

2024년 10월

# 글로벌 매크로 및 자산시장 전망

2024. 9

# '24년 8~9월 금융시장 리뷰

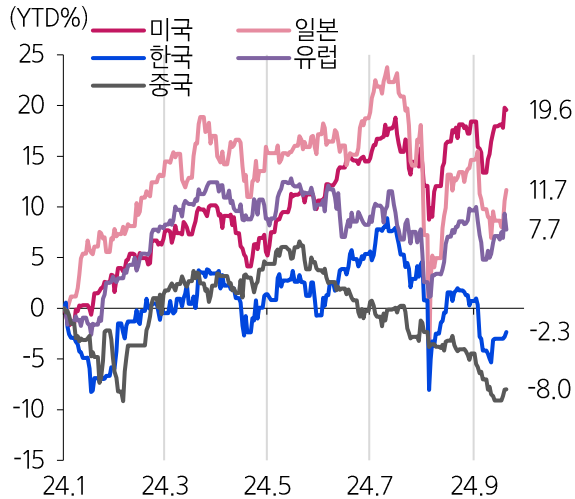
\* 주식과 채권 차별화 지속

## 주식 차별화

[미국/한국/유럽/중국/일본 N]

- 월초 발표되는 미국고용발 변동성 확대
- 미국/Tech 전고점 수준 회복
- 8월 이후 일부 신흥국 선전(아세안, 인도)
- 일본, 엔강세 압력 지속되며 회복 제한

미국 회복, 한국/중국 부진 지속

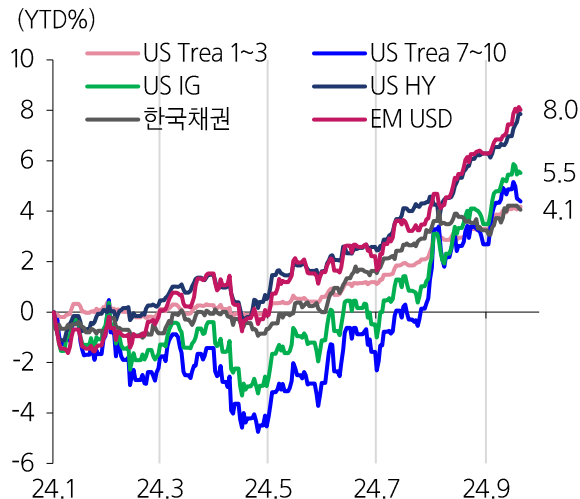


## 채권 회복

[국채/IG N]

- 금리 완만한 하락 지속되며 수익률 회복
- 금리인하 선반영되어 추가 금리 하락폭 제한적, 9월 투자의견 중립으로 전환
- 4월 저점 대비 미국채 장기물 9% 상승

5월 이후 금리하락으로 수익률 회복

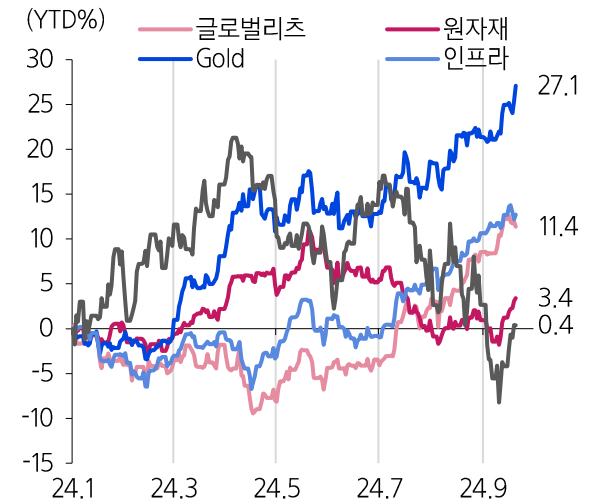


## 대체자산 차별화

[리츠 OW, 원자재 N]

- 금융시장 불확실성 반영, 금 상승세
- 경기우려로 유가는 60\$대 진입
- 금리인하 기대가 반영되며 리츠와 인프라의 수익률 회복세는 지속

금 상승, 인하 기대로 리츠/인프라 상승

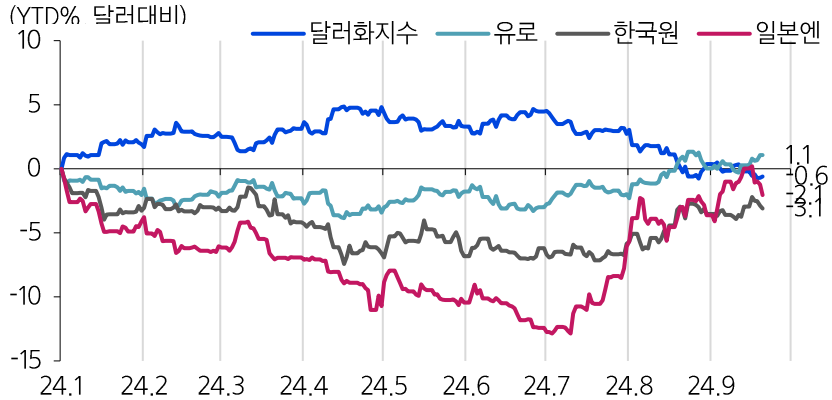


자료: Bloomberg, 삼성자산운용, 9월 20일 기준 수익률

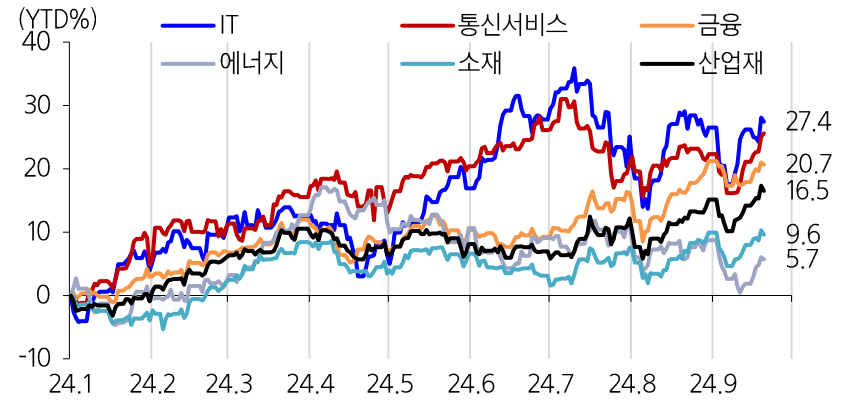
# 로테이션 지속

\* 업종 로테이션 → 엔 강세 → 캐리 청산 → 미국/Tech 반등, 방어주(배당/유틸)강세

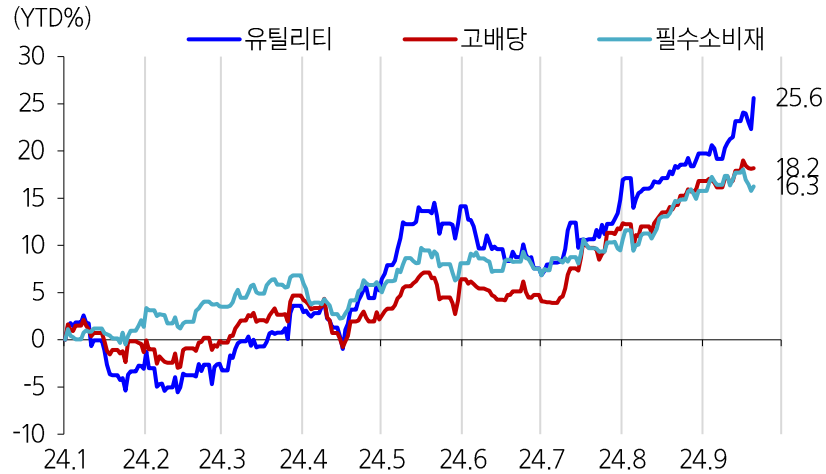
엔 강세 속 환율 수렴, 변동성 주의보



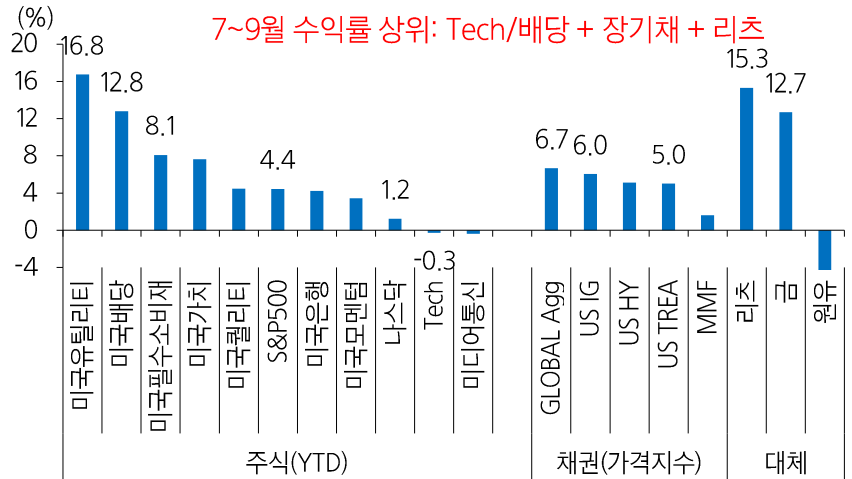
Tech/통신서비스 반등



방어주의 약진 : 유틸리티, 고배당, 필수소비재



7~9월 수익률 상위 : 인하시클 + 방어주 로테이션

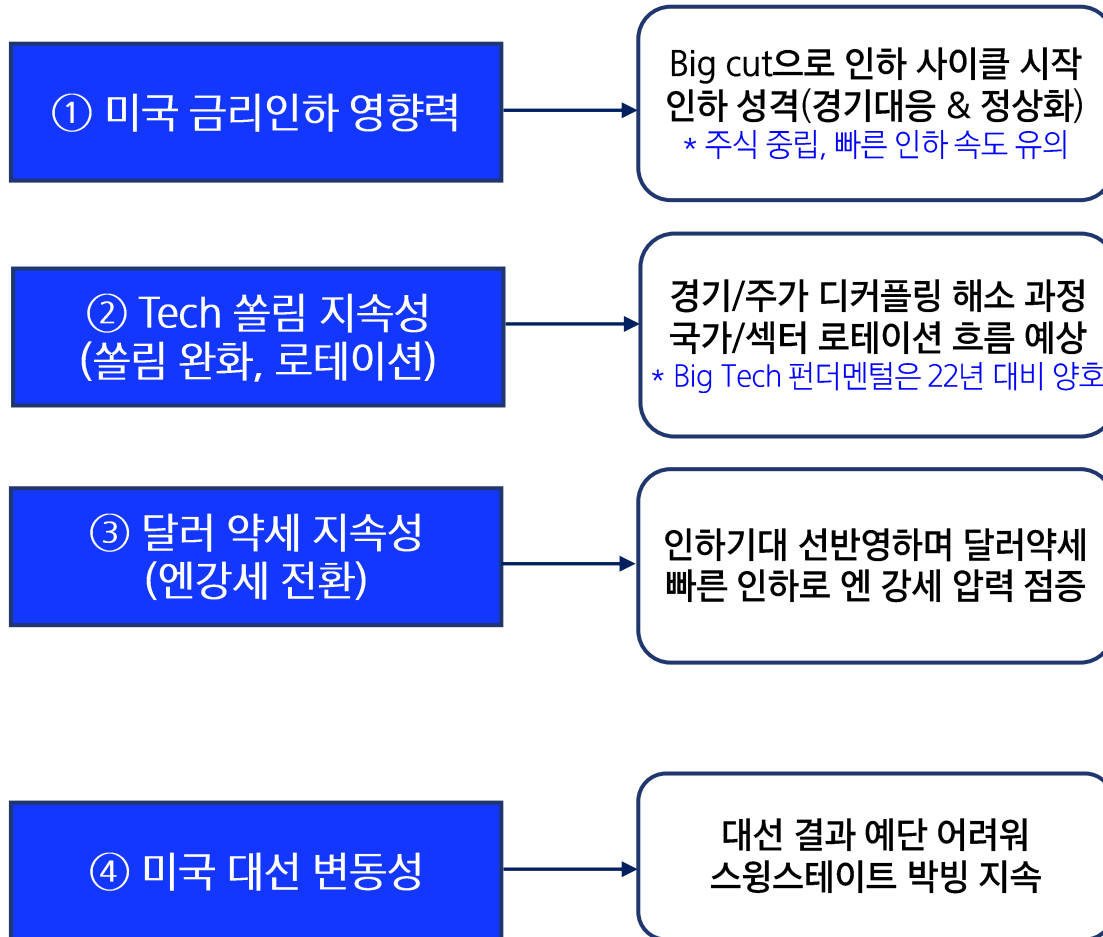


자료: Bloomberg, 삼성자산운용, 9월 20일 기준 수익률

자료: Bloomberg, 삼성자산운용, 9월 20일 기준 수익률

# 하반기 금융시장 주요 이슈 및 House View

\* 미국 연준, 빠른 속도 인하 선택



**주식, 추가상승 제한 (중립)**

추가 상승 제한, 주가 변동성 확대

---

P/F 다각화 : Tech+금융+헬스케어+리츠

**채권, 인하기대 선반영**

예상 금리 하단 근접, 추가 하락 제한적

---

캐리수익 + 포트폴리오 방어 관점 보유

## House View (매크로 뷰)

- 미국 50bp 인하로 금리인하 사이클 시작. 내년 3분기까지 적정 기준금리(3.5% 내외) 수준으로 빠른 인하 예상 (고용둔화는 인하 가속 요인)
- 미국 성장률은 내년 상반기까지 잠재성장률(1.8% 전후) 수준까지 둔화 예상

주요 지표		실제치			24년 추이						3개월 전망	12개월 전망
		21년	22년	23년	4월	5월	6월	7월	8월	9월		
물가	미국 CPI (기말)	7.0%	6.5%	3.4%	3.4%	3.3%	3.0%	2.9%	2.5%	2.3%	2.7%	2.4%
	미국 Core PCE (기말)	5.2%	4.9%	2.9%	2.8%	2.6%	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%	5.0%	4.50%	3.50%
	한국 기준금리	1.0%	3.25%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.00%	2.50%
	QT (연준자산, \$조)	\$8.76	\$8.55	\$7.80	\$7.36	\$7.28	\$7.23	\$7.20	\$7.14	\$7.07	\$6.9	\$6.8
(금리)	미국 국채금리(10yr, 기말)	1.5%	3.9%	3.9%	4.7%	4.5%	4.4%	4.1%	3.9%	3.7%	3.7~4.0%	3.5~3.8%
	한국 국채금리(10yr, 기말)	2.2%	3.7%	3.3%	3.7%	3.5%	3.3%	3.1%	3.0%	3.0%	2.8~3.1%	2.5~2.8%
경기	미국 (24년 성장률, 전망)	5.8%	1.9%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%	2.5%	2.5%	2Q 3.0%	
	한국 (24년 성장률, 전망)	4.3%	2.6%	1.4%	2.2%	2.5%	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%	4.8%	4.8%		

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 전망치

## House View (자산시장 뷰)

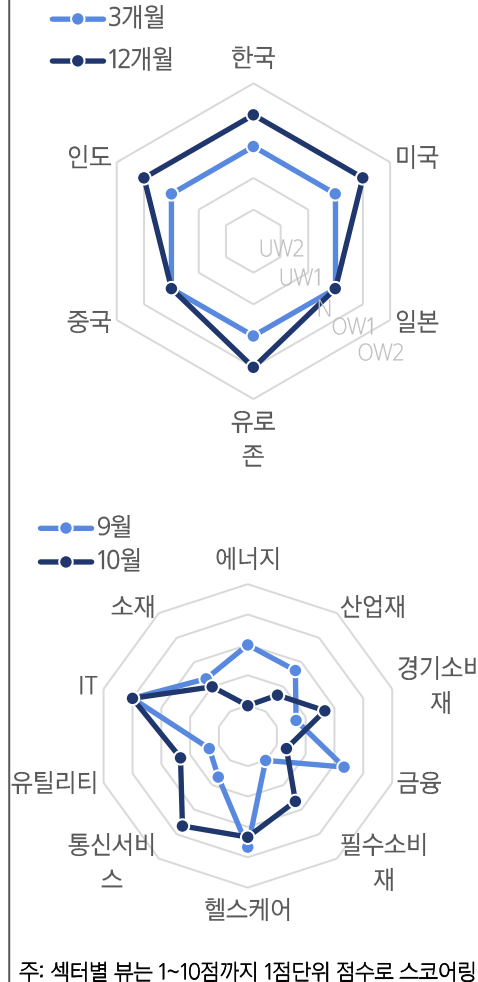
- 주식 (중립 유지) : 4분기 중립, 초반빙 상황인 미국 대선, 고용 둔화에 따른 경제지표 민감도 확대로 변동성 장세 예상
- 채권 (중립 유지) : 미국 10년 국채금리는 금리인하 기대를 선반영하며 연간 전망의 하단에 진입 (자본차익 기대 축소, 캐리수익 관점 보유)

