

2023년 9월

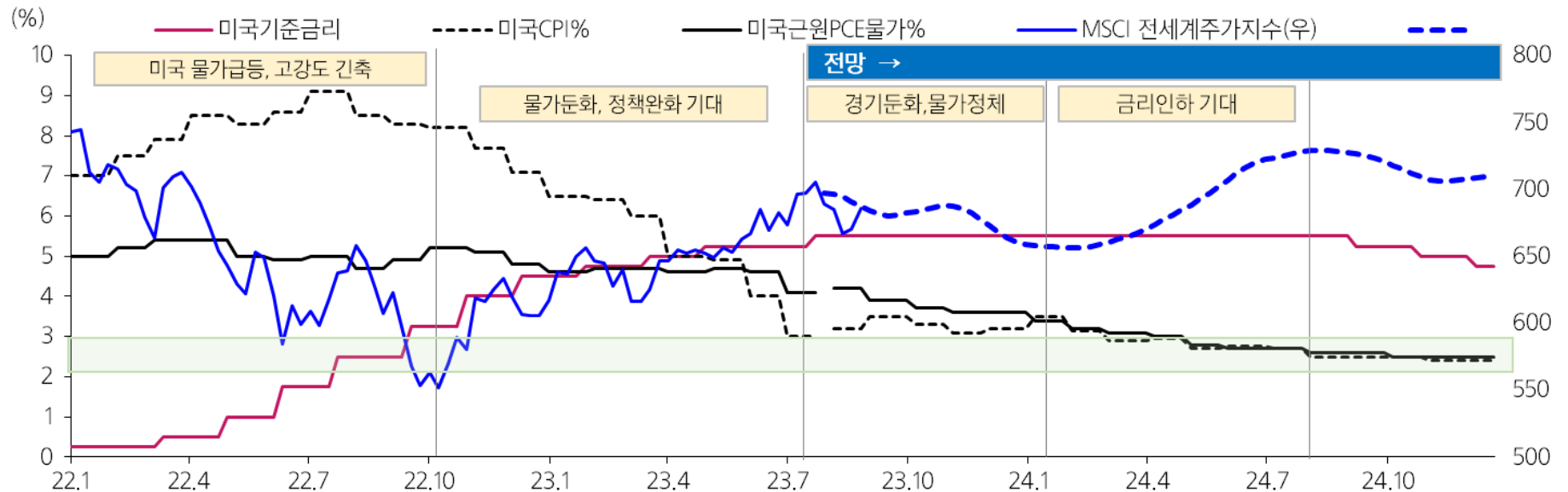
글로벌 매크로 및 자산시장

2023. 9

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

24년까지 기준 금리, 근원PCE 물가, 위험자산 가격 흐름 전망



자료: Refinitiv, 삼성자산운용

House View (매크로 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		
물가	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%
통화정책 (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%)
경기	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 잠재성장률을 밑도는 성장률 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
	한국 크레딧 spread (AA-)	147	79	76	Neutral	Neutral
	미국 국채 10년 금리	3.88%	3.97%	4.09%	O/W	Neutral
	회사채 spread(BB 미국 IG)	130	112	118	O/W	O/W
	하이일드 spread(BB 미국HY)	468	367	370	Neutral	Neutral
	신흥국 spread(JPM EMBIGD)	452	398	422	O/W	Neutral
주 식					Neutral	O/W
선진국	미국 (S&P500)	3840	4589	4507	Neutral	O/W
	유럽 (Euro stoxx 50)	410	461	455	Neutral	Neutral
	일본 (TOPIX)	1891	2322	2332	U/W	Neutral
신흥국	중국 (상해종합)	3089	3291	3119	Neutral	O/W → Neutral
	인도 (Nifty50)	18105	19753	19253	Neutral	O/W
	아세안 (MSCI Asean)	653	669	631	Neutral	Neutral
국내	국내 (코스피)	2236	2632	2556	Neutral	O/W
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, 실질중립금리 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

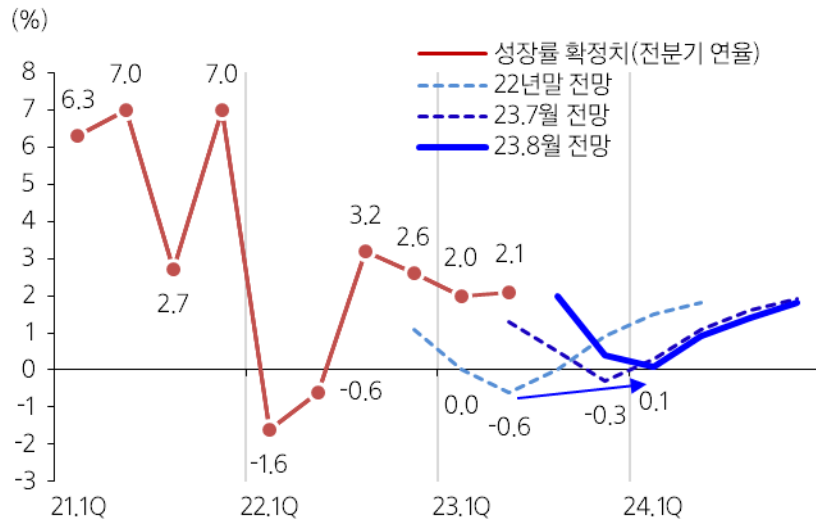
미국 경제, 3분기도 견조한 성장 지속

- 상반기 미국 경제는 서비스 소비와 설비투자 호조로 2.1% 성장, 3분기 첫 지표인 7월 지표도 호조를 보이면서 성장률 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 성장률 예측치는 +5.6% (전분기비 연율화)

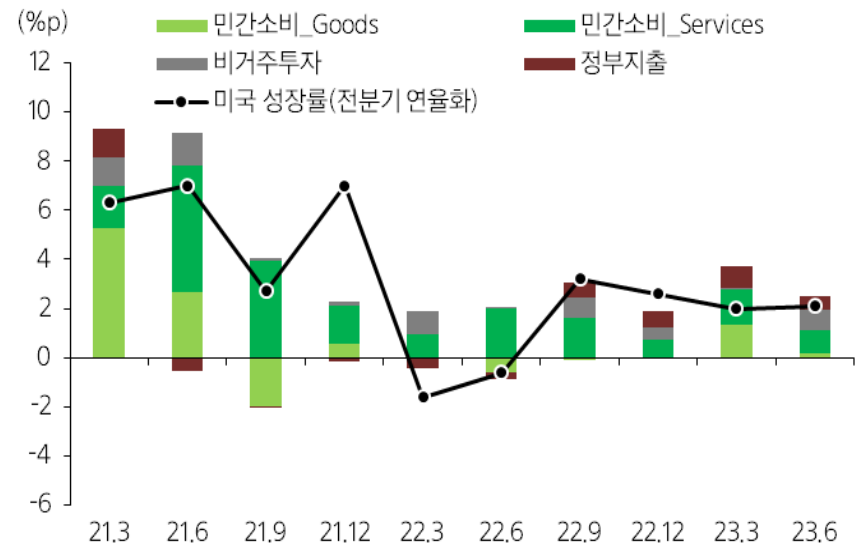
- 7월 지표 예상 큰 폭 상회 : 소매판매 전월비 +0.7%(예상 0.4), 산업생산 +1.0%(예상 0.3), 주택착공 +3.9%(예상 1.1)
- 지출 항목별 개인소비지출과 주택투자가 견인 예상. PCE +4.2%(2Q 1.7), 주택투자 +7.2(2Q -10.6), 비주택투자 +0.2(2Q 11.2),

