

2023년 하반기

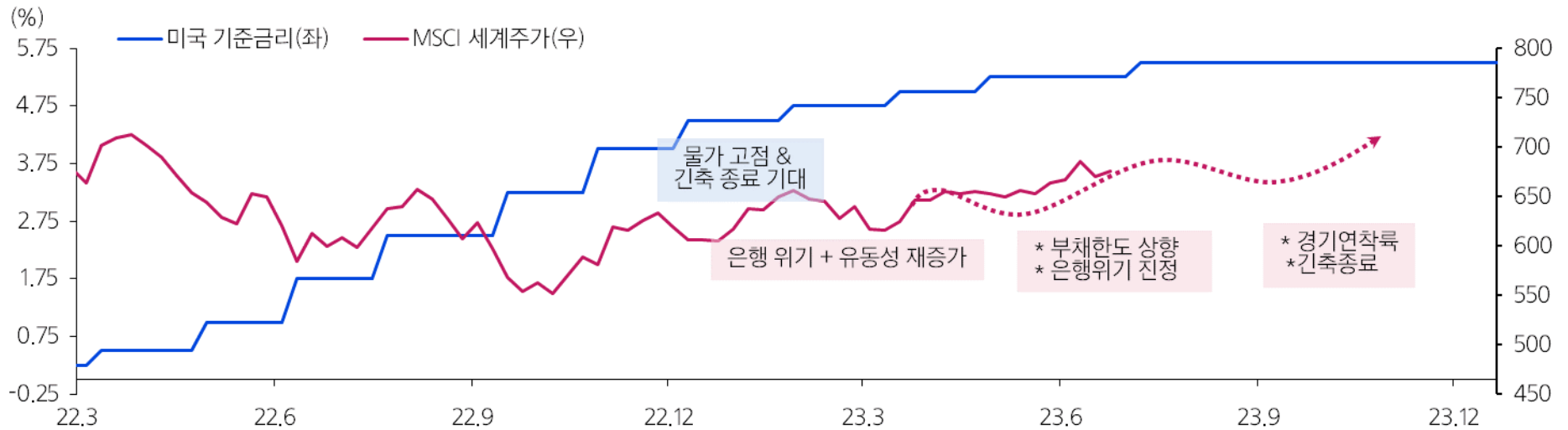
# 글로벌 매크로 및 자산시장

2023. 7

# 완만한 위험 선호 환경 속 선택과 집중

- 글로벌 경기와 정책의 차별화 속에 선택적 위험자산 투자가 필요한 환경
- 미국은 인플레이와의 싸움은 끝나지 않았으나 견조한 경기가 있기에 긴축이 가능하다는 점을 감안하면 미국 선호는 유지
- 중국시장은 밸류에이션 매력, 경기 모멘텀, 완화적 정책의 긍정적 효과는 구조적 문제와 디플레 우려 등으로 제한적일 듯
- 일본의 지정학적 우위의 긍정적 효과가 있으나 여전히 경기는 디플레 환경, 추가 엔저가 강하기 힘들다는 점으로 변동성 있을 듯
- 섹터도 긴축에 대한 부담은 있으나 퀄리티와 성장이 뒷받침 되는 산업에 대한 투자가 매력적일 듯

23년까지 기준 금리 및 위험자산 가격 흐름



자료: Refinitiv, 삼성자산운용

# 차별화된 세계 경제 흐름 속 선택과 집중

## 01 추가 긴축 우려 → 긴축 중단 + 경기는 침체 아닌 둔화

- 여름 동안 추가 인상 가능성으로 인해 변동성은 커질 수 있으나 막바지 단계로 진입하면서 장기 금리 하락 예상
- 미국은 섹터별 경기 차이로 동시다발적인 침체 가능성은 낮아. 연착륙 예상(서비스 호조, 부동산 안정 & 설비투자 개선 기대)
- 중국은 예상보다 부진하나 부양 정책 등이 이어지면서 상반기보다 더 나빠지지는 않는 수준

## 02 선택과 집중: 차별화된 글로벌 경제, 투자는 어디에?

- 느린 위험 자산 상승 기조 예상. 경기 지표간, 국가간, 섹터간 다른 모습을 보이고 있음을 고려할 때 선택적 투자 필요
- 미국은 성장 지속+ 디스인플레이션(금리 동결), 중국은 경기 부진 + 부양정책을 하는 등 상반된 모습. 미국 성장과 긴축 종료가 더 우호적 변수
- 일본의 구조적 회복 여부에 대한 판단. 엔저와 지정학적 수혜에 따른 가파른 상승. 추가 엔화 약세 제한적이고, 밸류에이션 부담 높아
- Friend Shoring 수혜국: 중국 제외 이머징 (대만, 인도 베트남)
- 한국은 내수(부동산 등)가 최악을 지나고 있으나 구조적 문제가 산적해 있고, 수출도 더딘 회복 예상
- 한국은 이익과 수출 개선이 상대적으로 뛰어난 섹터별 선별 투자가 (반도체, 기계&조선, 2차전지, 자동차)

