

2023년 11월

24년 글로벌 매크로 및 자산시장 전망

2023. 11.30

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

24년 투자환경과 전망

2023년 리뷰

- ① 탈세계화, 인플레이션, 고령화,
금리/성장regime 변화, 공급망 재편
- ② 미국 성장을 상향, 중국 부진
- ③ 금리인상, 고금리 장기화 우려
- ④ 자금의 초단기화 (금리위험 방어)
- ⑤ 국가/섹터/스타일내 차별화 심화
- ⑥ 달러강세 지속 (강세폭은 제한적)

2024년 전망

- ① 구조적 변화 지속
 - * 대만(1월)/미국(11월) 선거
- ② 미국 경기 연착륙, 대체재는 부재
- ③ 금리 동결 후 인하 진입 (속도 완만)
- ④ MMF자금 밸 머니 무브 (채권)
- ⑤ 차별화 환경 지속 (미국, Tech)
- ⑥ 1H 일시적 달러약세, 2H 강세 재개

24년 House View (맥크로 뷰)

- 미국 성장률 둔화, 그러나 침체 수준이 아닌 잠재성장률(1.9%내외) 소폭 하회하는 1.5%, 한국 잠재성장률 수준 회복
- 물가는 완만한 둔화 예상. 연준 인플레 참고 지표인 근원PCE물가는 2분기 2%대 진입 예상, 안착 확인 후 3분기 미국 첫 금리인하
- 연준의 유동성 축소(QT)는 상반기중 지속 예상. 3분기 첫 금리인하 전후로 규모 축소 또는 중단 가능성 높은 것으로 판단

주요 지표 D		실제			3개월 전망	24년 전망
		21년	22년	23년 (E)		
물 가	미국 CPI (기말)	7.0%	6.5%	3.6%	3.2%	2.5%
	미국 Core PCE (기말)	5.2%	4.9%	3.4%	3.0%	2.5%
통화정책 (금리)	미국 기준금리	0.25%	4.5%	5.5%	5.5%	5.0%
	한국 기준금리	1.0%	3.3%	3.5%	3.5%	3.0%
	QT (연준자산, \$조)	\$8.75	\$8.55	\$7.80	\$7.40	\$6.70
	미국 국채금리(10yr, 기말)	1.5%	3.9%	4.5%	4.0~4.3%	3.6~4.0%
경 기	한국 국채금리(10yr, 기말)	2.2%	3.7%	3.9%	3.5~3.8%	3.2~3.6%
	미국 실질 성장률	5.8%	1.9%	2.4%		1.5%
	한국 실질 성장률	4.3%	2.6%	1.3%		1.8%
	중국 실질 성장률	8.4%	3.0%	5.0%		4.4%

24년 House View (자산시장 뷰)

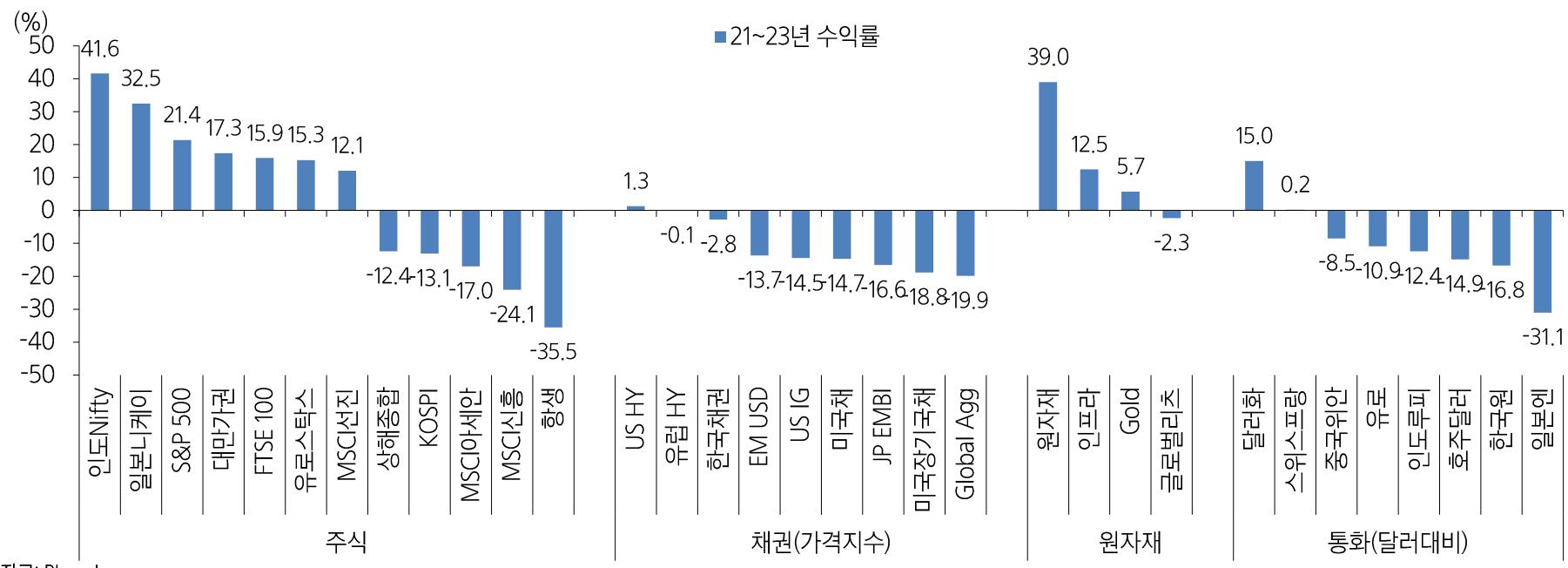
House View 자산군	실제치			3개월 전망	24년 전망
	21년	22년	23년		
채권					
한국 국채 10년 금리	2.25	3.73	3.77	Neutral	O/W
한국 크레딧 spread (AA-)	61.6	146.7	70	O/W	Neutral
미국 국채 10년 금리	1.52	3.88	4.47	Neutral	O/W
회사채 spread(BB 미국 IG)	93	130	109	O/W	O/W
하이일드 spread(BB 미국HY)	281	469	382	Neutral	Neutral
신흥국 spread(JPM EMBIGD)	369	453	416	O/W	O/W
주식					
선진국	미국 (S&P500)	4,766	3,840	4,559	Neutral
	유럽 (Euro stoxx 50)	4,298	3,794	4,372	Neutral
	일본 (TOPIX)	1,992	1,892	2,391	U/W
신흥국	중국 (상해종합)	3,640	3,089	3,041	Neutral
	인도 (Nifty50)	17,354	18,105	19,795	Neutral
	아세안 (MSCI Asean)	703	653	602	Neutral
국내	국내 (코스피)	2,978	2,236	2,497	O/W
원자재 (Bloomberg Commodity Index)	211	245	231	O/W	Neutral
부동산 (Global REIT)	3,347	2,529	2,490	Neutral	O/W
원/달러 환율 (기말)	1,188	1,291	1,300	1,280	1,320