미국 성장률 상향 조정 지속, 둔화 시점 뒤로 후퇴



자료: Bloomberg

미GDP 부문별 성장기여도 : 소비, 설비투자, 정부지출이 성장 견인



자료: Bloomberg

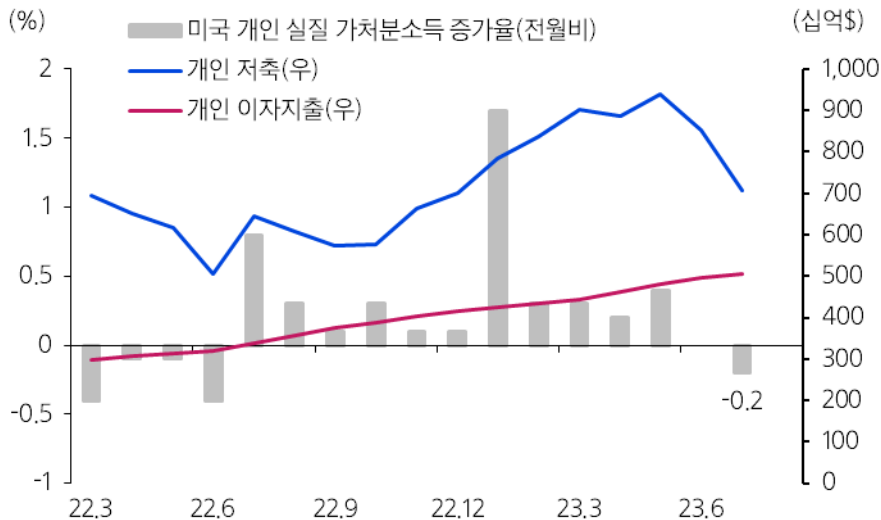
소비 여력은 약화

* 실질 가처분소득 감소, 초과저축도 빠르게 소진

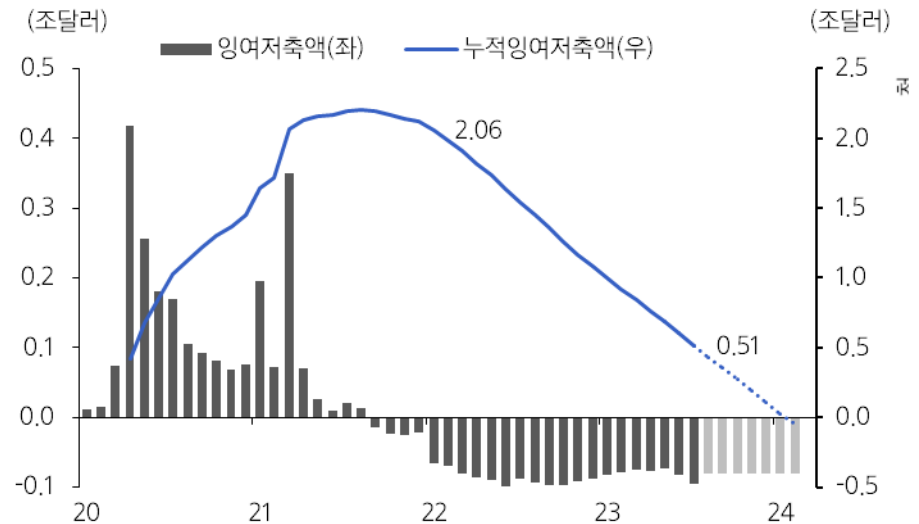
7월 소비 서프라이즈 기록했으나 소비의 원천인 실질소득은 전월비 감소

- 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

7월 실질 가처분소득 전월비 감소, 소비여력 약화(저축↓,이자↑)



잉여 저축액 연말까지 소진 예상 (현 5,000억달러 수준)