자산군	실제치			24년					3개월 전망	12개월 전망	
	21년	22년	23년	5월	6월	7월	8월	9월			
<b>채 권</b>											
국내 채권	한국 국채 10년 금리	2.25%	3.73%	3.18%	3.58%	3.27%	3.06%	3.00%	3.00%	Neutral	O/W
	한국 크레딧 spread (AA-)	147	78	74	42.2	45.8	45.7	56.1	57.9	Neutral	Neutral
해외 채권	미국 국채 10년 금리	1.52%	3.88%	3.88%	4.51%	4.36%	4.09%	3.91%	3.74%	Neutral	O/W
	회사채 spread(BB 미국 IG)	92	130	99	85	94	93	93	90	Neutral	O/W
	하이일드 spread(BB 미국HY)	283	469	323	310	309	314	305	302	Neutral	Neutral
	신흥국 spread(JPM EMBIGD)	369	453	384	381	391	400	388	372	Neutral	Neutral
<b>주 식</b>											
선진국	미국 (S&P500)	4766	3839	4769	5035	5277	5460	5648	5702	Neutral	O/W
	유럽 (Euro stoxx 50)	4298	3793	4521	4921	4983	4894	4957	4871	Neutral	O/W
	일본 (TOPIX)	1992	1891	2366	2743	2772	2809	2712	2642	Neutral	Neutral
신흥국	중국 (상해종합)	3639	3089	2974	3104	3086	2967	2842	2736	Neutral	Neutral
	인도 (Nifty50)	17354	18105	21731	22604	22530	24010	25235	25790	Neutral	O/W
	아세안 (MSCI Asean)	703	653	632	616	611	614	685	725	Neutral	Neutral
국 내	국내 (코스피)	2977	2236	2655	2692	2636	2797	2674	2593	Neutral	O/W
원자재 (Bloomberg Commodity Index)	211	245	226	237	241	238	228	234	Neutral	Neutral	
부동산 (Global REIT)	3347	2529	2771	2550	2651	2676	3009	3086	O/W	O/W	
원달러 환율 (기말)	1,188	1,265	1,288	1,382	1,385	1,376	1,337	1,335	1,350	1,330	

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 전망치

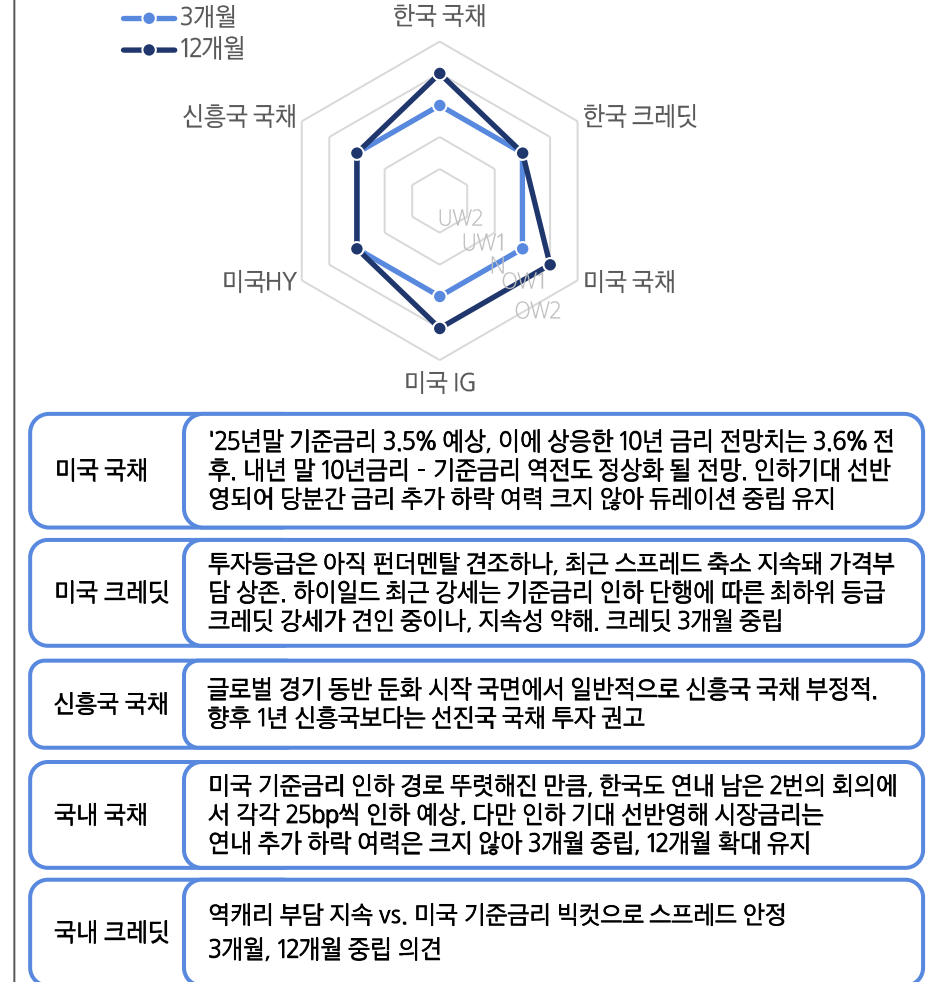
# House View (자산시장 뷰)

## 주식시장 뷰



- 미국**  
 경기 불확실성, 기준금리 인하 속도 리스크, AI 성장성, 대선 불확실성 등 증시 변동성 요인 다수 존재. 증시 로테이션이 나타날 것이라는 점에서 p/f 다각화 전략 등 보수적 대응 필요. 중립의견 유지
- 일본**  
 BOJ의 통화정책 불확실성에 따른 엔화의 점진적 강세에 무게가 실리는 가운데 주가 상승 탄력은 약화될 전망. 중립의견 유지
- 한국**  
 반도체 피크아웃 우려, 미국 대선 불확실성 등이 지수 하방 압력으로 작용. 한편 밸류업 인덱스 발표를 기점으로 정책 추진 가속화 기대가 지수 하단 지지. 중립 의견
- 중국**  
 경기 펀더멘털 부진, 은행주에 대한 차이실현 등은 지수 상승을 제한. 다만 재정집행 가속화 기대감과 가격 메리트 추가 하락 여력 축소
- 美 섹터**  
 정량평가 기준 IT 최선호 유지. 한편 경기 방어적 섹터의 선호도 상승

## 채권시장 뷰



---

\* 금융시장 주요 이슈

## 미국 Big cut과 금융시장



## 미국 금리인하 사이클과 자산시장

\* 인하 성격, 속도, 최종 금리수준과 투자전략

### 미국 금리 인하 성격

(95년/19년 사례) : 보험적, 예비적 인하

(01년/08년 사례): 경기 대응, 경기 침체 발생

(24년) : 경기 대응 + 과잉 긴축 정상화 \*침체 가능성 낮아

### 미국 금리 인하 속도

(95년/19년 사례) : 분기당 1회 25bp 인하

(01년/08년 사례) : Big cut, 6개월 인하 폭 2.75~3.0%

(24년) : 25년 12월까지 3.5%로 인하 \* 인하초기 속도 빨라

### 미국 최종 기준금리 수준

(95년/19년 사례) : 95년 5.25%, 19년 코로나로 0.25%

(01년/08년 사례): 01년 1.0%, 08년 0.25%

(24년, 현 5.5%) : 3.0% 전후 \* 중립금리 상향, 물가 부담

### 금리인하 국면 투자 전략

주식 : 경기 대응 성격, 인하경로 불확실성 주식에 부정적

채권 : 일드 확보/자산배분 관점 보유, 자본차익은 제한

자산배분형 + 국가/섹터 다변화 + 국채/헬스케어/리츠

# ① 미국 금리인하 사이클

\* 5번 중 4번 경기침체 발생

미국 금리인하 사이클과 장기금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

- 금리 인하 후 시차를 두고 80%의 확률로 미국 경기침체 발생(90년, 01년, 08년, 20년)
- 90년대 중반, 경기침체 없이 미국 호황 지속(상대적으로 양호한 경기, 보험적 성격의 제한적 금리인하, 인터넷혁명)
- 연준은 기자회견 통해 물가 안정 확산, 고용 우려를 반영하여 빅컷 단행. Recalibration(정책 재조정) 목적은 현재의 미국경기상태 유지

# ① 미국 금리인하 사이클

\* Big cut 으로 시작

## 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). 결국 경기침체 여부는 사후적으로 확인 가능
- 경기침체 사례를 보면 첫번째 인하폭이 컸고, 초기 6개월 인하 속도 매우 빠름 (Big cut 단행시 경기위험 신호로 인식, 주가에 부정적)
- 9월 0.5%p 인하로 인하사이클 시작. 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	최종금리	동결기간 (월)	첫번째 금리인하	첫번째 금리인하폭	첫 인하 후 6개월인하폭	경기침체 여부	주식(%)	채권(%)	달러(%)
	인상월							MSCI World 인하후 12주	미국국채 인하후 12주	DXY인덱스 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	0.5%p	-1.50% (e)				

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

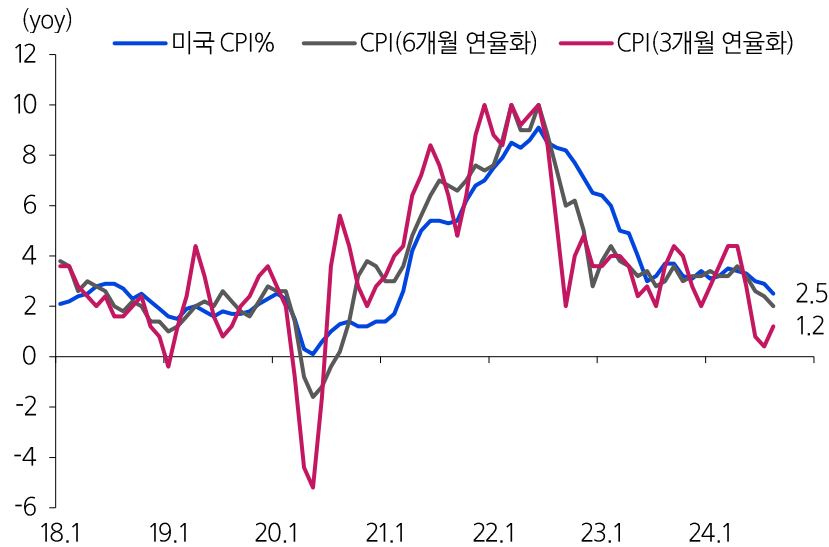
## ② 미국 금리인하 성격

\* 물가에 대한 자신감, 고물가발 과잉 긴축을 되돌리는 인하

### 물가 하방 압력으로 전환, 고물가로 야기된 과잉긴축 되돌리는 빠른 정상화

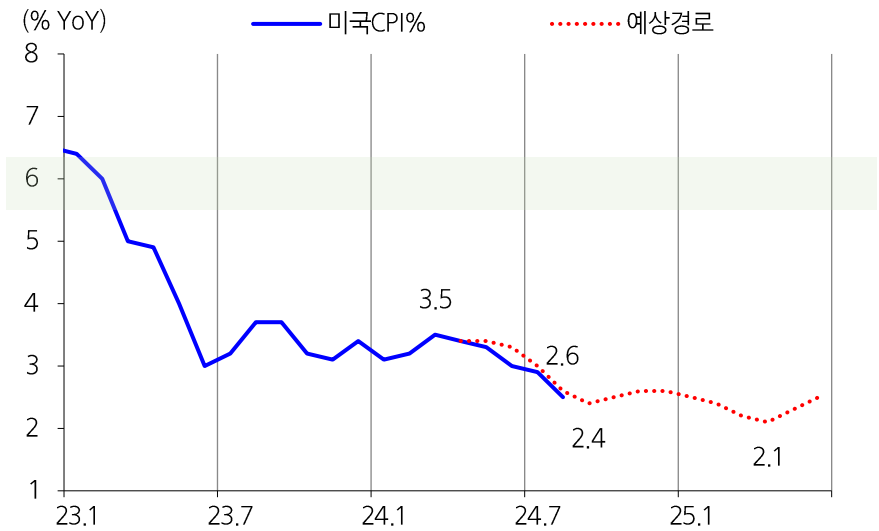
- 연준의 자신감은 물가에 기인 : 미국 소비자물가는 완연한 둔화세 (전년동월비 2.5%, 6개월 연율화 속도 2.0%, 3개월 연율화 1.2%)
- 22년 이후 강력한 긴축은 물가 급등 때문. 물가 안정세가 확인되었고 2% 초반으로의 둔화 경로가 뚜렷해 진 만큼 금리 인하 가능
- 미국 CPI는 내년 상반기까지 2% 초반수준까지 둔화 예상, 이를 감안시 기준금리 적정수준(3.5~4.0%)까지 인하 명분 확보
- 물가 둔화시기에 과잉 긴축된 부분을 빠르게 되돌릴 것으로 예상. 미래 불확실성에 대비한 통화정책 여력 확보 및 경기 대응 목적
- 물가는 금리인하 수준을 결정한다면 고용은 인하 강도를 결정하는 변수로 작용할 것

물가 둔화세 뚜렷 : 단기(3개월) 연율화 속도 0.4%



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

미국 CPI 경로 : 내년 상반기까지 2% 초반대로 둔화



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

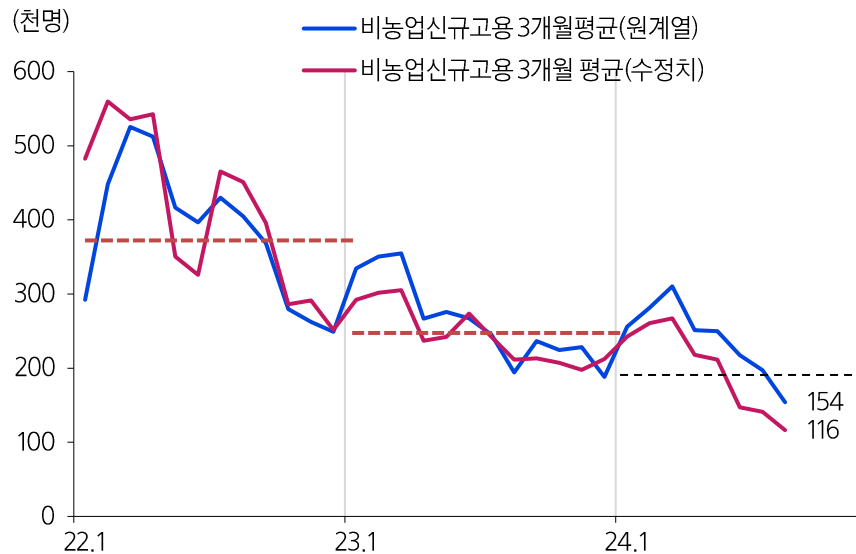
## ② 미국 금리인하 성격

\* 고용 지표는 인하 강도(Big cut)를 결정

### 고용 하방 위험 증가, 고용 둔화시 Big cut 대응 열려 있어

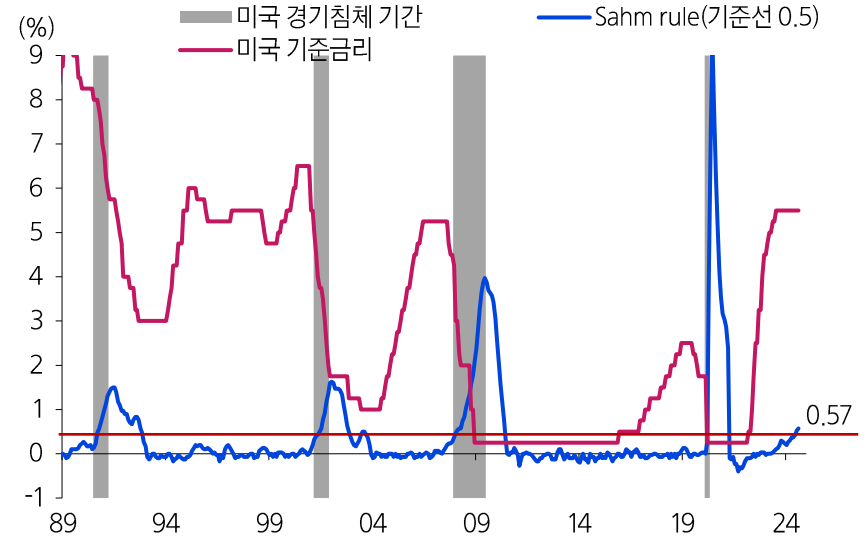
- 신규고용과 임금은 과열이 해소되며 정상국면으로 진입. 최근 고용 둔화 속도가 빨라지며 고용시장 하방 압력이 커지고 있음
- 6개월 후 산출되는 고용/임금 센서스(QCEW) 통해 23.4~24.3월 신규 고용은 기존 발표대비 81만건 하향 조정 (월 7만건 하향)
- 가계 고용 서베이 기반으로 산출되는 실업률은 4.2%까지 빠르게 상승. 경기침체 신호로 해석되는 sahm rule 기준치(0.5%) 상회
- 과거 인하 사이클에서는 실업률은 후행적으로 상승. 이번 사이클에서는 실업률 악화가 선행되고 있음. 경기대응 인하 필요성 고조
- 연준의 스탠스는 물가에서 경기(고용)로 빠르게 이동 중. 향후 고용 둔화 정도에 따라 금리인하의 속도 결정 될 것