21~23년 장기 성과 리뷰

* 주식 극단적인 차별화, 채권 수익 방어력 훼손

- 주식내, 주식/채권간 극단적 차별화 지속 … 탈세계화, 공급망 변화, 성장-금리간 관계변화, 고령화 등 구조적 요인에 기인
- 주식은 아시아내에서 인도, 일본, 대만이 상승한 반면 중국, 한국, 아세안 큰 폭 하락. 선진국과 신흥국 차별화는 심화
- 채권은 금리상승 충격이 2차례 발생하면서 큰 폭 하락. 주식과 채권의 상관관계는 역의 상관관계에서 정의 상관관계로 전환
- 유가 상승으로 원자재는 상승, 글로벌 리츠는 고금리 영향 부진
- 환율은 달러화 강세가 지속된 가운데 일본 엔화의 큰 폭 약세 지속되는 가운데 신흥국 통화도 달러대비 약세

글로벌 자산군별 수익률 현황



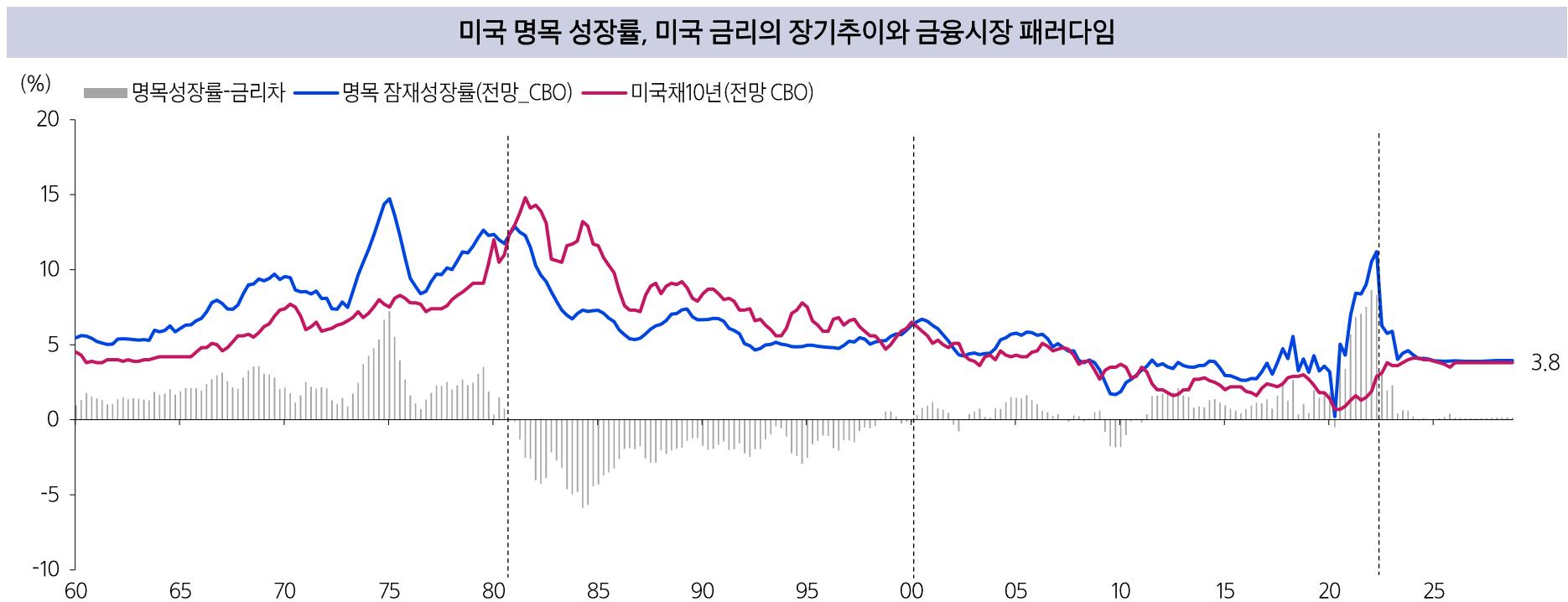
자료: Bloomberg

투자환경 변화 (채권 약세 배경)

* 성장률과 금리의 관계

20년 주기의 패턴

- 60~80년 : 성장률 대비 낮은 금리 장기화 (재정적자 심화, 자산버블, 결국 인플레이션으로 연결)
- 81~00년 : 물가 안정을 위해 명목 성장률 대비 높은 금리수준 유지 (생산성 혁신 이슈 부각 - 90년대 인터넷, PC 대중화)
- 01~20년 : IT버블(01년), 부동산 버블(08년) 등 주기적 경기침체와 장기침체론 영향으로 낮은 금리 수준 장기간 유지, 결국 인플레이션으로 귀결
- 물가 부담으로 성장률보다 낮은 금리 환경으로 돌아가기는 어려울 것. 미국 명목성장률(3.8% 내외)이 10년 미국채 금리의 기준점이 될 전망



미국 장기금리의 기준점

* 장기금리는 명목성장률에 수렴

미국10년 국채금리 : 명목성장률 + 기간프리미엄 (경기, 수급, QT)

- 래리서머스 전재무장관, 향후 10년 국채10년 금리의 평균값이 4.75%에 이를 수 있다고 언급
- 미국 10년 금리가 4% 후반을 기록했던 시기는 2000~2007년으로 8년간 10년 금리의 평균값은 4.7% 였음
- 현재 미국 10년 금리는 5%까지 급등한 후 4.5% 전후에서 거래 중 (경기호조, 발행증가, 기간프리미엄 상승이 복합적으로 영향)
- 2000년대는 장기금리에 평균 90bp의 기간프리미엄이 형성된 바 있음, 2008년 연준의 양적완화 도입으로 기간프리미엄은 마이너스 진입
- 명목 성장률 수준인 3.8% 전후가 10년물 적정수준으로 판단하며 기간프리미엄 변동에 따라 속도 및 폭이 결정될 것으로 판단

* 24년 기간프리미엄 변동 요인 - 1)상승 : 경기호조, QT지속, 중장기국채 발행확대 , 2)하락 : 경기침체, QT중단

기대 인플레이션 +	실질 단기금리 (종립금리)	+ 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	1.4	0.0			4.0
래리 서머스 예상 (참고)	2~2.5	1.5~2.0	0.75~1.0			4.75

