

2023년 9월

글로벌 매크로 및 자산시장

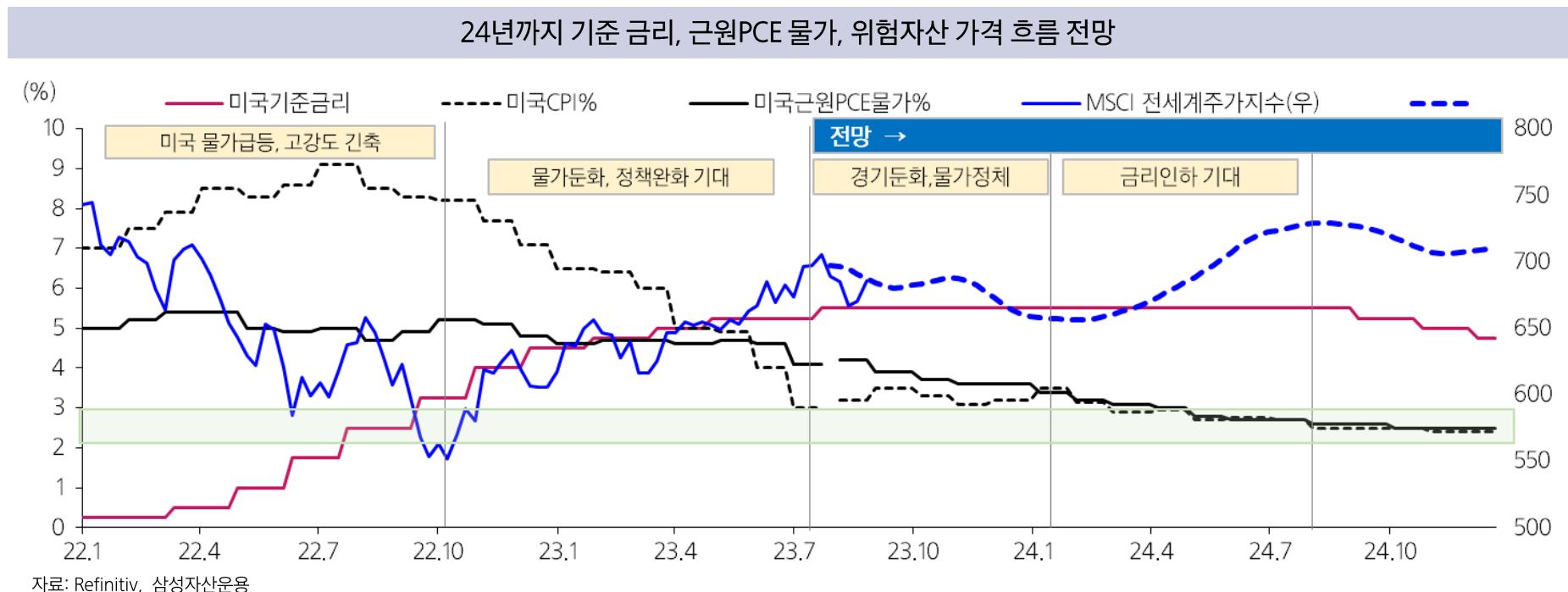
2023. 9

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, 채권에서의 투자 기회에 집중

- 향후 3개월 투자환경은 골디락스(경기호조, 물가둔화) 보다는 완만한 경기둔화 속 물가는 정체되는 주식시장에 다소 부정적 환경 지속
- 미국 물가는 헤드라인(상승)과 코어(둔화)가 엇갈리면서 주가/금리 변동성 요인으로 작용할 듯
- 3분기 경기 호조 기대를 반영하며 상승한 미국 금리는 향후 고용, 소비에서의 둔화 흐름이 확인되면서 하향 안정화 예상
- 헤드라인 물가 반등, 중장기 국채발행 확대 등 단기 변동성이 커질 때마다 중장기 국채 중심 비중 확대 기회로 활용
- 주식은 높은 금리 수준의 장기화 우려가 지속될 것으로 보여 중립 투자 의견 유지



House View (맥크로 뷰)

(변동사항)

- 미국/한국 국채10년 금리수준 상향 : 중립금리 상향 이슈 반영하여 금리 전망밴드 상향. 단, 금리 레벨업 가능성은 낮아 채권 비중확대 전략 유효
- 3분기 미국경기 호조로 연 성장률 상향 조정되고 있으나 고용시장 둔화 흐름 감안시 성장률 추가 상향은 제한적

주요 지표		실제치			3개월 전망 (11월말)	12개월 전망 (24.8월말)
		22년말	23.7월	23.8월		
물 가	미국 CPI (기말)	6.50%	3.00%	3.20%	3.30%	2.70%
	미국 Core PCE (기말)	4.60%	4.10%	4.20%	3.80%	2.60%
(금리)	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	\$8.24	\$8.12	\$7.90	\$7.80 → \$7.60
	미국 국채금리(10yr, 기말)	3.88%	3.97%	4.09%	3.7~4.0% (3.3~3.6%)	3.2~3.6% (3.0~3.3%)
	한국 국채금리(10yr, 기말)	3.73%	3.76%	3.82%	3.5~3.8% (3.3~3.6%)	3.0~3.4% (2.8~3.1%)
경 기	미국 (23년 성장률, 전망)	0.30%	1.50%	2.00%	4분기부터 둔화	1.00%(24년)
	한국 (23년 성장률, 전망)	1.70%	1.20%	1.20%	→	1.90%
	중국 (23년 성장률, 전망)	4.80%	5.40%	5.10%	→	4.40%

House View (자산시장 뷰)

- 채권 O/W, 주식 Neutral 의견 유지
- 중국 주식시장 12개월 의견을 O/W에서 Neutral로 하향 조정 (중장기적으로 잠재성장을 밑도는 성장을 하향 추세 지속 될 것으로 전망)

자산군	실제치			3개월 전망 (11월말)	12개월 전망 (24.8월말)
	22년말	23.7월	23.8월		
채 권				O/W	Neutral
한국 국채 10년 금리	3.73%	3.76%	3.82%	O/W	Neutral
	147	79	76	Neutral	Neutral
	3.88%	3.97%	4.09%	O/W	Neutral
	130	112	118	O/W	O/W
	468	367	370	Neutral	Neutral
	452	398	422	O/W	Neutral
주 식				Neutral	O/W
선진국	미국 (S&P500)	3840	4589	4507	Neutral
	유럽 (Euro stoxx 50)	410	461	455	Neutral
	일본 (TOPIX)	1891	2322	2332	U/W
신흥국	중국 (상해종합)	3089	3291	3119	Neutral
	인도 (Nifty50)	18105	19753	19253	Neutral
	아세안 (MSCI Asean)	653	669	631	Neutral
국내	국내 (코스피)	2236	2632	2556	Neutral
원자재 (Bloomberg Commodity Index)	245	240	240	Neutral	Neutral
부동산 (Global REIT)	2529	2665	2574	Neutral	O/W
원달러 환율 (기말)	1265	1275	1322	1280	1200

글로벌 매크로 현황

- 경기 차별화 심화 : 미국/일본 성장률 상향 조정, 중국/유럽 하향 조정, 한국 성장률 정체

주요 지표	22년	23년 추이			24년 전망	comment
		23.1월	23.4월	23.8월		
성장률	미국 경제성장률	2.1%	0.3%	1.1%	2.0%	1.0% 성장률 큰 폭 상향조정(서비스소비, 투자 호조)
	유로존	3.3%	-0.1%	0.6%	0.5%	0.9% 성장률 정체 (제조업 부진 지속), 독일 -0.3%
	일본	1.1%	1.2%	1.0%	1.6%	1.0% 2분기 1.5% 성장률 서프라이즈 (순수출 호조)
	중국	3.0%	4.8%	5.7%	5.1%	4.4% 성장률 하향 지속 (7월 생산, 소비, 투자 부진)
	한국	2.6%	1.7%	1.3%	1.2%	1.9% 성장률 하향, 중국 영향 수출회복 시점 이연
물 가	미국 CPI (기말)	6.5%	6.4%	4.9%	3.2%	2.5% 하반기 3% 대 정체 예상
	미국 Core PCE (기말)	4.6%	4.7%	4.6%	4.1%	2.7% 임대료 하락으로 근원물가는 연말 3%대 진입
	유로존 CPI	9.2%	8.6%	7.0%	5.3%	2.6% 근원 물가는 5.5%로 높은 수준
	일본 CPI	4.0%	4.3%	3.5%	3.1%	1.8% CPI 구성 (식품 26%, 주거 21, 운송/통신 15)
	중국 CPI	1.8%	2.1%	0.1%	-0.3%	2.0% 기저효과 소멸로 하반기 반등 예상
	한국 CPI	5.0%	5.2%	3.7%	2.3%	2.1% 연말경 2% 후반대 반등 후 정체
통화정책 (기말)	미국 기준금리	4.5%	4.5%	5.0%	5.5%	5.0% 연내 현수준 동결 예상
	유로존 기준금리	2.5%	2.5%	3.5%	4.25%	3.75% 1회 추가 인상, 최종 금리 4.5%
	일본 기준금리	-0.1%			-0.1%	-0.1% 7월말 YCC 정책 유연화
	중국 기준금리(LPR)	3.65%	3.65%	3.65%	3.55%	경기둔화, 부동산 위축으로 추가 인하 가능
	한국 기준금리	3.25%	3.5%	3.5%	3.5%	2.75% 연내 현수준 동결 예상
	QT (연준자산, \$조)	\$8.55	\$8.47	\$8.56	\$8.14	\$7.60 연말까지 현 속도(월 800억\$)로 자산 축소