신규고용의 하향 속도 빠른 편(24년 36.5만건 하향)



자료: US BLS, Bloomberg, 삼성자산운용

금리인하 전 Sahm rule 발동 이례적(경기대응 성격 시사)



자료: US BLS, Bloomberg, 삼성자산운용

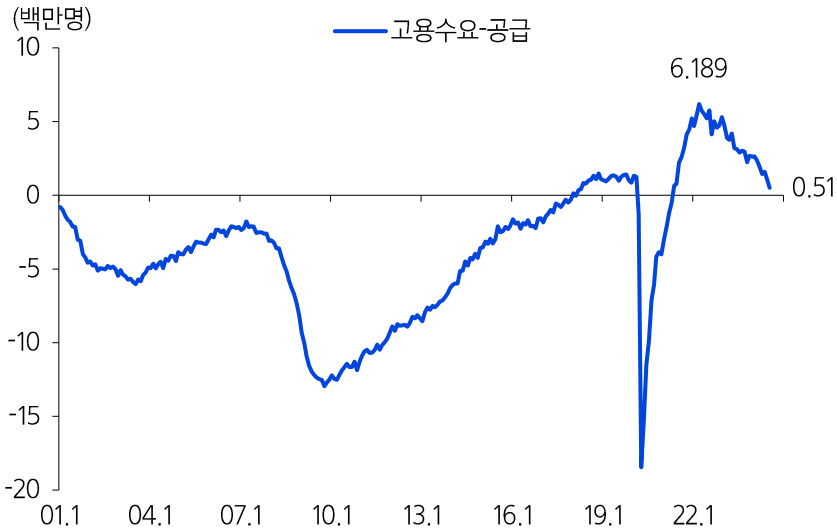
## ② 미국 금리인하 성격

\* 고용 지표 균형에 근접, 구인 약화는 실업률 상승으로 연결

### 연준의장 '앞으로의 구인수 추가 감소는 실업으로 연결'

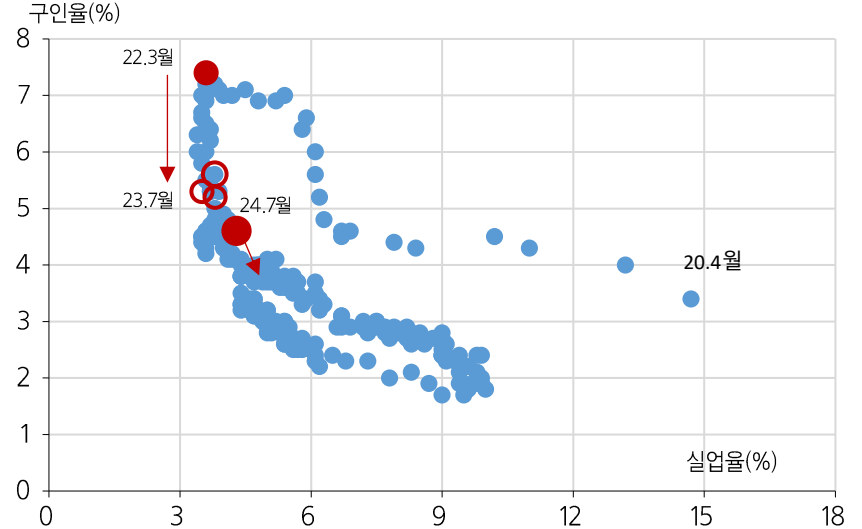
- 고용 초과수요는 빠르게 감소해 균형수준에 근접(초과 고용수요 51만)  
 \* 고용수요(1억6893만명) : 취업자+구인건수 \* 고용공급(1억6842만명) : 경제활동 인구(취업자+실업자)
- 고용 수요-공급이 균형점에 도달해 향후 구인 감소는 실업률 상승으로 직접적으로 연결될 가능성 높아
- 구인과 실업의 관계인 베버리지 곡선이 수직이 아닌 우하향 형태로 움직이게 될 것 (구인율 하락 + 실업률 상승)
- 연준의장도 기자회견 통해 정책 재조정(recalibration) 통해 현재 고용시장을 유지시키는 것이 임무라고 밝힘

초과고용수요 균형점에 거의 도달



자료: US BLS, Bloomberg, 삼성자산운용

향후 구인율 하락은 실업률 상승으로 연결 (현재 4.6, 4.3%)



자료: US BLS, Bloomberg, 삼성자산운용

### ③ 미국 경기 점검

\* 경기침체는 시기상조

#### 전미 경제협회(NBER)의 경기침체 판단 지표 점검

- 판단지표 : 신규고용(사업장조사/가계조사), 실질개인소득, 실질소비지출, 실질도소매판매, 산업생산, 분기GDP, 분기GDI
- 실질소비지출, 실질도소매판매, 산업생산 등 과거대비 견조
- 실업률, 신규고용, 실질개인소득 지표는 침체 수준은 아니나 완만한 인하 국면대비 악화

NBER 경기 침체 판단 지표(월)		급격한 인하 01년/07년	완만한 인하 95년/19년	24년 현재 24.4월~
실업률	%p	0.6	-0.1	0.3
신규 고용	12개월 평균(천명)	17.5	169.0	135.0
실질개인소득	12개월 연율화 %	0.9	2.9	1.7
실질소비지출	12개월 연율화 %	1.2	3.2	3.4
실질 도소매판매	12개월 연율화 %	-1.6	0.3	2.7
산업생산	12개월 연율화 %	-1.7	0.4	1.5

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

## [참고] 경기침체 판단 지표

기준금리 (%)

	M-5	M-4	M-3	M-2	M-1	금리 인하	M+1	M+2	M+3	M+4	M+5	M+6	속도
89.6월	9.00	9.75	9.75	9.75	9.81	9.56	9.06	9.06	9.06	8.75	8.50	8.25	-1.56
95.7월	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.50	5.25	-0.75
01.1월	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	5.50	5.50	5.00	4.50	4.00	3.75	3.75	-2.75
07.9월	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	4.75	4.50	4.50	4.25	3.00	3.00	2.25	-3.00
19.8월	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.25	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	-0.75
24.9월	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.00							

### • 기준금리

경기둔화 대응시 큰 폭 금리인하

95년/09년 완만한 금리인하

24년 (인하폭 컨센) 75~100bp

월 신규고용 (천명)

	M-5	M-4	M-3	M-2	M-1	금리 인하	M+1	M+2	M+3	M+4	M+5	M+6	월평균 속도
89.6월	263	266	194	170	122	114	42	51	249	107	276	84	162
95.7월	189	214	158	-15	236	91	262	241	149	139	157	-7	151
01.1월	3	126	-5	201	165	-19	87	-35	-296	-44	-115	-123	-5
07.9월	60	151	79	-30	-25	86	72	116	105	1	-71	-70	40
19.8월	227	308	38	204	90	221	203	100	208	126	253	264	187
24.9월	108	216	118	89	142								154

### • 월 신규고용

01년/07년 신규고용 크게 악화

95년/09년 신규고용 양호

24년 현재 15만 내외 유지

실업률 (%)

	M-5	M-4	M-3	M-2	M-1	금리 인하	M+1	M+2	M+3	M+4	M+5	M+6	연율화 속도
89.6월	5.4	5.2	5.0	5.2	5.2	5.3	5.2	5.2	5.3	5.3	5.4	5.4	0.0
95.7월	5.4	5.4	5.8	5.6	5.6	5.7	5.7	5.6	5.5	5.6	5.6	5.6	0.2
01.1월	4.1	3.9	3.9	3.9	3.9	4.2	4.2	4.3	4.4	4.3	4.5	4.6	0.5
07.9월	4.5	4.4	4.6	4.7	4.6	4.7	4.7	4.7	5.0	5.0	4.9	5.1	0.6
19.8월	3.8	3.7	3.6	3.6	3.7	3.6	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	-0.3
24.9월	3.9	4.0	4.1	4.3	4.2								0.3

### • 실업률

01년/07년 0.5~0.6%p 상승

95년/09년 실업률 상승 제한

24년 실업률 0.4%p 상승, 속도 빠른 편



## [참고] 경기침체 판단지표

실질 개인소득 (%전월비)

	M-5	M-4	M-3	M-2	M-1	금리 인하	M+1	M+2	M+3	M+4	M+5	M+6	연율화 속도
89.6월	0.7	0.3	0.4	-0.3	-0.5	0.2	0.3	0.2	0.2	0.5	0.0	0.2	2.3
95.7월	0.2	0.2	0.2	0.0	0.5	0.3	0.2	0.5	0.3	0.4	0.1	0.1	3.0
01.1월	0.5	0.1	0.3	0.1	0.0	0.4	0.2	0.3	-0.4	-0.3	-0.1	0.0	1.1
07.9월	0.3	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.1	-0.1	-0.1	0.3	0.0	0.1	0.0	0.7
19.8월	0.2	-0.2	0.0	0.1	0.0	0.5	0.2	0.2	0.5	-0.5	1.2	0.6	2.9
24.9월	-0.1	0.4	0.1	0.2									1.7

- 실질 개인소득 증가율  
01년/07년 연율 1% 전후로 둔화  
95년/09년 연율 3% 전후 유지  
24년 연율 1.7%로 중간 수준

산업생산 (% 전월비)

	M-5	M-4	M-3	M-2	M-1	금리 인하	M+1	M+2	M+3	M+4	M+5	M+6	연율화 속도
89.6월	0.3	-0.4	0.3	0.0	-0.6	0.0	-1.0	1.0	-0.3	-0.1	0.3	0.6	0.0
95.7월	-0.1	0.1	-0.2	0.5	0.3	-0.4	1.3	0.4	-0.2	0.3	0.3	-0.5	1.8
01.1월	-0.3	0.4	-0.4	0.0	-0.3	-0.5	-0.7	-0.2	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-3.9
07.9월	0.7	0.1	0.0	-0.2	0.2	0.2	-0.3	0.6	0.1	-0.1	-0.4	-0.3	0.6
19.8월	0.0	-0.5	0.1	0.1	-0.5	0.8	-0.3	-0.9	0.6	-0.2	-0.6	0.3	-1.1
24.9월	-0.1	0.7	0.1	-0.9	0.8								1.5

- 산업생산  
01년/07년 역성장(생산 급격한 위축)  
95년 견조, 09년 역성장  
24년 연율 1.2% 수준으로 견조

실질 도소매 판매 (%전월비)

	M-5	M-4	M-3	M-2	M-1	금리 인하	M+1	M+2	M+3	M+4	M+5	M+6	연율화 속도
89.6월	0.1	-1.1	-0.6	0.9	-0.4	-0.3	-1.0	2.5	-0.7	-1.0	0.9	0.3	-0.3
95.7월	-0.6	0.0	-0.7	0.7	1.0	-1.2	2.0	-0.1	0.1	0.8	0.5	-1.0	1.4
01.1월	0.0	1.1	-0.8	-0.7	0.8	-0.8	0.4	-1.2	-0.8	0.9	-1.4	0.4	-2.1
07.9월	-0.2	0.7	-0.1	-0.6	1.3	0.0	0.5	-0.2	-0.8	0.5	-1.0	-1.3	-1.2
19.8월	-0.1	-0.9	0.5	0.4	-0.1	0.4	-0.3	-1.0	0.5	-0.5	-0.4	0.7	-0.9
24.9월	-0.1	-0.2	0.8	0.4									2.7

- 실질 제조업 판매  
01년/07년 크게 위축 (01년 큰 폭역성장)  
95년 견조, 09년은 역성장  
24년 연율기준 2.7% 수준으로 강한 편

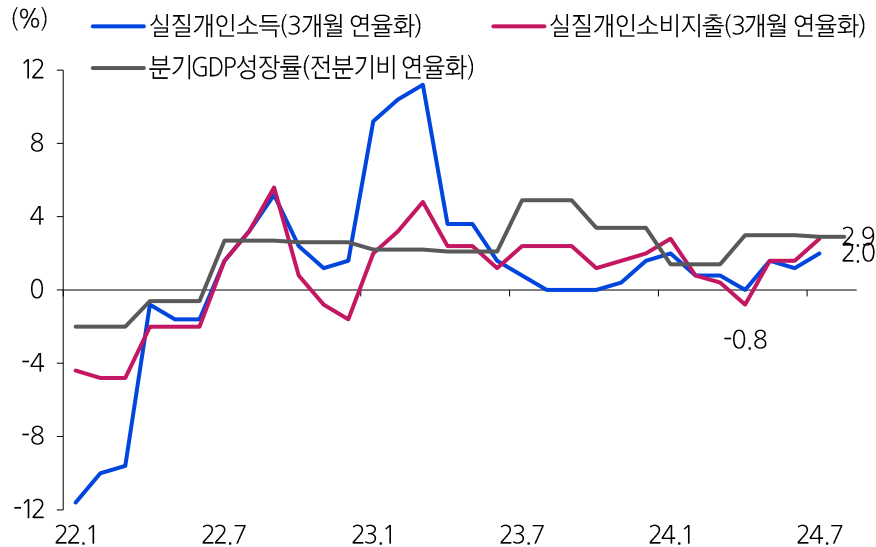
### ③ 미국 경기 점검

\* 견조한 가계소비가 GDP 성장 견인 중

#### 탄탄한 개인소득과 소비지출

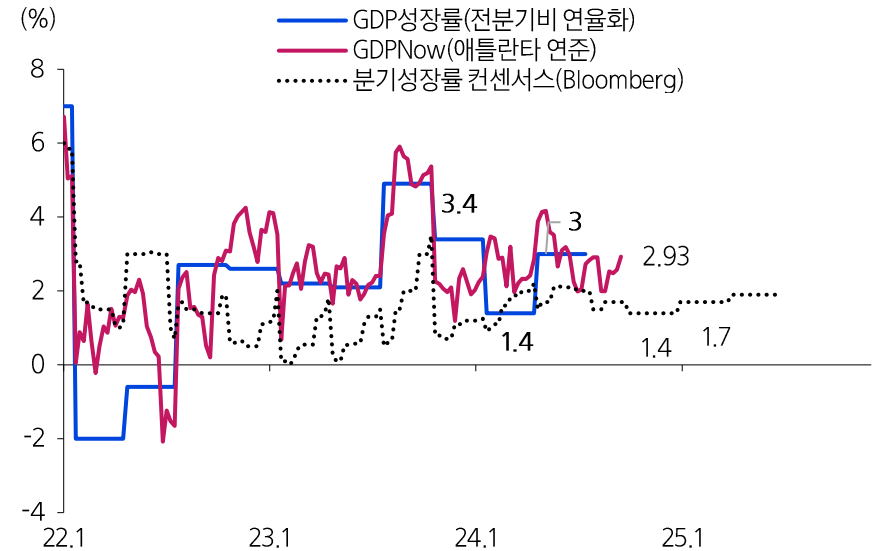
- 지난 1분기 다소 둔화되었던 실질 개인소득, 실질 개인소비지출 3분기 강하게 반등 중
- 실질 개인 소득(3개월 연율화, 최종데이터 7월)은 +2.0%, 실질 개인 소비지출은 +2.9% 기록 중
- 7월 소비자 신용도 전월비 반등하며 소비 회복세 지지
- 애틀란타 연준의 3분기 GDP 성장률 예측치는 소매판매, 산업생산 호조를 반영하여 2.9%로 상향
- 반면 이코노미스트 서베이는 내년 상반기까지 1% 중후반으로 분기 연율 성장률이 감속되는 것으로 예측