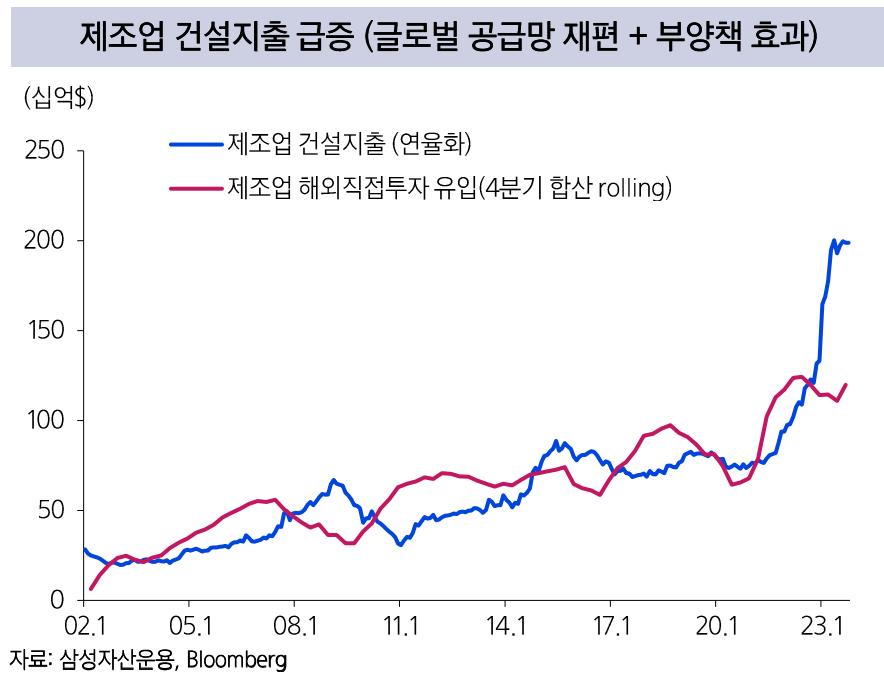
자료: Federal Reserve, 삼성자산운용

/주: Fed의 DKW 모형에 근거한 명목 10년 금리 분해

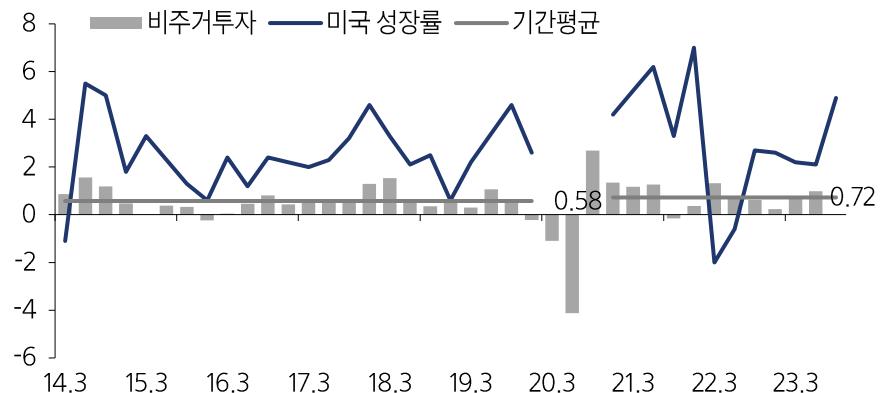
해당 모델에서 ①exp.inflation = 기대인플레이션, ②exp.real.short.rate= 실질 단기금리 경로, ③real.term.prem,+ ④inflation.risk.prem = term premium

글로벌 공급망 재편 (주가 차별화 원인)

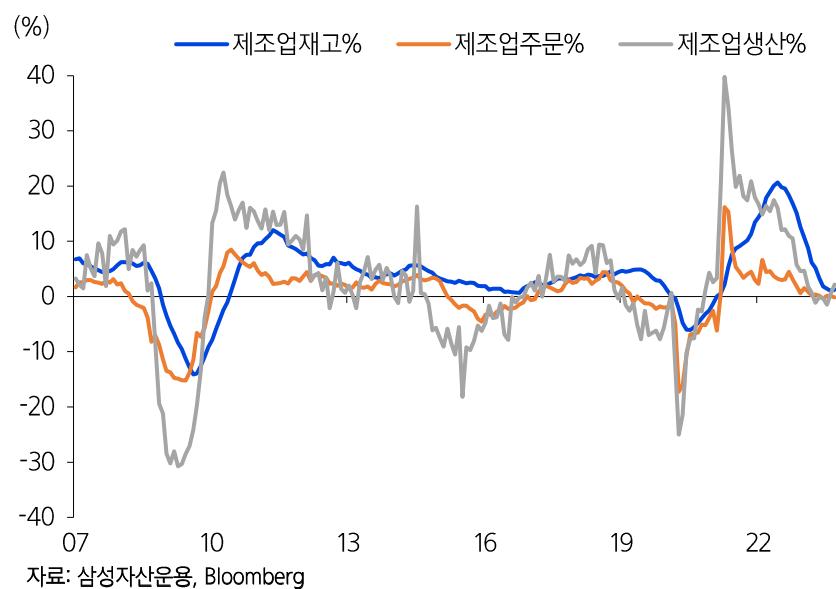
- 코로나 이전 대비 비거주투자의 성장 기여도 상승
- 미국 주도 글로벌 공급망 재편 및 경기부양 효과(IRA, CHIPS)로 21년부터 제조업 건설 지출 급증 (해외 FDI 유입과 연계)
- 공장건설 … 설비투자 … 고용 … 생산 확대의 선순환 예상
- 제조업 재고는 이미 크게 축소, 24년 제조업 주문과 생산 반등이 나타날 것으로 예상