미국 경기 호조 지속성과 장기 금리의 향방

01 서프라이즈 지속중인 미국경기, 고용시장에서 둔화 흐름 시작

- 7월 소비, 생산, 주택(신규착공) 지표 호조로 미국 경기는 상반기(연율화 2.1% 성장) 대비 더 높은 3분기 성장 기대 형성 중
- 소비여력 제한(정부지원 종료 및 초과저축 소진) 및 고용지표의 둔화 흐름 감안시 8월 형성된 성장 기대는 점차 하향 조정 될 가능성 높아
- 미국 고용시장은 아직까지 실업률 급등 충격없이 완만한 조정(구인율 하락, 임금 상승률 둔화) 흐름 나타나고 있음

02 미국 10년 금리, 경기 둔화로 점차 하향 안정화 예상

- 8월 미국 국채10년 금리 상승은 경기 호조 및 공급 확대 우려를 반영. 경기호조 영향력은 점차 약화 예상되나 물가상승 부담 잔존
- 중장기 시각에서 미국 장기금리의 적정 레벨에 대한 논쟁도 가열 중. 물가, 통화정책 기조 감안시 이전 대비 10년 금리의 수준은 높아질 듯
- 미국국채 10년의 적정수준에 대해 당사는 인플레이션 기대, 실질증권금리 수준, 기간프리미엄 고려하여 향후 1년 평균수준을 3.7% 전후로 예상
- 추가 금리인상, 물가 반등으로 당분간 금리 상승압력이 우세하나 고용지표 추가 둔화 확인 및 채권 수요 강화로 하향 안정화 경로 예상

03 중국과 독일은 구조적 문제에 직면, 돌파구 마련이 쉽지 않아

- 두 국가 모두 제조업 경기부진 장기화, 미국주도 글로벌 공급망 재편에 따른 교역시장 변화, 성장동력 부재(기술, 인구) 등 구조적 난제에 봉착
- 중국은 과거와 달리 신용의 적극적 공급에 소극적, 정부의 부동산 규제완화(1주택 규제)에 따른 가계의 주택투자심리 변화가 반전의 포인트 될 것
- 독일은 당분간 중국 경기와 연동된 흐름 예상, 통화 긴축정책 조기 종료와 재정정책 변화 여부를 주목

04 자산시장 전략 : 골디락스 < Higer for Longer ⇒ 주식/채권시장 변동성 지속

- 엇갈리는 물가 신호, 완만한 경기 둔화로 높은 금리수준의 장기화 우려 지속될 듯, 주가 횡보 및 채권금리 변동성 확대 예상
- 11월 FOMC 전후로 금리 및 물가 불확실성 완화 예상, 금리 변동성 확대구간 장기채권 비중확대 전략 유효, 주식은 금리안정 확인 후 비중확대

미국 경제 호조

* 3분기도 경기호조 지속

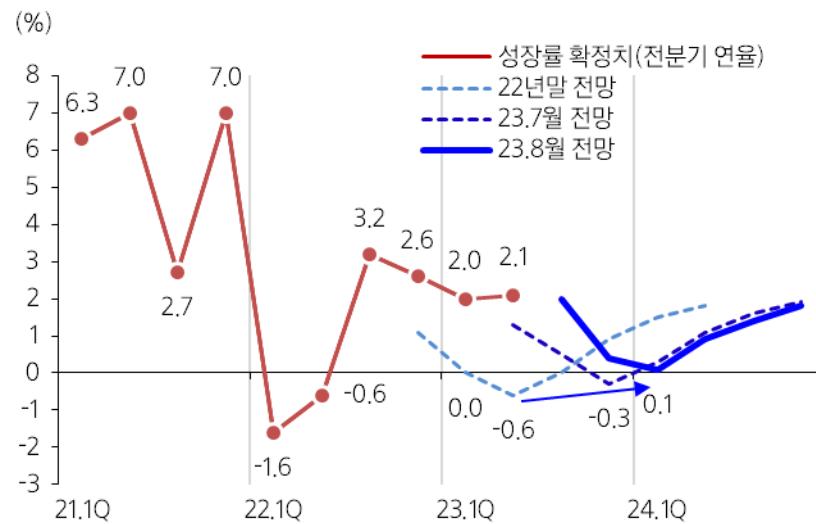
미국 경제, 3분기도 견조한 성장 지속

- 상반기 미국 경제는 서비스 소비와 설비투자 호조로 2.1% 성장, 3분기 첫 지표인 7월 지표도 호조를 보이면서 성장을 전망 지속 상향 중
- 연초 0.3%로 전망 되었던 성장률은 현재 2.0%까지 상향 조정, 성장 둔화 시점도 당초 23.2Q~3Q에서 23.4Q~24.1Q로 후퇴

애틀란타 연준 GDPNow의 3분기 성장을 예측치는 +5.6% (전분기비 연율화)

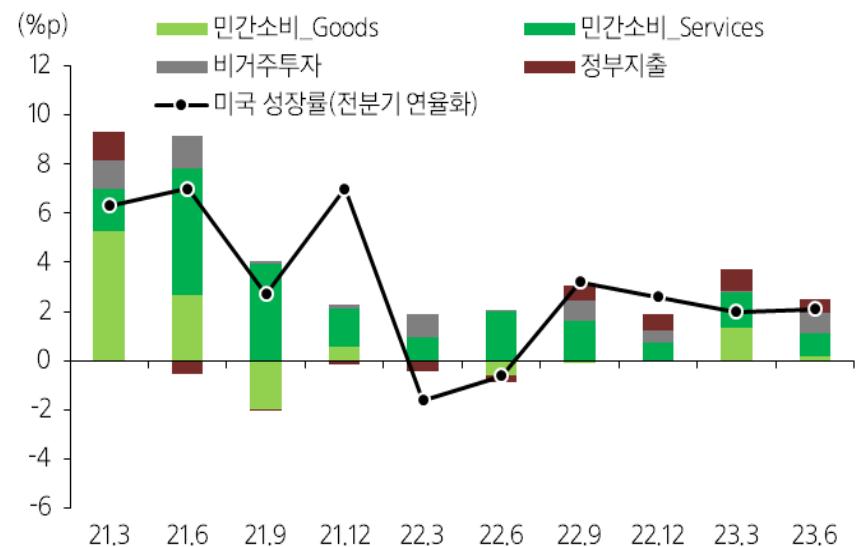
- 7월 지표 예상 큰 폭 상회 : 소매판매 전월비 +0.7%(예상 0.4), 산업생산 +1.0%(예상 0.3), 주택착공 +3.9%(예상 1.1)
- 지출 항목별 개인소비지출과 주택투자가 견인 예상. PCE +4.2%(2Q 1.7), 주택투자 +7.2(2Q -10.6), 비주택투자 +0.2(2Q 11.2),