견조한 가계 소비가 GDP 성장 지지



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

미국 분기 성장률 전망



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

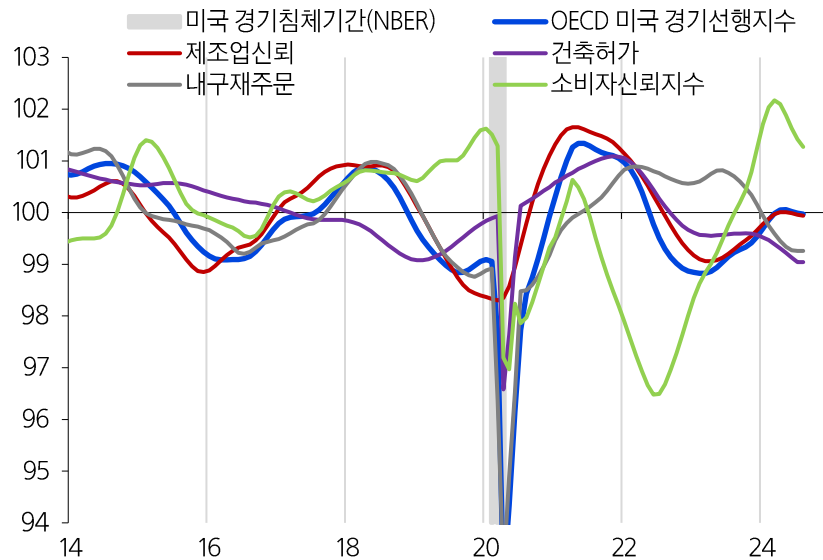
### ③ 미국 경기 점검

\* OECD 미국 경기선행지수 하락 반전

#### 미국 경기선행지수 3개월 연속 하락

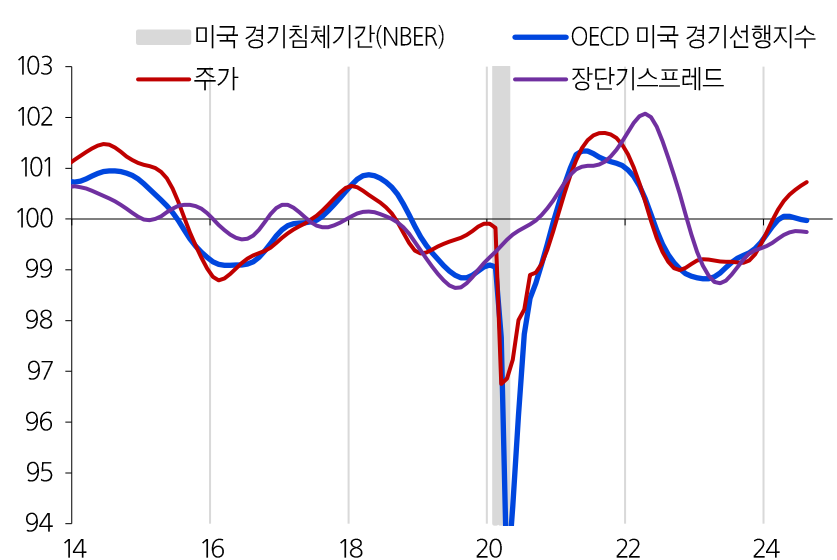
- OECD 경기선행지수는 3~6개월 이후 경기 흐름을 예측하도록 설계된 지수로 진폭 조정 지수를 기준으로 경기 판단
- OECD 미국 경기선행지수는 5월 정점으로 3개월 연속 하락해 현재 99.96 (기준선 100하회)
- (6개 세부 항목) 소비자신뢰지수, 제조업신뢰지수, 건축허가, 내구재주문, 주당 노동시간, 장단기금리차, 주가
- 미국 경기선행지수 둔화를 이끌고 있는 항목은 건축허가, 내구재주문, 제조업신뢰, 소비자신뢰지수

OECD 미국 경기선행지수 하락반전 : 하락 세부 지표



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

OECD 미국 경기선행지수 하락반전 : 상승 세부 지표



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

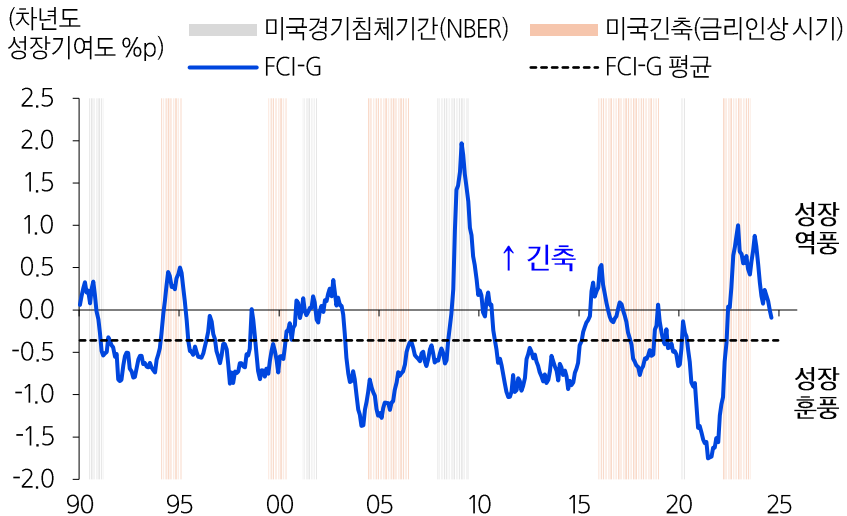
### ③ 미국 경기 점검

\* 금융여건 변화와 성장률 영향

#### FCI-G 금융여건지수 완화적으로 전환

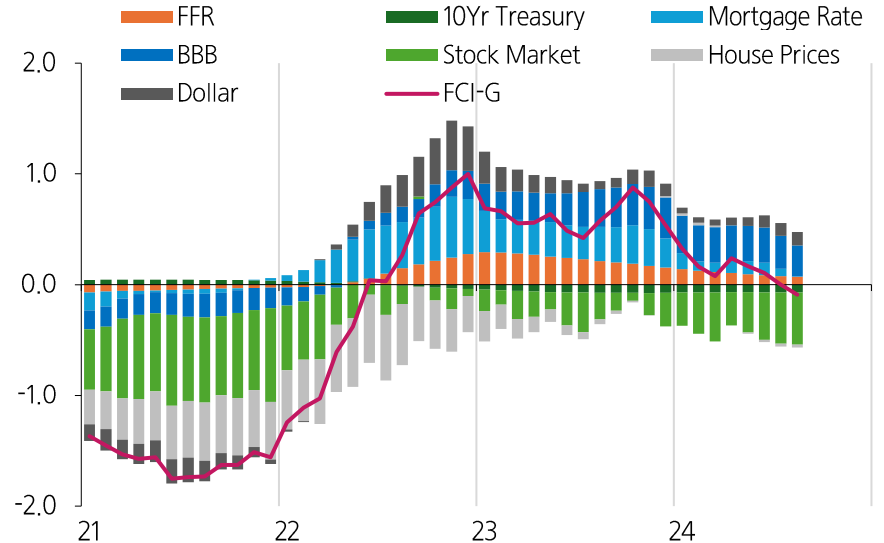
- FCI-G (Financial Conditions Impulse on Growth) : 7가지 금융 변수를 통해 현재 금융 조건을 측정함과 동시에 금융 변수 변화가 미래 경제활동(GDP 성장)에 미치는 영향을 측정하는 지수로 1년 후 GDP 성장의 역풍과 순풍 정도를 제시
- 지수 값이 높을 수록 금융상황이 더 긴축됨을 의미하며 지수의 양수 값은 다음해 GDP 성장에 대한 역풍을 의미
- 23년말 긴축 정점에 도달, 완만한 완화 중, 24년 상반기까지의 긴축적 상황은 25년 상반기까지 성장에 부담 요인
- 금융여건 지수 하락의 세부 항목별 기여율 : 주가 상승 41%, 모기지금리 하락 35%

FCI-G 금융여건 지수 하락(긴축 완화)



자료: FRB, Bloomberg, 삼성자산운용

FCI-G 하락은 주식상승, 시중금리 하락에 기인



자료: FRB, Bloomberg, 삼성자산운용

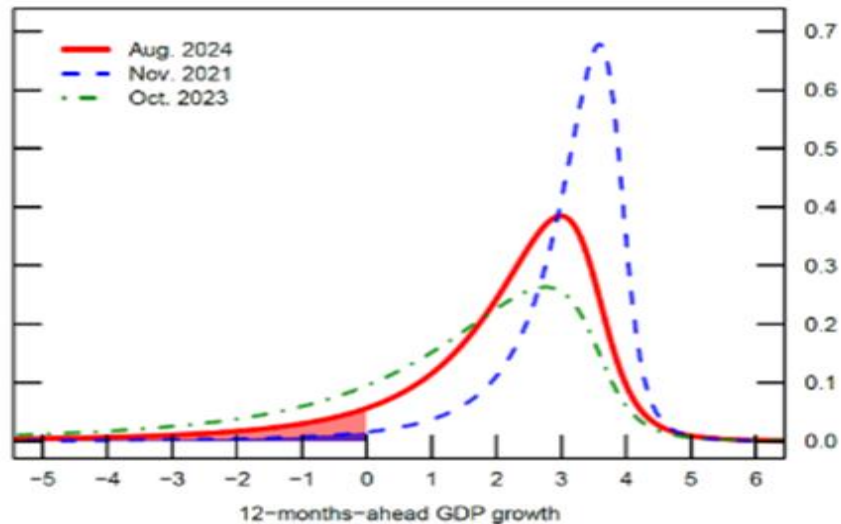
### ③ 미국 경기 점검

\* 금융여건 변화와 성장률 영향 (FED Notes)

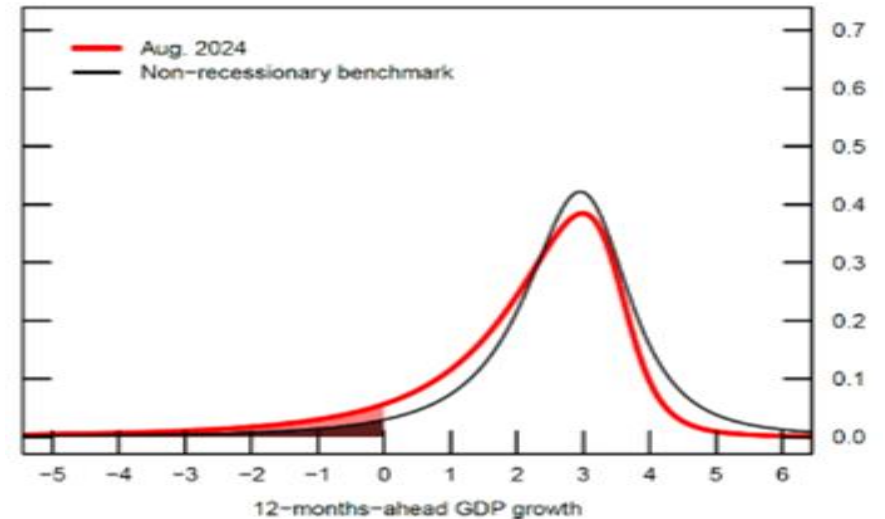
#### 시기별 1년 후 성장률 분포 비교

- Financial Condition and Risk to the Economic Outlook (9.20일 FEDS Notes, Andrea Ajello외 3인)
- 금융긴축이 1년 후 경제(물가, 고용)에 미치는 영향 분석
- 4개 기간을 분석, 긴축 시작(21.11월)/긴축 정점(23.10월)/현재(24.8월)/비경기침체기 평균 비교
- 1년 후의 GDP성장률 분포 특징 : 23년 10월 긴축 정점 대비 성장 전망 하방 위험은 감소
- 비경기침체기 성장 분포와 비교 : 왼쪽으로 치우쳐 있고 GDP 성장 하방 위험은 비경기분포보다 2배 이상 더 커

긴축 시점별 향후 1년 GDP성장률 분포



비경기침체기 평균과 현재 비교(향후 1년 성장률 분포)



자료: FRB, 삼성자산운용

자료: FRB, 삼성자산운용

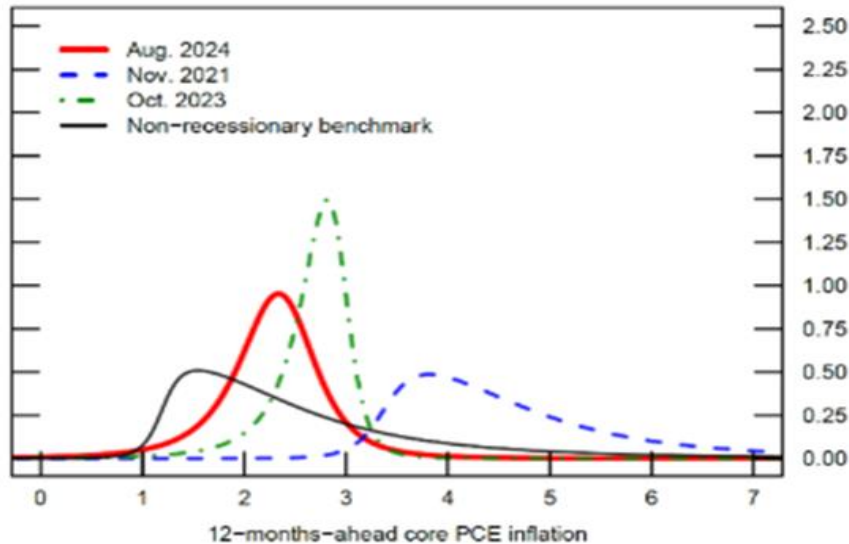
### ③ 미국 경기 점검

\* 금융여건 변화와 성장률 영향 (FED Notes)

#### 시기별 1년 후 인플레이션과 고용성장의 분포

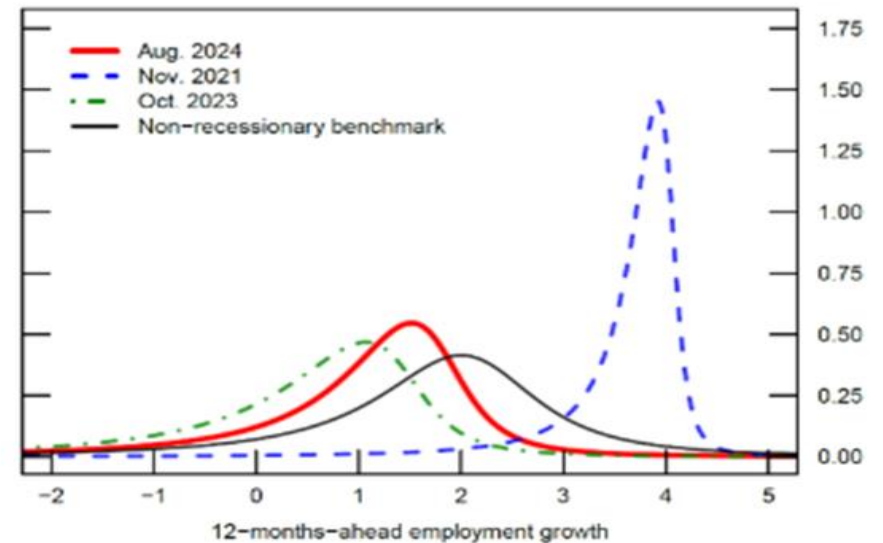
- 동일한 방식으로 현재 금융 여건 함수를 통해 1년 후 인플레이션 및 고용 성장 분포를 예측
- 지난 2년간 금융상황이 상당히 긴축되면서 인플레이션의 향후 1년 분포는 상승 위험이 낮아짐 (근원 PCE 2~3%대 고착화)
- 향후 1년 고용 성장 분포는 21년 대비 왼쪽으로 이동(과열 해소), 23년 10월 긴축 정점 대비 고용 악화 정도 일부 개선
- 다만 비경기침체시기 대비 향후 1년 고용 성장의 분포는 왼쪽으로 치우쳐 있고(고용 하방 위험), 고용위축 폭도 큰 것으로 추정