## 03 제한적 달러 약세 예상. 非미국 투자 환경이 빠르게 개선되기는 어려울 듯

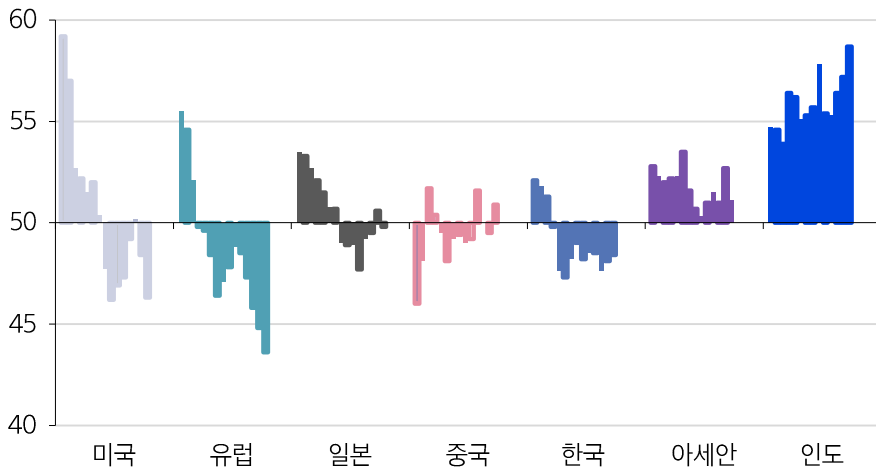
- 과거 달러 약세 국면에서의 위험자산 및 이머징 국가 성과가 빠르게 개선되는 환경과는 다를 듯
- 과거 이머징 펀더멘털 호조 + 달러 약세가 겹치는 구간에서 이머징 투자가 매력적. 현재 주요 이머징 성장 동력은 취약
- 미국 인플레 경계감 여전할 것으로 판단되어 가파른 달러 약세 가능성 낮아
- 원화는 무역수지 흑자 전환과 더불어 그동안의 저평가 국면에서 벗어날 것으로 판단
- 다만 대외수지 개선 속도가 더디고, 미국의 추가 긴축에 따른 금리차 확대 가능성 등으로 원달러 환율은 연말 1270원 예상

# 1. 서로 다른 길을 걷는 세계 탈동조화의 모습을 보이는 세계 경제

## 脫동조화된 세계 경제

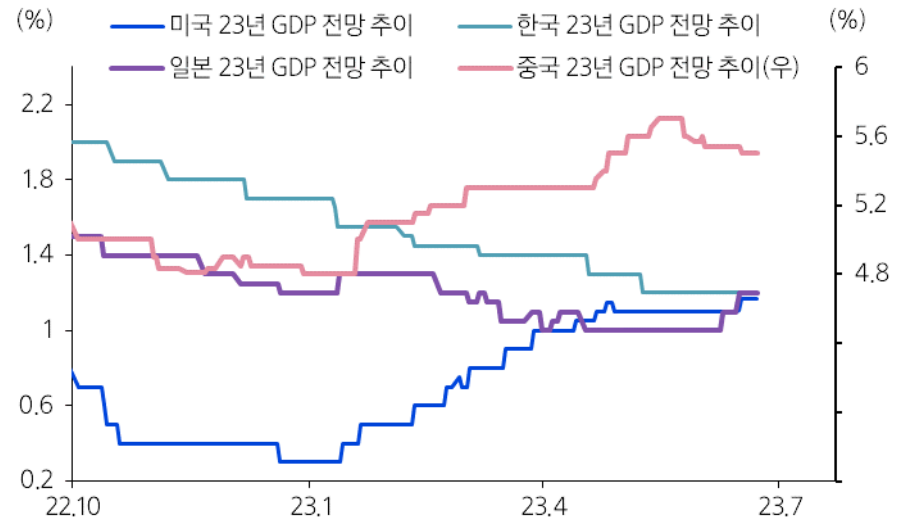
- 금융위기와 코로나를 겪는 과정에서 세계화 흐름 균열되고 약화. 각 국가의 경제적 상황과 정책에 따른 차별적인 모습 보이고 있어
- 제조업 경기는 미국, 유럽, 한국이 부진한 가운데 글로벌 생산 기지, 새로운 성장 동력으로 떠오르는 아세안과 인도는 강세 기조 유지
- 23년 성장률에 대한 전망치도 한국과 중국은 하향 조정 흐름에 있으며 미국은 연초 이후, 일본은 최근에 들어서 상향 전환
- 지정학적 흐름 속 각 국가의 위치, 경제 여건과 정책 등이 차별화를 낳고 있음

