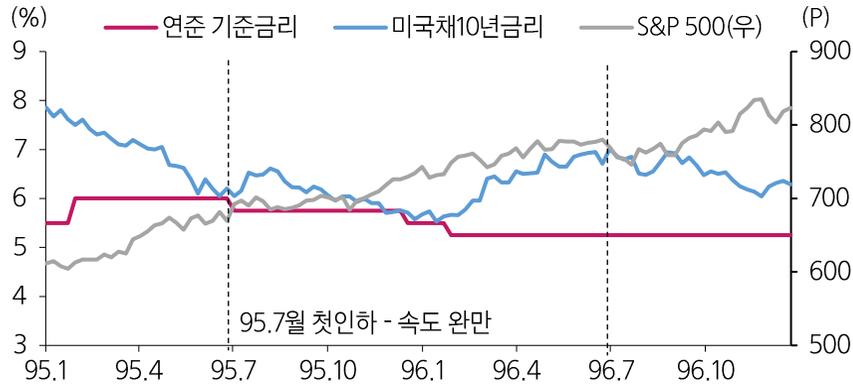
	마지막 인상월	최종금리	동결기간 (월)	첫번째 금리인하	첫번째 금리인하폭	첫 인하후 6개월인하폭	경기침체 여부	주가수익률(%) (MSCI World)		채권수익률(%) (미국국채)		달러변동율(%) (DXY인덱스)	
								인하전 12주	인하후 12주	인하전 12주	인하후 12주	인하전 12주	인하후 12주
1	89.5월	9.75%	1	89.6월	0.125%p	-1.50%	90.7월	-0.5	7.5	5.0	3.8	6.8	-1.5
2	95.2월	6.00%	4	95.7월	0.25%p	-0.75%	X	5.4	1.7	5.7	0.8	0.1	3.0
3	00.5월	6.50%	7	01.1월	1.0%p	-3.00%	01.3월	-3.0	-12.4	5.1	1.2	-6.9	8.3
4	06.6월	5.25%	14	07.9월	0.5%p	-2.75%	07.12월	0.7	-2.0	3.2	3.2	-4.2	-1.5
5	18.12월	2.50%	6	19.7월	0.25%p	-0.75%	20.2월	1.1	3.4	3.7	0.8	0.8	-0.2
6	23.7월	5.50%	7										

자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용

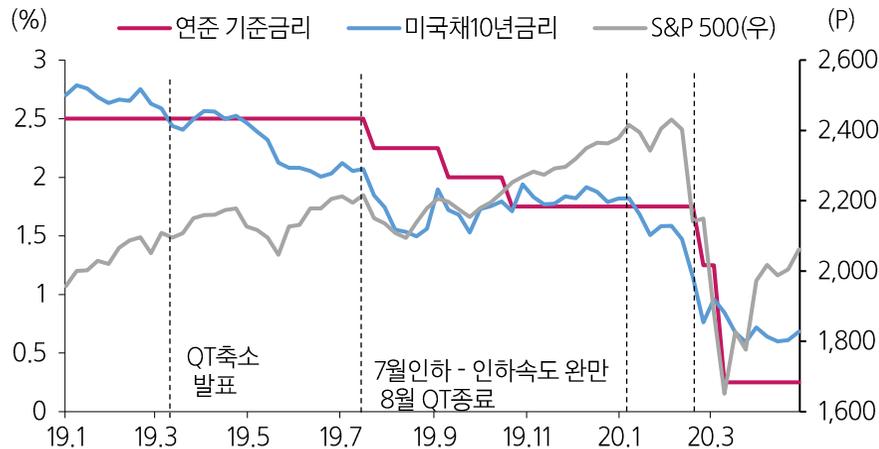
[참고] 기준금리 인하 속도와 주식 및 채권금리 추이

완만한 금리인하 사례

95년 사례

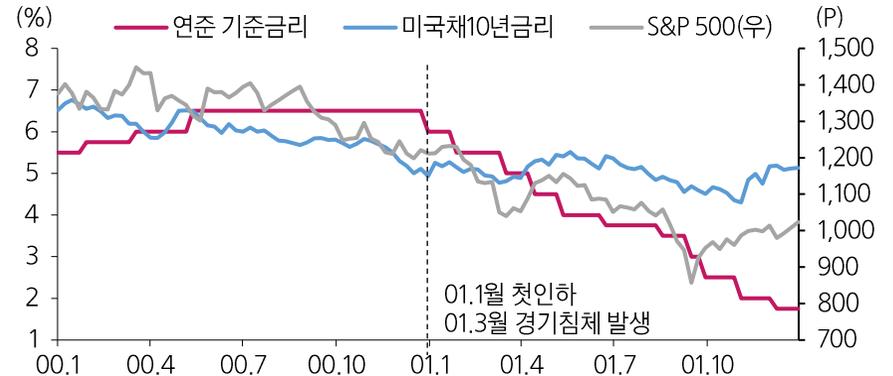


19년 하반기 사례

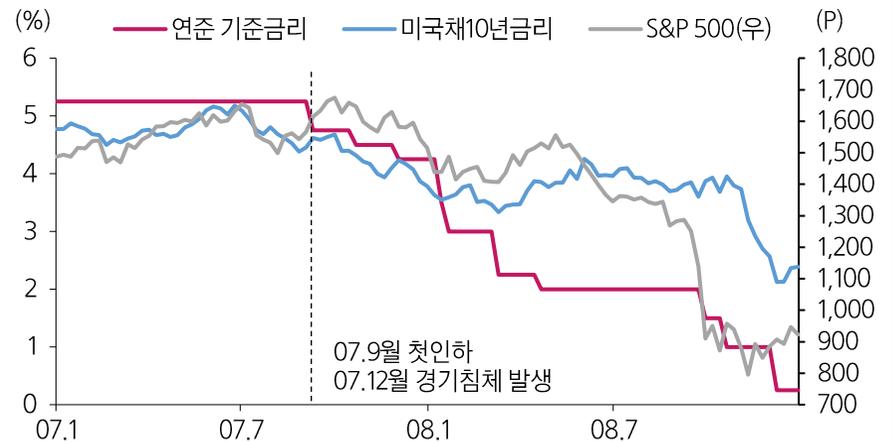


급격한 금리인하 사례

01년 사례



07년 사례



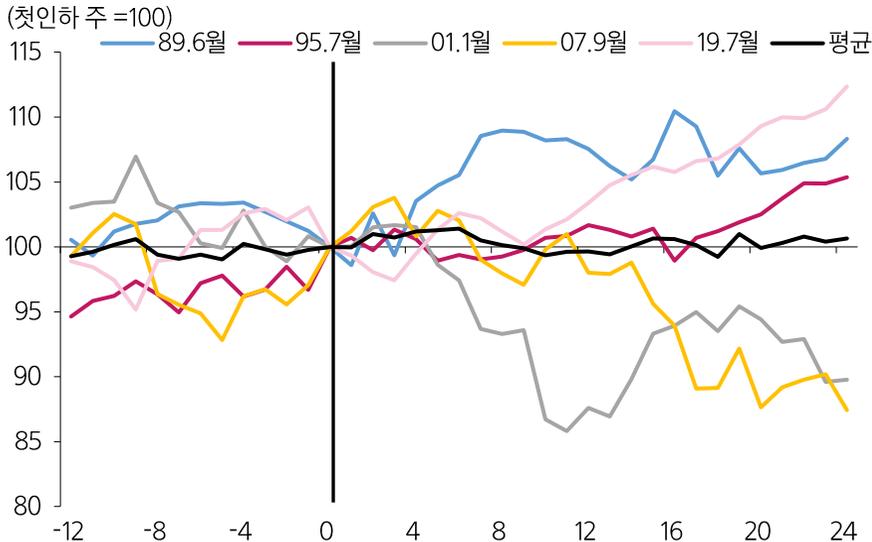
금리인하 전후 자산시장 흐름

* 채권 추세적 상승, 주식은 인하성격에 따라 차별화

채권은 추세적 상승 흐름 뚜렷, 주가는 인하 전 제한적 등락 후 인하 이후 사례별 차별화

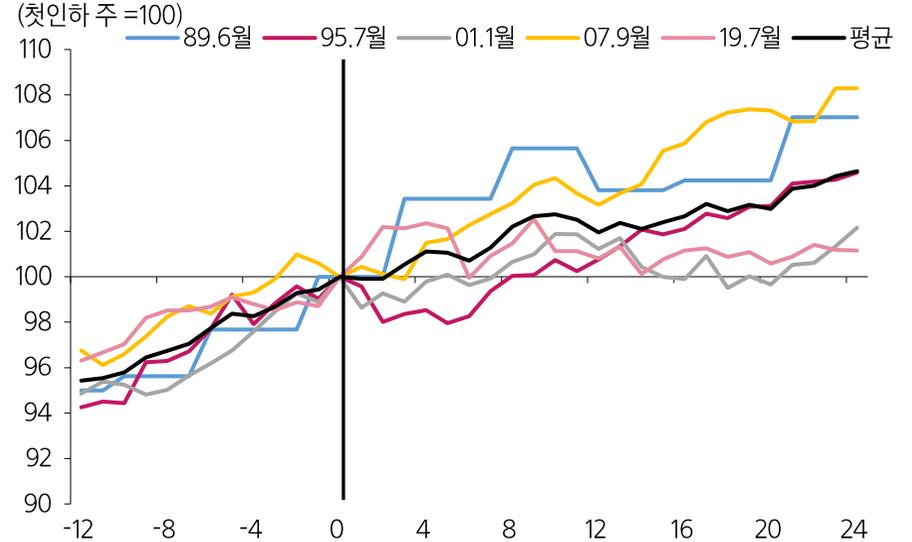
- 주가(MSCI 선진국)는 첫번째 금리 인하 전 제한적 등락 (평균값 소폭 마이너스, ±5% 내외 등락)
- 첫 금리인하 주가는 단기적으로 방향성 제한된 횡보 후 1개월 후부터 본격적인 방향성
- 완만한 인하의 경우 주가 상승세, 경기침체 대비해 인하폭이 커질 경우 주가는 약세
- 채권 가격(미국채 지수)은 첫번째 금리인하 전후 완만한 상승세 유지 (인하 전 상승세가 크고, 인하 직후 소폭 되돌림 발생)