긴축 시점별 1년 후 근원 PCE물가 분포



자료: FRB, 삼성자산운용

긴축 시점별 1년 후 고용성장 분포



자료: FRB, 삼성자산운용

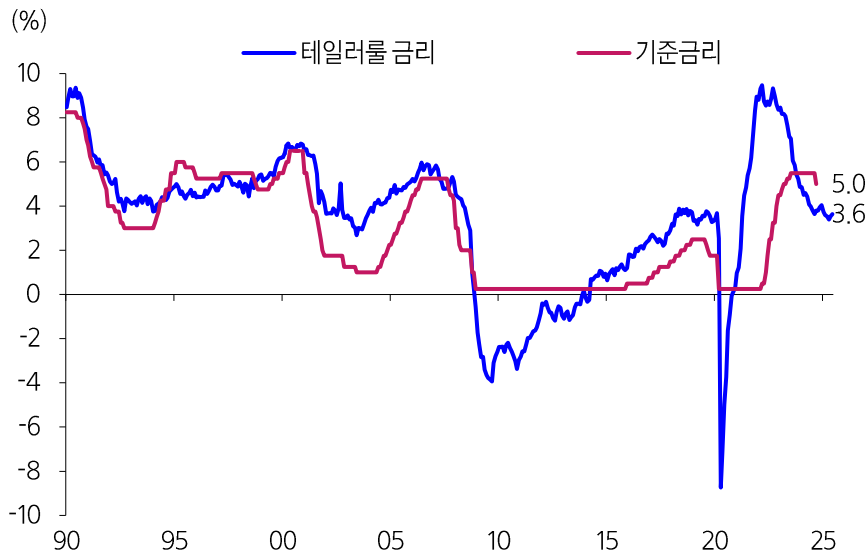
## ④ 미국 금리 인하 경로

\* 인하 예상 경로 : 적정 수준(3.5%)까지 빠른 정상화

### 내년 상반기까지 빠른 금리 정상화 예상

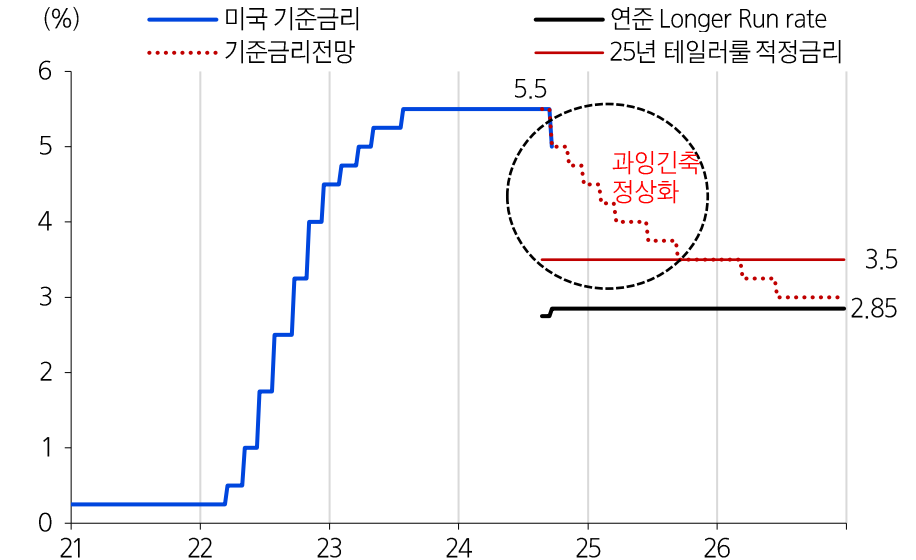
- 물가 둔화에 대한 확신이 강화되었고 고용 하방 위험이 커진 만큼 과잉긴축 상태를 정상으로 되돌리는 빠른 금리인하 필요
- 테일러룰로 측정된 미국 기준금리의 적정 수준은 3.5~4.0% 범위
- 고용지표에 따른 변동성은 연말, 연초 지속. 지표에 따라 빅컷이 다시 단행될 여지도 충분
- 빠른 인하와 경로 불확실성으로 전체 주식시장은 상단 제한된 박스권 예상. 금리인하 수혜 중심 대응 필요(리츠, 금융, 중소형주)

25년 테일러 룰 적정금리 3.5~4%, 빠른 정상화 필요



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

25년 테일러 룰 적정금리 3.5~4%, 빠른 정상화 필요



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

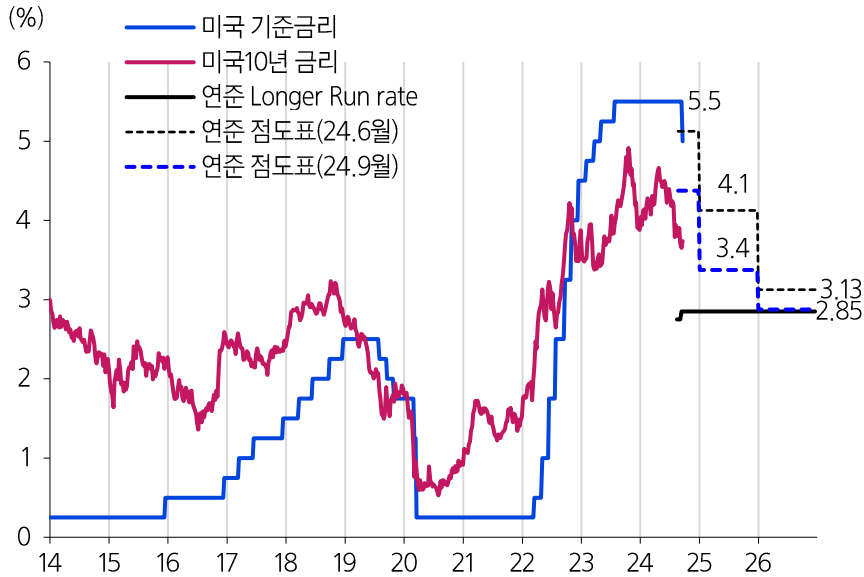
## ④ 미국 금리 인하 경로

\* 최종 기준금리 수준 3% 전후

### 경기 침체가 없다면 미국 기준금리 최종 수준은 3% 초반

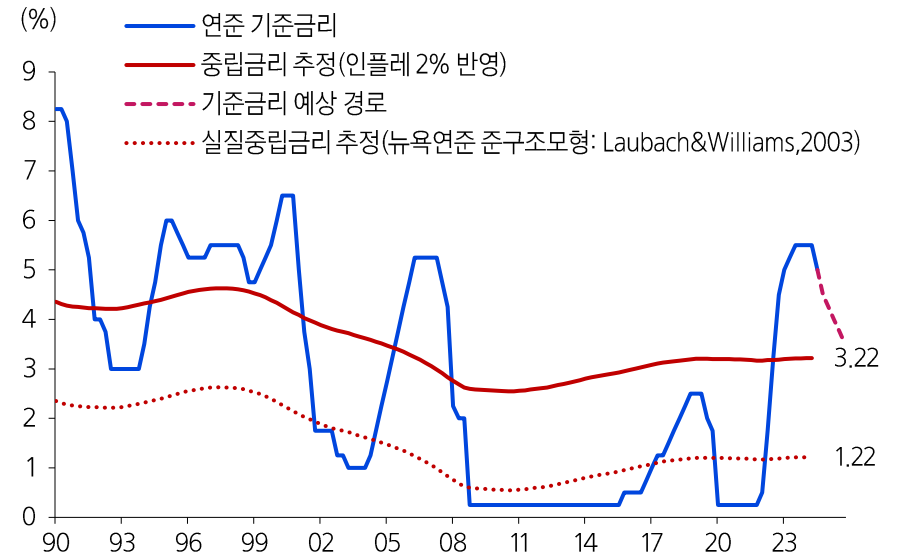
- 연준 점도표상 26년말 기준금리는 3%초반. 인하시클 진입으로 시장금리(10년물)는 장단기 역전 해소되며 느리게 하락
- 미국 10년 금리 전망의 기준점 : 미국 명목 잠재성장률 (3.8~4.0%), 미국 기준금리 최종 수준 (3% 초반)
- 연준의 장기 중립금리는 2.75%이나 실질중립금리 추정 모델은 이전보다 중립금리 수준이 상향된 것으로 추정하고 있음
- 뉴욕연준 L&W 모델의 실질중립금리 추정치는 1.18%로 이를 감안한 장기 중립금리는 3.2% 수준으로 연준 중립금리 보다 높아
- 경기침체를 배제한 최종 기준금리 수준은 3% 전후, 이에 상응하는 미국채 10년 금리는 3.5% 내외로 예상(하단 3.4%)

연준의 점도표 : 최종 기준금리 2.75~3.25%



자료: 미국연준FOMC, 삼성자산운용

뉴욕연준 추정 실질중립금리 추정치 1.2% (명목 3.2%)



자료: 뉴욕 연준, 삼성자산운용



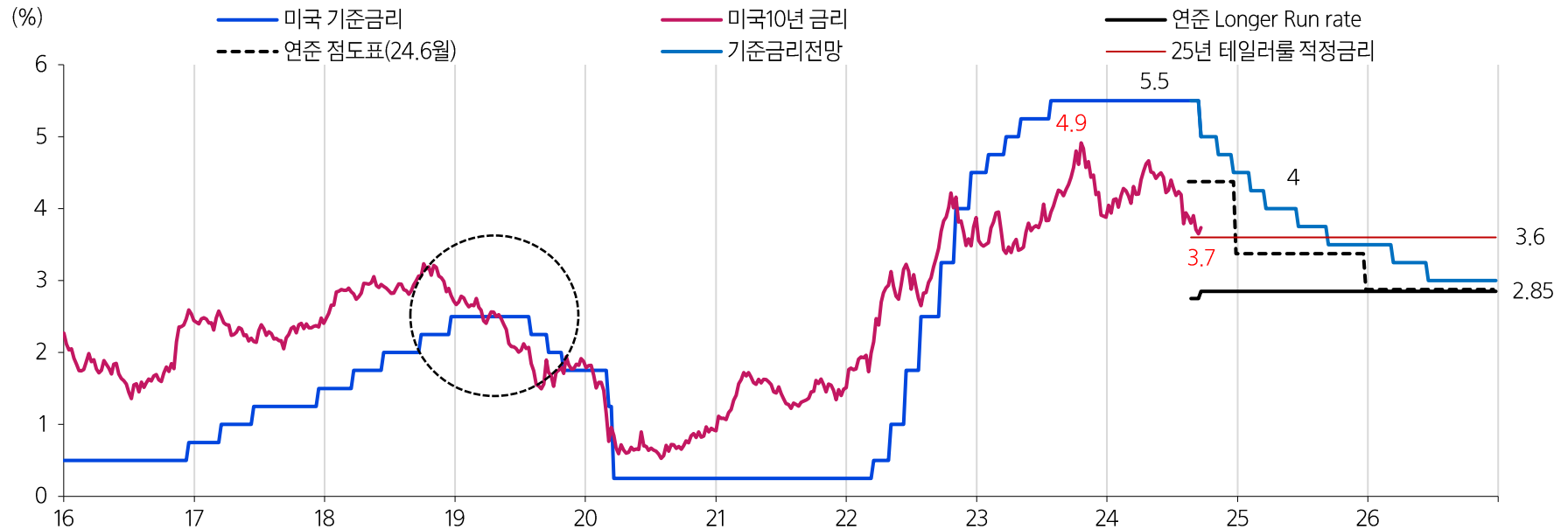
## ⑤ 금리인하와 채권 전략 (미국)

\* 금리인하 선반영, 캐리수익 및 방어적 관점에서 보유

미국 10년 국채금리, 금리인하 선반영하며 하반기 전망 밴드 하단 수준까지 하락

- 미국 10년 금리는 금리인하 기대를 상당 부분 선반영
- 미국 경기침체를 가정하지 않는 한 추가 금리 하락 폭은 제한적 (연말 미국채 10년 3.7~4.0%)
- 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 경로와 미국채 10년 : 미국 10년 국채금리는 금리 인하를 상당부분 선반영, 자본차익 여력 제한적



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

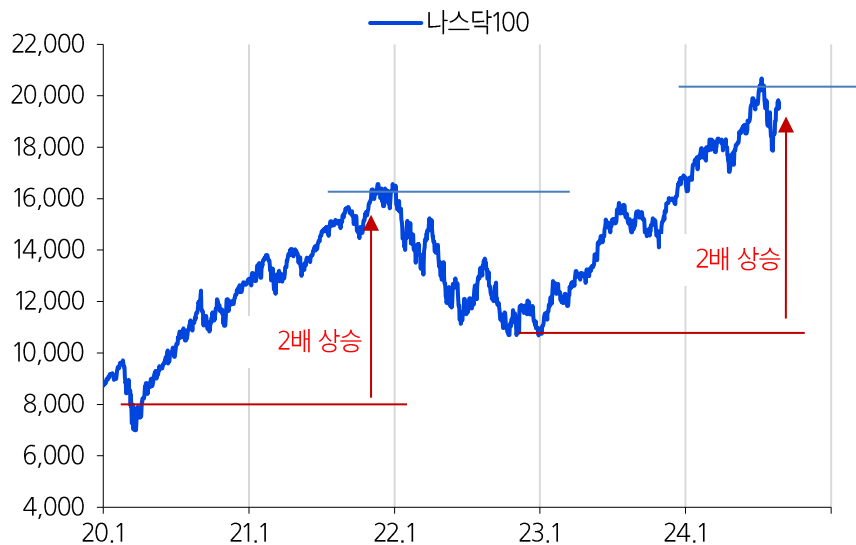
## ⑤ 금리인하와 주식전략

\* 주식 시장 중립 이유

### 경기 대응 성격의 금리인하는 주식에 중립적

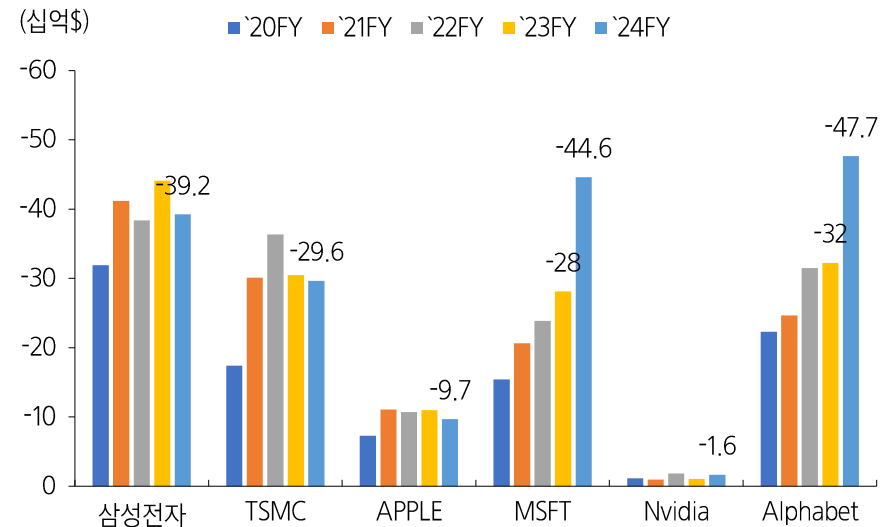
- 인하 사이클 시작과 함께 인하 속도 및 경기 둔화 관련 금융시장의 긴장은 높아지게 될 것
- 공격적인 인하는 경기 우려를 높일 수 있고, 완만한 인하는 시장의 적극적 완화 정책 기대를 충족하기 어려워
- 누증 되어온 경기와 주가간 괴리 해소 과정 필요(서프라이즈 인덱스 마이너스권 지속 : 예상 하회 경제지표가 많아지고 있다는 신호)
- 지난 5년의 주가 패턴도 주가 레벨업을 제한 (새로운 상승 에너지 필요 : AI 확산 속도(침투율), 자본지출 대비 수익성 등)
- 주가 3분기 고점 의견 유지. 연말까지 포트폴리오 다각화, 수익률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