자료: CEIC

자료: Bloomberg, FED

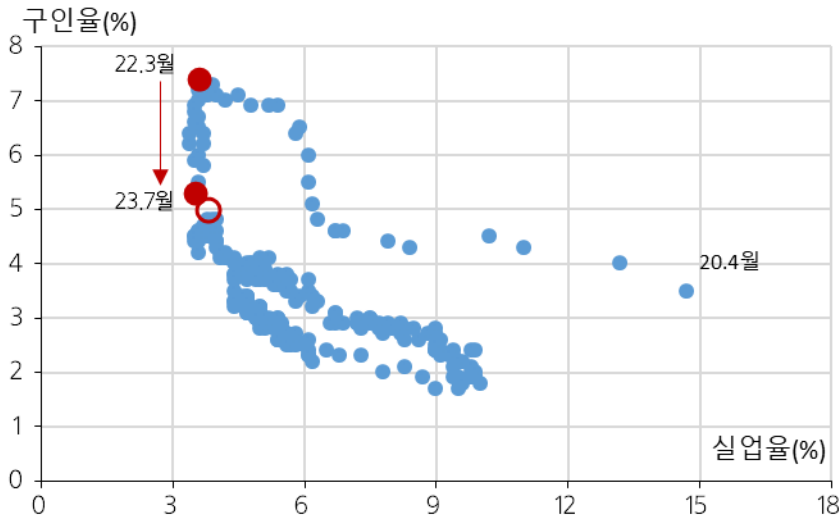
미국 고용시장 연착륙 가시화

* 고용수요-공급 갭 빠르게 축소(구인율 하락), 실업률도 상승

연준의 의도대로 실업률의 큰 폭 상승 없이 고용시장 과열 해소 중

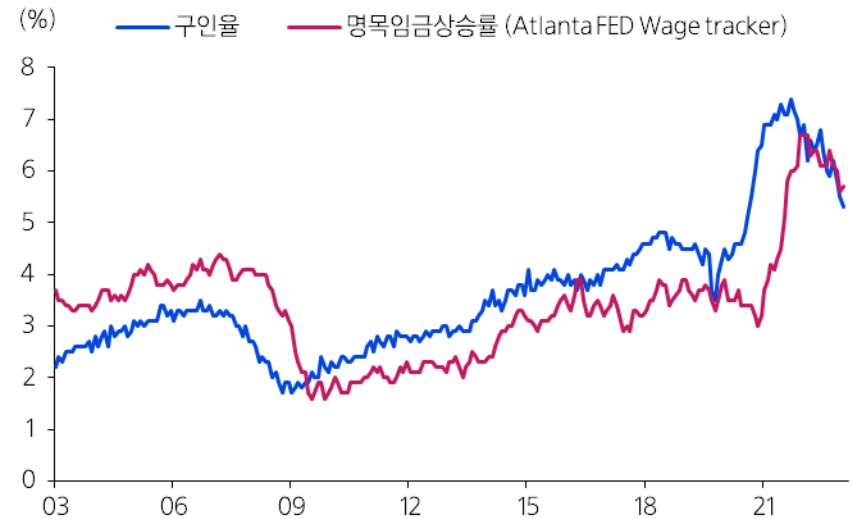
- 연준은 구인율을 팬데믹 이전 수준인 5%(7월 구인율 5.3% 기록) 수준까지 낮춤으로써 실업증가 없는 경기 연착륙이 가능하다는 입장
- 실제 연준의 예측 대로 실업률의 큰 폭 상승없이 구인율이 빠르게 낮아지는 중 (베버리지 곡선의 수직 이동)
- 연준의 기대 시나리오는 실업률 증가 없는 구인율 하락(현재 진행중), 이후 시차를 두고 명목 임금 상승률 둔화되면서 물가 둔화 경로로 가는 것

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

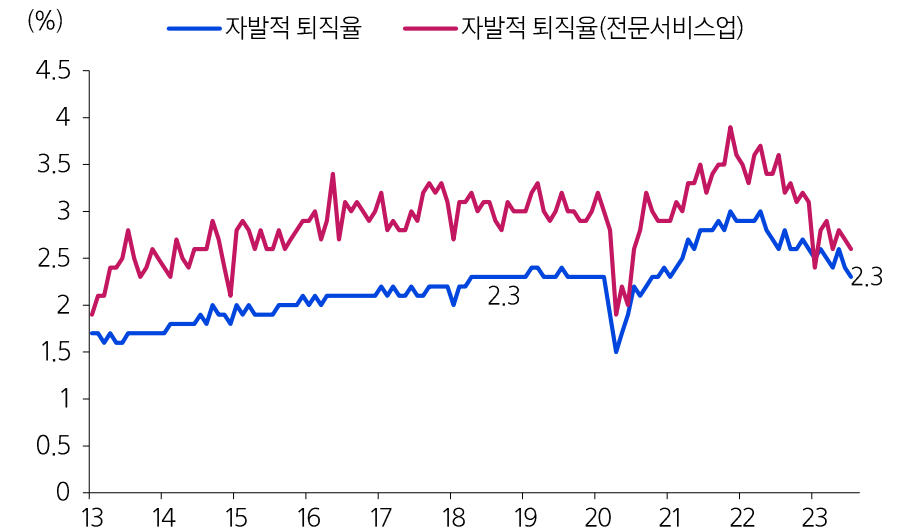
- 7월 채용공고 882만건으로 전월비 33만건 감소, 3개월간 150만건 감소, 구인율은 22년말 6.8%에서 23.7월 5.3%로 빠르게 둔화
- 채용이 감소하고 있으나 아직 규모가 크지 않고, 해고 증가가 거의 없어 큰 충격없이 고용시장 과열 해소 중
- 채용공고, 채용 감소에도 불구하고 퇴직은 오히려 자발적 퇴직 중심으로 감소하고 있음
- 이는 타이트한 고용시장 수급이 완화되는 신호로 해석 가능 (타이트한 고용환경에서 양질의 일자리를 찾아 자발적 퇴직율이 상승한 바 있음)

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



자료: Bloomberg

실업률 상승은 청년층의 경제활동 참여 때문

* 청년층의 경제활동 참여율 상승

청년층의 고용시장 복귀, 실업률 상승을 이끌어

- 8월 비농업 신규일자리는 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

퇴직자 중 해고비율 상승 여부 모니터링 필요



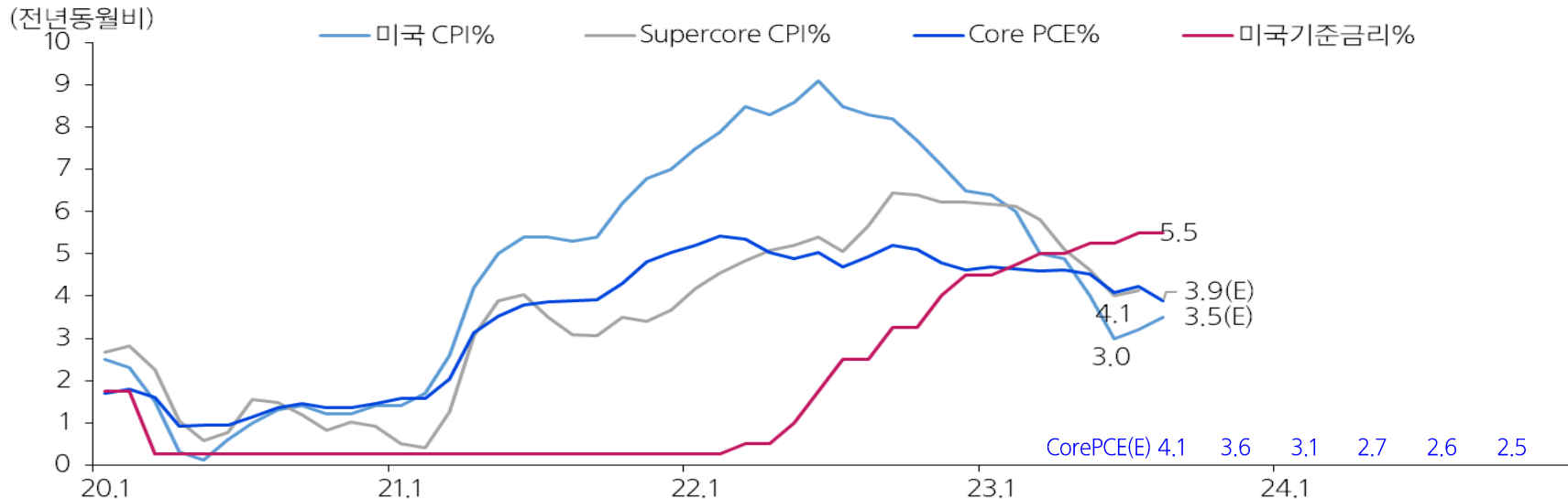
자료: Bloomberg

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

다시 중요해지는 물가 경로(미국 물가 추이 및 컨센서스)