국가별 상반된 흐름을 보이고 있는 글로벌 제조업 PMI



자료: Refinitiv

미국, 일본 성장률 전망치 상향 vs 한국과 중국 성장 전망은 하향



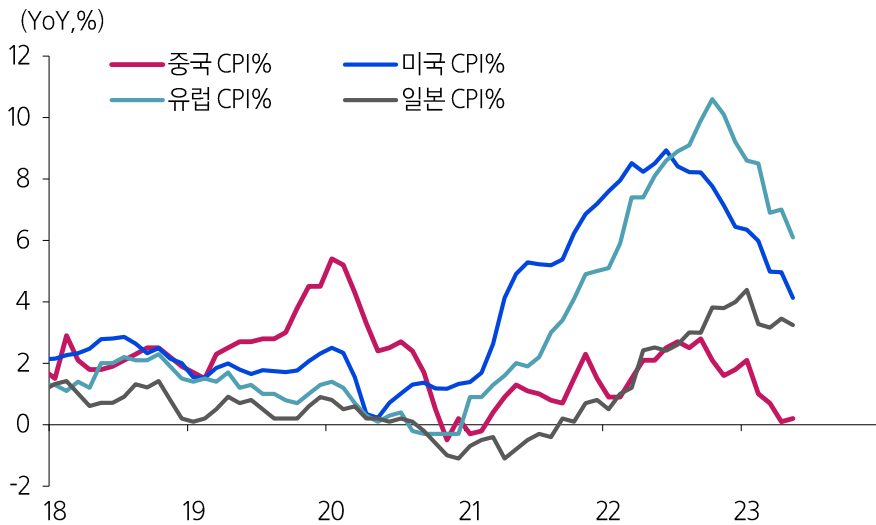
자료: Bloomberg

# 1. 서로 다른 길을 걷는 세계 미국과 중국이 직면한 다른 경제 현실

## 물가와 경기 차별화로 드러나는 미중 경제

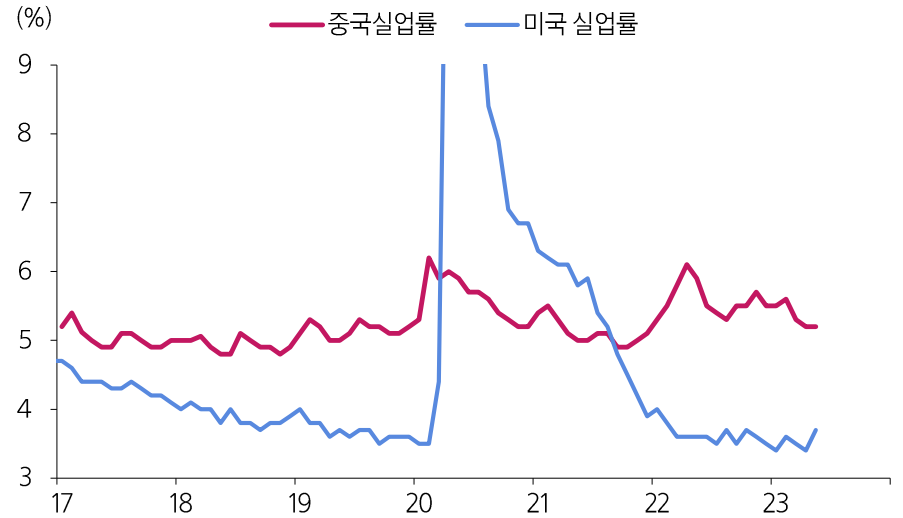
- 미국과 유럽은 여전히 인플레이션과의 싸움에 안간힘  
중국 리오픈 이후 경제 정상화가 완전하지 않은 가운데 높은 실업률, 미제로 남은 구조적 문제로 인해 디플레 환경에 직면
- 이같은 물가와 경기 차이는 정책 측면에서도 다른 경로를 걷게 만들고 있음

선진국은 인플레 진정, 중국은 디플레 탈출의 상반된 목표를 가져



자료: FED Watch

고용시장의 차별화가 미/중 경기 차별화 발생



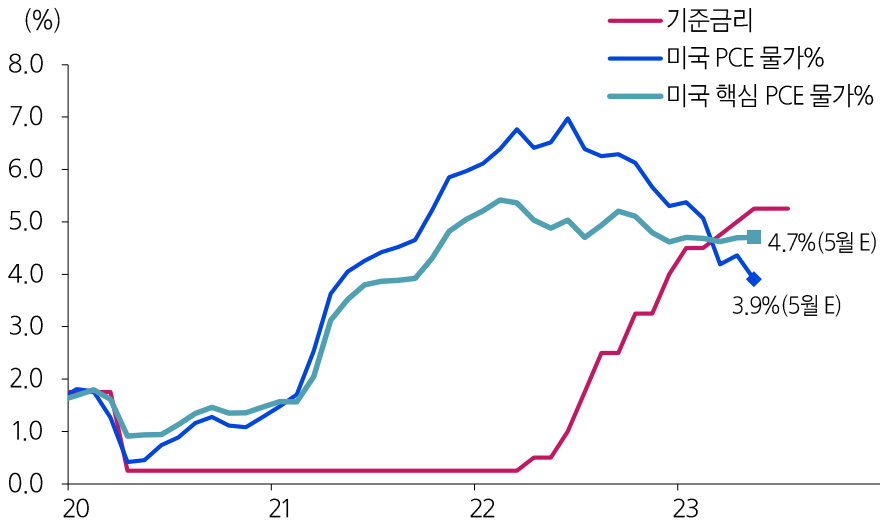
자료: Clevelandfed.org, 5월 26일 기준

# 1. 서로 다른 길을 걷는 세계 미국은 긴축, 중국은 완화적 정책을 펼치고 있으나

## 통화정책 차별화 : 경제 체력에 따라 통화정책 강도도 달라

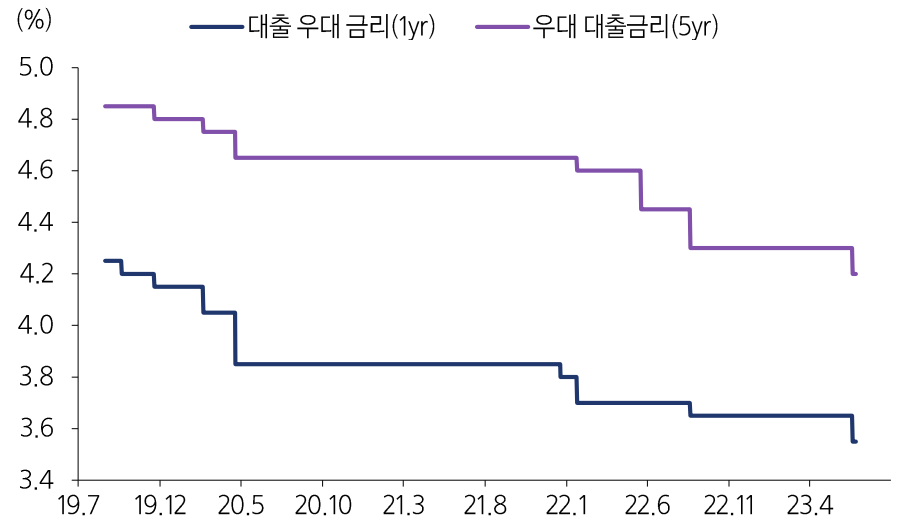
- 미국은 여전히 인플레이션을 억제하기 위해 긴축적인 스탠스를 유지하고 추가 인상의 여지를 남겨 두었음
- 중국은 부진한 경기 부양을 위한 완화적 정책을 펼치고 있어
- 양 국가 모두 다른 목표를 달성하고자 하나 아직 가시적인 성과를 거두지는 못하며 여전히 미국은 인플레이션, 중국은 디플레이션 환경에 직면
- 중국이 통화정책이 완화적인 점은 긍정적이거나 경기 부진으로 인해 투자 매력은 낮아