#### 상승 누적 피로감, 레벨업을 위한 새로운 촉매 필요



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

#### Big Tech의 자본지출 급증, 수익성 확인 과정



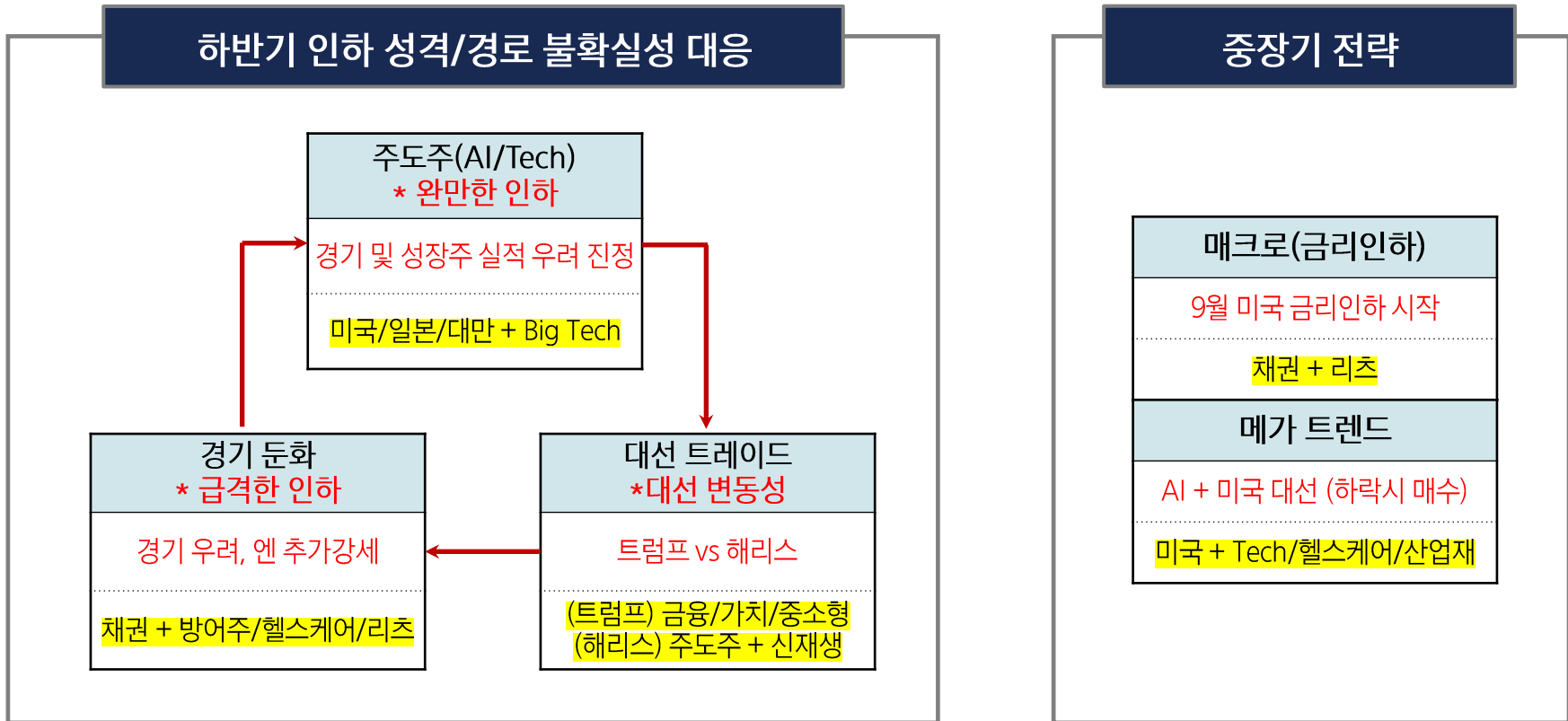
자료: Bloomberg, 삼성자산운용

## ⑤ 금리인하와 포트폴리오 전략

\* 포트폴리오 전략 : 다각화, 주식/채권 밸런스 유지

쏟림 보다 로테이션 환경 지속 : 빠른 금리인하 속도 + 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)



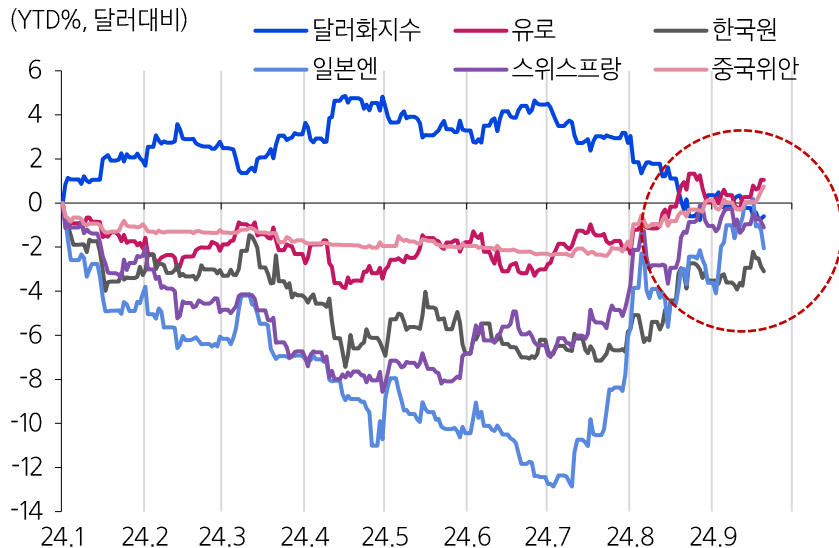
## ⑥ 금리 인하의 역풍

\* 수렴된 환율, 향후 변동성 예고

### 금리인하, 연착륙 반영하며 달러약세

- 연초 이후 차별화되었던 환율 시장(달러강세, 엔화약세)은 7월 이후 상대격차가 해소되며 수렴
- 미국의 빠른 금리인하가 예고된 상황, 엔의 강세 반전 등 이전과 다른 새로운 방향성을 모색할 가능성 높아
- 미국의 인하 속도가 빨라지면 미-일 금리차 축소를 통해 엔화의 강세 흐름이 다시 주목받게 될 것으로 예상
- 달러 스마일 커브는 연착륙, 금리인하 기대를 반영하며 약세로 이동, 글로벌 경기 불확실성 감안시 추세적 달러약세는 시기상조

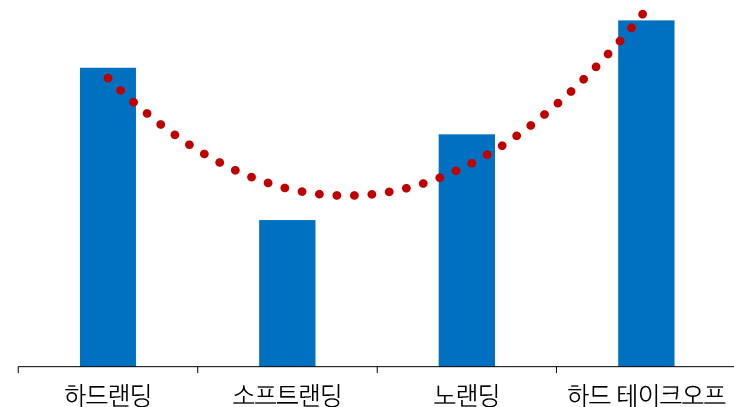
수렴된 환율, 새로운 방향성 모색



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

달러 스마일 커브 (인하, 연착륙 기대 반영 약세흐름)

미국 경기 국면별 평균 달러인덱스



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

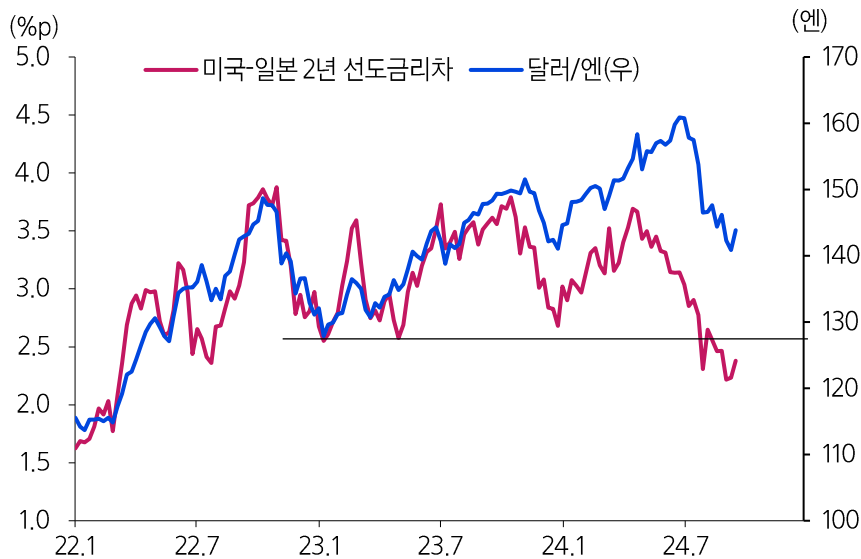
## ⑥ 금리 인하의 역풍

\* 외부의 역풍 : 엔화 강세

### 미국의 빠른 인하 속도로 엔 강세 추이는 강화

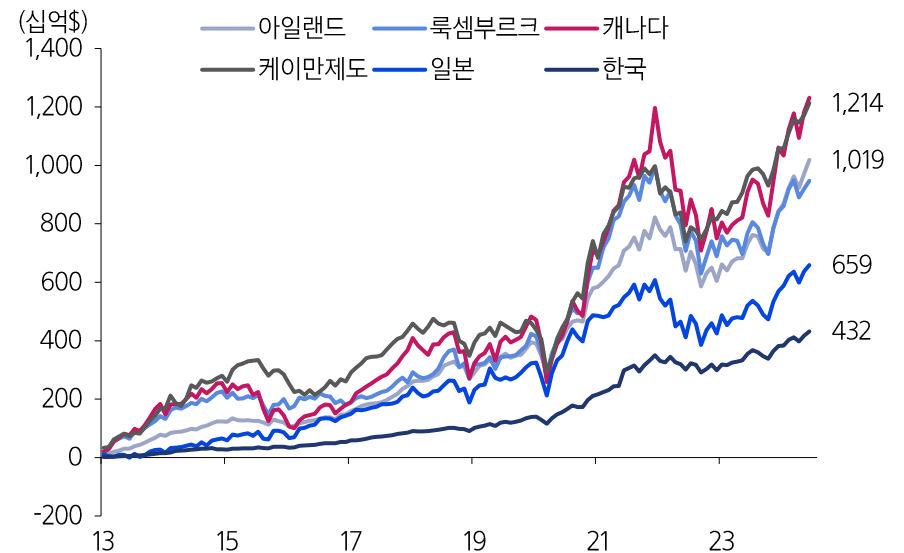
- 미-일 금리차 축소, 금융시장 불확실성 대안으로 엔화 선호가 높아질 수 있음
- 일본의 금리인상 속도가 느려지더라도 미국의 빠른 인하 속도로 인해 엔화강세 압력으로 점증 될 것으로 예상
- 그동안 엔화 약세가 글로벌 위험자산 선호를 상징해왔고, 실제 일본자금의 글로벌 자산 매입이 컸다는 점에서 엔강세는 주가에 부정적
- 엔 강세 재개시 달러/엔은 125~130엔 수준까지 하락할 것으로 예상(한국 원화의 환율 약세 수준과 비교)

미국의 빠른 인하로 엔화강세 추이는 더 강화 될 것



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

국가별 미국주식 보유 현황: 엔강세로 미국자산 선호도 약화



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

## ⑥ 금리 인하의 역풍

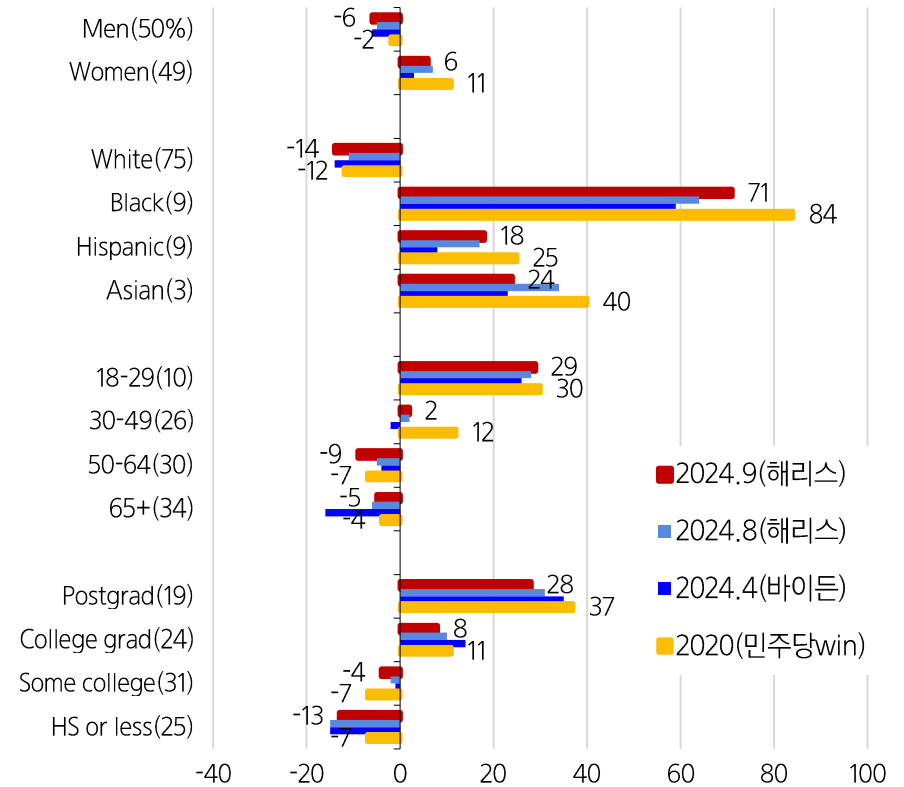
\* 내부의 역풍 : 초 박빙 대선

### 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

Margin change (트럼프대비 격차)

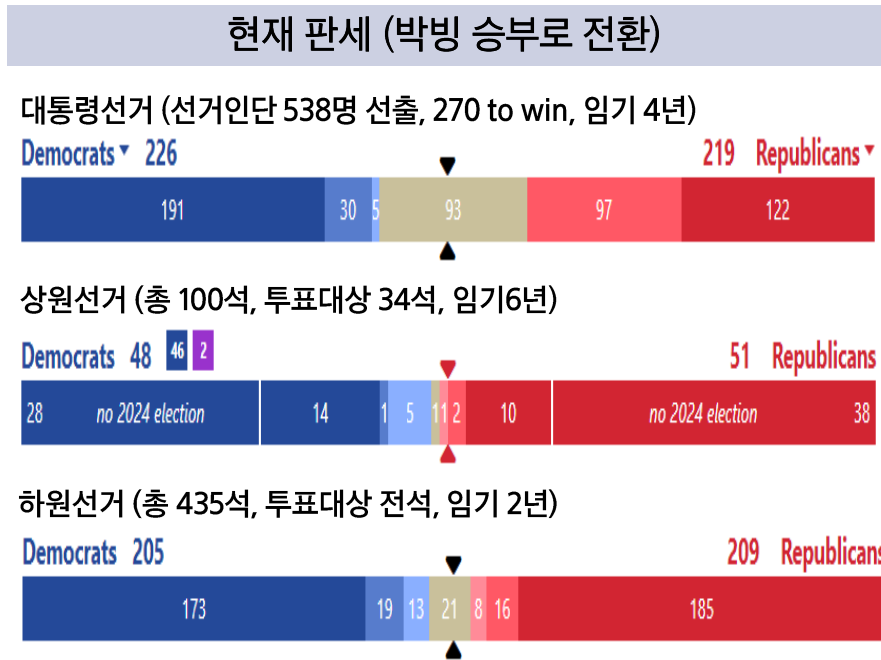


주: American trends panel 서베이  
자료: PEW RESEARCH, 삼성자산운용

## ⑥ 금리 인하의 역풍

\* 내부의 역풍 : 트럼프 당선 시 역풍 클 것

- 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)은 여전히 박빙
- 트럼프 당선시 연준이 인하시작과 함께 밝힌 물가 안정 및 연착륙 기조와 상충될 가능성 높아
- 트럼프의 이민 제한은 물가 상승 압력으로 작용할 가능성이 높고, 관세부과는 연착륙 기조를 위협할 수 있기 때문