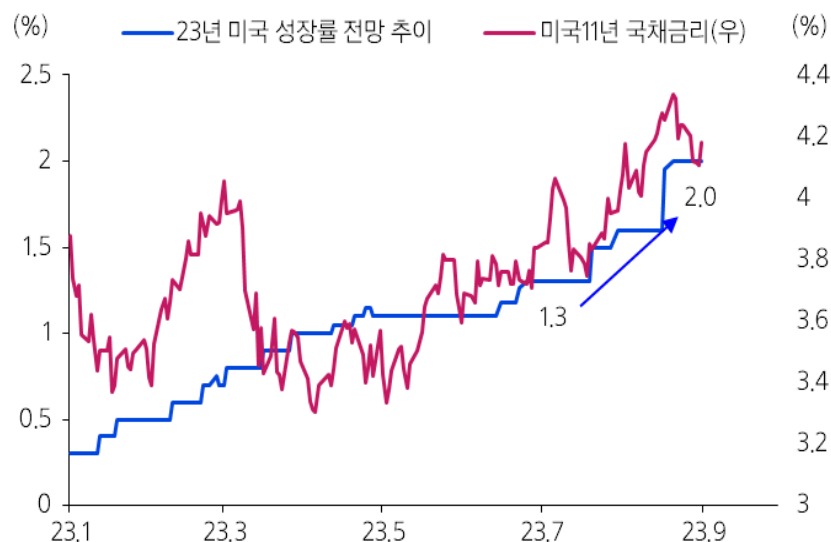
자료: Bloomberg, 삼성자산운용

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 가능성을 높였기 때문
- 향후 10년 금리는 경기 호조의 지속가능성, 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

* 인플레이를 야기한 낮은 금리, 명목성장률 수준으로 정상화

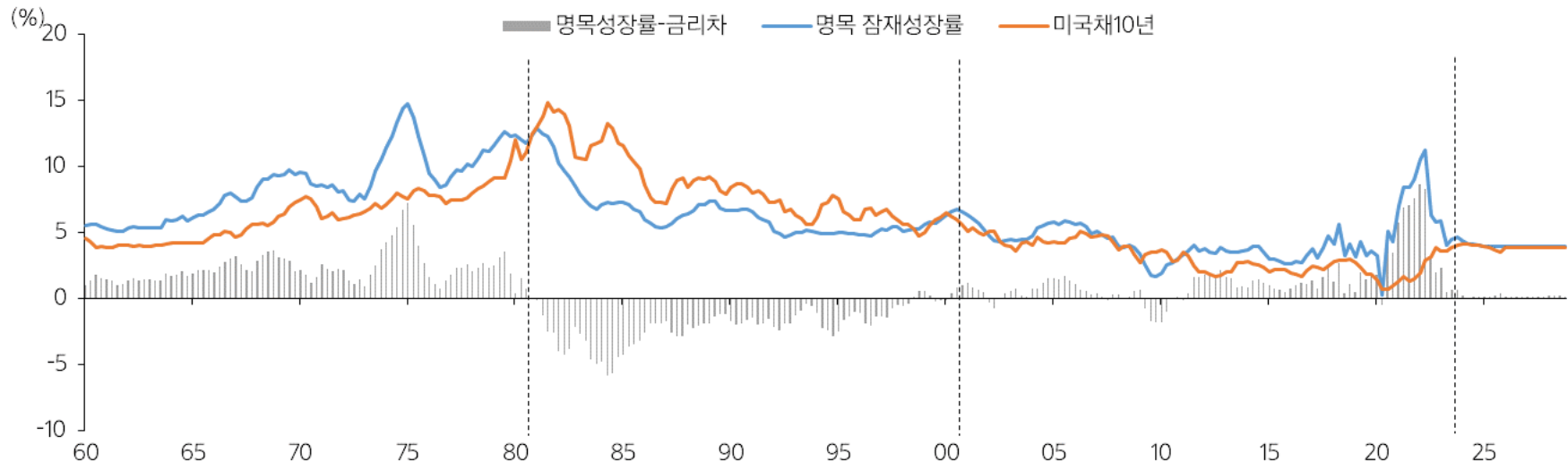
20년 주기의 패턴

- 60~80년 : 성장률 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 명목잠재성장률 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



자료: Bloomberg, IMF, CBO

미국 장기금리 향방

* 장기금리 논쟁, 어느 수준까지 높아질까?

미국10년 국채금리 논쟁 : 기간프리미엄 전망에 따라 금리 수준 달라져

- 8월 중순, 래리서머스 재무장관이 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 때문이었음
- 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