주가는 인하 전 제한적 등락, 인하 후 사례별 차별화



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용

미국채는 인하 전후 우상향 방향성, 인하 후 인하속도에 민감

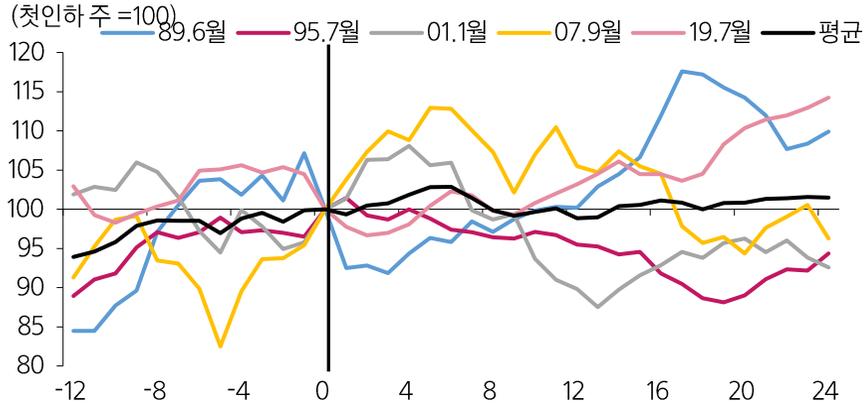


자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용

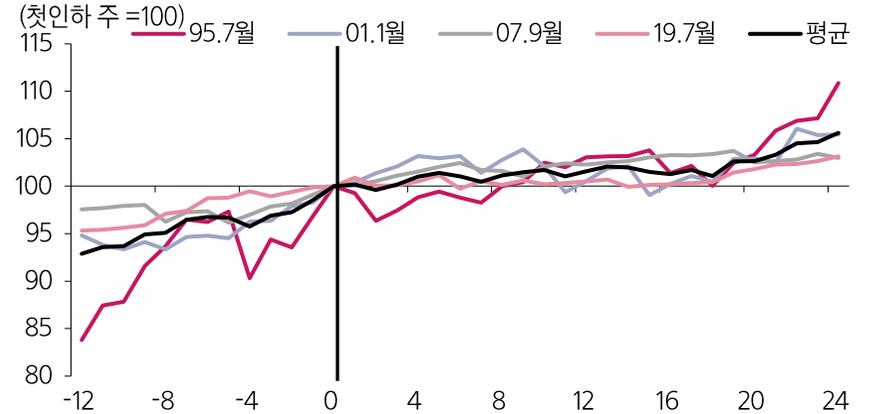
금리인하 전후 자산시장 흐름

*신흥주식/달러화 변동성 확대, 이머징채권/원자재 우상향

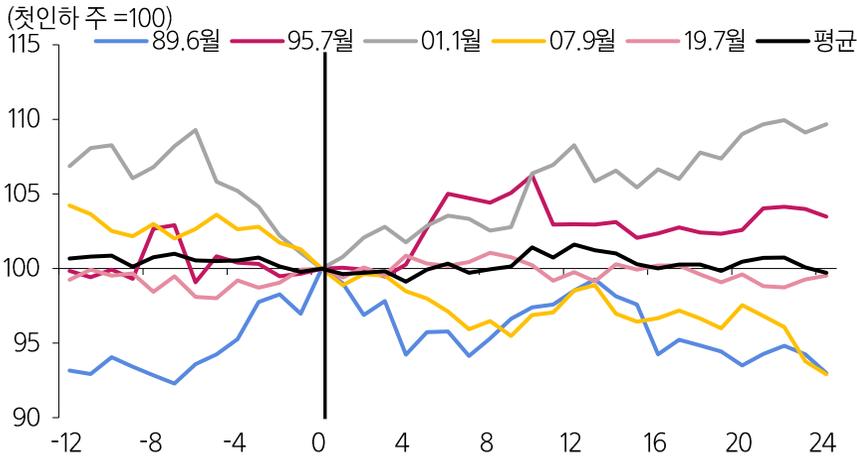
첫 금리인하 전후 이머징 주가 흐름



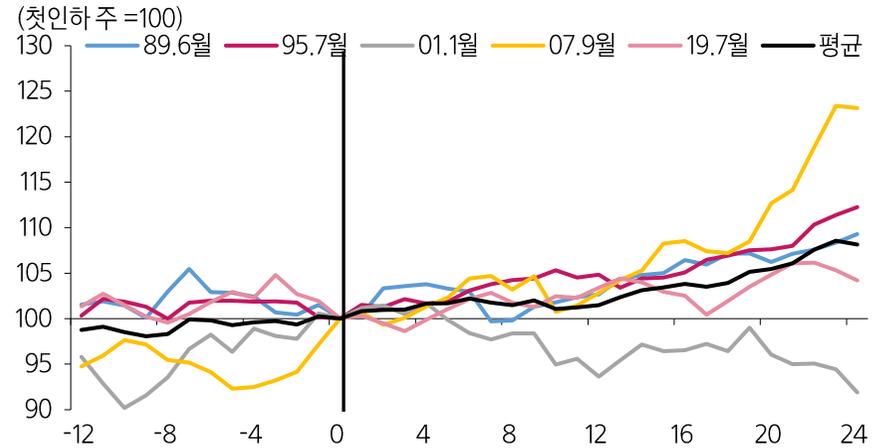
첫 금리인하 전후 이머징 채권 가격 흐름



첫 금리인하 전후 달러화 흐름



첫 금리인하 전후 원자재 흐름



자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

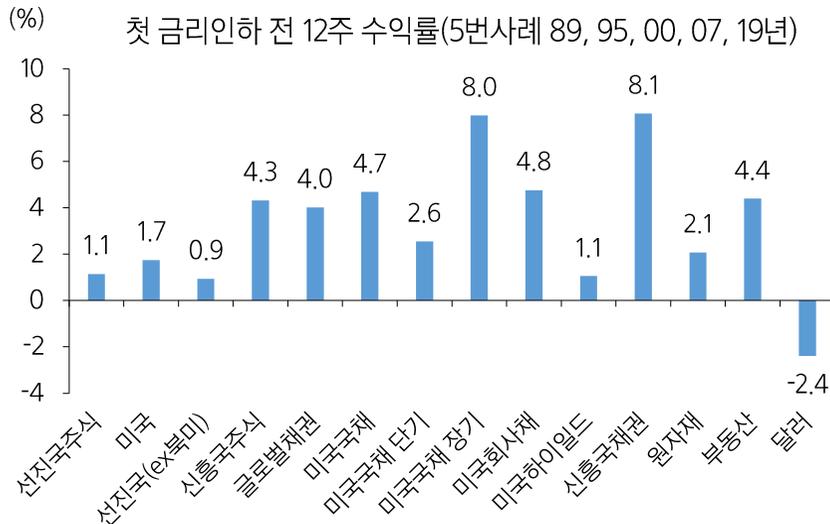
금리인하 전 투자 전략

* 첫 인하 전 채권 상대적 우위. 주식은 박스권 등락

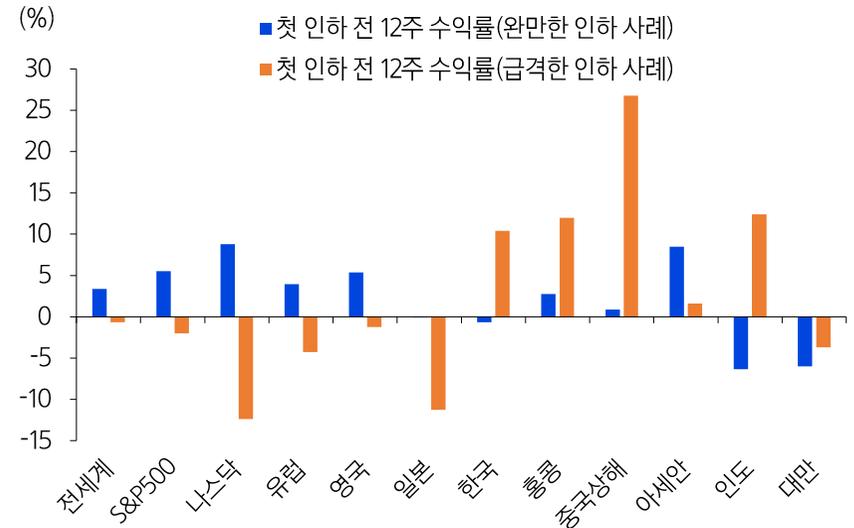
첫 금리인하 전 채권의 상대적 우위 예상 (주식 상승 제한적)