자료: 270towin.com, 삼성자산운용

93석 스윙스테이트 Poll : 초박빙

	선거인단수	Trump (R)	Harris (D)	Spread
Swing State	93	47.8	47.7	Trump+0.1
Arizona	11	48.7	46.5	Trump+2.2
Nevada	6	46.8	47.0	Harris+0.2
Wisconsin	10	48.0	49.0	Harris+1.0
Michigan	15	47.6	49.3	Harris+1.7
Pennsylvania	19	47.6	48.3	Harris+0.7
North Carolina	16	47.8	47.4	Trump+0.4
Georgia	16	48.1	46.1	Trump+2.0

자료: RealClear Politics, 삼성자산운용, 9.23일 기준 Poll Average

---

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



# 글로벌 매크로 현황

\* 글로벌 경기 판단

주요 지표	22년	23년	24년 추이					comment	24년전망	잠재성장률	
			3월	6월	7월	8월	9월		IMF		
성장률	미국 경제성장률	2.1%	2.5%	2.2%	2.3%	2.3%	2.5%	2.5%	2분기 2.8%, 3분기 성장 호조로 연 성장률 상향 조정	2.7%	1.8%
	유로존	3.3%	0.5%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	서베이 지표 중심 반등, 금리인하 기대로 성장률 상향 조정	0.8%	1.1%
	일본	1.1%	2.0%	0.7%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	1분기 전분기비 역성장(-0.6%) 후 2분기 성장률 큰 폭 반등	0.9%	0.9%
	중국	3.0%	5.2%	4.6%	4.9%	4.9%	4.8%	4.8%	생산 증가로 성장률 전망 소폭 상향, 부동산 부진은 지속	4.6%	4.2%
	한국	2.6%	1.4%	2.2%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	수출/반도체 개선 가속, 1Q 성장호조 반영하며 성장률 상향	2.3%	2.0%
물가	미국 CPI (기말)	6.5%	3.4%	3.5%	3.0%	2.9%	2.5%	2.3%	유가 하락으로 예상경로 대비 낮은 수준으로 진행	2.9%	
	미국 Core PCE	4.9%	2.9%	2.8%	2.6%	2.6%			2%대 진입 후 둔화 속도는 완만		
	유로존 CPI	9.2%	2.9%	2.4%	2.5%	2.6%	2.2%		8~9월 물가에 연료가격 하락 반영되며 물가 둔화 예상	2.4%	
	일본 CPI	4.0%	2.6%	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%		임금, 물가 선순환 신호 (3분기 실질임금 플러스 전환)	2.2%	
	중국 CPI	1.8%	-0.3%	0.1%	0.2%	0.5%	0.6%		물가 반등 폭 미미, 수요부진에 따른 디플레 우려는 지속	1.0%	
	한국 CPI	5.0%	3.2%	3.1%	2.4%	2.6%	2.0%		2%대 진입, 하반기 한은 목표치 2.3% 하회 가능성 높아	2.5%	
통화정책	미국 기준금리	4.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.0%	9월 인하 사이클 시작. 예상과 달리 50bp 인하로 시작		
	유로존 기준금리 (Deposit)	2.0%	4.0%	4.0%	3.75%	3.75%	3.75%	3.50%	6월, 9월 금리인하 2회 실시 (연 3회 인하 예상)		
	일본 기준금리	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%	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%	3.95%	3.85%	3.85%	3.85%	시중 유동성(사회용자총량)은 3개월 연속 감소		
	한국 기준금리	3.25%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	7월 금통위에서 금융안정 강조, 첫 인하는 10월 예상		
	QT (연준자산, \$조)	\$8.55	\$7.80	\$7.48	\$7.23	\$7.18	\$7.12	\$7.10		6월부터 QT 규모 축소(국채 월 600억\$→250억\$)	

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

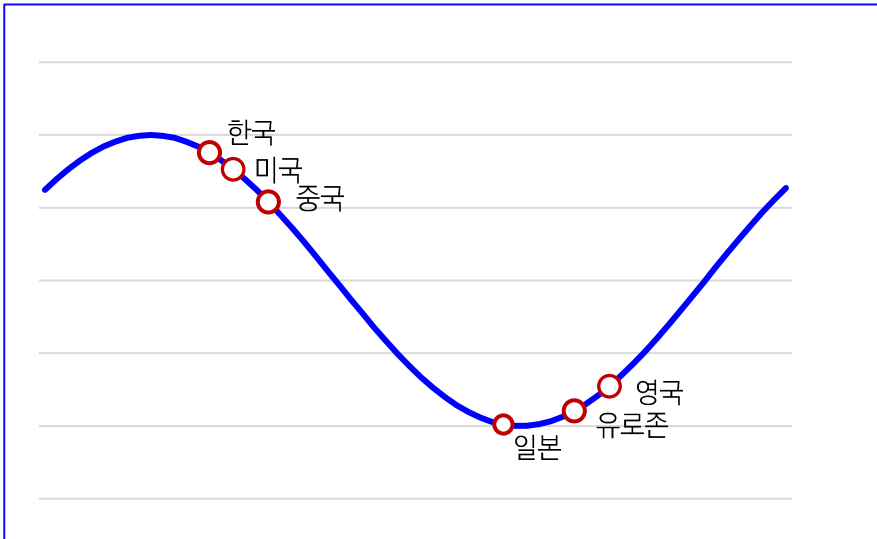
# 글로벌 경기 사이클

\* 국가별 분기성장률로 본 경기사이클

미국은 확장세 둔화, 유럽은 턴어라운드 초입

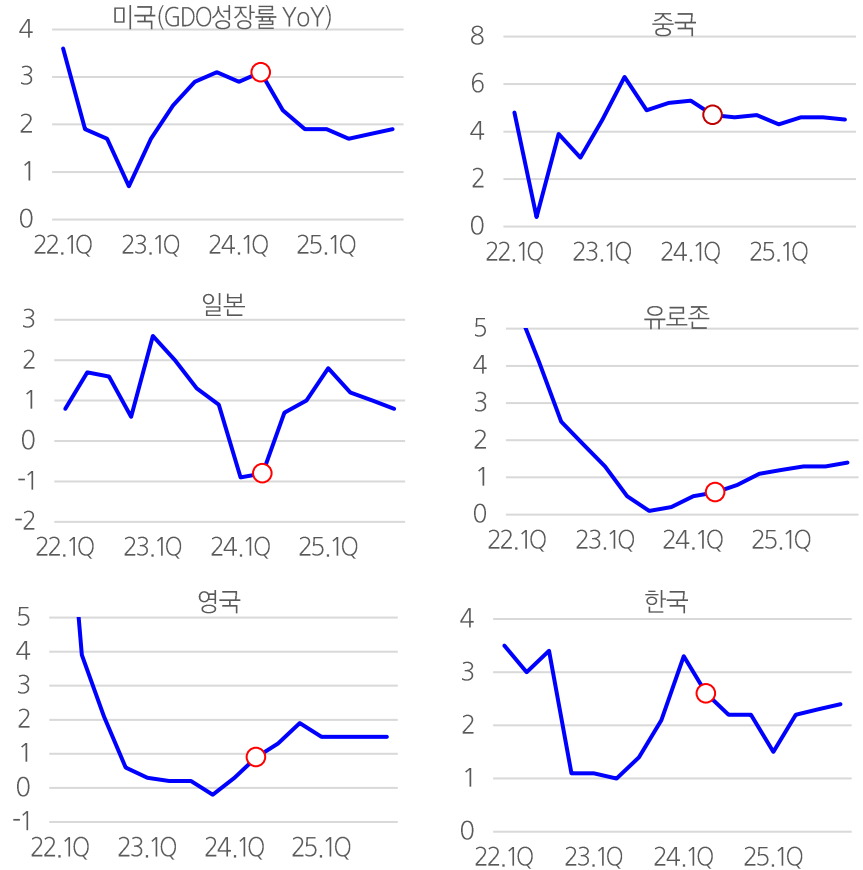
- 국가별 분기성장률 추이를 통해 경기 사이클 상 국가별 위치를 보면 미국, 중국은 확장국면 이후 둔화 흐름
- 한국, 상반기 정점. 내수부진 부담
- 유로존, 영국은 회복 초기에 위치해 있는 것으로 판단

국가별 경기 사이클 (GDP 분기성장률 YoY)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

국가별 GDP 성장률(전년동기비) 추이



자료: Bloomberg 컨센서스(24.5.23일), 삼성자산운용

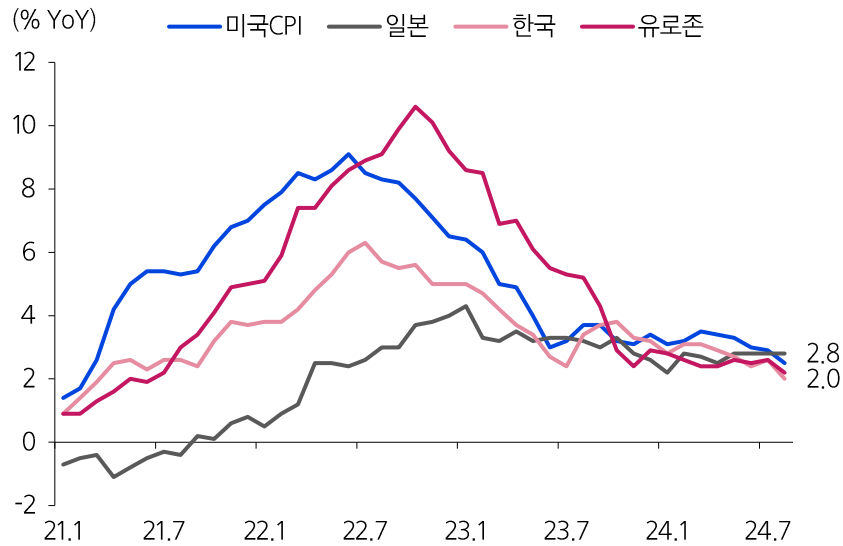
# 글로벌 물가 현황

\* 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
- 주거비 비중이 높은 미국은 하락세가 더뎠으나 최근 2% 중반대로 빠르게 진입, 내년 상반기 2% 초반 예상
- 유로존, 한국, 일본은 2%대 진입

### 물가 둔화세 지속, 국가별 차별화



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

### 국가별 CPI 바스켓 차이 : 주거 비중이 높은 미국

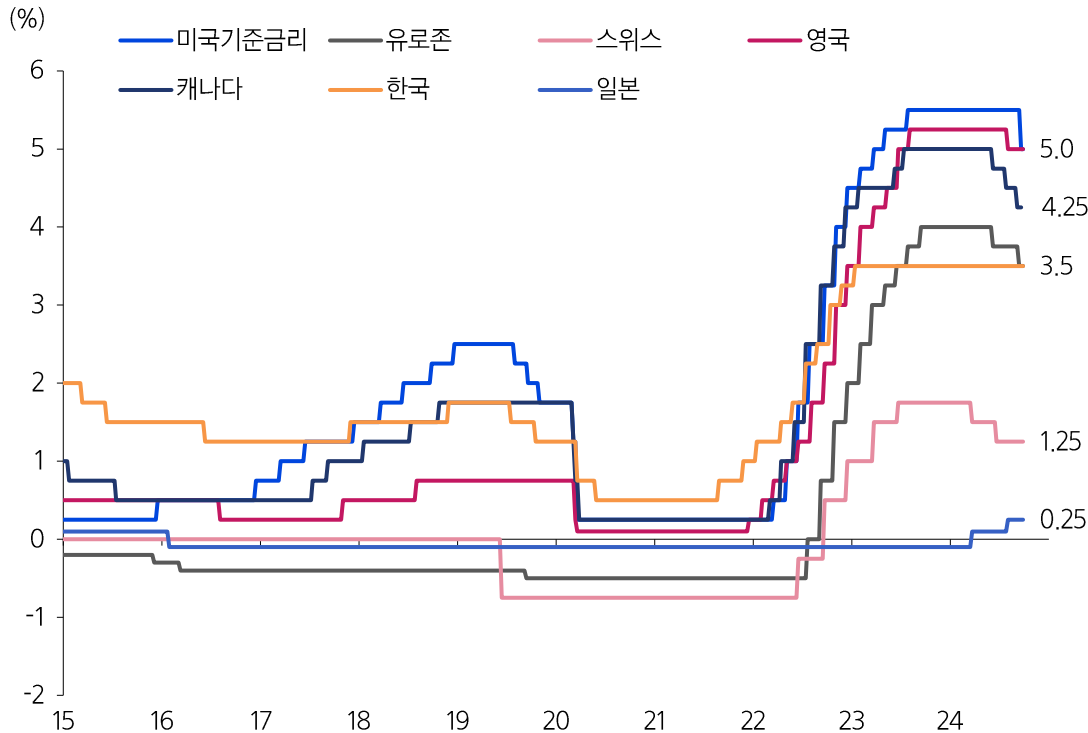
(항목별 비중%)	미국	유로존	영국	일본	한국
음식	13.6	15.7	11.3	26.3	14.2
식당/호텔		11.2	14.5		14.5
담배주류	0.8	3.7	3.9		1.6
의류신발	2.6	5.0	5.9	3.5	5.0
가구/가정용품	4.4	6.4	6.2	3.9	4.6
운송	13.6	15.3	13.5	10.5	11.1
문화여가	5.4	9.1	14.3	9.1	6.3
통신	3.5	2.7	2.3	4.4	4.7
교육	2.2	1.0	3.0	3.0	7.4
건강	7.9	5.0	2.6	4.8	8.4
주거	34.6	14.7	13.1	21.5	17.2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

자료: Bloomberg, 한국통계청, 삼성자산운용

# 글로벌 기준금리 추이

\* 미국 빅컷으로 인하시클 시작

기준금리 : 유럽, 캐나다, 영국, 미국 금리인하 사이클 시작



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

- 스위스, 스웨덴, 유럽중앙은행, 캐나다, 영국 금리인하 사이클 진입
- 9월 미국도 인하 사이클 시작(50bp 인하)
- 늦게 시작했지만 내년 상반기까지 미국의 인하 속도가 다른 국가보다 빠를것으로 예상 (내년 상반기까지 175bp 인하 예상)
- 현재 글로벌 국가 중 캐나다의 인하 속도가 가장 빠른 편 (고용 및 경기지표 악화)
- 일본은 12월경 추가 인상에 나설 전망

# 미국 경제 현황

\* 소비는 견조, 고용지표 둔화

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

	주요 지표		23.4Q			24.1Q			24.2Q			24.3Q		
			10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9
성장률	GDP성장률	실질, 전분기연율	3.4			1.4			3.0			2.1		
	GDPNow Nowcasting	실질, 전분기연율	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	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		3.0			1.5			2.9			3.2		
	정부지출		4.2			1.8			2.7			1.7		
	민간투자		0.9			4.4			7.5					
	GDI성장률	실질, 전분기연율	3.6			1.3			1.3					
물가	CPI	전년동월비	3.2	3.1	3.4	3.1	3.2	3.5	3.4	3.3	3.0	2.9	2.5	
	CPI Nowcasting		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	0.0	0.1	0.3	0.2	0.4	0.3	0.4	0.1	-0.1	0.2	0.2	
	Core PCE	전년동월비	3.4	3.2	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	2.6	2.6	2.6		
	Core PCE Nowcasting		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	0.2	0.5	0.3	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2		
경기판단지표 (NBER)	개인소비지출	실질, MoM	0.2	0.4	0.5	-0.3	0.2	0.3	0.0	0.5	0.3	0.4		
	개인소득(이전소득제외)	실질, MoM	0.3	0.5	0.2	0.2	-0.2	0.1	-0.1	0.4	0.1	0.2		
	제조업/도소매판매	실질, MoM	-0.2	0.6	0.7	-1.3	0.3	-0.1	-0.2	0.8	0.4			
	산업생산	MoM	-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	207	198	212	243	261	267	218	211	147	141	116	
	가계조사 고용	3개월평균, 천명	24	122	-122	-43	-299	94	113	38	-89	-75	117	
서베이	ISM제조업		46.7	46.7	47.4	49.1	47.8	50.3	49.2	48.7	48.5	46.8	47.2	
	ISM서비스		51.8	52.7	50.6	53.4	52.6	51.4	49.4	53.8	48.8	51.4	51.5	
	미시간 소비자신뢰		63.8	61.3	69.7	79.0	76.9	79.4	77.2	69.1	68.2	66.4	67.9	