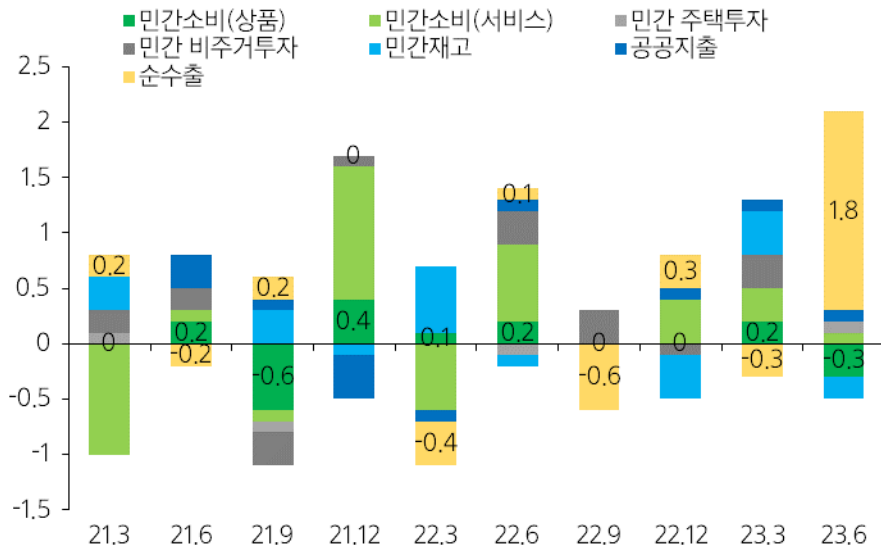
성장을 상향되는 일본, 지속가능성은 낮아

* 순수출이 2분기 서프라이즈 주도

2분기 GDP 서프라이즈, 수입급감에 따른 것으로 지속 가능성 낮아

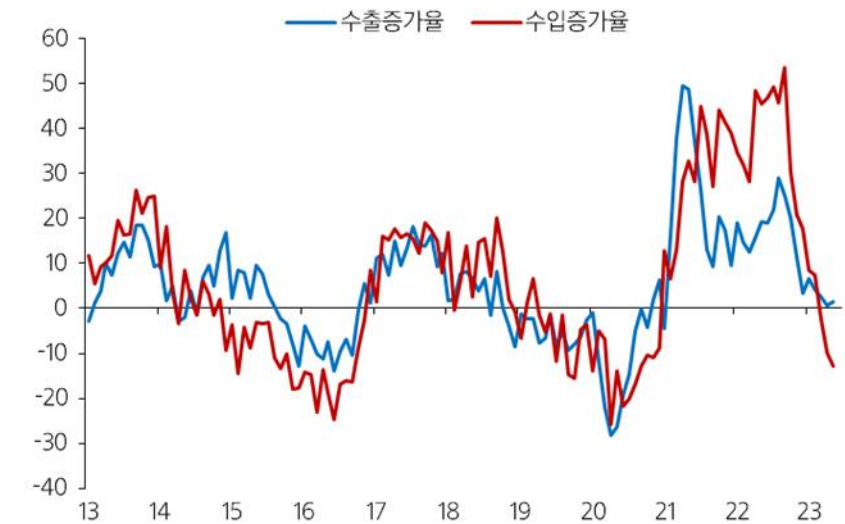
- 일본의 GDP 지출항목 구성 : 가계소비 54%, 투자 26%(민간 21%, 공공 5%), 정부지출 20%로 구성 (수출비중 21%)
- 2분기 전분기 +1.5%(컨센서스 0.7% 내외) 성장으로 서프라이즈 기록, 전분기 연율로는 6.0% 성장
- 상품소비 역성장에도 불구하고 수입급감에 따른 순수출이 성장 견인 (2분기 순수출 성장기여도 1.8%)
- 2분기 서프라이즈를 반영하여 일본 23년 GDP 성장률 상향 조정 (1% → 1.6%) 되었으나 순수출 변동성 감안시 지속 가능성은 낮아
- 물가 감안한 실질 소비지출은 역성장 지속되고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

2분기 전분기 성장률 +1.5%로 서프라이즈 (항목별 기여도)



자료: Bloomberg

순수출 서프라이즈는 수입 급감 때문



자료: Bloomberg

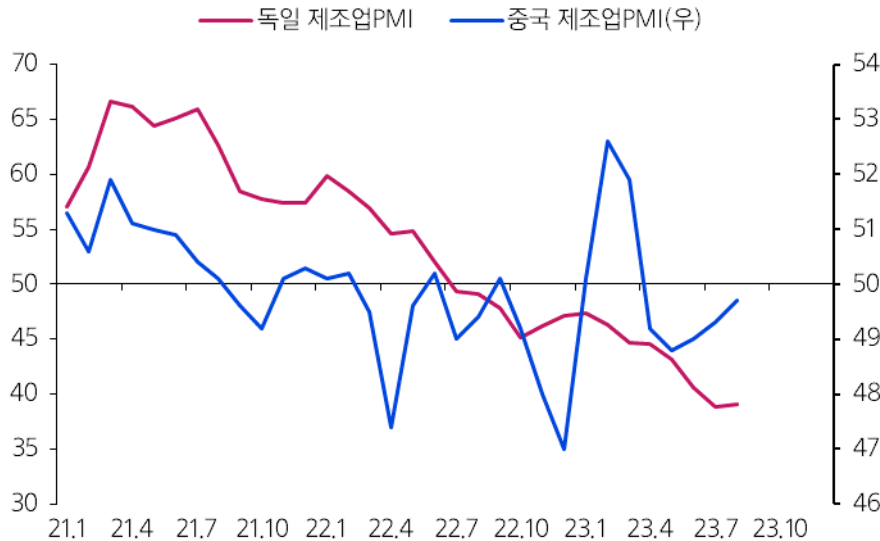
중국, 독일의 부진

* 제조업 침체 장기화, 미국주도 글로벌 공급망 변화

높은 제조업 비중, 대외의존도의 공통점. 돌파구 마련 쉽지 않아

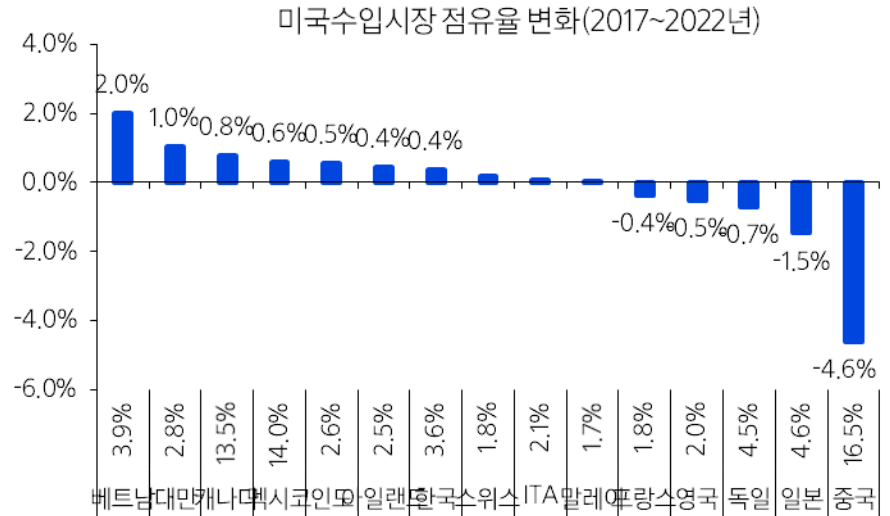
- 산업 비중이 높은 중국(GDP내 40.1%), 독일(29.5%)은 글로벌 제조업 장기침체의 충격을 상대적으로 크게 받고 있는 상황
- 중국의 제조업 PMI는 21년 하반기 수축국면 진입 이후 일시적 반등 있었지만 수축국면 장기 지속, 독일 PMI는 22년 상반기 수축국면 진입
- 중국 경제 부진으로 중국 노출도가 큰 독일의 경기 부진 심화 (독일 수출입의 중국 노출도, 수출 6.8%_수입 12.8%)
- 미국 주도 글로벌 공급망 변화도 중국, 독일에 직접적 충격을 주고 있음. 5년간 미국 수입시장 점유율 중국 4.5%p, 독일 0.7%p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

산업 비중 높은 중국/독일경제, 제조업 장기침체의 직격탄



자료: Bloomberg

미국주도 공급망 재편 : 베트남/대만/캐나다 상승, 중국/독일 하락



자료: Bloomberg, IMF

중국 경제 현황

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

중국 GDP 구성 (지출항목별)