시장은 추가 인상 이후, 연말에는 인하할 것으로 기대



자료: FED Watch

중국 대출금리 인하 추이



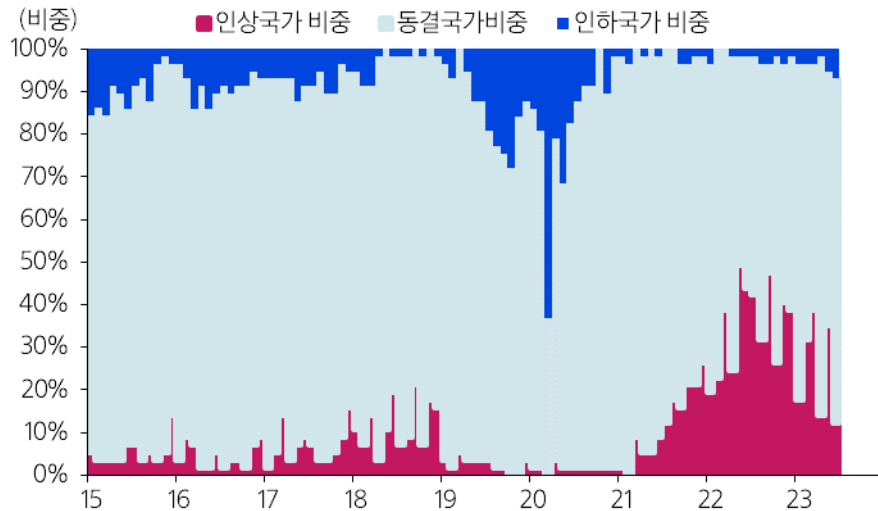
자료: CEIC

# 1. 서로 다른 길을 걷는 세계 글로벌 전체적으로 긴축기조는 완화 중

## 미국을 중심으로 한 선진국은 여전히 강성 기조이나, 긴축 강도는 완화 중

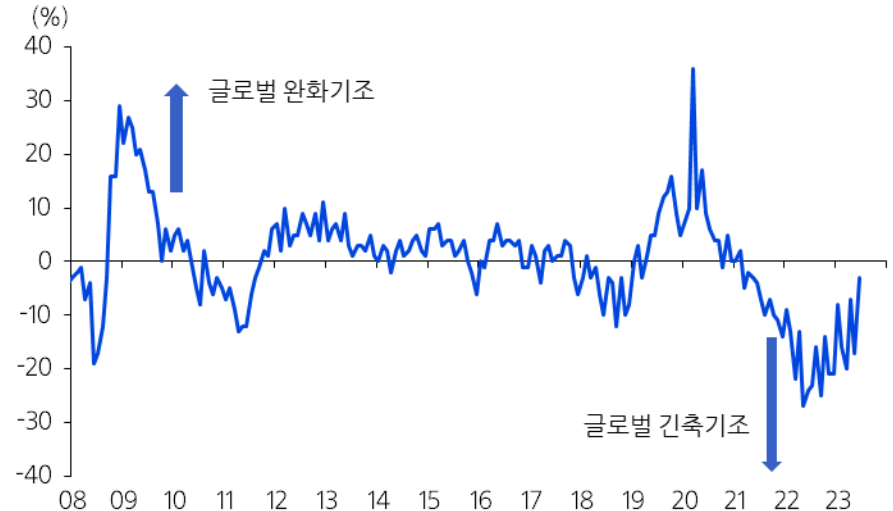
- 인상 국가 비중은 연초 이후 현저히 낮아지고 지금은 대부분 동결 모드로 전환
- 일부 이머징 국가들은 금리 인하를 단행(벨라루스, 중국, 아르헨티나, 베트남) 하거나 인하를 고려 중
- 선진국 통화정책은 매파적 흐름을 유지하나 추가적인 강도는 약할 것으로 보이고 전세계적인 긴축 기조도 완화적으로 바뀌고 있는 상황