미국 성장을 상향 조정 지속, 둔화 시점 뒤로 후퇴



자료: Bloomberg

미GDP 부문별 성장기여도 : 소비, 설비투자, 정부지출이 성장 견인



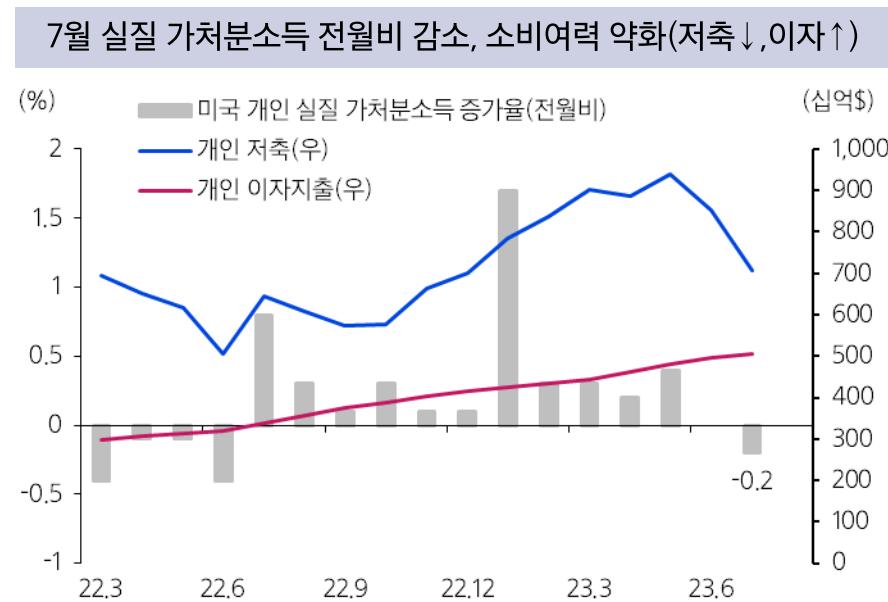
자료: Bloomberg

소비 여력은 약화

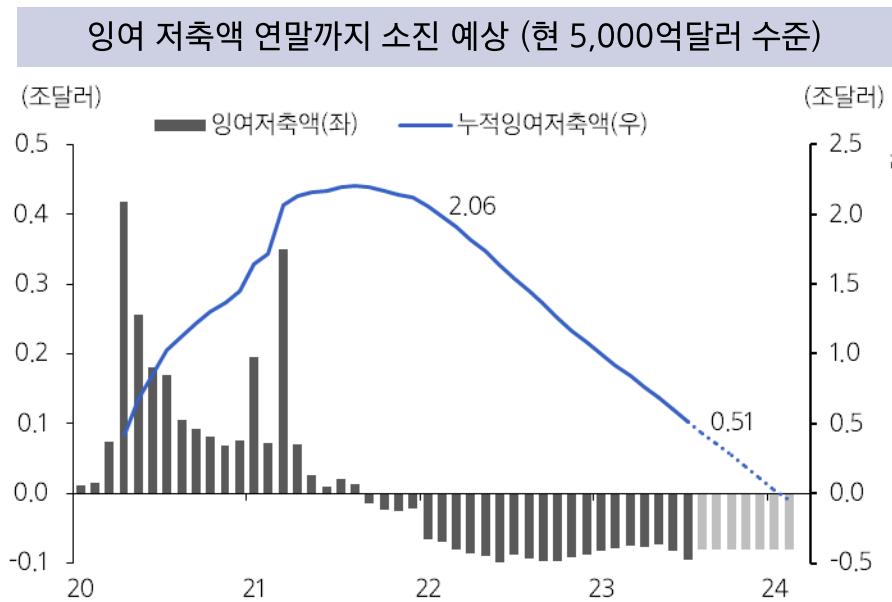
* 실질 가치분소득 감소, 초과저축도 빠르게 소진

7월 소비 서프라이즈 기록했으나 소비의 원천인 실질소득은 전월비 감소

- 7월 개인소비지출 0.6% 증가(상품 +0.9%, 서비스 +0.4%)하며 소비 서프라이즈 발생
- 그러나 개인소득은 +0.2%, 물가 감안한 실질 개인 소득은 전월비 0.2% 감소
- 개인의 소비여력 약화 예상, 저축 빠른 감소, 이자 지출은 계속 증가 (팬데믹 이후 잉여저축액 연말 소진 예상)
- 임금 상승이 소비의 기반이었으나 고용시장 연착륙으로 임금증가율도 팬데믹 수준으로 완만히 둔화 예상



자료: CEIC



자료: Bloomberg, FED

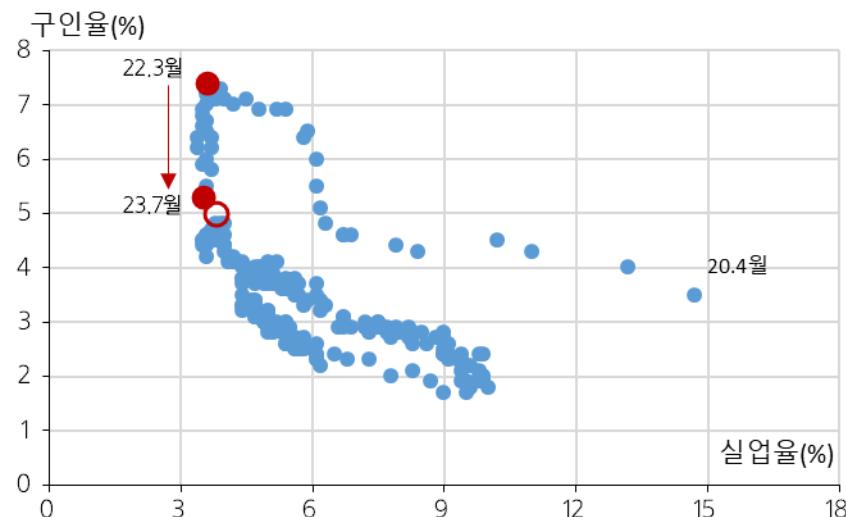
미국 고용시장 연착륙 가시화

* 고용수요-공급 갭 빠르게 축소(구인율 하락), 실업률도 상승

연준의 의도대로 실업률의 큰 폭 상승 없이 고용시장 과열 해소 중

- 연준은 구인율을 팬데믹 이전 수준인 5%(7월 구인율 5.3% 기록) 수준까지 낮춤으로써 실업증가 없는 경기 연착륙이 가능하다는 입장
- 실제 연준의 예측 대로 실업률의 큰 폭 상승없이 구인율이 빠르게 낮아지는 중 (베버리지 곡선의 수직 이동)
- 연준의 기대 시나리오는 실업률 증가 없는 구인율 하락(현재 진행중), 이후 시차를 두고 명목 임금 상승률 둔화되면서 물가 둔화 경로로 가는 것

실업률 상승으로 수직이동에서 우하향으로 변화 예상



자료: Bloomberg

구인율 하락과 시차를 두고 명목임금도 우하향 할 것으로 기대



자료: Bloomberg, Atlanta FED

구인율 빠르게 하락중

* 채용공고 축소에도 해고증가는 제한적

채용공고 빠르게 줄고 있으나 해고증가는 거의 없음

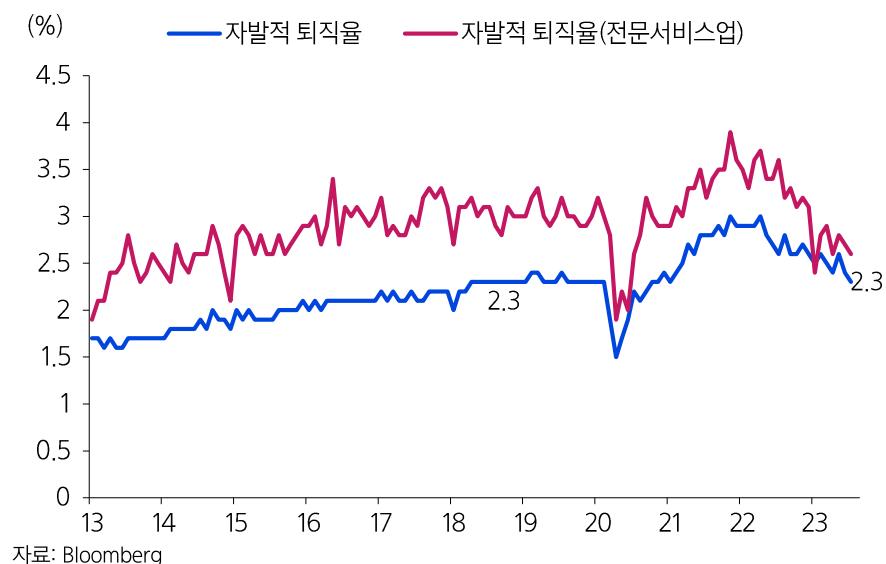
- 7월 채용공고 882만건으로 전월비 33만건 감소, 3개월간 150만건 감소, 구인율은 22년말 6.8%에서 23.7월 5.3%로 빠르게 둔화
- 채용이 감소하고 있으나 아직 규모가 크지 않고, 해고 증가가 거의 없어 큰 충격없이 고용시장 과열 해소 중
- 채용공고, 채용 감소에도 불구하고 퇴직은 오히려 자발적 퇴직 중심으로 감소하고 있음
- 이는 타이트한 고용시장 수급이 완화되는 신호로 해석 가능 (타이트한 고용환경에서 양질의 일자리를 찾아 자발적 퇴직율이 상승한 바 있음)