- 첫 금리인하 전 자산별 수익률은 금리인하에 대한 기대 때문에 채권의 수익률이 상대적으로 높았음 (금리 인하 선반영 뚜렷)
- 주식은 상승폭이 크지 않았는데 주식내에서는 선진국보다 신흥국의 주가 수익률이 양호
- 인하 속도로 나누어 분석해 보면 인하 속도가 완만한 경우 미국주식 중심 차별화가 인하전에 나타남 (완만한 인하는 미국경제 호조를 의미)
- 완만한 인하 (95년, 19년)의 경우 긍정적 미국 경기 여건이 반영되며 첫 인하 전 미국 등 선진국 수익률 양호
- 급격한 인하 (01년, 07년)의 경우 미국 경기 둔화 및 침체 우려를 반영하며 미국 등 선진국 주가 하락, 먼저 타격을 받은 신흥국 반등 뚜렷
- 현재 미국의 경기여건 감안 시 완만한 인하를 상정한 대응 필요 (현재 미국/일본 등 선진국 우위 현상 나타나고 있음)

첫 금리인하 전 12주(3개월) 수익률 통계 - 채권 상대적 우위



첫 인하 전 국가별 수익률 (인하 속도에 따른 차별화)



자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

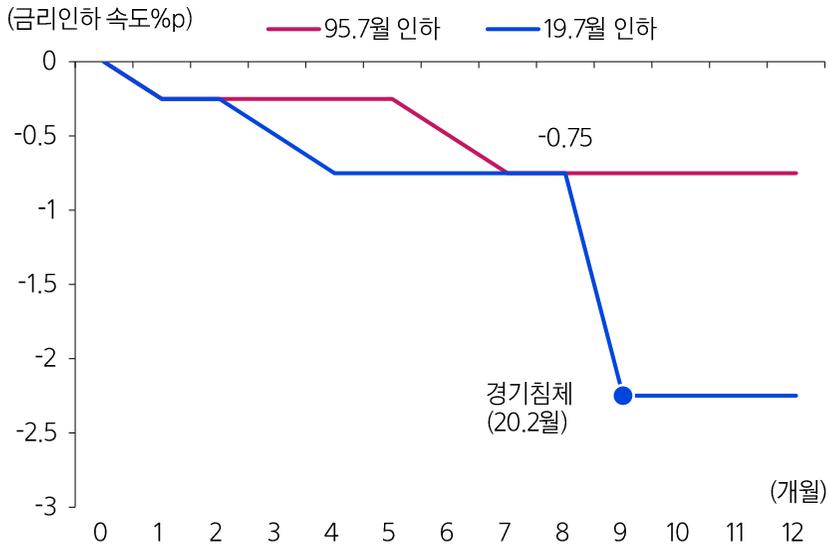
금리인하 이후 투자 전략 (기본시나리오)

* 완만한 금리인하가 단행될 경우 (95년/19년)

완만한 금리인하 : 양호한 경기 속 보험적 인하(과도한 긴축 되돌림 성격)

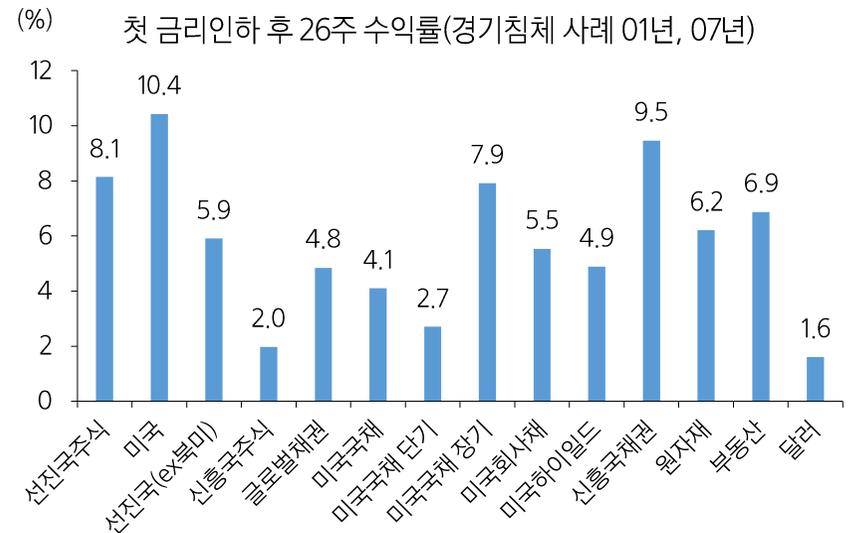
- 완만한 인하 사례 : 95.7월, 19.7월 인하 (7개월간 금리인하 폭 75bp, 분기 1회 인하)
 - * 19년의 경우 완만한 인하흐름 보이다 20년 2월 코로나 발생으로 급격한 인하로 선회
- 주식시장은 완만한 상승. 특히 미국경제의 상대적 우위가 부각되며 미국 중심 주가 상승세 시현 (미국 완만한 인하로 글로벌 동반회복 미미)
- 채권은 신흥국채권, 미국장기채권 중심 높은 수익률 기록
- 투자유망 포트폴리오 : 미국주식 + 장기채권 + 부동산리츠

금리인하 속도 (완만한 금리인하 : 95년, 19년)



자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

양호한 경기 반영하여 주가 상승세 지속 : 미국 상대적 우위



자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

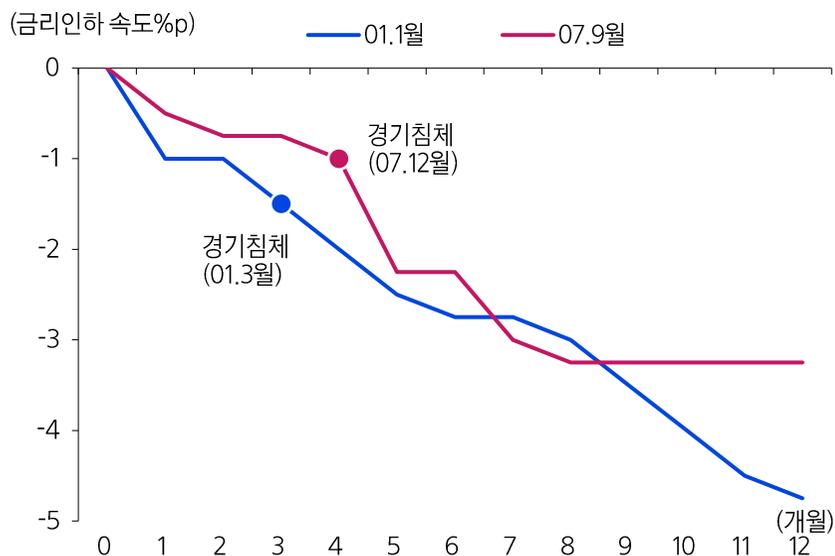
[참고] 금리인하 이후 투자전략

* 급격한 금리인하가 단행될 경우 (90년/01년/07년/20년)

급격한 금리인하 : 경기침체 우려로 첫 인하 폭 크고, 침체 현실화로 급격한 인하 단행

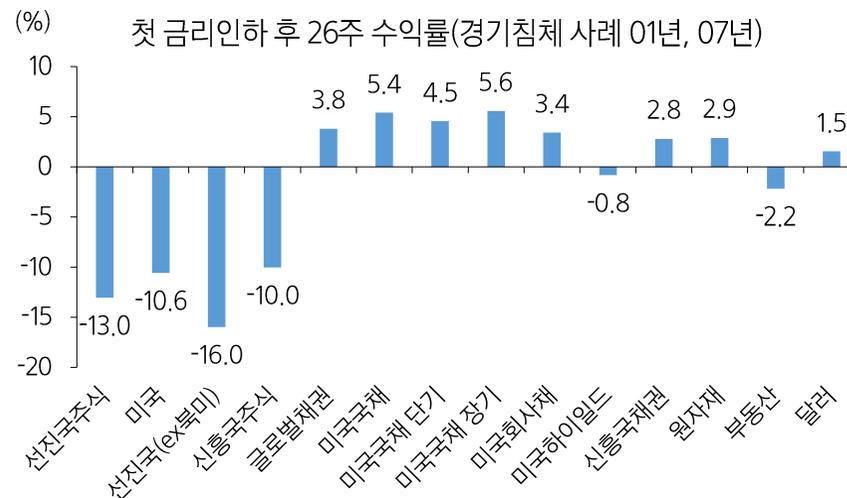
- 급격한 인하 사례 : 01.1월, 07.7월 인하 (첫 금리인하 폭 컸고 인하 후 3~4개월 후 경기침체 발생, 1년 동안 300bp 이상 인하 단행)
- 주식시장은 선진국, 신흥국 동반 하락
- 채권시장은 강세. 장기채권 상대적 우위. 달러강세 속 부동산 리츠도 하락
- 투자유망 포트폴리오 : 장기채권(국채) + 달러화

금리인하 속도 (급격한 인하 : 01년, 07년)



자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

주가 급락, 채권가격 상승 (안전자산 선호 현상 뚜렷)



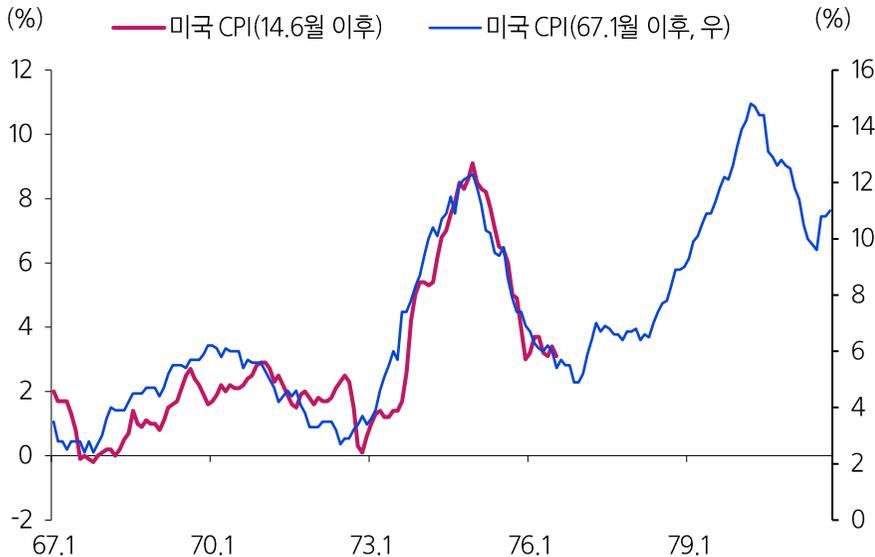
자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