* 미국 제조업의 부활과 투자사이클 선순환



비거주투자 급증은 결국 재고확충, 주문 확대 통해 생산증가로



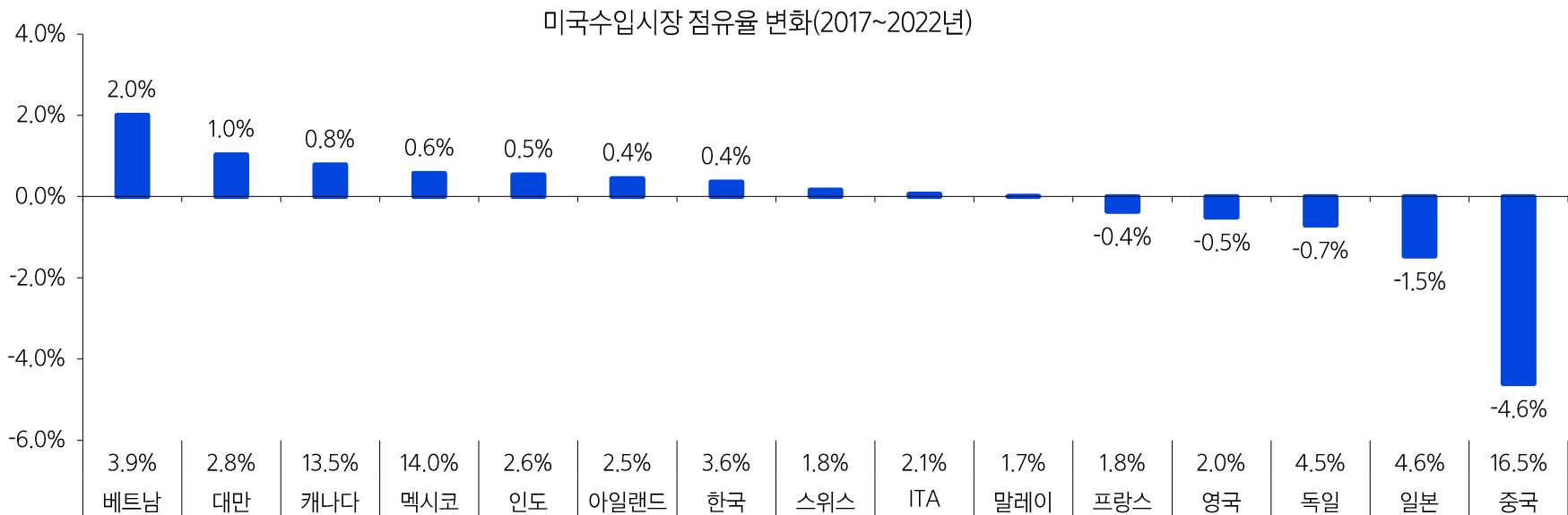
글로벌 공급망 재편의 결과

* 미국 수입시장에서의 국가별 점유율 변화

미국주도 공급망 변화는 이미 상당한 효과를 내고 있음

- 글로벌 제조업 부진은 미국주도 글로벌 공급망 재편과 연결
- 지난 5년간 미국 수입시장 변화(중국/일본/독일 하락, 베트남/대만/캐나다/멕시코 상승)
- 중국이 직접적인 타격을 받은 가운데 프렌드쇼오링, 리쇼오링으로 공급망 빠르게 재편 중
- 24년 11월 미국 대선 감안시 미-중 갈등 및 공급망 재편은 내년에도 지속될 가능성 높아