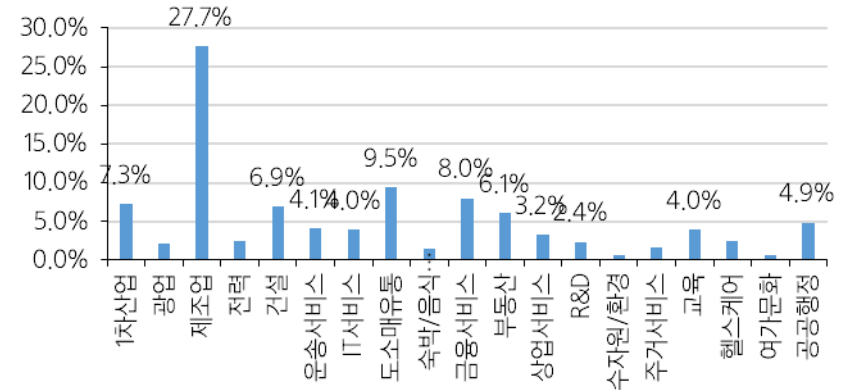
	명목 GDP 규모		관련지표(증가율 %)	
	(조위안)	비중	22년	23.7월
중국 명목 GDP	120.5	100%	3.0	5.2
최종소비지출	64.2	53.2%		
가계소비지출	44.8	37.2%	-0.2	7.3
정부지출	19.4	16.1%		
총자본형성	52.4	43.5%		
총고정자산투자	50.8	42.2%	5.1	3.4
재고변화	1.6	1.3%		
순수출	3.9	3.3%		
수출	25.0	20.8%	6.3	-5.0
수입	21.1	17.5%	0.9	-7.6

중국 신용 구성(사회용자 총액, 2022년 기준)

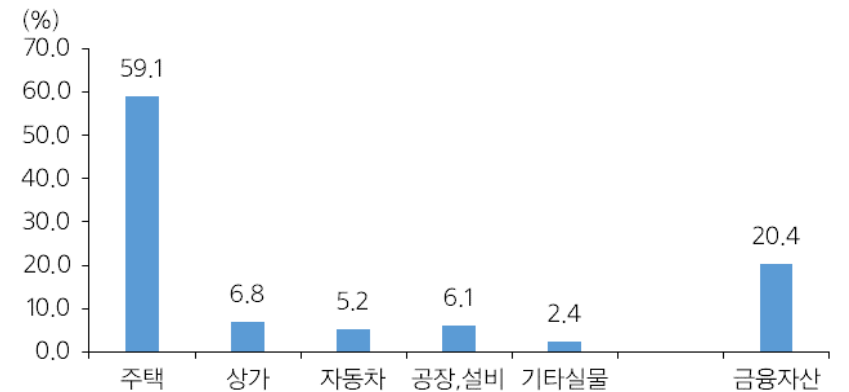
	금액(조위안)	비중
대출(위안화)	228.9	62.6%
대출(외화)	1.8	0.5%
위탁대출	11.3	3.1%
신탁대출	3.8	1.0%
인수어음	2.6	0.7%
채권조달	31.4	8.6%
정부채조달	64.0	17.5%
비금융 주식발행	11.2	3.1%
ABS	1.8	0.5%
대출상각	8.0	2.2%
사회용자총액(잔액기준)	365.8	

자료: CEIC

중국 주요산업 명목 GDP 비중



중국 가계자산 구성: 부동산 66%, 금융자산 20%



자료: PBOC

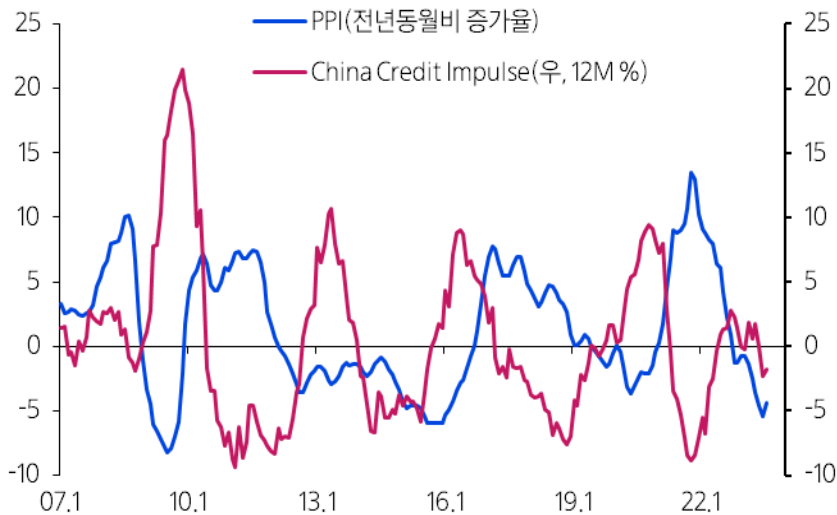
중국, 성장 한계에 봉착

* 디플레 압력에도 경기부양(신용공급)에 소극적인 이유

제조업 및 부동산 투자 부진한 가운데 새로운 경제성장 동력 부재

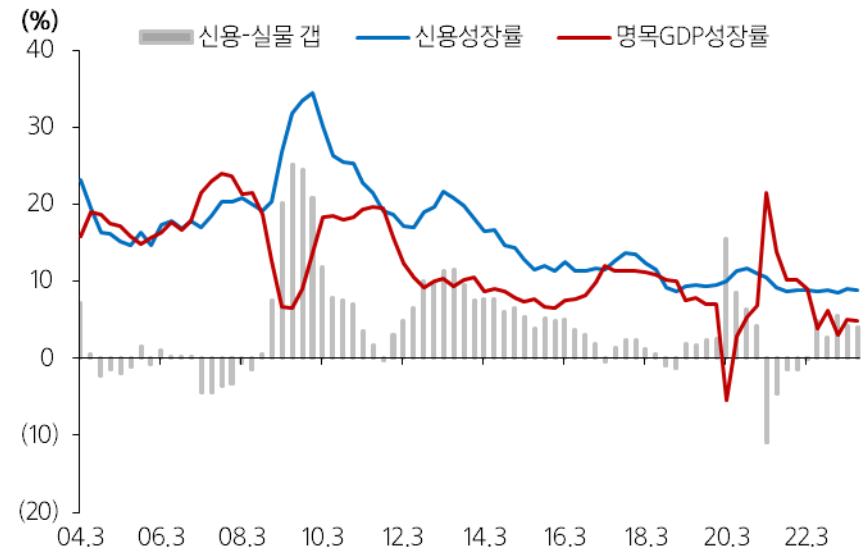
- 리오프닝으로 소비 회복 나타나고 있으나 제조업/부동산 투자 부진 지속 (부동산 투자는 코로나 팬데믹수준까지 위축)
- 미/중 기술패권 경쟁으로 중국 정부가 미래 성장동력으로 제시했던 전략 산업 육성 차질 (미국의 규제 - AI, 반도체, 양자컴퓨팅)
- 디플레 압력이 높아지고 있음에도 이전과 달리 경기부양(신용공급)에는 소극적
- 유동성 공급의 실물경기 진작 효과 제한적이었기 때문. 늘어난 신용은 부동산, 주식 등 자산버블 야기