[참고] 금리인하 이후 투자전략

물가 재상승시 금리인하 지연

- 물가 재 급등 가능성은 낮은 것으로 판단
- 하반기 물가 기저효과가 악화되면서 물가 정체 및 소폭 반등 가능성은 충분. 불안요인은 될 수 있음
- 물가 재급등시 주식과 채권 동반 부진 (70년대 중반, 22년 사례)
- 투자유망 포트폴리오 : 달러화 + MMF + 원자재 + 물가연동채

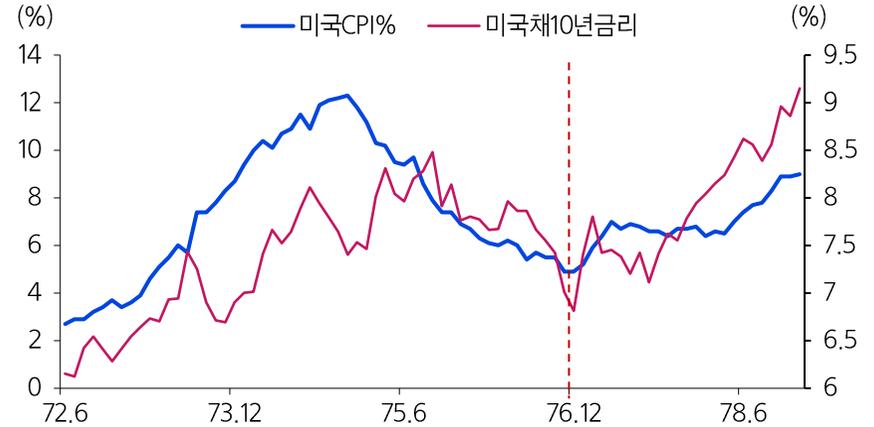
70년대와 현재 물가 궤적 비교 (24.2H에 나타날 진통)



자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

* 물가 재상승, 인하 지연 시나리오 (70년대 중반)

물가 재반등 확인 후 국채금리 재상승



물가 재반등 확인 후 주가 급락



자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

글로벌 매크로 및 자산시장 전망
[매크로 업데이트]
국가별 매크로 현황 및 이슈

글로벌 매크로 현황

* 미국, 추세 이상의 양호한 성장세 지속

• 성장률 상향 국가 : 미국 (1분기 성장률 호조), 중국 (유동성 공급 및 생산/소비 반등 영향)

주요 지표		22년	23년	24년 추이		comment	24년전망	잠재성장률
				1월	2월		IMF	
성장률	미국 경제성장률	2.1%	2.5%	1.5%	2.0%	1분기 성장률 호조 지속(GDPNow 2.9%), 연 성장률 상향	1.5%	1.8%
	유로존	3.3%	0.5%	0.5%	0.5%	유로존, 독일 제조업 전월비 반등, 성장률 영향은 미미	1.2%	1.1%
	일본	1.1%	2.0%	0.8%	0.8%	2분기 연속 전분기비 역성장 (수출개선에서 내수부진 지속)	1.0%	0.9%
	중국	3.0%	5.2%	4.5%	4.6%	유동성 부양책 효과로 성장률 전망 소폭 상향	4.2%	4.2%
	한국	2.6%	1.4%	2.1%	2.1%	수출, 반도체 개선 가속, 2월 수출은 계절효과로 둔화 예상	2.2%	2.0%
물가	미국 CPI (기말)	6.5%	3.4%	3.1%		2월 CPI 2%대 진입 예상되나 유가 반등세 지속은 부담	2.8%	
	미국 Core PCE	4.9%	2.9%	2.7%		근원PCE 물가의 둔화세는 지속될 듯. 2분기 2%초중반대		
	유로존 CPI	9.2%	2.9%	2.8%		2~4월 기저효과로 큰 폭의 물가 하락 예상 (인하기대 ?)	3.3%	
	일본 CPI	4.0%	2.6%			1월 기저효과로 물가 2% 초반대로 둔화 예상	2.9%	
	중국 CPI	1.8%	-0.3%	-0.8%		09년 이후 처음으로 4개월 연속 하락 (식품 5.9% 하락)	1.7%	
	한국 CPI	5.0%	3.2%	2.8%		한국 물가는 당분간 2% 중반대 회복 예상	2.3%	
통화정책	미국 기준금리	4.5%	5.5%	5.5%	5.5%	3월 금리인하 기대 후퇴, 6월 인하로 컨센서스 이동		
	유로존 기준금리(Deposit)	2.0%	4.0%	4.0%	4.0%	물가 2% 밑으로 떨어질 가능성 높아, 인하기대 높아질 듯		
	일본 기준금리	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	4월 정책 전환 예상 (마이너스금리정책 폐기)		
	중국 대출금리(LPR 5y)	4.3%	4.2%	4.2%	3.95%	모기지 금리 기준이 되는 5년 프라임 대출금리 25bp인하		
	한국 기준금리	3.25%	3.5%	3.5%	3.5%	미국 첫 금리인하 전후 인하 예상 (5월 or 7월)		
QT (연준자산, \$조)	\$8.55	\$7.80	\$7.70	\$7.65	국채 역RP잔고 빠른 감소, 3월 QT 종료 논의 예정			

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

미국 경제

* 추세 이상의 양호한 성장세 지속

- 미국 1분기 성장률 호조 지속 (애틀란타 연준 GDPNow 1Q 예측치 2.9%)
- 고용, 제조업, 임금 지표 양호. 소매판매/산업생산은 예상 하회

	주요 지표		23.1Q			23.2Q			23.3Q			23.4Q			24.1Q		
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3
성장률	GDP성장률	실질, 전분기연율	2.2			2.1			4.9			3.3			1.6 (Bloomberg)		
	GDPNow Nowcasting	실질, 전분기연율	0.7	2.3	2.5	1.7	1.9	2.2	3.5	5.6	4.9	2.3	1.2	2.4	3.4	2.9	
	뉴욕연은 Nowcasting	실질, 전분기연율	1.2	2.8	1.4	0.5	1.6	1.6	1.9	2.1	2.1	2.8	2.2	2.4	3.3	2.8	
	소비지출		3.8			0.8			3.1			2.8					
	정부지출		4.8			3.3			5.8			3.3					
	민간투자		-9.0			5.2			10.0			2.1					
	GDI성장률	실질, 전분기연율	0.5			0.5			1.5								
물가	CPI	전년동월비	6.4	6.0	5.0	4.9	4.0	3.0	3.2	3.7	3.7	3.2	3.1	3.4	3.1		
	CPI Nowcasting		6.4	6.2	5.2	5.2	4.1	3.2	3.4	3.8	3.7	3.3	3.0	3.3	3.0	2.9	
	CPI	전월비	0.5	0.4	0.1	0.4	0.1	0.2	0.2	0.6	0.4	0.0	0.1	0.3	0.3		
	Core PCE	전년동월비	4.9	4.8	4.8	4.8	4.7	4.3	4.2	3.7	3.6	3.4	3.2	2.9			
	Core PCE Nowcasting		4.3	4.7	4.6	4.7	4.7	4.4	4.4	4.0	3.7	3.5	3.4	3.0	2.7	2.6	
	Core PCE	전월비	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2		
경기판단지표 (NBER)	개인소비지출	실질, MoM	1.0	0.1	-0.2	0.1	0.1	0.3	0.5	-0.1	0.4	0.0	0.5	0.5			
	개인소득(이전소득제외)	실질, MoM	0.6	0.2	0.4	0.0	0.2	0.1	0.3	0.2	0.1	0.3	0.6	0.1			
	제조업/도소매판매	실질, MoM	0.1	-0.2	-1.0	-0.3	0.9	0.0	0.8	-0.2	0.7	-0.1	0.9				
	산업생산	MoM	1.0	0.0	0.1	0.5	-0.2	-0.6	0.9	-0.1	0.1	-0.8	0.3	0.0	-0.1		
	비농업취업자수	3개월평균, 천명	292	302	305	237	242	274	242	211	213	207	198	227	289		
	가계조사 고용	3개월평균, 천명	474	605	508	270	135	60	82	264	182	24	122	-122	-43		
서베이	ISM제조업		47.4	47.7	46.3	47.1	46.9	46.0	46.4	47.6	49.0	46.7	46.7	47.4	49.1		
	ISM서비스		55.2	55.1	51.2	51.9	50.3	53.9	52.7	54.5	53.6	51.8	52.7	50.6	53.4		
	미시간 소비자신뢰		64.9	66.9	62.0	63.7	59.0	64.2	71.5	69.4	67.9	63.8	61.3	69.7	79.0	79.6	