채용공고 빠르게 줄고 있으나 해고는 늘지 않아

(천명)	2023.4월	2023.5월	2023.6월	2023.7월	3개월증감	7월 증감
채용공고	10,320	9,616	9,165	8,827	-1,493	-338
채용	6,101	6,231	5,940	5,773	-328	-167
퇴직	5,660	5,925	5,691	5,483	-177	-208
(해고)	1,590	1,546	1,551	1,555	-35	4
(자발적퇴직)	3,765	4,067	3,802	3,549	-216	-253
(기타)	305	313	339	378	73	39

자료: Bloomberg

자발적 퇴직율은 팬데믹 이전 수준으로, 임금 둔화 신호



실업률 상승은 청년층의 경제활동 참여 때문

* 청년층의 경제활동 참여율 상승

청년층의 고용시장 복귀, 실업률 상승을 이끌어

- 8월 비농업 신규일자리수는 18만7천개 증가(예상치 17만건), 다만 6~7월 수치가 크게 하향 조정되면 3개월 평균 신규일자리는 15만건 수준
- 시간당 평균임금 전월비 +0.2%, 전년비 4.3%증가했으나 시장예상 하회, 신규일자리, 시간당 임금 모두 고용시장의 완만한 연착륙 지지
- 8월 경제활동 참여 73.6만명 급증, 청년층의 경제활동 참여가 늘어난데 기인 (16~24세 경제활동 참여율 55.3% → 56.1%)
- 청년층의 경제활동 참여율 증가는 학자금 상환유예 종료등 부양책 종료에 따른 고용시장 복귀 성격도 있는 것으로 판단
- 결론적으로 고용시장 연착륙(신규일자리, Quit ratio, 경제활동참여율)은 이미 진행되고 있으며 속도와 불확실성에 대한 모니터링 필요
(해고 증가 여부, 주간 실업수당 증가 등)

청년층 경제활동 참여로 경제활동참여율 및 실업률 상승					
(천명)	2022.12월	2023.6월	2023.7월	2023.8월	전월비
16세인상 노동인구	264,844	266,801	267,002	267,213	+211
경제활동참여	164,966	166,951	167,103	167,839	+736
(경제활동참여율)	62.3%	62.6%	62.6%	62.8%	+0.2%
(16~24세)	55.9%	55.8%	55.3%	56.1%	+0.8%
실업자	6,097	5,957	5,841	6,355	514
(실업률)	3.7%	3.6%	3.5%	3.8%	+0.3%
(16~24세)	8.2%	7.5%	8.0%	8.6%	+0.6%
고용 수요-공급 갭	3,519	3,208	2,986		△222

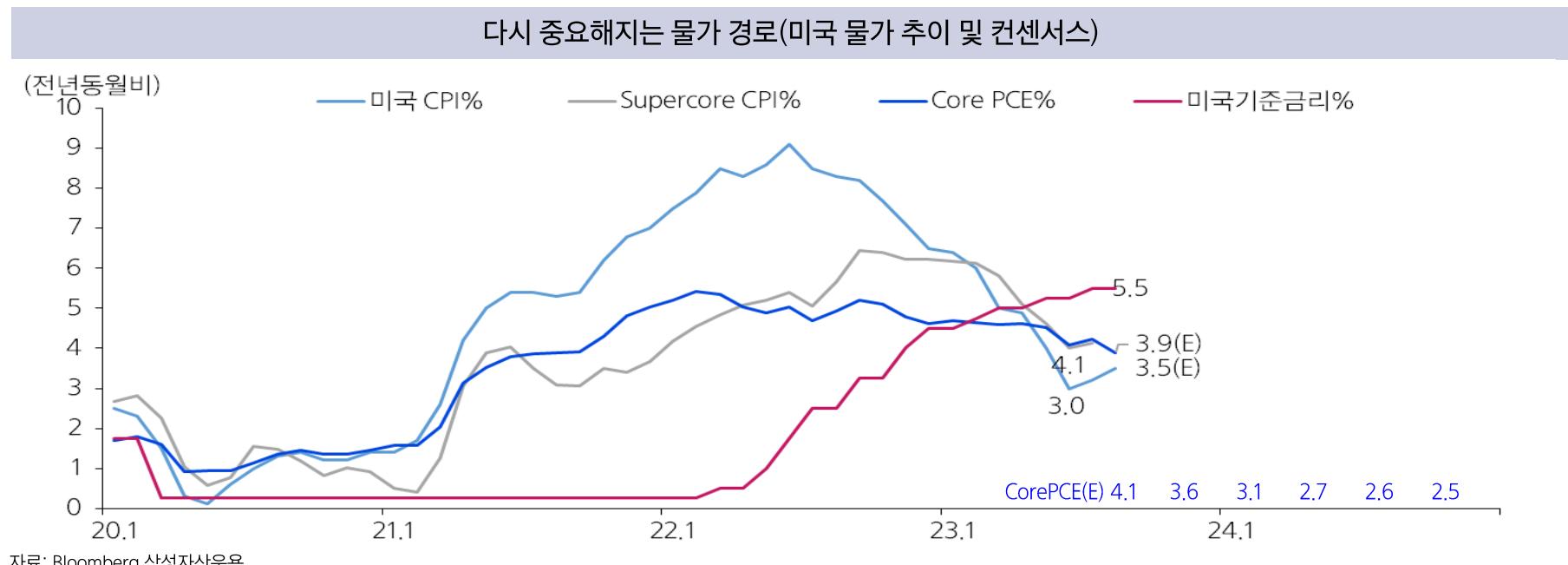
자료: Bloomberg



미국 물가는 예상보다 다소 높게 진행 * 경기연착륙 속 물가 안정 가능한가?

8월 미국물가, CPI는 상승/근원물가는 둔화 예상

- 상반기 빠르게 둔화되었던 헤드라인 CPI는 6월 3%를 저점으로 반등, 9월 발표하는 8월 지표도 3.5% 전후로 전월비 높아질 듯(유가 영향)
- 반면 근원 물가는 전년의 높은 기저효과 영향으로 전월비 둔화 예상
- 엇갈린 지표로 인해 디스인플레 기대는 약화되고, 높은 금리 수준 장기화에 대한 우려는 지속될 듯
- 연말 헤드라인 CPI는 3.5% 전후, 근원 CPI는 3.7% 전후, 근원 PCE는 3.5% 전후로 예측 됨

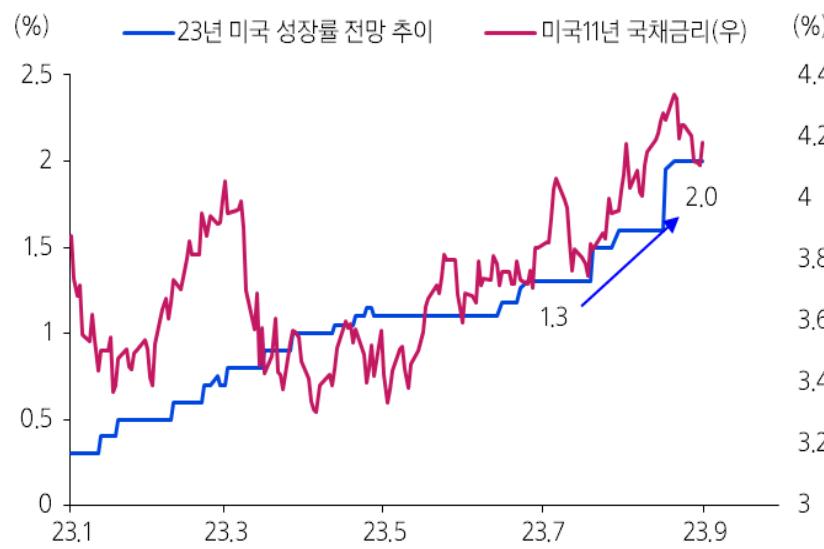


경기전망 상향을 반영해 오른 미국 금리

연준 최종금리 전망은 큰 변화 없어, 시장참여자의 경기전망 변화가 장기금리 상승에 영향을 준 듯

- 7월 중순 이후 미국10년 국채금리 상승(3.75% → 4.2%, +45bp)은 Term Premium 상승(+40bp)이 대부분을 설명
- Term Premium(장기물 보유에 따른 위험보상)은 경기, 수급, 신용 등 다양한 요인에 의해 영향을 받음
- 경기에 대한 기대 상향이 가장 큰 영향을 주었으며 재정적자 증가에 따른 국채 발행 증가도 일부 영향을 주었음
- 특히 최근 발표된 7월 지표의 호조가 상반기에 이은 미국 경기호조 가능성은 높였기 때문
- 향후 10년 금리는 경기 호조의 지속 가능성, 추가금리인상 여부, 장기 금리수준 논쟁 등에 의해 방향을 잡아 나갈 것