주요 국가의 인상 기조의 약화 현제는 동결 대다수



자료: Bloomberg

선진국의 강성 모드 속에 긴축 기조는 서서히 완화 중



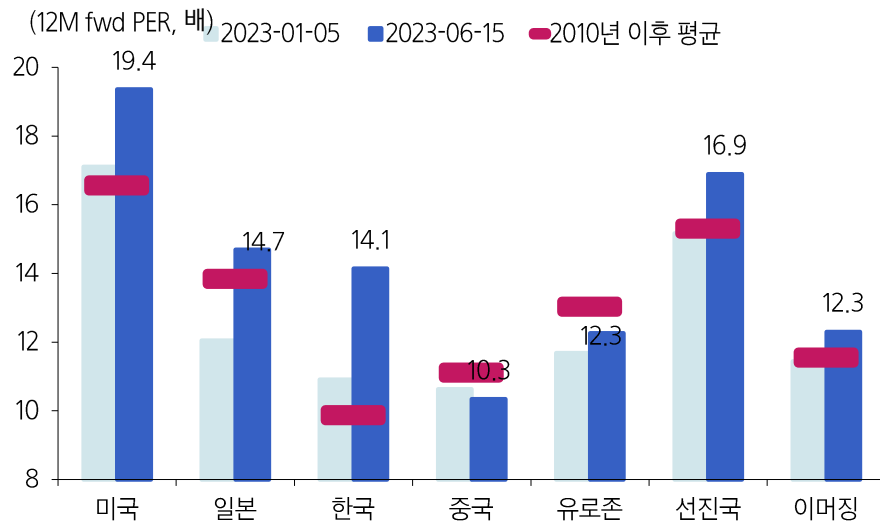
자료: Bloomberg

## 2. 차별화된 세상에서의 투자전략 선택과 집중

### 밸류에이션이 다소 높더라도 이익 개선 효과를 기대할 수 있는 지역

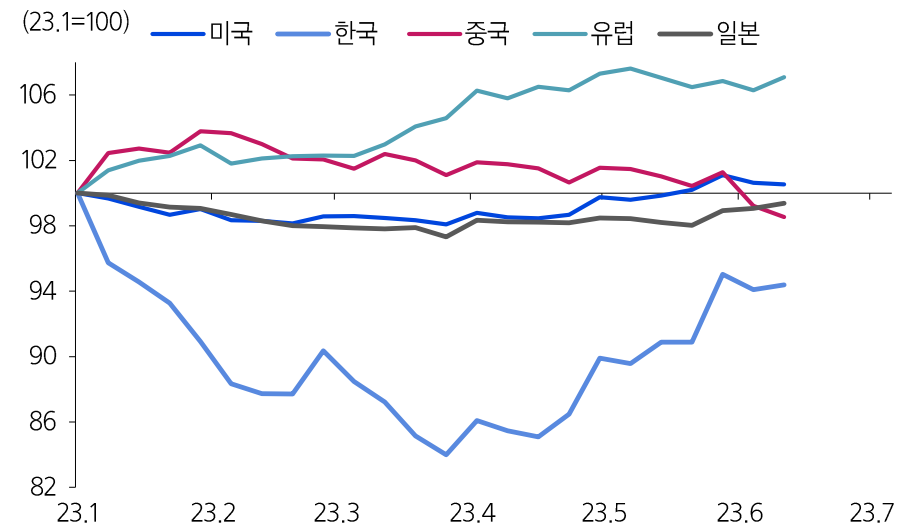
- 미국, 한국, 일본은 최근 주가 상승으로 밸류에이션 부담 높아져 있음
- 특히 한국은 빠른 주가 상승으로 인해 밸류에이션 부담이 과거 평균을 크게 상회. 이익 개선이 이어지고는 있으나 밸류에이션 부담을 빠르게 낮추기는 역부족일 듯. 점차 주가 조정 이후, 이익 개선 효과가 더해지면서 고평가 부담에서 벗어날 듯
- 중국은 밸류에이션 부담은 낮으나 이익 모멘텀이 좋지 않음

주요 국가의 최근 valuation 추이: 한국과 미국, 일본은 비싼 편



자료: Refinitiv

주요국 12M Fwd EPS 추이 : 중국을 제외하고 완만한 개선세



자료: Refinitiv

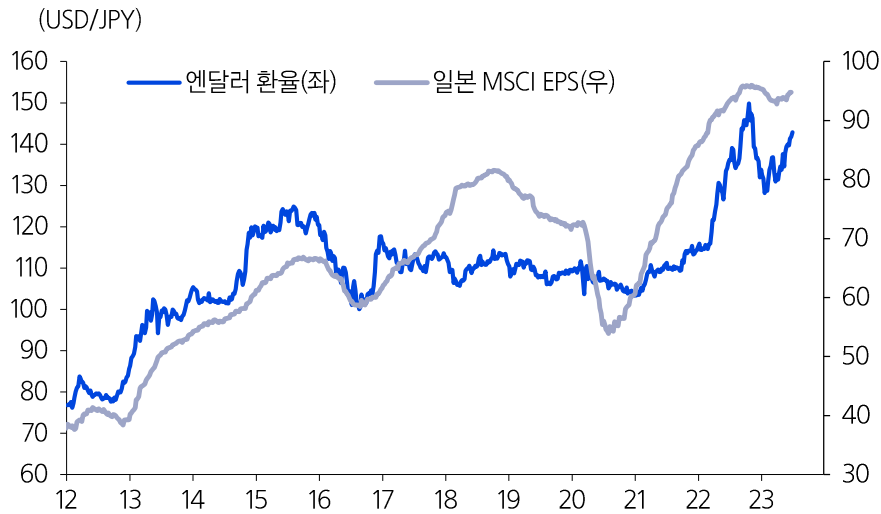


## 2. 차별화된 세상에서의 투자전략 일본에 대해 적극적으로 바뀌어야 하나?

### 일본 증시 강세 배경: 구조적 변화 기대(지정학적 유리한 환경) + 순환적인 긍정적 모멘텀(엔저)

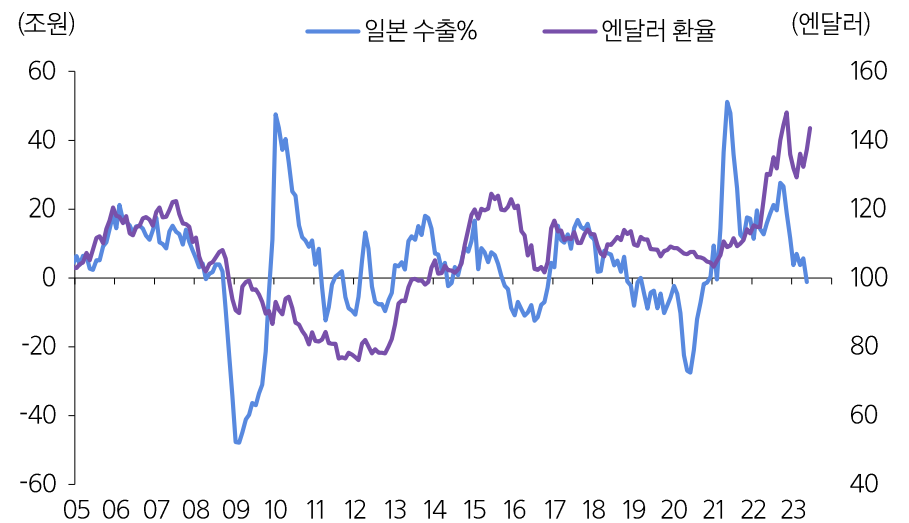
- 엔화 약세, 미중 충돌에서 지정학적으로 유리한 상황을 배경으로 일본 증시 빠른 상승 보여
- 특히 수출에 유리한 환경을 점한 상황에서 엔저가 더해지면서 기업 이익 개선에 대한 기대가 커
- 다만 아직까지는 글로벌 공급망 재편에서 우호적 변화와 엔저에 대한 효과가 일본 수출 개선에는 큰 기여를 못하고 있음