자료: Bloomberg, FRED, 삼성자산운용

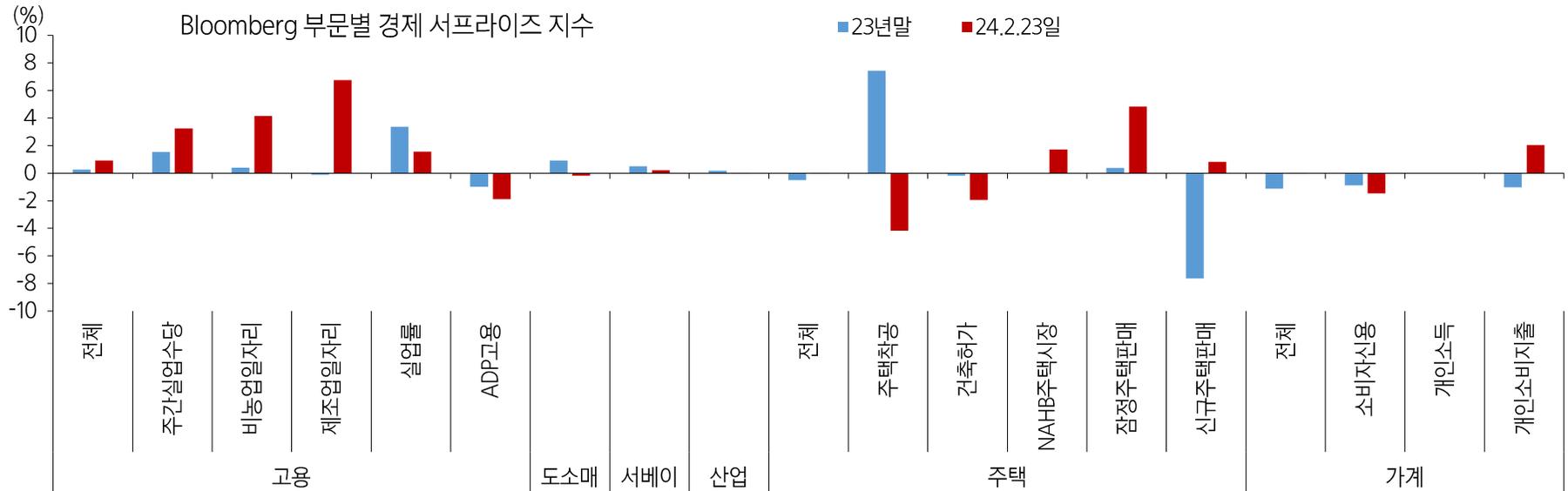
미국 1분기 경기호조 지속

* 탄탄한 고용과 서베이 부문(ISM등) 성장 주도

고용 둔화세 완만, 부진했던 서베이지표 반등(제조업/서비스업/부동산)

- 미국 경제 서프라이즈를 이끌고 있는 분야는 고용, 소비자지출, 주택판매, 서베이 지표(ISM제조업/서비스,부동산서베이)
- 고용 둔화세는 매우 완만한 속도로 진행 (비농업일자리수 반등, 주간실업수당 건수 낮은 수준 지속, 높은 명목임금상승률)
- 1월 모멘텀이 둔화된 경제지표는 소매판매, 산업생산 등 동행성 지표
- 소비지출 양호한 증가세 유지 중이나 소비자 신용 데이터는 예상 하회 빈도가 많아 지고 있어 주의 필요

미국 부문별 경제지표 서프라이즈 현황 : 고용/서베이지표 서프라이즈, 소매판매/산업생산/소비자신용 둔화



자료: Bloomberg, 부문별 경제지표 예상대비 상회, 하회를 기준으로 표준화

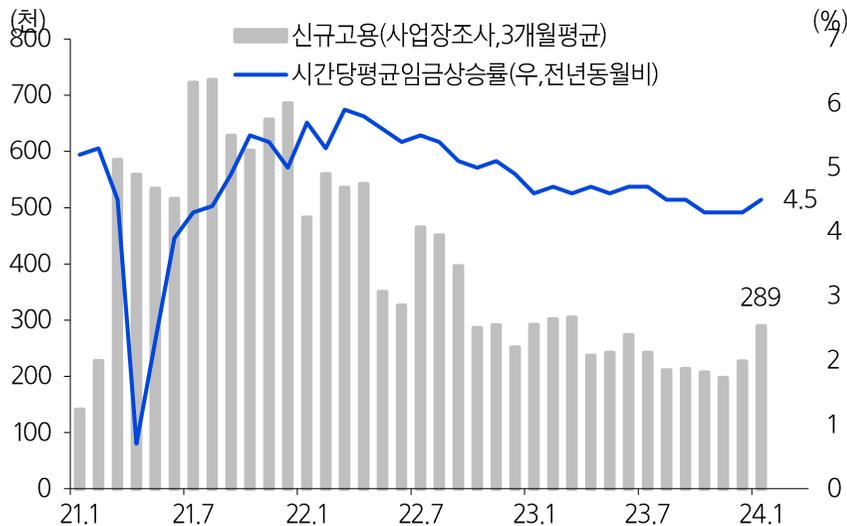
미국 경기호조를 이끄는 동력

* 탄탄한 고용, 반등하는 서베이지표

신규 일자리수 견조한 흐름 유지

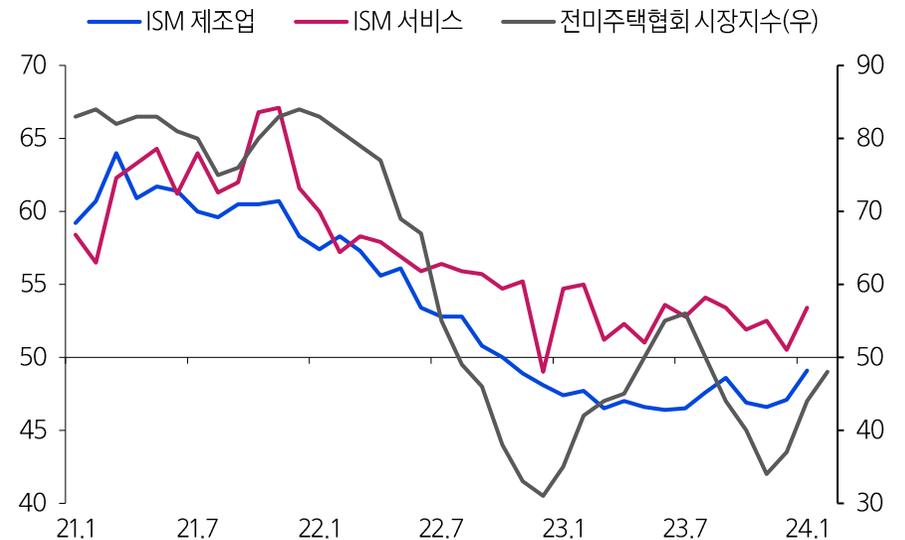
- 미국 경제호조의 근간에는 견조한 고용지표가 자리잡고 있음(신규일자리 증가 + 낮은 주간 실업수당청구건수 + 높은 수준에서 유지되는 임금)
- 그동안 부진했던 서베이 지표 반등도 경기 호조에 일조
- ISM 제조업 지수는 50이하에서 상승세가 강화되고 있고(신규주문/가격 호조), 서비스업은 1월 지표 큰 폭 반등(신규주문/고용 호조)
- 부동산 시장의 심리를 나타내는 전미주택협회 시장지수도 10월 저점 이후 큰 폭 반등 중 (착공/허가 부진하나 주택판매 호조)