미국 주도 공급망 재편의 결과 : 중국 미국수입시장 점유율 큰 폭 하락, 베트남/대만/캐나다/멕시코가 대체



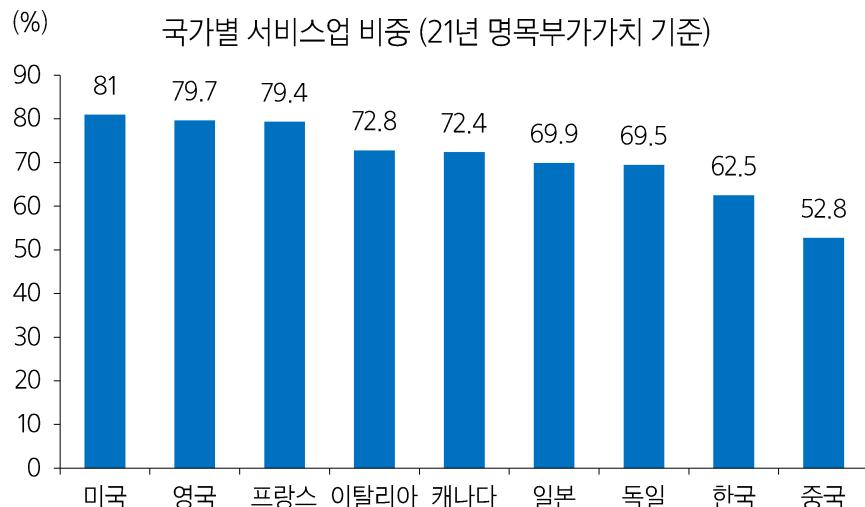
자료: CEIC, 삼성자산운용

국가별 제조업 비중

미국주도 공급망 재편으로 기존 글로벌 제조업밸류체인 변화 불가피

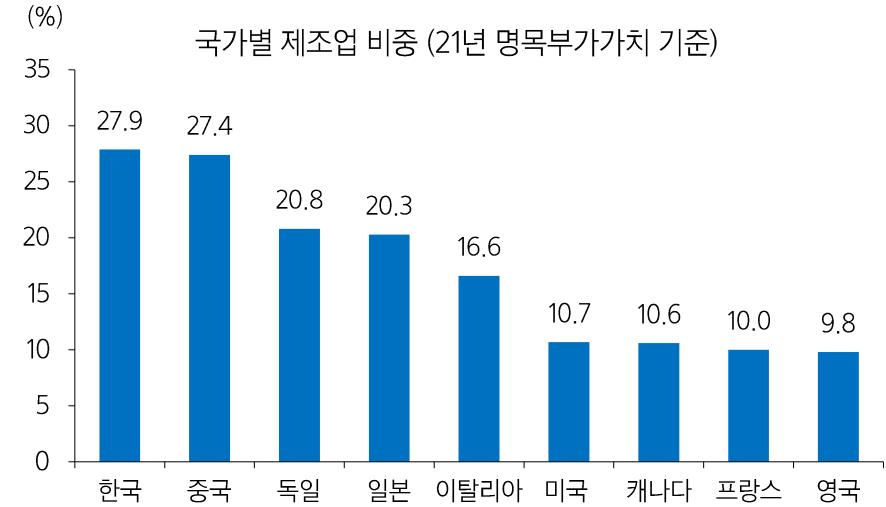
- 탈세계화, 미국 리쇼어링으로 기존 글로벌 분업 구조 빠르게 재편되고 있음
- 중국, 독일 등 기존 제조업 강국은 제조업 부진 속 상대적 경기 부진 심화 (23년 독일 GDP성장률 역성장 예상)
- 최근 제조업 지표의 반등이 나타나고 있으나 공급망이 재편되는 구조적 문제가 맞물려 있어 같은 강한 회복 기대하기는 어려워

서비스 강국 : 미국/영국/프랑스



자료: Bloomberg, 실질 성장을 전망은 Bloomberg 성장을 컨센서스 수치