엔달러 환율과 일본 기업이익 추이



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

엔달러 환율과 일본 수출 증가율 추이



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 2. 차별화된 세상에서의 투자전략 추가 엔화 약세 모멘텀은 약함

단기 긍정적 요인이었던 엔저 속도는 느려질 듯. 구조적 변화의 효과는 지켜보아야

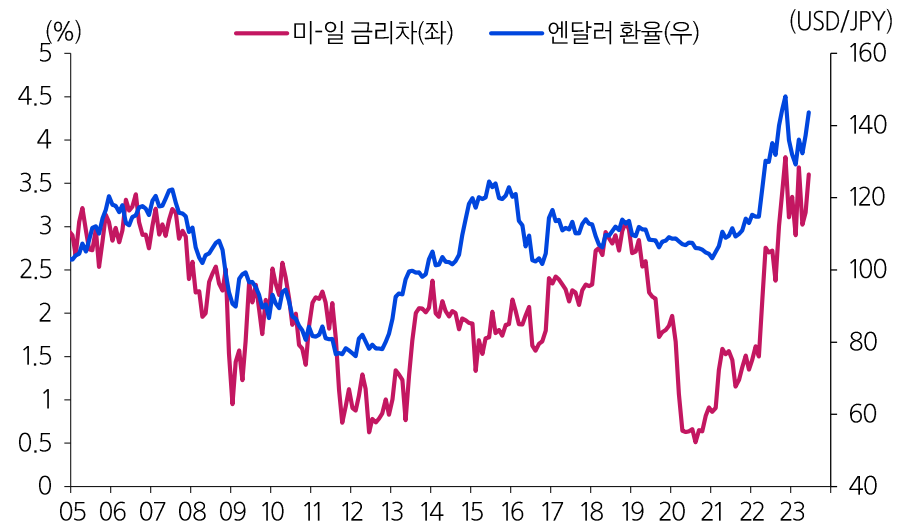
- 최근 엔화의 실질 가치는 과거 평균 수준 대비, 기타 국가 대비 저평가 되어 있는 상황
- 미국의 강한 긴축으로 미-일 금리차 확대가 엔저를 이끌었던 배경이나 이같은 금리차 확대가 추가로 심화되지는 않을 듯
- 일본 중앙은행도 추가 엔화 약세에 대한 경계감을 가지고 외환시장 개입 등을 시사하고 있음
- 일단 일본 증시를 이끌었던 엔화 약세 흐름은 다소 느려질 전망

일본 엔화의 실질 실효환율 추이



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

미일 금리차와 엔달러 환율 추이



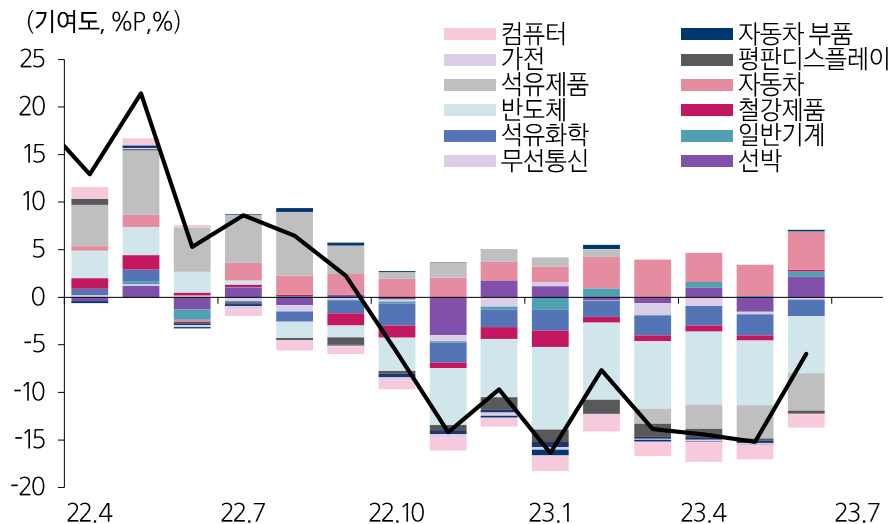
자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 2. 차별화된 세상에서의 투자전략 한국 기업 이익도 하락세에서는 벗어나고 있으나

### 한국 이익과 수출 개선이 뚜렷한 산업으로 집중

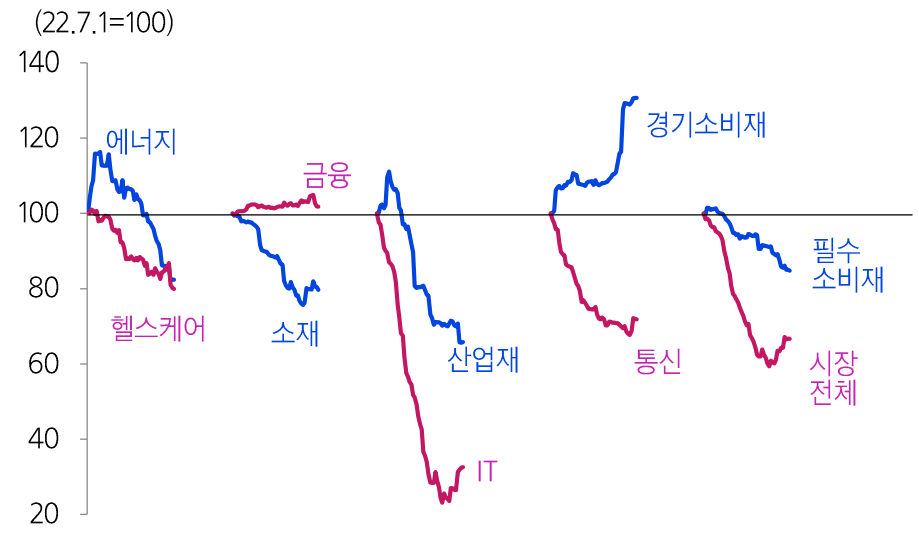
- 6월 한국 수출은 반도체 부진이어지는 가운데, 선박, 기계, 자동차 수출 호조로 마이너스폭 축소
- 이익 전망치도 IT, 경기 소비재 중심으로 뚜렷한 회복 흐름
- 섹터별 주력 투자가 이익 회복을 이끌 섹터가 광범위하지 않은 점을 감안하면 회복 속도는 더딜 것으로 판단