여전히 탄탄한 고용과 임금



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

서베이 지표의 반등(제조업, 서비스, 부동산)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

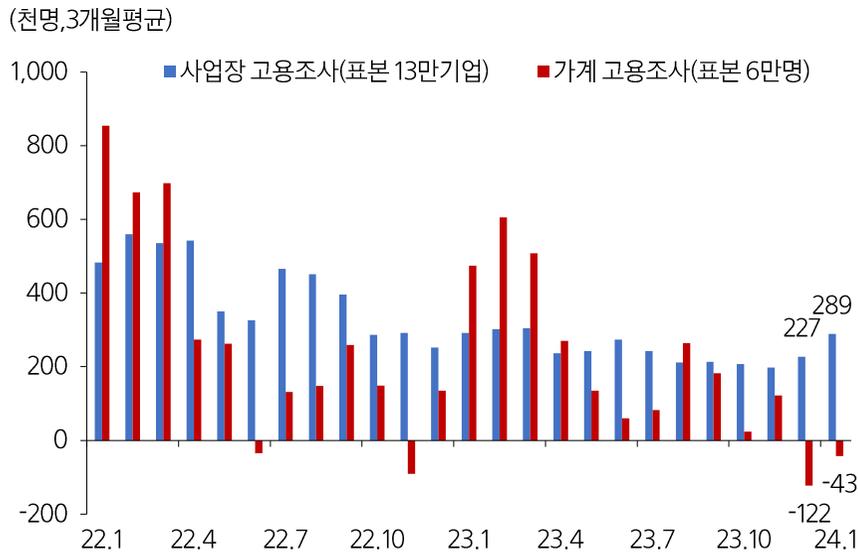
미국 소매판매/산업생산은 모멘텀 둔화

* 1월 소매판매/산업생산 예상 하회

그동안 견조했던 소매판매, 산업생산 지표는 둔화 중

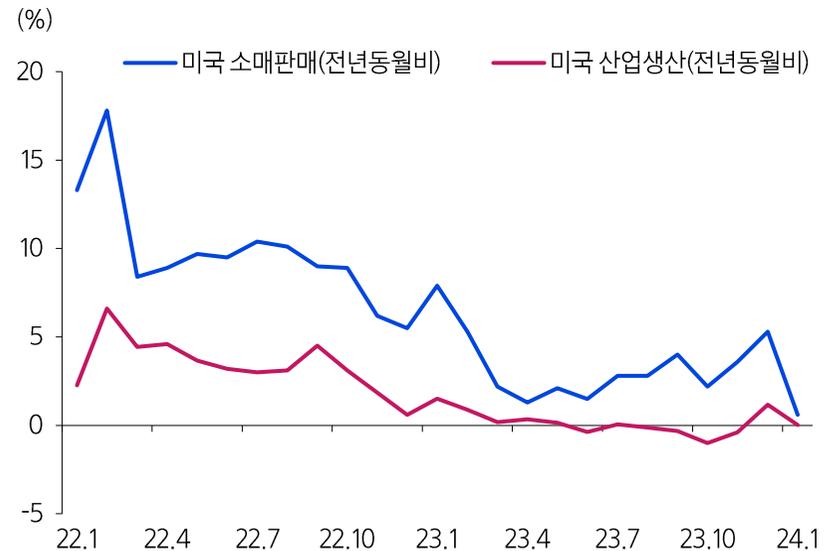
- 사업장조사 기반(표본 13만개 기업) 신규고용은 호조를 보이고 있으나 가계조사 기반(표본 6만명) 신규 일자리수는 급감 중
 - * 조사대상 및 표본 차이, 부업 일자리 포함 여부 등에 기인. 양 조사간 괴리가 컸던 22년 2,3분기 성장률 둔화가 나타난 바 있어 주의 필요
- 1월 소매판매 부진 (전월비 -0.8%, 전년동월비 +0.6%), 1월 산업생산도 전월비 역성장 (전월비 -0.1%, 전년동월비 0%)
- 소매판매 세부 (전년동월비) : 비점포 +6.4% 레스토랑 +6.3, 헬스케어/개인용품 +5.0 ↔ 가구/가정용품 -8.3, 백화점 -6.6, 여가용품 -3.2
- 생산 업종별 차별화(전년동월비) : 내구재 +2.1%, 반도체 +23, 컴퓨터/전기제품 +7.9, 자동차 +5.2, ↔ 의류 -13.9, 기계 -6.5, 음식료 -3.7

상반된 신규일자리 지표 (사업장조사 vs. 가계조사)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

동행성지표인 소매판매, 산업생산 동반 둔화



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

한국 경제

* 수출/반도체 중심 회복, 내수 부진은 지속

주요 경제 지표	23.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	24.1월	2월
반도체 생산 (YoY)	-33.5	-40.3	-27.6	-23.5	-19.4	-15.6	-16.3	1.3	14.8	9.2	29.8	39.0		
반도체 판매 (YoY)	-38.8	-42.2	-19.6	-31.5	-24.0	10.2	-5.2	-3.0	19.9	0.1	39.3	71.1		
반도체 재고 (YoY)	25.0	23.4	24.8	54.6	59.5	28.1	24.4	45.2	45.8	43.2	32.6	10.0		
D램가격(DDR4 D램 1Gb)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6	1.8	
삼성전자 주가	6.1	6.1	6.4	6.6	7.1	7.2	7.0	6.7	6.8	6.7	7.3	7.9	7.3	
수출증가율 (YoY)	-16.4	-7.7	-14.0	-14.5	-15.5	-5.9	-16.2	-8.1	-4.4	5.0	7.7	5.1	18	
(반도체)	-44.5	-42.6	-34.5	-41.0	-36.2	-28.0	-33.6	-20.6	-13.5	-3.1	12.6	21.8	56.2	
수입증가율 (YoY)	-2.6	3.6	-6.5	-13.7	-14.1	-11.8	-25.3	-22.8	-16.5	-9.7	-11.6	-10.9	-7.8	
무역수지 (백만달러)	-12658	-5376	-4753	-2509	-2197	1242	1720	984	3678	1549	3563	4450	328	
소비자심리지수	90.7	90.2	92.0	95.1	98.0	100.7	103.2	103.1	99.7	98.1	97.2	99.5	101.6	
소매판매액 (YoY)	-3.8	-1.8	0.1	-1.4	-0.6	1.5	-1.7	-4.7	-2.0	-4.4	-0.4	-2.2		
전월비	-1.8	5.2	0.1	-2.6	0.6	1.0	-3.2	-0.3	0.1	-0.8	0.9	-0.8		
(백화점 매출) (YoY)	-3.7	8.6	9.5	2.5	-0.2	0.3	2.1	-4.9	3.1	-2.6	6.8	5.9		
(할인점 매출) (YoY)	-3.8	5.8	1.2	3.3	1.7	0.3	2.6	-8.4	10.0	-4.1	1.3	-1.2		
설비투자 (YoY)	-7.3	4.1	1.9	4.2	-4.9	-2.5	-11.2	-14.6	-5.6	-9.9	-11.9	-5.9		
M2 (YoY)	4.4	4.1	3.8	3.2	2.3	2.2	2.5	2.2	2.5	2.3	2.4	3.1		
주택담보대출 (YoY)	2.3	2.0	2.0	2.1	2.6	3.3	3.8	4.4	5.1	5.6	6.2	6.5	7.1	
서울아파트매매가격지수	94.6	93.6	96.3	92.6	92.6	92.7	93.0	93.4	93.9	94.2	94.4	94.2	94.1	
(전월비 %)	-1.8	-1.1	-3.0	-0.4	0.0	0.2	0.3	0.5	0.5	0.4	0.1	-0.1	-0.2	
서울 아파트거래량 (건)	4529	10226	3348	5296	12001	6506	7626	5830	6938	6605	6135	6005		

• 반도체 회복 가속
(25년에 대한 기대 점증)

• 수출증가율 가속
(설 효과로 2월 증가율 둔화 예상)

• 소비심리 반등 지속되나
소매판매는 부진

• 설비투자 부진 지속

• 주택대출 증가 지속

* 중장년/고소득층 중심

• 아파트가격 하락 지속,
매물증가

자료: Bloomberg, 한국부동산원, 삼성자산운용

일본 경제

* 2분기 연속 역성장. 소비 부진 지속. 연초 외국인 매수 강화

주요 지표		23.1Q			23.2Q			23.3Q			23.4Q			24.1Q		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3
GDP성장률	실질,전분기연율	4.4			4.0			-3.3			-0.4					
소비지출	실질,전분기연율	3.2			-2.7			-1.4			-0.9					
정부지출	실질,전분기연율	0.5			-0.4			1.1			-0.5					
민간투자(주택)	실질,전분기연율	1.1			7.2			-2.4			-4.0					
민간투자(비주거)	실질,전분기연율	6.4			-5.5			-2.4			-0.3					
수출	실질,전분기연율	-13.5			16.2			3.8			11.0					
수입	실질,전분기연율	-6.4			-13.5			4.0			7.0					
수출물량	전년동월비	-8.3	-6.3	-7.5	-4.4	-3.6	-4.0	-2.8	-5.3	0.2	-3.4	-5.6	2.9			
미국향 수출	전년동월비	-1.5	2.3	-5.7	-0.4	2.1	3.9	9.4	3.8	8.6	8.8	3.4	16.8			
EU향 수출	전년동월비	-6.5	0.6	-14.6	1.4	4.5	1.3	1.0	1.1	-0.6	0.4	-11.8	2.2			
아시아향 수출	전년동월비	-12.6	-10.8	-9.4	-9.2	-8.8	-11.0	-10.2	-11.5	-3.2	-7.7	-7.5	-2.9			
CPI	전년동월비	4.3	3.3	3.2	3.5	3.2	3.3	3.3	3.2	3.0	3.3	2.8	2.6			
Core CPI	전년동월비	1.9	2.1	2.3	2.5	2.6	2.6	2.7	2.7	2.6	2.7	2.7	2.8			
소매판매	MoM	0.8	2.1	0.3	-1.1	1.4	-0.6	2.2	0.2	0.4	-1.7	1.1	-2.6			
기계주문	MoM	9.5	-4.5	-3.9	5.5	-7.6	2.7	-1.1	-0.5	1.4	0.7	-4.9	2.7			
산업생산	MoM	-3.9	3.7	0.3	0.7	-2.2	2.4	-1.8	-0.7	0.5	1.3	-0.9	1.4			
Nikkei/Markit 제조업		48.9	47.7	49.2	49.5	50.6	49.8	49.6	49.6	48.5	48.7	48.3	47.9	48.0		
Nikkei/Markit 서비스업		52.3	54.0	55.0	55.4	55.9	54.0	53.8	54.3	53.8	51.6	50.8	51.5	53.1		
소비자신뢰지수		31.0	30.9	34.0	35.0	36.2	36.8	37.1	36.1	35.6	35.9	35.8	36.9	37.7		
외국인 주식 순매수	십억엔	265	-240	-3608	4976	2745	1803	890	-728	-5475	2653	955	-1227	2849		
외국인 채권 순매수	십억엔	-4241	-479	3035	1692	1051	-747	-1442	-402	-2028	-1798	1709	-1579	1636		
일본거주자 해외주식순매수	십억엔	1668	-2150	195	357	-1076	46	-1958	-112	1165	737	-511	-1256	734		
일본거주자 해외채권순매수	십억엔	1118	4132	5065	-1156	3077	2395	-1643	1756	3396	1268	-1098	1267	2712		

- 4분기 역성장, 2분기연속 역성장
- 소비지출 부진 지속. 순수출이 성장률 방어

- 수출 + 전환(미국향 수출 큰 폭 증가)