과거와 달리 디플레 압력에도 신용공급에 소극적



자료: Bloomberg

소극적 이유는 누적된 신용버블을 다시 키울수 있기 때문



자료: Bloomberg

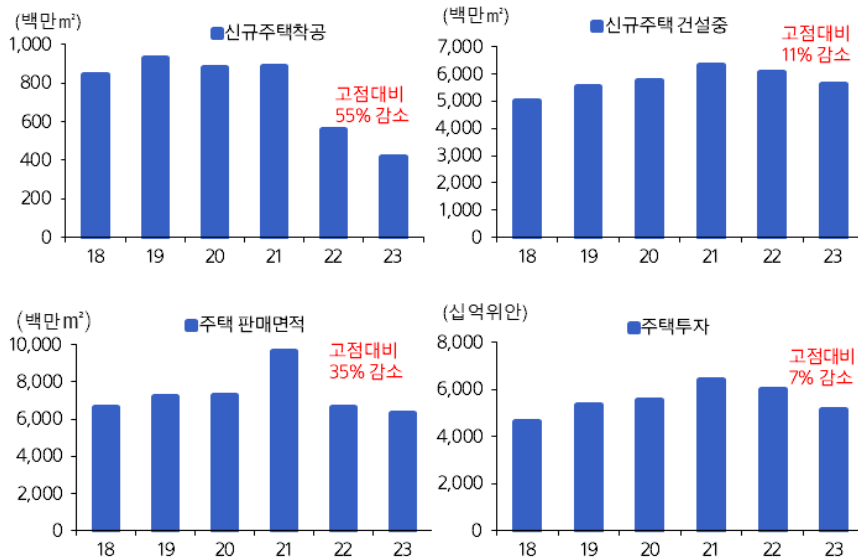
중국, 부동산 턴어라운드가 중요

* 가계의 주택 수요 회복 여부가 관건

2020년 10월 공동부유에서 시작된 부동산 경착륙

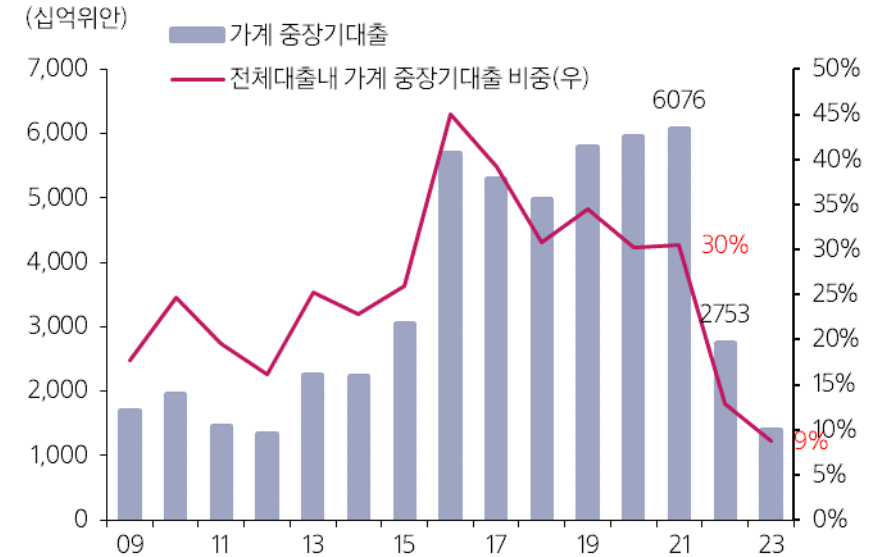
- 공동부유는 소득격차 해소를 목표로 중국 공산당 19기 5중전회에서 주요 키워드로 제시
- 부동산은 투기의 대상이 아니라는 입장 재천명 (부동산 대출규제, 주택 투기행위 제한 통한 부동산 가격 안정 추구)
- 21년 이후 주택가격 및 투자는 경착륙 수준으로 하락 중
- 부동산의 파급 영향(역 wealth effect, 투자 위축)이 확대되는 가운데 가계의 주택수요가 크게 위축되고 있는 점 주목(가계 중장기대출 급감)
- 중국정부는 주택소유 제한 완화 등 부동산 규제 완화를 본격 실행하고 있음. 이에 대한 수요자인 가계의 반응 확인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

신규착공, 주택판매 급감하는 가운데 주택 재고는 증가 중



자료: Bloomberg

중장기 가계대출(모기지) 비중 확대가 관건 (수요 회복)