한국 기업이익의 빠른 하향 조정은 끝났지만 회복 속도는 미미



자료: Refinitiv

한국 섹터별 이익 전망 추이



자료: Refinitiv

# 선택과 집중

	미국	중국	한국	일본	기타 EM
경제 및 지정학적	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 느린 물가 하락과 인플레이션 환경</li> <li>▪ 중립 매파적 통화정책</li> <li>▪ 달러 강세 완화</li> <li>▪ 경기 연착륙을 가능하게 하는 상반된 경기 사이클               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 소비·고용 정점 vs 주택 및 제조업, 기업이익 저점</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 디플레이션 환경 탈출 여부</li> <li>▪ 투자 및 부채의 구조적 문제</li> <li>▪ 미국의 고립정책 vs 미중 화해 모드</li> <li>▪ 완화적 통화정책, 경기 모멘텀 개선, 위안화 약세 진정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ G2 분쟁, 반도체 불황으로 수출 타격 → 하반기 완만한 개선 기대</li> <li>▪ 내수 최악을 지날 것이나 부진 지속</li> <li>▪ 원화 완만한 강세</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• G2전쟁의 수혜와 구조적 변화(주주환원정책)</li> <li>• 느려질 엔 약세</li> <li>• 경기 회복 강도와 디플레이션 탈출 여부</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 달러 약세 환경</li> <li>• 글로벌 공급망 재편, 미·중 충돌의 수혜국</li> </ul>
투자전략	OW	N	N	UW	대만, 인도, 베트남

## 섹터별 투자 전략: 성장? Or 가치주?

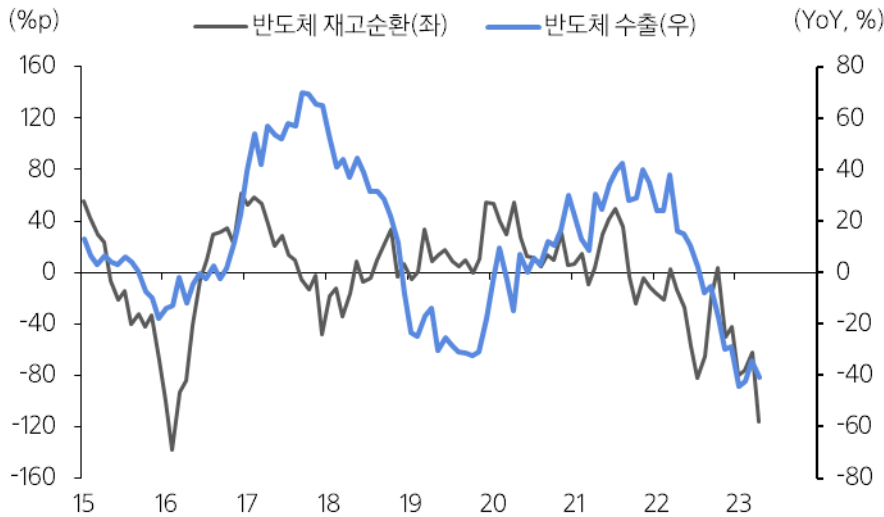
	성장주 (OW)	가치주
섹터별	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 성장 둔화 국면에서의 부각</li> <li>▪ 물가 및 금리 하방 경직성으로 인한 밸류에이션 제약</li> <li>▪ 구조적 혁신 및 성장을 주도하는 대형 퀄리티 성장주               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 반도체, 미디어, 전기차 (OW), S/W&amp; H/W (UW)</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 안정적 수익 창출에 대한 매력</li> </ul>

### 3. 경기는 침체보다는 혼조세 한국 기대에 미치지 못한 경기 부진 지속

#### 한국의 제조업과 대외여건 개선된 부분은 없음

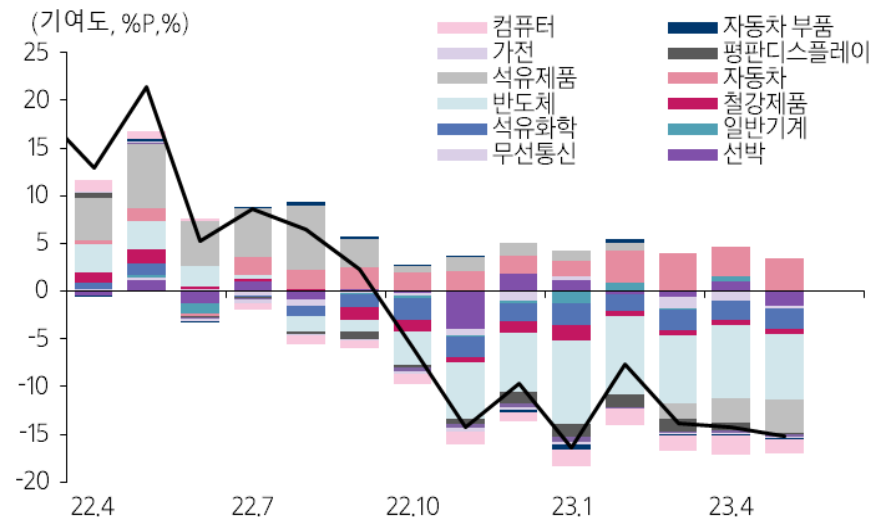
- 한국 반도체 업종 재고 부담은 4월 중 더욱 확대. 5월 수출도 감소세 지속
- 반도체 회복 기대감은 팽배해 있으나 아직 지표상으로는 부진 이어지고 있음
- 하반기부터는 다소 나아질 것으로 보이나 강도는 약할 듯
- 전체 수출도 자동차 이외에는 수출을 이끌고 갈 섹터가 부재함