- 1월 2% 초반대로 둔화 예상
- 주문/생산 양호하나 소비는 부진

- 서비스업 반등

- 외국인 주식매수 강화, 일본 채권중심 해외투자

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

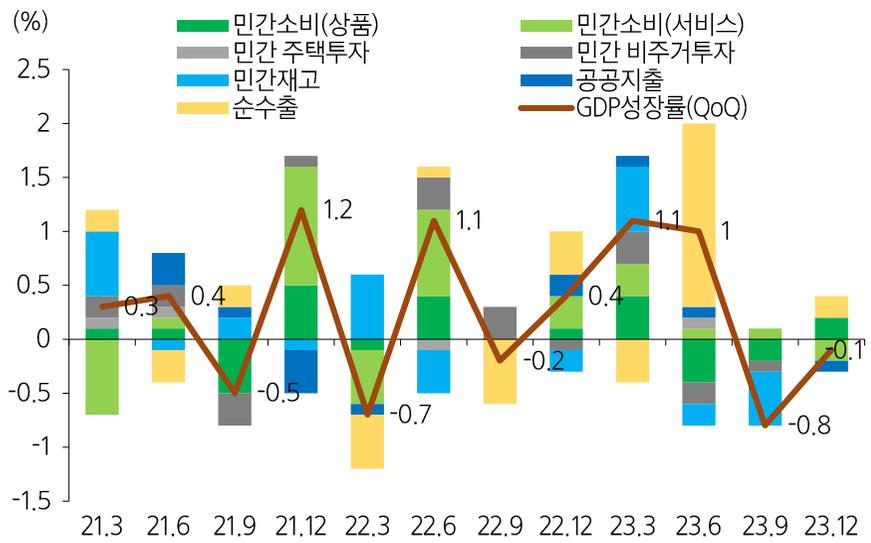
일본경제 역성장과 주식시장 강세

* 기업에 집중된 모멘텀 (물가상승+엔약세+외국인매수)

경제 역성장에도 강한 일본 증시

- 일본 경제는 3, 4분기 2분기 연속 역성장. 서비스소비, 정부지출 부진, 재고감소가 주요 원인
 - * 소비 부진이 지속되는 상황으로 높아진 물가, 엔화 약세가 민간소비 회복을 제한
- 경제 역성장에도 불구하고 일본증시는 최고가 행진을 이어가고 있음 (연초 이후 반도체, 자동차 상승 주도)
- 일본 중앙은행이 마이너스 금리 해제 (4~6월) 이후에도 완화적 금융환경 지속될 것임을 강조해 긴축속도가 매우 완만할 수 있다는 기대 형성
- 물가 상승 및 엔화 약세 수혜가 기업실적 개선으로 연결 (대내외환경이 가계보다 기업에 유리) + 1월 외국인 대규모 매수세 재개 (2조엔 이상)
- 마이너스 금리정책 해제 예상 시점은 4월이나 춘투(임금협상) 결과 확인 후 진행된다면 6월경 진행 될 가능성도 있음

2분기 연속 역성장 : 소비부진, 재고조정 영향



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

엔화 약세와 외국인 일본 주식 매수 강화



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

유로존 경제

* 유로존 미약한 성장세 속 물가 하락폭 확대 예상

주요 지표		23.1Q			23.2Q			23.3Q			23.4Q			24.1Q		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3
GDP성장률	실질, 전분기	0.1			0.1			-0.1			0.0			0.1		
컨센서스	실질, 전분기	-0.3	-0.3	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1		0.1	
소비지출	실질, 전분기	0.1			0.0			0.3								
정부지출	실질, 전분기	-0.2			0.2			0.6								
민간투자	실질, 전분기	0.4			-0.1			0.0								
GDP성장률	실질, 전분기연율	0.4			0.5			-0.5								
CPI	전년동월비	8.6	8.5	6.9	7.0	6.1	5.5	5.3	5.2	4.3	2.9	2.4	2.9	2.8		
	전월비	-0.2	0.8	0.9	0.6	0.0	0.3	-0.1	0.5	0.3	0.1	-0.6	0.2	-0.4		
Core CPI	전년동월비	5.3	5.6	5.7	5.6	5.3	5.5	5.5	5.3	4.5	4.2	3.6	3.4	3.3		
	전월비	-0.8	0.8	1.3	1.0	0.2	0.4	-0.1	0.3	0.2	0.2	-0.6	0.5	-0.9		
소매판매	실질, MoM	0.9	0.0	-0.4	-0.1	0.4	0.1	0.0	-0.6	-0.1	0.4	0.3	-1.1			
산업생산	MoM	2.2	1.8	-4.5	1.1	-0.2	0.3	-1.3	0.6	-1.0	-0.7	0.4	2.6			
건설생산	MoM	3.1	1.9	-1.9	-0.3	0.3	-1.1	0.6	-1.0	0.5	-0.6	-1.0				
승용차판매	MoM	-14.2	4.9	36.0	-26.2	16.8	12.1	-18.2	-10.0	10.3	-0.6	3.4	-2.8	0.0		
마켓 제조업 (독일 제조업지수)		48.8	48.5	47.3	45.8	44.8	43.4	42.7	43.5	43.4	43.1	44.2	44.4	46.6		
		47.3	46.3	44.7	44.5	43.2	40.6	38.8	39.1	39.6	40.8	42.6	43.3	45.5		
마켓 서비스		50.8	52.7	55.0	56.2	55.1	52.0	50.9	47.9	48.7	47.8	48.7	48.8	48.4		
독일IFO기업환경지수		90.1	90.8	92.9	93.1	91.4	88.7	87.5	85.8	85.8	86.9	87.2	86.3	85.2		
소비자신뢰지수		-20.7	-19.0	-19.1	-17.5	-17.4	-16.1	-15.1	-16.0	-17.7	-17.8	-16.9	-15.1	-16.1		
소비자신용(순월간변동)	십억유로	0.6	1.6	2.4	1.9	1.4	0.5	2.3	2.7	2.6	0.2	1.4	2.1			
가계주택대출(순월간)	십억유로	2.9	5.2	6.9	1.5	-33.2	4.1	-2.9	3.9	1.8	12.4	9.4	-2.6			
M1	전년동월비	-1.3	-3.1	-4.7	-5.7	-7.1	-8.0	-9.4	-10.4	-9.7	-9.9	-9.5	-8.5			
M2	전년동월비	2.6	1.7	1.1	0.5	-0.2	-0.6	-1.6	-2.4	-2.1	-2.1	-1.9	-1.0			

- 미약한 성장세 지속
- 4분기도 전분기비 개선세 미미
- 2~4월 유로존 물가 큰 폭 하락 예상. 미국대비 금리인하 기대 상승
- 소비지표 부진하나 생산은 반등 흐름
- 제조업 반등했으나 여전히 수축국면 진행

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

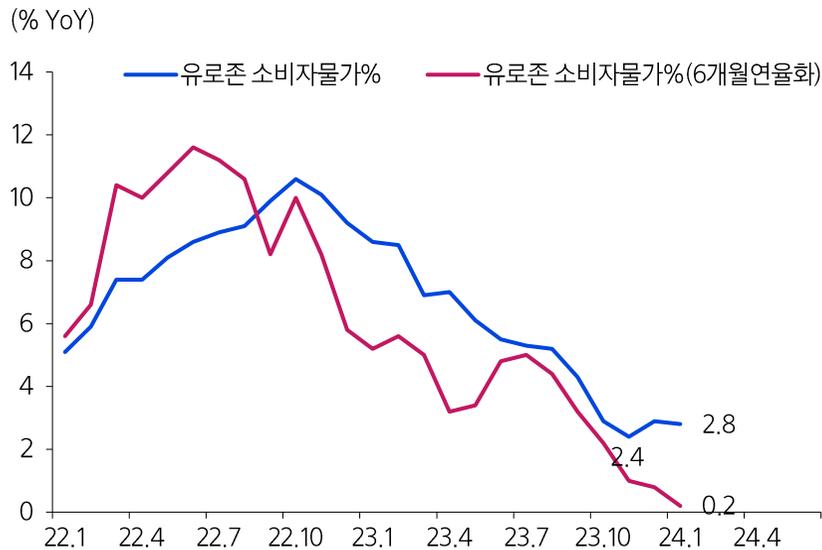
2~4월 유로존 물가 큰 폭 둔화 예상

* 미국보다 먼저 금리인하 예상

기저 효과 및 최근 전월비 물가 감안시 2~4월 물가 큰 폭 둔화 예상

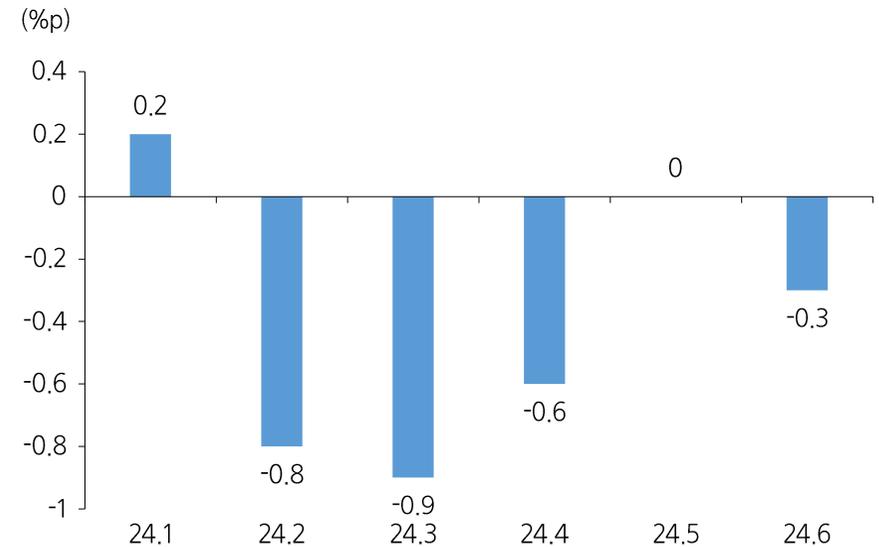
- 유로존 물가상승률은 11월 2.4% 저점으로 소폭 반등한 2.8%를 기록 중
- 전년동월비 상승률이 2.8%를 기록했지만 6개월 물가 상승 속도는 현저히 둔화되고 있음
- 6개월 물가 상승을 연율화 해보면 물가 상승률은 제로 수준(+0.2%)
- 현재의 물가 속도에 큰 변화가 없다면 2~4월 전년의 기저효과가 크게 반영되며 유로존 CPI상승률 큰 폭 둔화 예상
- 경기부진, 물가 급락이 동시에 나타나면서 유럽 중앙은행은 미국보다 먼저 4월경 금리인하를 단행할 것으로 예상 (달러강세 요인으로 작용)