미국 성장률 상향조정 가속화, 미국국채 금리 상승



자료: Bloomberg

연준 최종기준금리 전망은 큰 변화 없어



자료: Bloomberg

미국 장기금리 향방

* 인플레를 야기한 낮은 금리, 명목성장률 수준으로 정상화

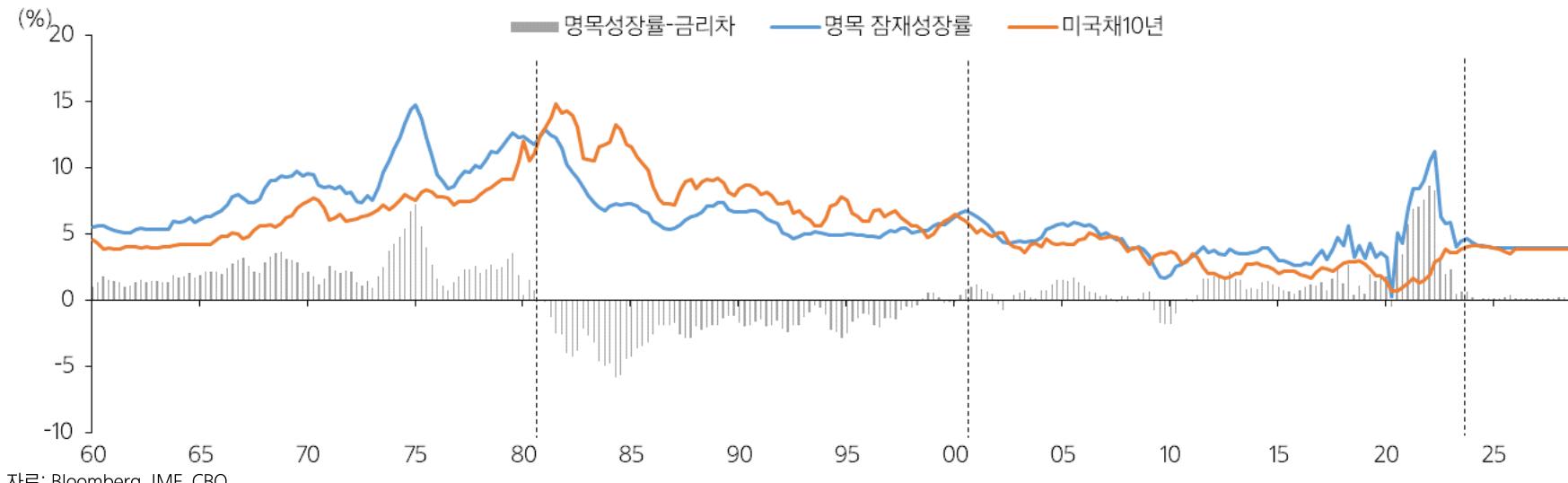
20년 주기의 패턴

- 60~80년 : 성장을 대비 낮은 금리 장기화 (재정적자 심화, 자산버블, 결국 인플레이션으로 연결)
- 81~00년 : 물가 안정을 위해 명목성장률 대비 높은 금리수준 유지 (생산성 혁신 이슈 부각 - 90년대 인터넷, PC 대중화)
- 01~21년 : IT버블(01년), 부동산버블(08년) 등 주기적 경기침체와 장기침체론 영향으로 낮은 금리 수준 장기간 유지, 결국 인플레이션으로 귀결
- 향후 전망 : 물가 부담으로 이전과 같은 초완화적 통화정책 펼치기 어려워

향후 미국 명목잔재성장률 3.8% 전후 예상(미 의회예산국)

	1961~1980년	1981~2000년	2001~2021년
명목GDP 연평균성장률	8.9%	6.5%	4.3%
기업이익 연평균성장률	7.9%	6.0%	6.9%
미국채 10년 금리(중간값)	7.7%	6.3%	2.9%

미국 명목성장률, 미국금리의 장기추이와 금융시장 패러다임



미국 장기금리 향방

* 장기금리 논쟁, 어느 수준까지 높아질까?

미국10년 국채금리 논쟁 : 기간프리미엄 전망에 따라 금리 수준 달라져

- 8월 중순, 래리서머스 전재무장관이 인터뷰 통해 향후 10년 국채10년 금리의 평균값이 4.75%에 이를 수 있다고 언급하면서 장기금리 논쟁 가열
- 미국 10년 금리가 4% 후반을 기록했던 시기는 2000~2007년으로 8년간 10년 금리의 평균값은 4.7% 였음
- 2000년대와 지금의 차이는 기간프리미엄(term premium)에서 발생, 당시는 장기금리에 평균 90bp의 기간프리미엄이 형성된 바 있음
- 2008년 이후 기간프리미엄은 마이너스에 진입했는데 이전에 없었던 연준의 대규모 양적완화 때문 이었음
- 래리서머스 전 재무장관의 4.75% 장기금리 전망은 2000년 대 수준으로의 기간 프리미엄 정상화에 기반하고 있음
- 당사는 연준의 비전통적 통화정책(QE)이 지속될 것으로 예상하며, 기간프리미엄을 제로수준으로 가정하여 향후 1년 10년 금리 평균을 3.7%로 제시

	기대 인플레이션 +	실질 단기금리 (중립금리)	+ 기간프리미엄 term premium	+ 추정오차	= 10년금리
2000~07년 평균	2.8	1.2	0.9	-0.2	4.7
18년 하반기_긴축종료국면	2.4	0.5	0.1	0.0	3.0
19년 하반기 (금리인하, QT 중단)	2.1	0.1	-0.4	0.0	1.8
현재 (23.7.31)	2.7	1.4	-0.1	0.0	3.9
향후 1년 평균(삼성자산)	2.6	1.2	-0.1		3.7
래리 서머스 예상 (참고)	2~2.5	1.5~2.0	0.75~1.0		4.75

자료: Federal Reserve

/주: Fed의 DKW 모형에 근거한 명목 10년 금리 분해

해당 모델에서 ①exp.inflation = 기대인플레이션, ②exp.real.short.rate= 실질 단기금리 경로, ③real.term.prem.+ ④inflation.risk.prem = term premium

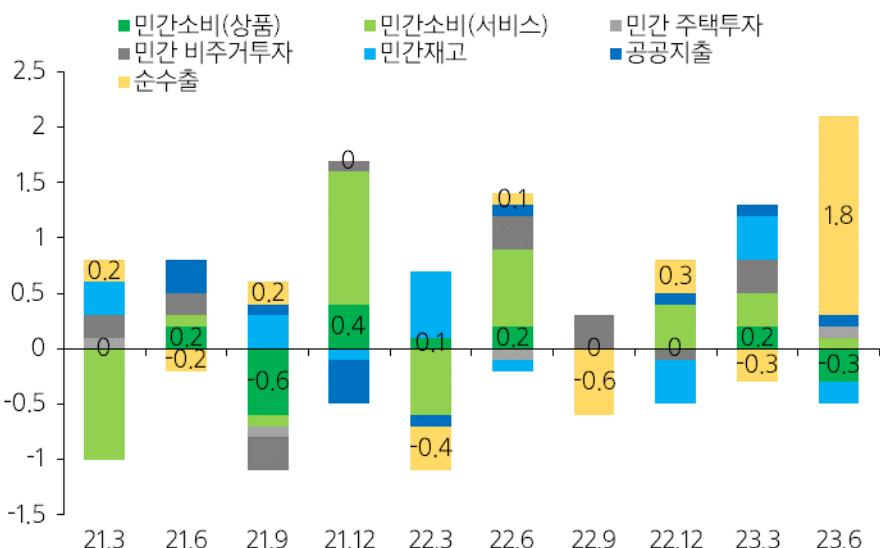
성장률 상향되는 일본, 지속가능성은 낮아

* 순수출이 2분기 서프라이즈 주도

2분기 GDP 서프라이즈, 수입급감에 따른 것으로 지속 가능성 낮아

- 일본의 GDP 지출항목 구성 : 가계소비 54%, 투자 26%(민간 21%, 공공 5%), 정부지출 20%로 구성 (수출비중 21%)
- 2분기 전분기 +1.5%(컨센서스 0.7% 내외) 성장으로 서프라이즈 기록, 전분기 연율로는 6.0% 성장
- 상품소비 역성장에도 불구하고 수입급감에 따른 순수출이 성장 견인 (2분기 순수출 성장기여도 1.8%)
- 2분기 서프라이즈를 반영하여 일본 23년 GDP 성장률 상향 조정 (1% → 1.6%) 되었으나 순수출 변동성 감안시 지속 가능성은 낮아
- 물가 감안한 실질 소비지출은 역성장 지속되고 있어 부담 요인