제조업 강국 : 한국, 중국, 독일



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

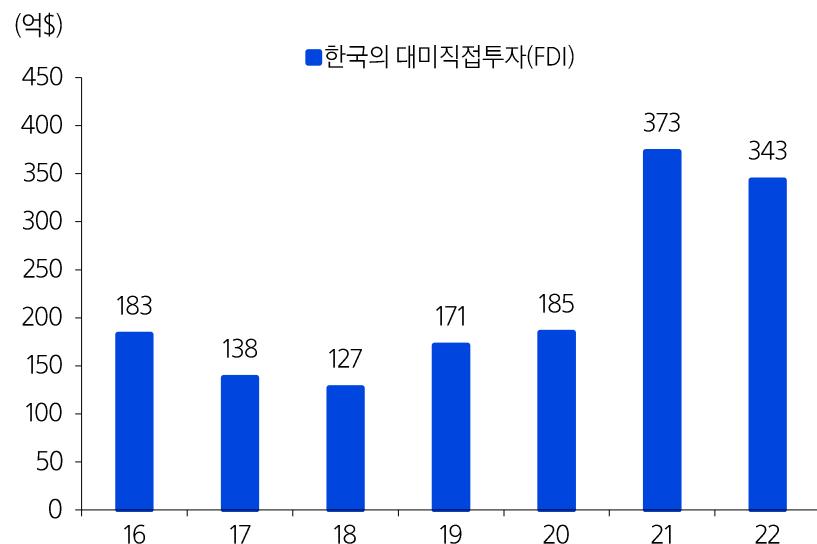
한국의 명암

* 대미 직접투자 확대로 미 수입시장 점유율 방어

미국 리쇼어링 및 중국 경기부진 장기화시 한국 성장률 감소 불가피

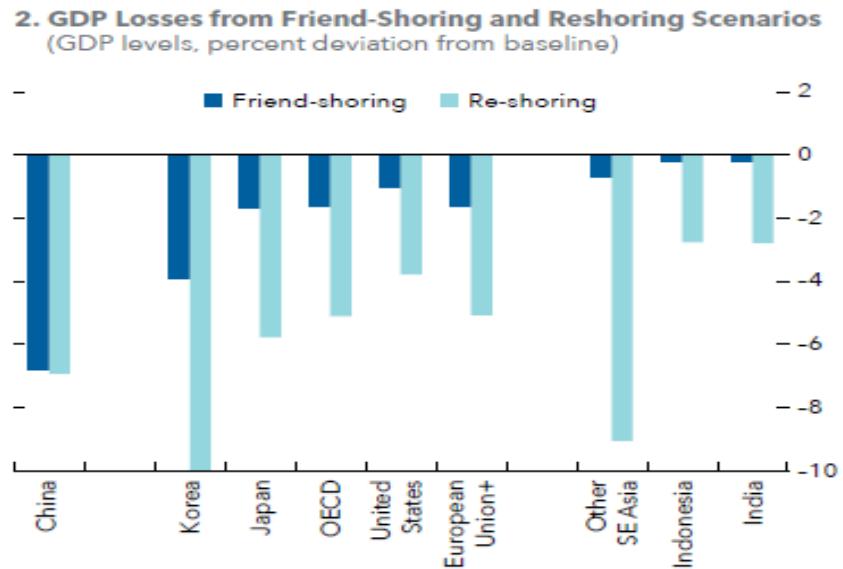
- 20년 이후 대미 직접투자를 크게 늘리며 미국 주도 글로벌 공급망 변화에 기민하게 대응
- 중국/유럽과 달리 미국 수입시장 점유율 하락 방어에 성공
- 미국 리쇼어링이 지속되고 중국의 구조변화가 더딜 경우 중국 중간재 수출 비중 높은 한국의 경우 성장률 둔화 불가피
- IMF는 리쇼어링, 프렌드쇼어링에 따른 성장률 충격이 가장 큰 국가로 한국을 언급 (프렌드쇼어링 시나리오하 한국 성장률 4% 감소)