자료: Bloomberg

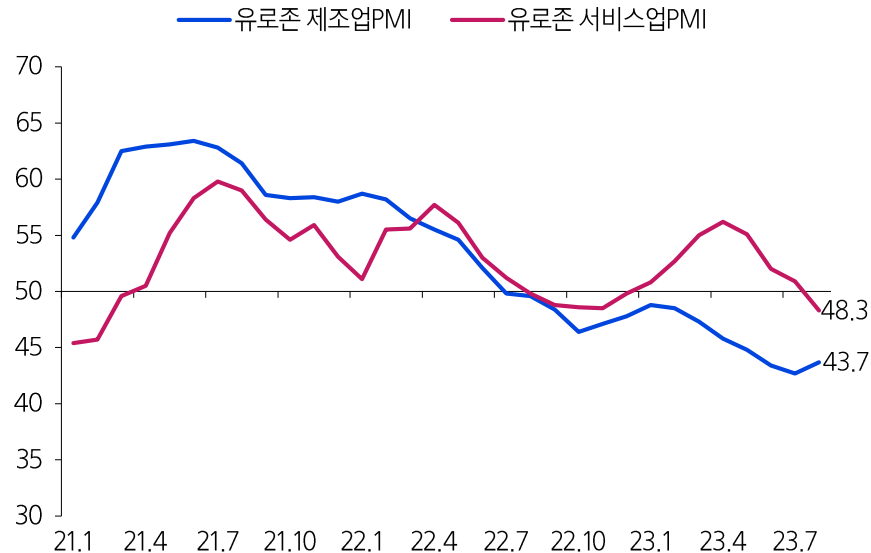
유럽, 중국 독일의 부진

* 민간소비 부진 지속, 재정지출 역할도 제한적

제조업 장기 부진에 이어 서비스업도 수축 국면으로

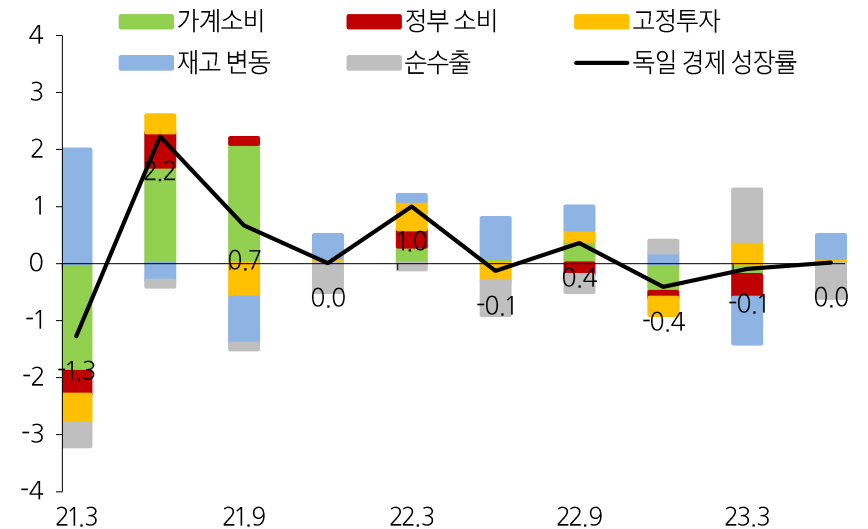
- 유로존의 중심국인 독일의 경기 부진 심화 되고 있음. 23년 GDP 성장률은 G7 국가중 유일하게 역성장(-0.3%) 예상
- 구성항목 별로 보면 소비의 성장기여도가 크게 낮아진 가운데 정부지출 또한 재정준칙 준수 여파로 회복 동력으로 작용하지 못하고 있음
- 독일의 부진은 글로벌 제조업과 중국 부진에서 직접적 원인을 찾을 수 있으나 고령화, 보수적 재정지출 스탠스 등 구조적 요인도 존재
- 특히 독일은 올해 역성장(-0.3%) 예상, 고금리/고물가 상황으로 소비심리 개선이 쉽지 않은 상황 (가계소비 부진 장기화)

유로존 제조업 부진에 이어 서비스업 동반 침체



자료: Bloomberg

독일 GDP 부문별 성장기여도 : 가계소비 부진 심화



자료: Bloomberg

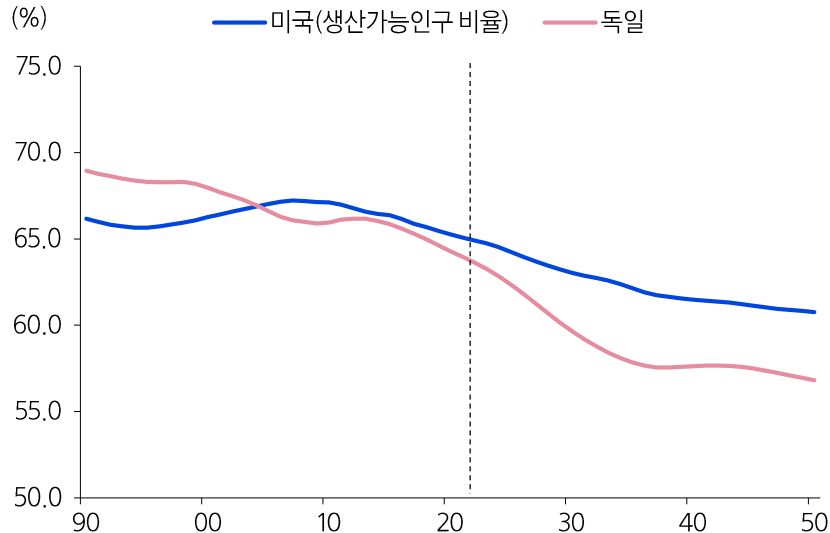
독일, 적극적 재정확대가 필요

* 정부 재정정책 변화 주목

대외여건 개선까지 시간 필요. 재정의 역할 확대 필요

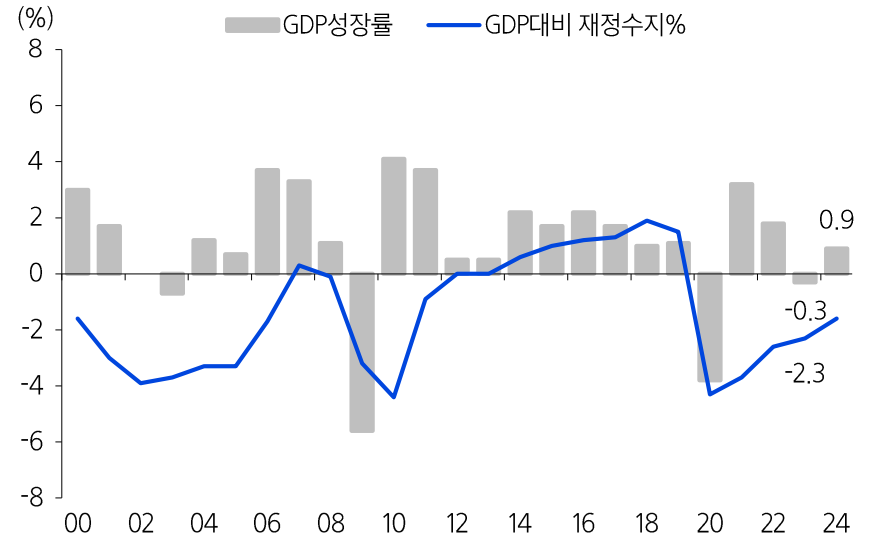
- 당분간 독일 경제는 중국과 연동되어 움직일 가능성이 커. 연말과 내년 제조업 부진이 다소 개선될 가능성이 있지만 회복 지속성은 의문
- 중국과 마찬가지로 구조적 성장 한계에 봉착, 장기 성장의 동력이 되는 인구구조(생산가능인구 감소)의 역풍에 직면
- 독일 부진에 따라 ECB의 정책 전환(금리인상 종료)도 빨라질 가능성 있음(정책 전환시 달러강세, 유로약세 가능성 높아짐)
- 독일정부는 재정준칙 준수 및 재정적자 기준 준수를 고수하고 있는 상황이나 그 어느때보다 재정 자극이 필요한 상황으로 재정확대 신호가 독일 경제 반등 모멘텀으로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