2분기 전분기 성장률 +1.5%로 서프라이즈 (항목별 기여도)



자료: Bloomberg

순수출 서프라이즈는 수입 급감 때문



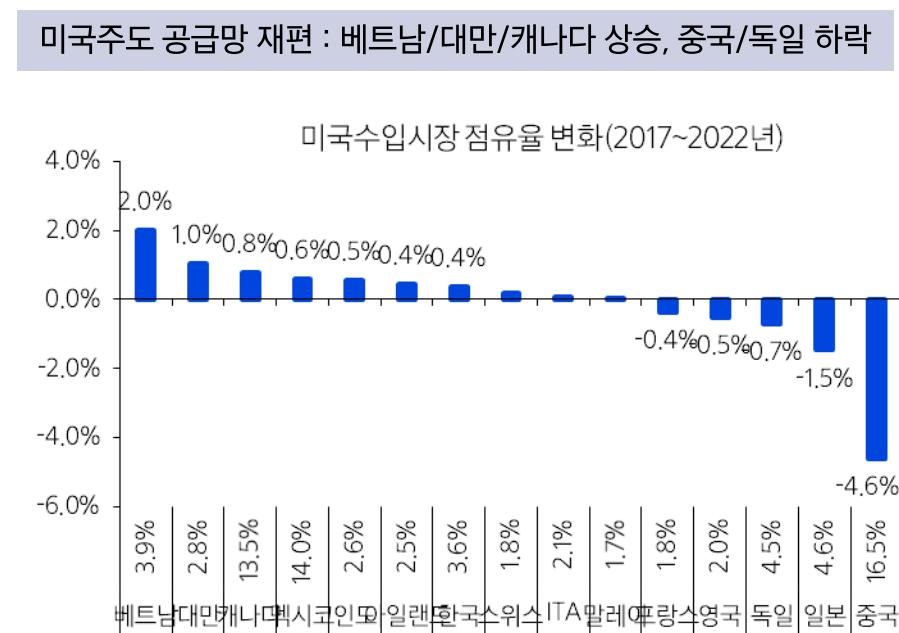
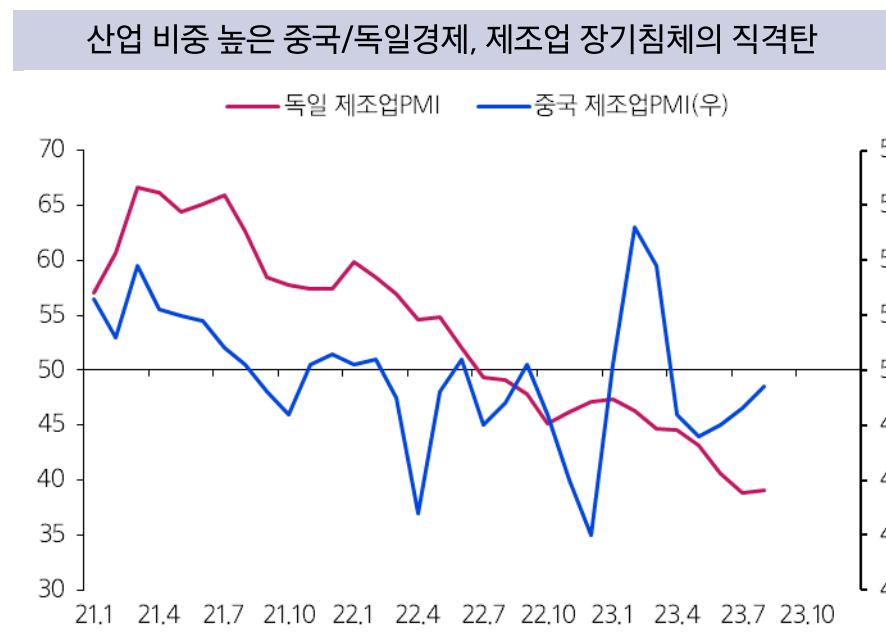
자료: Bloomberg

중국, 독일의 부진

* 제조업 침체 장기화, 미국주도 글로벌 공급망 변화

높은 제조업 비중, 대외의존도의 공통점. 돌파구 마련 쉽지 않아

- 산업 비중이 높은 중국(GDP내 40.1%), 독일(29.5%)은 글로벌 제조업 장기침체의 충격을 상대적으로 크게 받고 있는 상황
- 중국의 제조업 PMI는 21년 하반기 수축국면 진입 이후 일시적 반등 있었지만 수축국면 장기 지속, 독일 PMI는 22년 상반기 수축국면 진입
- 중국 경제 부진으로 중국 노출도가 큰 독일의 경기 부진 심화 (독일 수출입의 중국 노출도, 수출 6.8%_수입 12.8%)
- 미국 주도 글로벌 공급망 변화도 중국, 독일에 직접적 충격을 주고 있음. 5년간 미국 수입시장 점유율 중국 4.5%p, 독일 0.7%p 하락



자료: Bloomberg

자료: Bloomberg, IMF

중국 경제 현황

* GDP내 비중이 큰 제조업/부동산 부진 심화, 가계자산 중 부동산 비중 66%

중국 GDP 구성 (지출항목별)

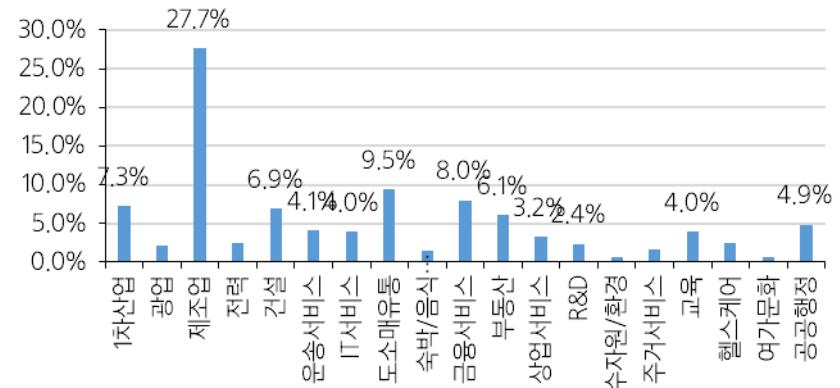
		명목 GDP 규모		관련지표(증가율 %)	
(조위안)		비중		22년	23.7월
중국 명목 GDP		120.5	100%	3.0	5.2
최종소비지출		64.2	53.2%		
총자본형성	가계소비지출	44.8	37.2%	-0.2	7.3
	정부지출	19.4	16.1%		
	종고정자산투자	50.8	42.2%	5.1	3.4
재고변화		1.6	1.3%		
순수출		3.9	3.3%		
수출		25.0	20.8%	6.3	-5.0
	수입	21.1	17.5%	0.9	-7.6

중국 신용 구성(사회융자 총액, 2022년 기준)

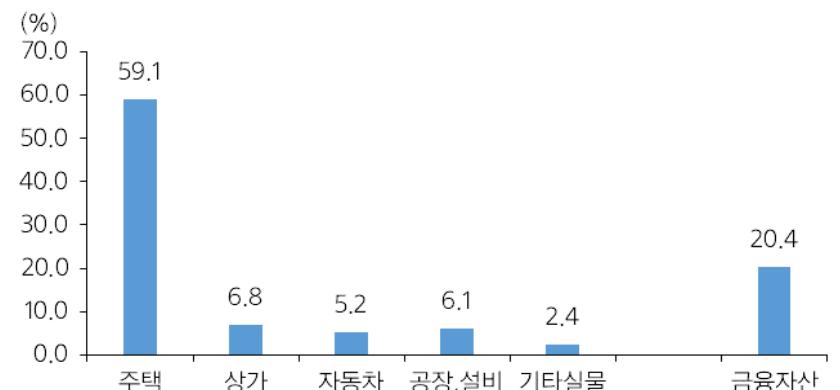
	금액(조위안)	비중
대출(위안화)	228.9	62.6%
대출(외화)	1.8	0.5%
위탁대출	11.3	3.1%
신탁대출	3.8	1.0%
인수어음	2.6	0.7%
채권조달	31.4	8.6%
정부채조달	64.0	17.5%
비금융 주식발행	11.2	3.1%
ABS	1.8	0.5%
대출상각	8.0	2.2%
사회융자총액(잔액기준)	365.8	