한국의 대미 직접투자 급증, 미국시장 점유율 방어



자료: CEIC

중기적으로 글로벌 공급망 재편은 한국에 악재



자료: IMF (23.10월)

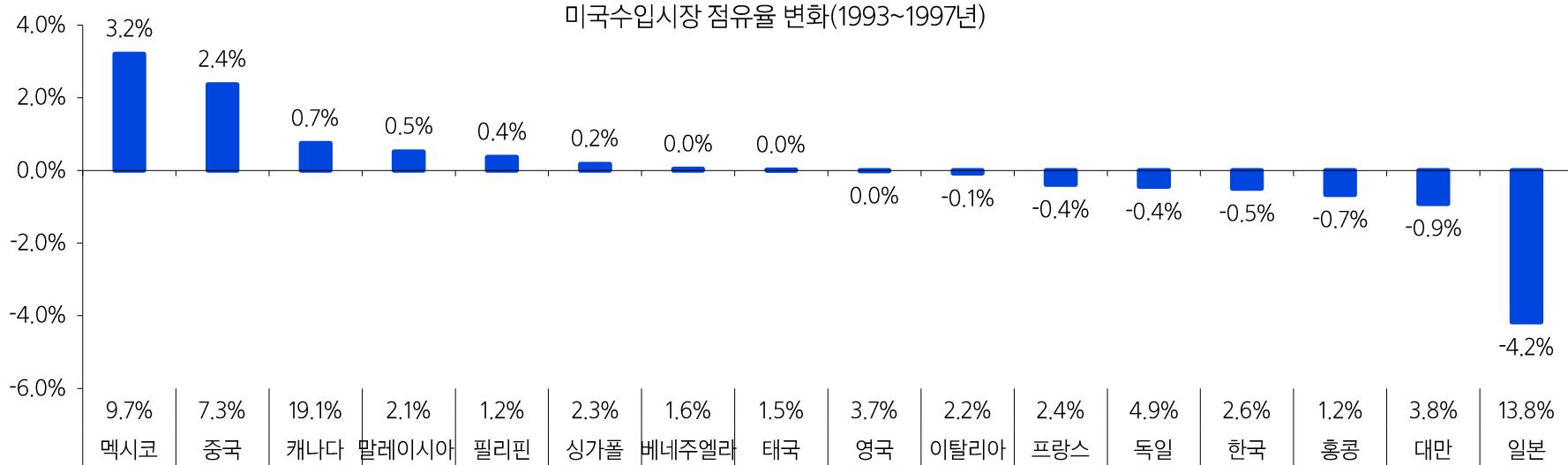
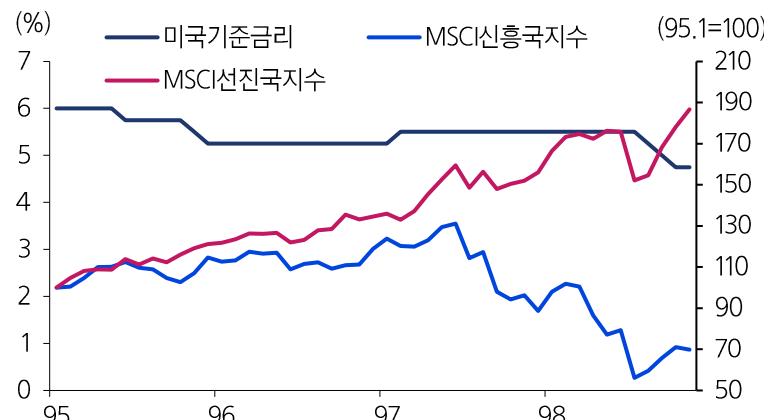
[참고] 공급망 재편 90년대의 데자뷰

대일본 산업규제와 북미 중심 공급망 재편(NAFTA)

- 94년 북미자유무역협정 체결 이후 미국 수장 수입시장 점유율은 일본 큰 폭 하락, 멕시코/중국/캐나다 점유율 상승
- 90년대 중반 공급망 재편과 고금리 유지 정책 지속, 미국 경쟁력은 강화되었으나 신흥국 위기 주기적 반복 (95년 멕시코 위기, 97년 아시아 위기, 98년 러시아 모라토리엄)