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

# [참고] 미국 고용 지표 세부 현황

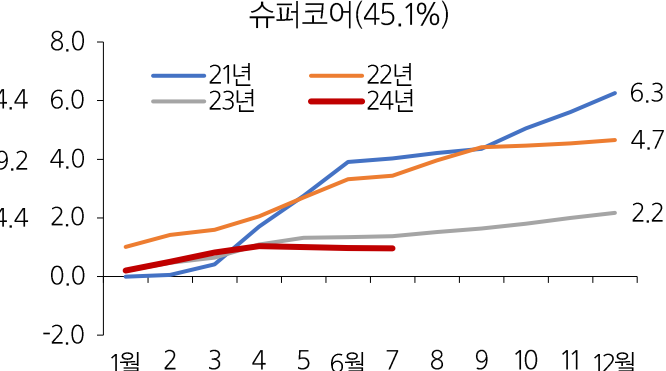
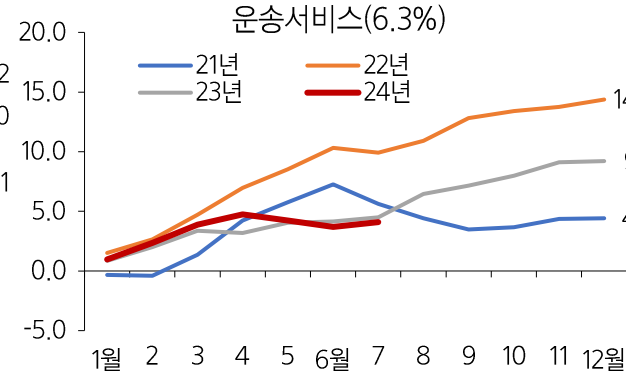
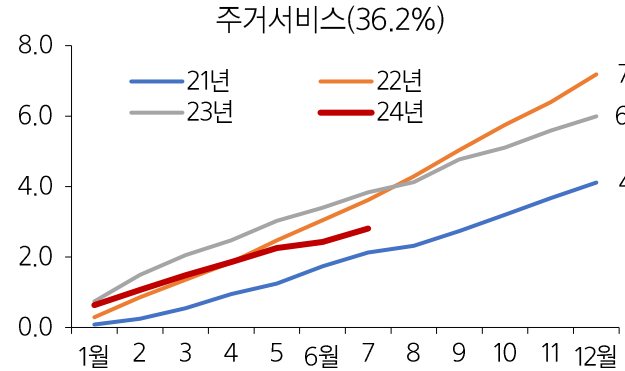
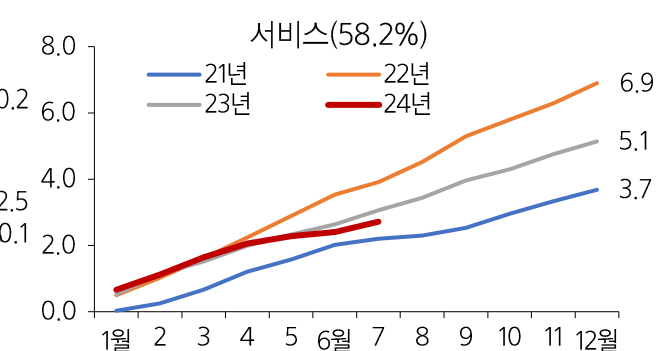
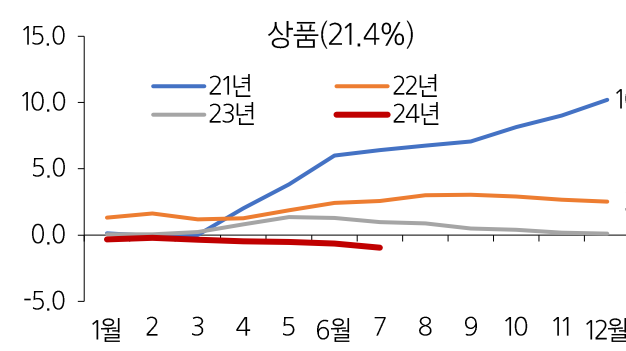
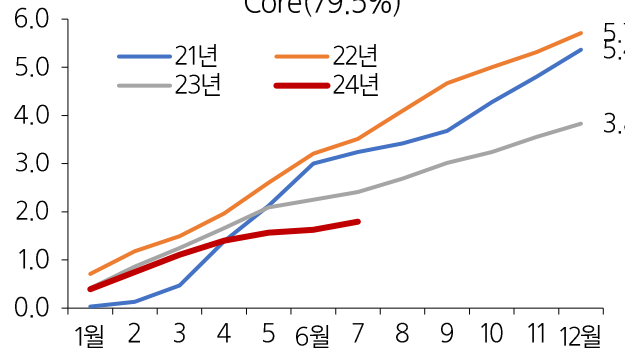
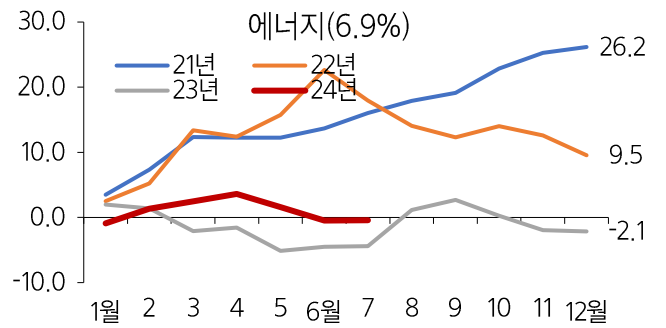
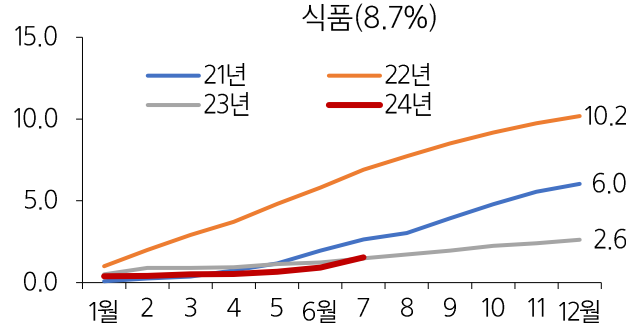
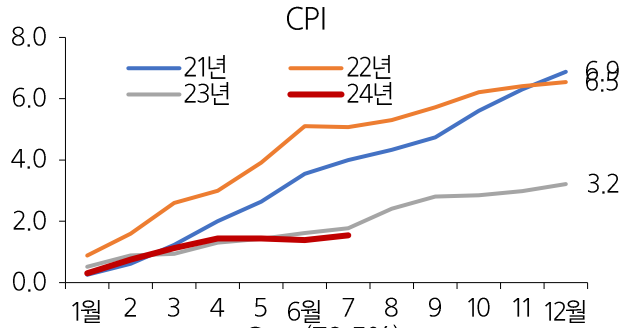
\* 구인건수와 실업자 1:1로 수렴

미국 고용 관련 세부지표			2024년							
			1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월
헤드라인	실업률	%	3.7	3.9	3.8	3.9	4.0	4.1	4.25	4.22
	비농업 신규일자리	천명	256	236	310	108	216	118	89	142
	신규일자리(가계조사)	천명	(31)	(184)	498	25	(408)	116	67	168
	시간당 임금상승률	yoy	4.4	4.3	4.1	3.9	4.0	3.8	3.6	3.8
	주간실업수당(4주)	천명	209.5	209.3	214.5	210.0	222.3	238.8	238.0	230.0
고용현황	노동가능인구	천명	267,540	267,711	267,884	268,066	268,248	268,438	268,644	268,856
	경제활동인구	천명	167,276	167,426	167,895	167,982	167,732	168,009	168,429	168,549
	경제활동참여율	%	62.5	62.5	62.7	62.7	62.5	62.6	62.7	62.7
	정규직	천명	133,133	132,946	132,940	133,889	133,264	133,236	133,684	133,246
	파트타임	천명	27,890	27,941	28,632	27,718	28,004	28,054	27,729	28,256
	파트타임 비율	%	20.9	21.0	21.5	20.7	21.0	21.1	20.7	21.2
	실업자	천명	6,124	6,458	6,429	6,492	6,649	6,811	7,163	7,115
고용수요-공급	천명	2,624	2,355	1,926	1,428	1,581	1,100	510		
JOLT	구인	천명	8,748	8,813	8,355	7,919	8,230	7,910	7,673	
	채용	천명	5,698	5,781	5,617	5,615	5,655	5,248	5,521	
	퇴직	천명	5,449	5,539	5,330	5,337	5,397	5,084	5,420	
	(해고)	천명	1,596	1,681	1,601	1,542	1,678	1,560	1,762	
	(자발적퇴직)	천명	3,446	3,527	3,409	3,452	3,403	3,214	3,277	
	(기타퇴직)	천명	407	332	320	343	316	310	381	
	민간 해고데이터	명	82,307	84,638	90,309	64,789	63,816	48,786	25,885	75,891
서베이	ISM제조업고용	P	47.1	45.9	47.4	48.6	51.1	49.3	43.4	46.0
	ISM서비스업고용	P	50.5	48.0	48.5	45.9	47.1	46.1	51.1	50.2
	NIFB소기업 채용계획		14	12	11	12	15	15	15	13
	직장 잃을 확률 (뉴욕연준서베이)		11.8	14.5	15.7	15.1	12.4	14.8	14.3	

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

# [참고] 미국 물가속도 비교

\* 주거를 제외한 모든 영역에서 물가 연간 속도 둔화



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

# 유로존 경제 현황

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

- 물가 둔화세 지속, 9월 두번째 인하 단행, 경제지표의 개선강도는 약한 편

	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	
		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	
	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	
		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	
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	45.8	
	(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	42.4	
	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	52.9	
	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	86.6	
	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	-13.5	
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		
	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	2.2		
	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		
	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		

자료: Bloomberg, 삼성자산운용



# 일본 경제 현황

\* 2분기 강한 회복

• 1분기 역성장 후 2분기 큰 폭 회복 (전분기비 0.7%, 전분기비 연율 +2.9%) : 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					
	소비지출	실질,전분기연율	-1.2			-1.2			-2.3			3.7					
	정부지출	실질,전분기연율	2.5			-0.5			1.1			0.4					
	민간투자(주택)	실질,전분기연율	-4.8			-4.2			-10.1			7.1					
	민간투자(비주거)	실질,전분기연율	-0.6			8.6			-1.9			3.1					
	수출	실질,전분기연율	0.4			12.6			-17.3			6.1					
	수입	실질,전분기연율	5.2			8.3			-9.6			6.9					
	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	5.6	
	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	
	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	
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		
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		
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	
	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	
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		
	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		
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	
	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	
	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	
주식/채권수급	외국인 주식 순매수	십억엔	890	-728	-5475	2653	955	-1227	2849	708	-2097	3327	1374	-165	-317	-958	
	외국인 채권 순매수	십억엔	-1442	-402	-2028	-1798	1709	-1579	1636	235	-308	-2228	567	-1565	1179	1492	
	일본거주자 해외주식 순매수	십억엔	-1958	-112	1165	737	-511	-1256	734	245	-1393	279	-599	-1005	724	1414	
	일본거주자 해외채권 순매수	십억엔	-1643	1756	3396	1268	-1098	1267	2712	968	404	-1215	2298	-3350	-1486	7337	

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

# 중국 경제 현황

\* 부동산, 투자, 소비 부진 지속

• 부양책에도 불구하고 투자, 부동산, 소매판매 지표의 부진은 지속되고 있음

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	
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		
GDP 분기 성장률(YoY)		4.9			5.2			5.3			4.7				
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	
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	
사회용자총액(십억위안)	536	3127	4131	1844	2455	1940	6473	1496	4834	-66	2062	3299	771	3031	
위안화대출(십억위안)	346	1358	2312	738	1090	1170	4920	1450	3089	732	945	2126	261	903	
그림자금융(net, 십억위안)	-172	101	301	-257	1	-156	601	-329	377	-426	-112	-130	-76	116	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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		
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	
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	
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	
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	

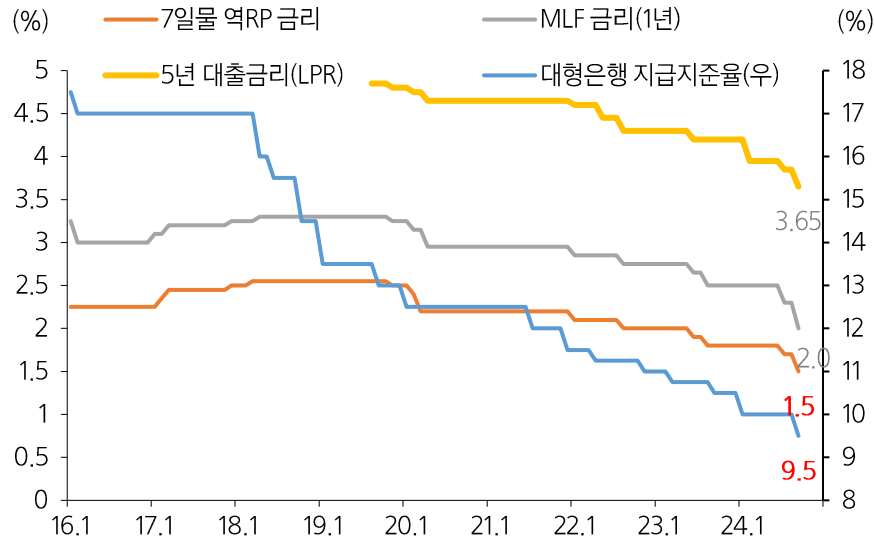
자료: Bloomberg, 삼성자산운용

# 중국 대규모 금융 부양책 발표

\* 9.24일 조치 (부동산, 주식 부양 목적)

- 9.24일 인민은행, 은행감독위원회, 증권감독위원회 공동 기자회견 통해 금융 부양책 발표
- 기준율 50bp 인하, 7일 역RP금리 20bp인하(1.5%), 대출금리(LPR, MLF) 20~30bp 인하 예정
- 부동산 기존 주택담보대출금리 50bp인하, 2주택이상 주택 구입 규제 완화(최소선금금 비율 10%p 하향 조정해 15%)
- 새로운 정책 : 증권-운용사-보험 스왑 간편제도 신설(5000억위안 규모), 자사주매입 특별재대출 프로그램(대출금리 2.25%)
- 주식 저평가 해소 방안 준비 : 중장기 자금유입 가이드라인 마련, 증안펀드 출범 검토, 국부펀드(CIC) 매입 확대 및 대상 확대
- 이전 대책 대비 금리인하 폭 크고 증시 부양 풀 패키지 성격을 담고 있어 중국증시 바닥형성 및 반등 가능. 실물경기 개선 효과는 미미

기준율/단기금리 인하, 대출금리 인하 예고



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

부동산, 주식 부양책

	주요 정책
부동산	기존주택담보대출금리 50bp인하 2주택이상 구매자 최소선불금 15%로 인하(기존 25%)
주식시장	증권-운용사-보험 스왑 간편제도 신설 *금융기관은 채권/주식ETF 담보로 인민은행 통해 유동성 확보/주식매입 여력 확대 자사주매입 특별재대출 프로그램 신설 증시안정펀드 출범 검토 상장사 투자가치제고 및 중장기 자금유입 관련 가이드라인 발표 중국회금공사(CIC) 지분매입 확대 및 투자범위 확대
은행	대형은행 산하 금융자산투자회사 지분투자비율 10%로 상향 은행 수익성 감안 예금금리 하단 조정

# 한국 경제 현황

\* 수출과 내수 차별화는 지속

• 수출 및 반도체 경기 회복세는 지속되고 있으나 고용과 민간소비 부진은 지속

주요 경제 지표	7월	8월	9월	10월	11월	12월	24.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월
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	22.6	17.5	
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	8.7	
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	-27.5	
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
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
수출증가율 (YoY)	-16.2	-8.1	-4.4	4.9	7.3	5.0	18.2	4.4	3.1	13.6	11.5	5.6	13.9	11.4
(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
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
무역수지 (백만달러)	1720	984	3678	1549	3563	4450	386	4114	4294	1454	4867	8281	3559	3829
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
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	-2.1	
전월비	-3.1	0.5	-1.0	0.8	-0.1	0.5	1.0	-3.2	1.1	-0.6	-0.2	1.0	-2.0	
(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	
(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	
설비투자 (YoY)	-11.3	-14.3	-4.1	-5.9	-7.0	-5.3	7.1	-0.8	-4.4	0.4	-1.4	-3.35	18.5	
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	6.1	
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	
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	
(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	
서울 아파트 매매 (건)	3804	4091	3845	2983	2417	1790	2456	2665	3482	4840	5182	6150	9518	

자료: Bloomberg, 삼성자산운용