자료: CEIC

중국 주요산업 명목 GDP 비중



중국 가계자산 구성: 부동산 66%, 금융자산 20%



자료: PBOC

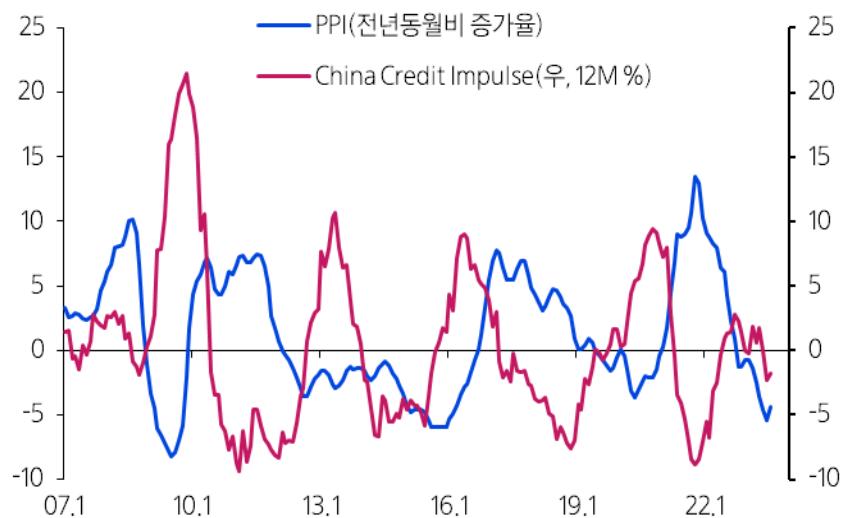
중국, 성장 한계에 봉착

* 디플레 압력에도 경기부양(신용공급)에 소극적인 이유

제조업 및 부동산 투자 부진한 가운데 새로운 경제성장 동력 부재

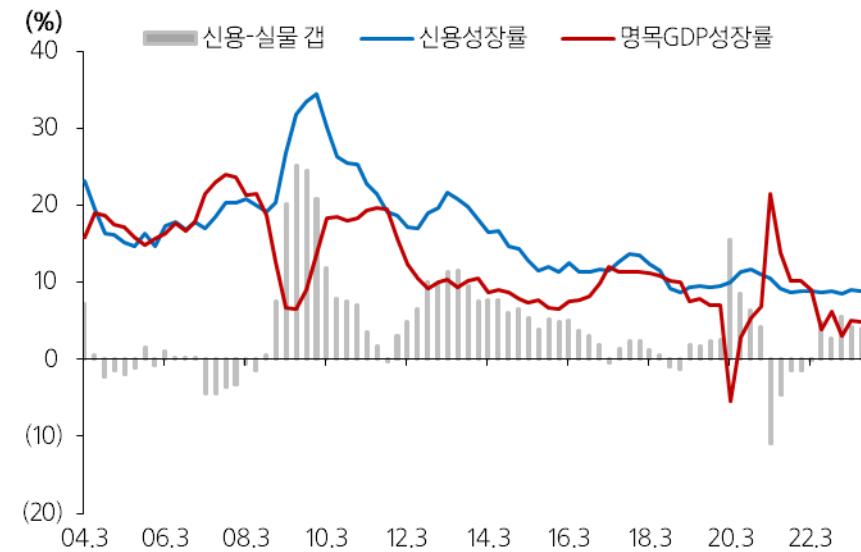
- 리오프닝으로 소비 회복 나타나고 있으나 제조업/부동산 투자 부진 지속 (부동산 투자는 코로나 팬데믹수준까지 위축)
- 미/중 기술패권 경쟁으로 중국 정부가 미래 성장동력으로 제시했던 전략 산업 육성 차질 (미국의 규제 - AI, 반도체, 양자컴퓨팅)
- 디플레 압력이 높아지고 있음에도 이전과 달리 경기부양(신용공급)에는 소극적
- 유동성 공급의 실물경기 진작 효과 제한적이었기 때문. 늘어난 신용은 부동산, 주식 등 자산버블 야기

과거와 달리 디플레 압력에도 신용공급에 소극적



자료: Bloomberg

소극적 이유는 누적된 신용버블을 다시 키울 수 있기 때문



자료: Bloomberg

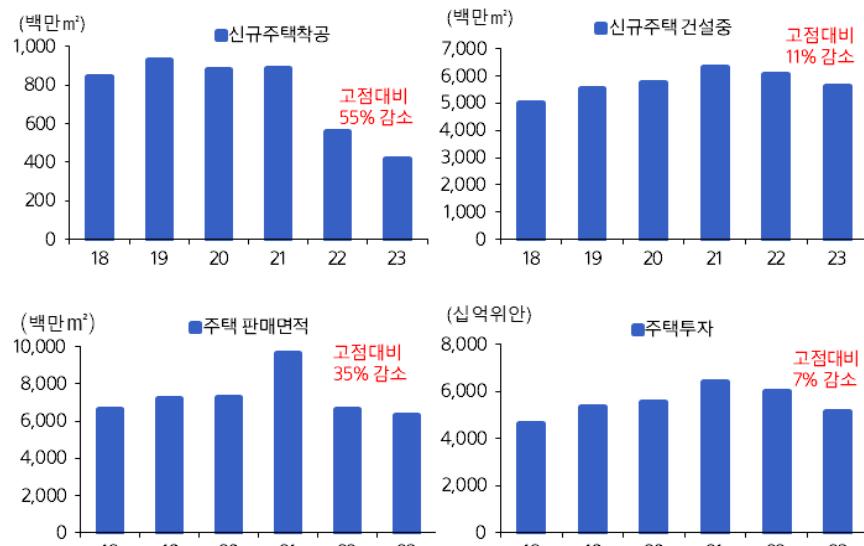
중국, 부동산 턴어라운드가 중요

* 가계의 주택 수요 회복 여부가 관건

2020년 10월 공동부유에서 시작된 부동산 경착륙

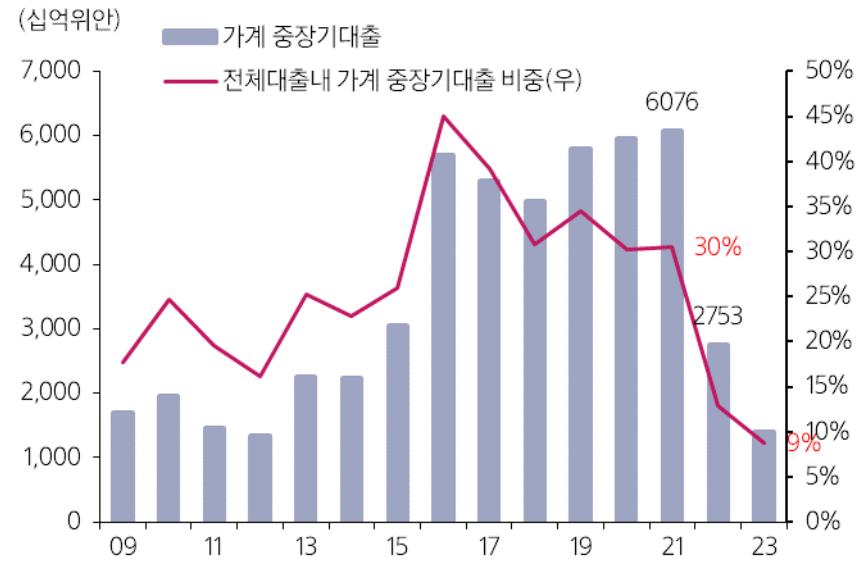
- 공동부유는 소득격차 해소를 목표로 중국 공산당 19기 5중전회에서 주요 키워드로 제시
- 부동산은 투기의 대상이 아니다라는 입장 재천명 (부동산 대출규제, 주택 투기행위 제한 통한 부동산 가격 안정 추구)
- 21년 이후 주택가격 및 투자는 경착륙 수준으로 하락 중
- 부동산의 파급 영향(역 wealth effect, 투자 위축)이 확대되는 가운데 가계의 주택수요가 크게 위축되고 있는 점 주목(가계 중장기대출 급감)
- 중국정부는 주택소유 제한 완화 등 부동산 규제 완화를 본격 실행하고 있음. 이에 대한 수요자인 가계의 반응 확인 필요