유로존 물가 가파르게 하락중 (6개월 연율화 0%대)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

2~4월 기저효과 크게 반영, 유로존 물가 큰 폭 둔화 예상



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

중국 경제

* 유동성 공급 지속 (중국 실물지표는 1~2월 합산하여 3월 발표)

주요 경제 지표	23.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	24.1월	2월
GDP tracker 예상(%)	4.5	4.4	5.9	8.0	6.3	5.6	5.2	5.9	5.9	6.3	7.6	7.3		
23년 성장률 추이(Bloomberg)	5.1	5.2	5.3	5.5	5.6	5.5	5.2	5.1	5.0	5.1	5.2	5.2	4.5	4.6
리커창 지수(YoY)	5.5	7.2	7.7	7.2	6.5	5.1	6.6	5.3	7.3	7.0	8.3	7.7		
GDP 분기 성장률(YoY)		4.5			6.3			4.9			5.2			
중국금융상황지수*	91.5	86.3	85.7	82.7	79.0	80.6	81.2	81.6	78.3	74.2	69.0	70.1		
China Credit Impulse(YoY)	-0.2	1.9	0.6	1.8	0.0	-2.3	-1.8	-1.0	-1.4	0.1	0.9	2.2		
사회용자총액(십억위안)	5995	3161	5385	1225	1554	4225	536	3127	4131	1845	2455	1940	6500	
위안화대출(십억위안)	4900	1812	3888	719	1363	3050	346	1358	2312	738	1090	1170	4920	
그림자금융(net, 십억위안)	349	-8	192	-115	-146	-90	-172	101	301	-257	1	-156		
지방채발행(net, 십억위안)	643	576	890	673	755	830	619	1309	768	1398	667	195		
수출증가율(YoY)	-11.9	-3.0	11.2	7.1	-7.4	-12.3	-14.3	-8.7	-6.2	-6.4	0.5	2.3		
수입증가율(YoY)	-20.9	4.5	-1.8	-8.6	-4.9	-6.8	-12.2	-7.3	-6.3	3.0	-0.6	0.2		
무역수지 (십억\$)	92.5	11.9	78.2	86.3	65.5	69.7	80.2	68.3	77.8	56.5	68.4	75.3		
통계국 PMI (기준선 50)	50.1	52.6	51.9	49.2	48.8	49.0	49.3	49.7	50.2	49.5	49.4	49.0	49.2	
HSBC PMI (기준선 50)	49.2	51.6	50.0	49.5	50.9	50.5	49.2	51	50.6	49.5	50.7	50.8	50.8	
산업생산 증가율(YoY)			3.9	5.6	3.5	4.4	3.7	4.5	4.5	4.6	6.6	6.8		
고정자산 투자(YTD %)		5.5	5.1	4.7	4.0	3.8	3.4	3.2	3.1	2.9	2.9	3.0		
부동산 투자증가율(YTD %)		-5.7	-5.8	-6.2	-7.2	-7.9	-8.5	-8.8	-9.1	-9.3	-9.4	-9.6		
주택판매증가율(YTD %)		3.5	7.1	11.8	11.9	3.7	0.7	-1.5	-3.2	-3.7	-4.3	-6.0		
신규주택가격(YoY)		-1.9	-1.4	-0.7	-0.5	-0.4	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.7	-0.9		
소매판매(YoY)		-1.8	10.6	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1	7.4		
자동차 판매 (YoY)		4.6	11.5	38.0	24.2	-1.1	-1.5	1.1	2.8	11.4	14.7	4.0		
소비자물가(YoY)	2.1	1.0	0.7	0.1	0.2	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	
생산자물가(YoY)	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	

• 24년 GDP 추정치 소폭 상향(유동성 부양책 영향)

• 신용지표 3개월 연속 반등(유동성 공급)

• 1~2월 주요지표 합산 발표(3월)

• 제조업 PMI는 정체

• 디플레 압력 심화

자료: 삼성자산운용, Bloomberg

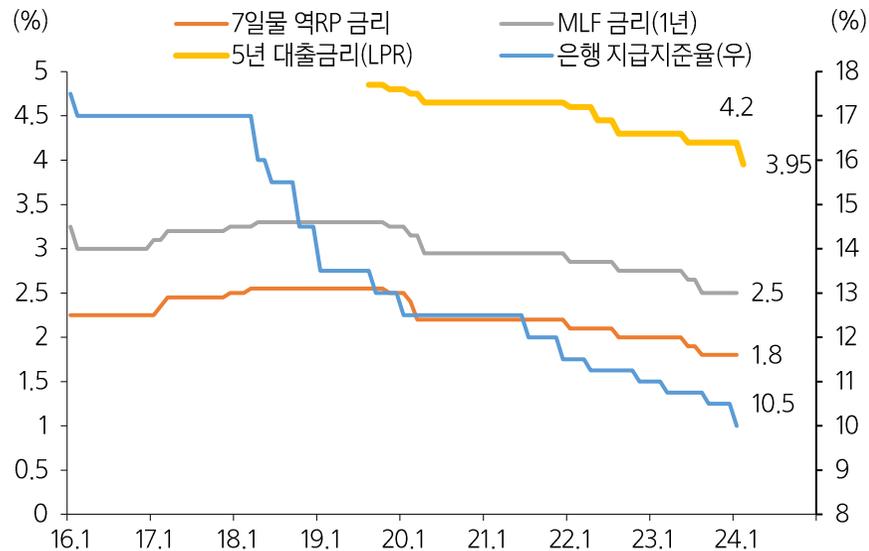
중국, 부동산 부양 본격화 예상

* 5년 만기 대출금리 인하로 주택대출 수요 회복 예상

적극적 유동성 공급으로 선회, 장기대출금리 인하는 부동산 부양 목적

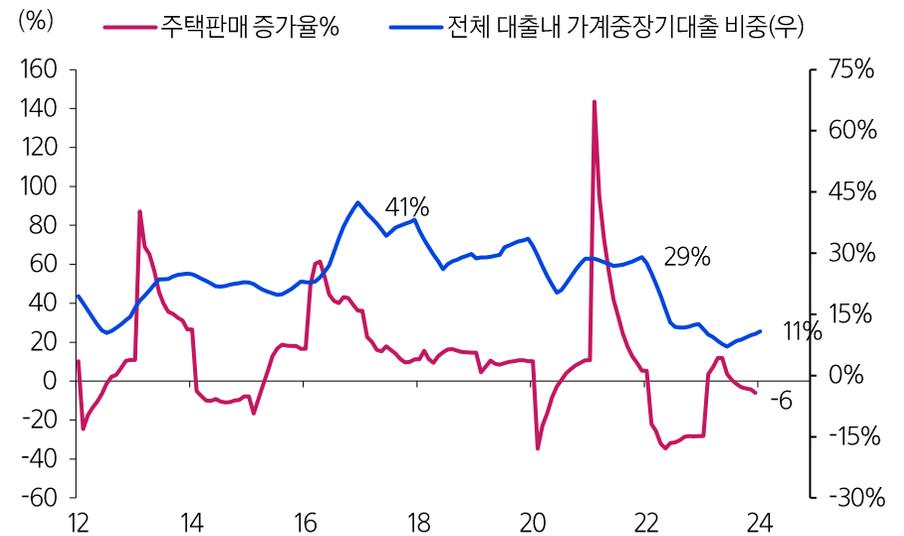
- 인민은행은 23년 하반기 이후 유동성 공급 강도를 단계적으로 상향 중 *1년만기 은행대출확대...정책은행 대출확대...지준율 인하...대출금리 인하
- 1월 지준율 인하에 이어 2월 5년 만기 대출금리 25bp 인하 (대출금리 3.95%)
- 5년 만기 대출금리 인하는 주택 수요 진작을 위한 조치로 그동안 미온적이었던 정부의 부동산 대응이 공격적으로 선회할 수 있음을 시사
- 중국 경기의 추세적 회복을 보는 지표로 두가지를 제시한 바 있음 1)신용증가율, 2)가계의 주택대출 수요
- 5년 대출금리 인하는 대출내 가계 중장기대출 비중 상승에 기여해 부동산 회복의 1단계인 주택 수요회복에 긍정적 역할을 할 것으로 기대

지준율 인하, 5년 대출금리 인하(모기지금리 대응치)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

대출내 가계 중장기대출(모기지)비중 점진적 상승



자료: Bloomberg, 삼성자산운용