한국 반도체 재고 사이클과 수출 경기 여전히 악화 일로



자료: 샌스란시스코 연준

한국 품목별 수출 기여도 추이



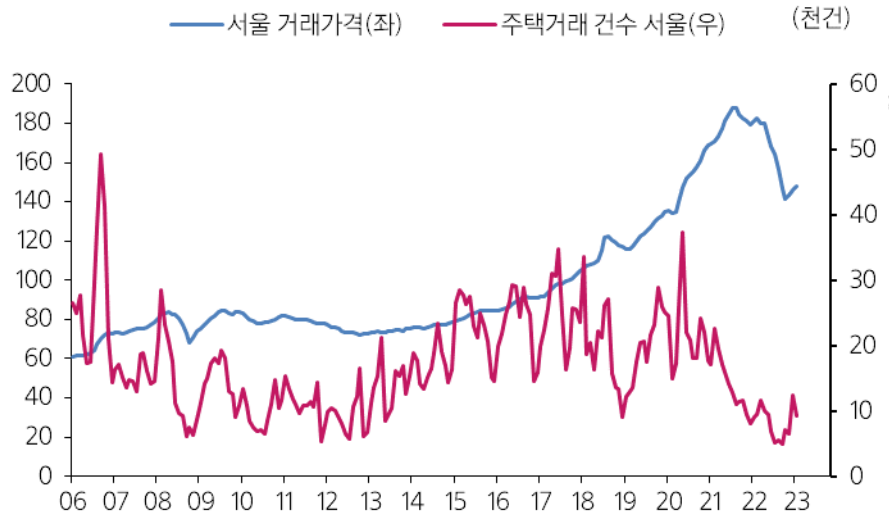
자료: CEIC

### 3. 경기는 침체보다는 혼조세 한국 부동산 경기 최악은 지나고 있으나

#### 일부 한국 부동산관련 지표들 반등은 있으나

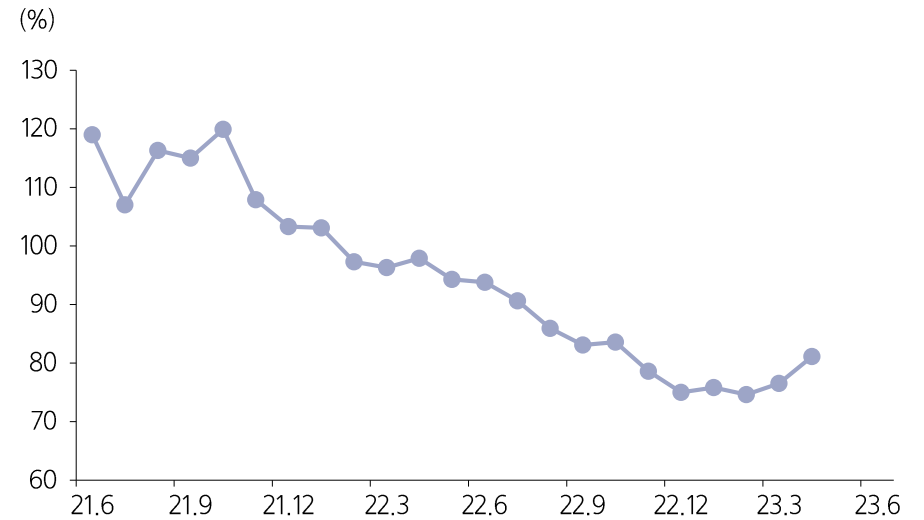
- 대출금리 하락, 집값 하락에 따른 주택 매력도 및 구입 여력 개선으로 주택 수요는 급락을 멈추고 반등
- 거래량도 서울 및 대도시를 중심으로 저점 형성 중
- 서울도 낙찰가율이 81.1%로 80%대를 회복하는 등 미약하나마 최악의 국면을 지나고 있다는 신호는 포착

주택 수요 및 거래건수 반등. 가격 하락세 멈춤



자료: 한국 부동산원

서울 지역 아파트 낙찰가율 추이



자료: 지지옥션

# 매크로 환경과 자산별 매력도

		1분기	2분기	3분기	4분기
물가(기말)	미국 CPI	5.0%	3.7%	3.0%	2.8%
	미국 핵심 CPI	5.6%	5.1%	4.5%	4.0%
통화정책	미국 기준금리	5.00%	5.25%	5.50%	5.50%
	한국 기준금리	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
	QT (연준자산, \$조)	\$8.7	\$8.4	\$8.1	\$7.8
	미국 국채금리(10yr, 기말)	3.50%	3.60%	3.30%	3.1%
	한국 국채금리(10yr, 기말)	3.50%	3.50%	3.30%	3.2%
경기	미국	긴축 지속+이익 둔화 + 은행위기 발생	은행위기 진정./ 침체 우려 이익 악화 마무리	긴축 중단? 경기 침체 강도 점검	시중금리 하락 완만한 침체
	한국	정부 지원으로 부동산 및 신용위험 억제. 수출 부진		중국 회복 효과, 반도체 하락 사이클 저점	
	중국	리오폰 기대	리오폰 효과 가시화 (소비, 서비스)		제한적 중국 투자 회복
원자재		N	N	N	N
채권	장기 국채	+	+	+	N
	회사채	+	우량 회사채	우량 회사채	우량 회사채
	신흥국 채권	+	+	+	N
주식		N	+	N	+
	신흥국	+	N	N	N
부동산		-	-	N	N
달러화		N	N	-	-
원달러 환율(기말)		1301	1316	1270	1250

---

# 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]