신규착공, 주택판매 급감하는 가운데 주택 재고는 증가 중



자료: Bloomberg

중장기 가계대출(모기지) 비중 확대가 관건 (수요 회복)



자료: Bloomberg

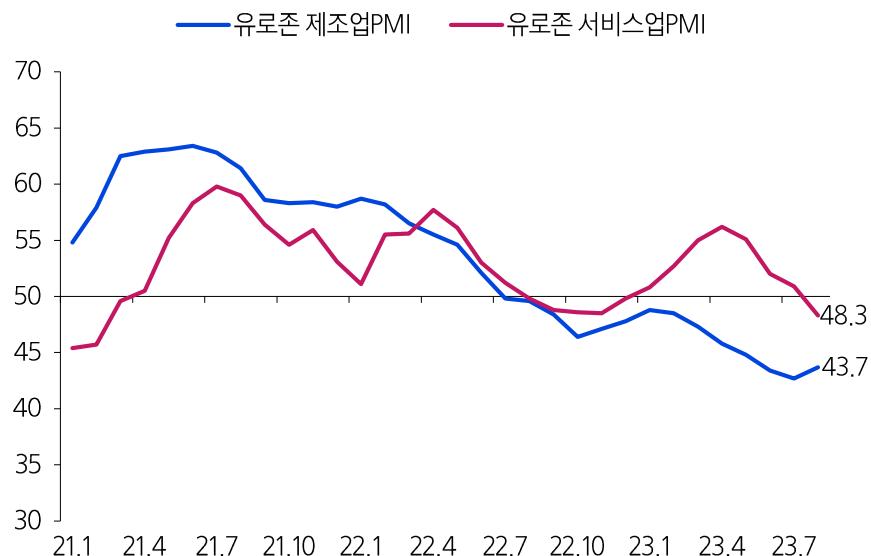
유럽, 중심국 독일의 부진

* 민간소비 부진 지속, 재정지출 역할도 제한적

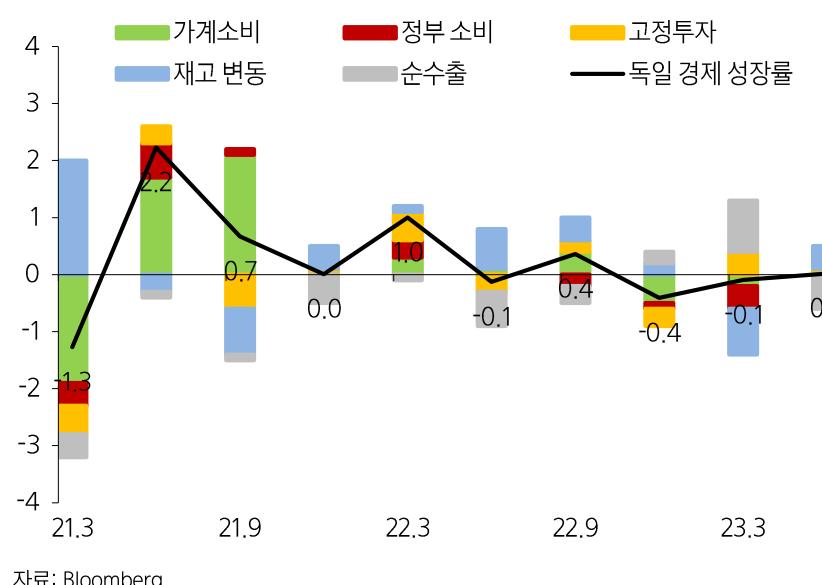
제조업 장기 부진에 이어 서비스업도 수축 국면으로

- 유로존의 중심국인 독일의 경기 부진 심화 되고 있음. 23년 GDP 성장률은 G7 국가중 유일하게 역성장(-0.3%) 예상
- 구성항목 별로 보면 소비의 성장기여도가 크게 낮아진 가운데 정부지출 또한 재정준칙 준수 여파로 회복 동력으로 작용하지 못하고 있음
- 독일의 부진은 글로벌 제조업과 중국 부진에서 직접적 원인을 찾을 수 있으나 고령화, 보수적 재정지출 스탠스 등 구조적 요인도 존재
- 특히 독일은 올해 역성장(-0.3%) 예상, 고금리/고물가 상황으로 소비심리 개선이 쉽지 않은 상황 (가계소비 부진 장기화)

유로존 제조업 부진에 이어 서비스업 동반 침체



독일 GDP 부문별 성장기여도 : 가계소비 부진 심화



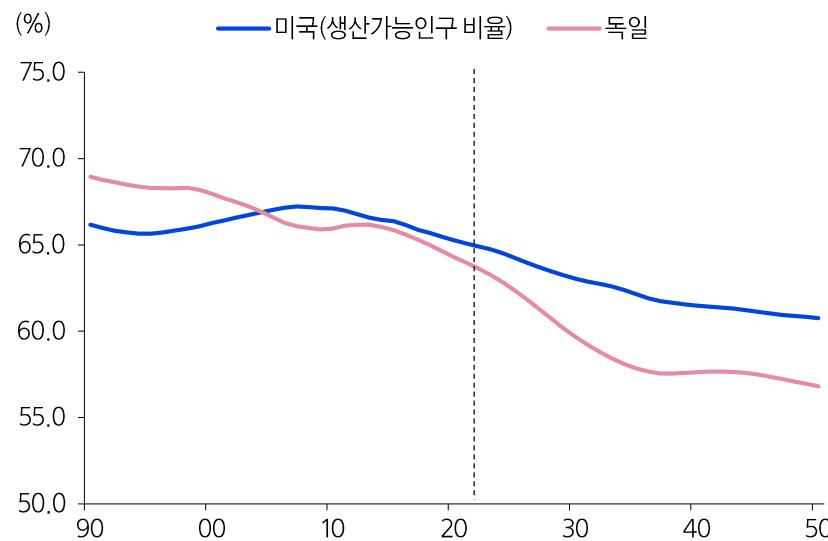
독일, 적극적 재정확대가 필요

* 정부 재정정책 변화 주목

대외여건 개선까지 시간 필요. 재정의 역할 확대 필요

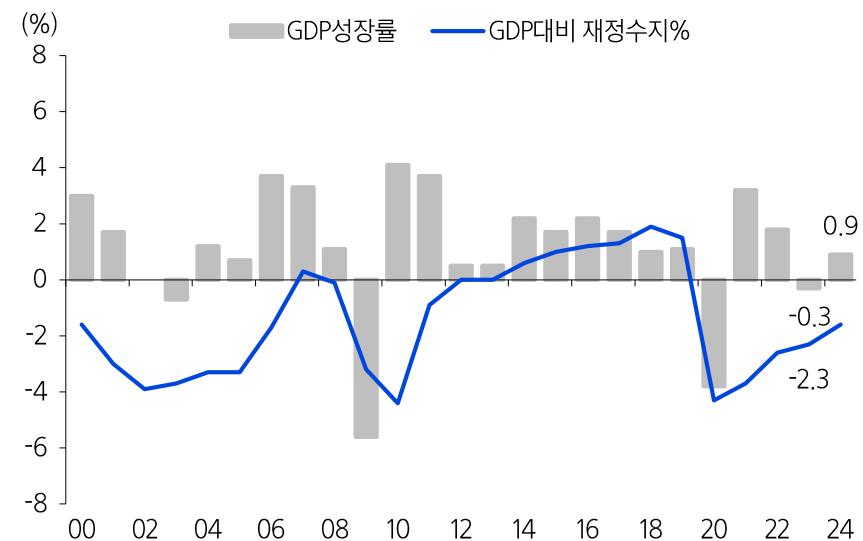
- 당분간 독일 경제는 중국과 연동되어 움직일 가능성이 커. 연말과 내년 제조업 부진이 다소 개선될 가능성이 있지만 회복 지속성은 의문
- 중국과 마찬가지로 구조적 성장 한계에 봉착, 장기 성장의 동력이 되는 인구구조(생산가능인구 감소)의 역풍에 직면
- 독일 부진에 따라 ECB의 정책 전환(금리인상 종료)도 빨라질 가능성 있음(정책 전환시 달러강세, 유로약세 가능성 높아짐)
- 독일정부는 재정준칙 준수 및 재정적자 기준 준수를 고수하고 있는 상황이나 그 어느때보다 재정 자극이 필요한 상황으로 재정확대 신호가 독일 경제 반등 모멘텀으로 작용할 듯 (재정정책 변화 여부 모니터링 필요)

독일, 생산가능인구 급격한 하락 구간 진입(성장잠재력 제한)



자료: UN

재정의 역할이 필요한 독일



자료: Bloomberg

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 있으며, 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]