90년대에는 일본이 타겟. 북미지역 국가와 중국의 수입시장 점유율 높아져

* 일본 견제, 북미자유무역협정 체결



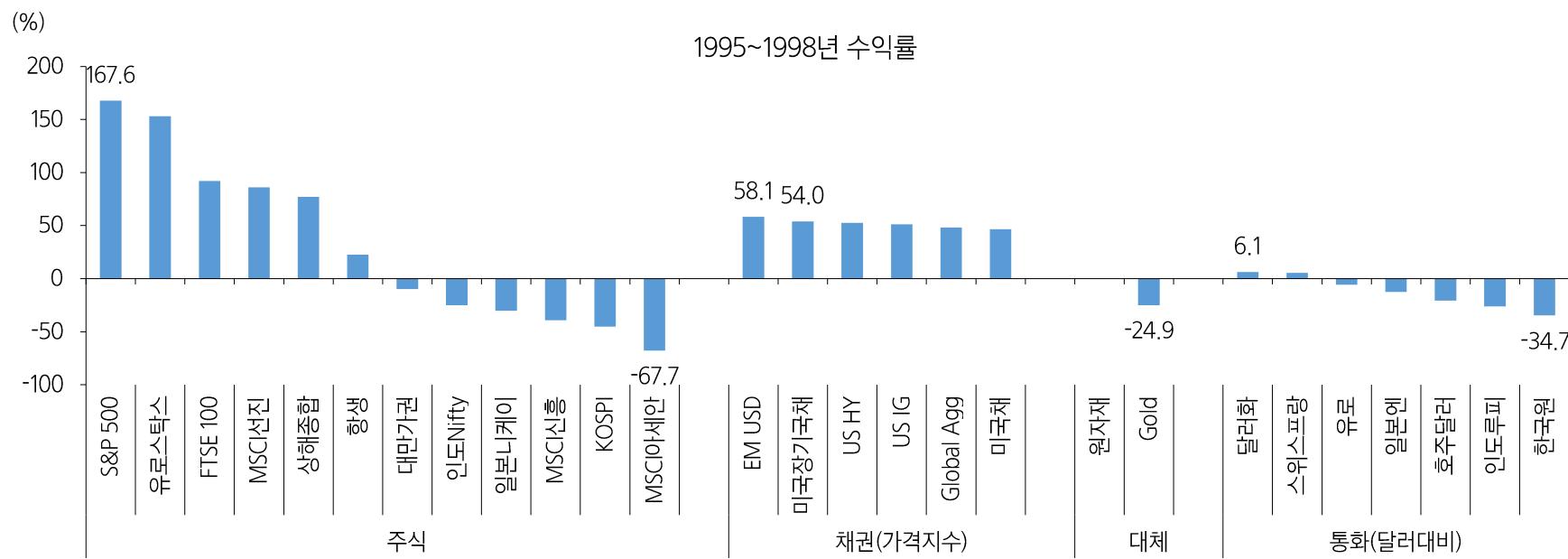
자료: CEIC, 삼성자산운용

[참고] 90년 중반 데자뷰

* 미국 나홀로 성장 (feat .com bubble)

- 90년대는 또 다른 공급망 재편 시기, 일본에 대한 경제 강화(플라자 합의에서 시작 산업규제), 북미자유무역협정 체결(93년)
- 또한 90년대는 일명 신경제라 불리는 미국주도의 성장구간 (성장동력은 인터넷 도입)
- 자산시장은 지금처럼 극단적 차별화 발생 (미국, 성장주 주도 장세), 신흥국 위기가 순차적 발생 (95년 멕시코, 97년 아시아)
- 채권 또한 양호한 수익률을 기록했으며 달러 강세 환경 지속

글로벌 자산군별 수익률 현황



자료: Bloomberg

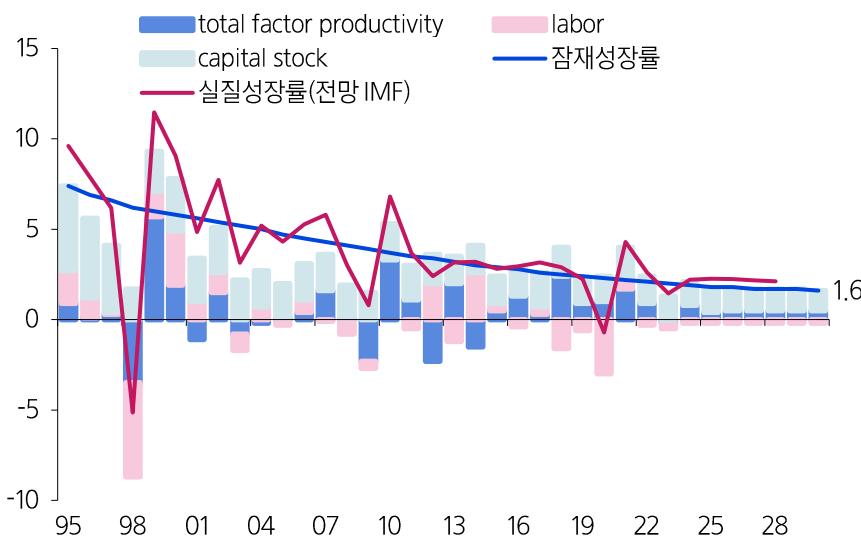
인구구조에 따른 차별화 (구조적 제약)

* 생산가능인구 감소에 의한 잠재성장률 하락

한국, 중국 모두 생산가능인구 감소등 인구구조 변화가 성장률 하향요인

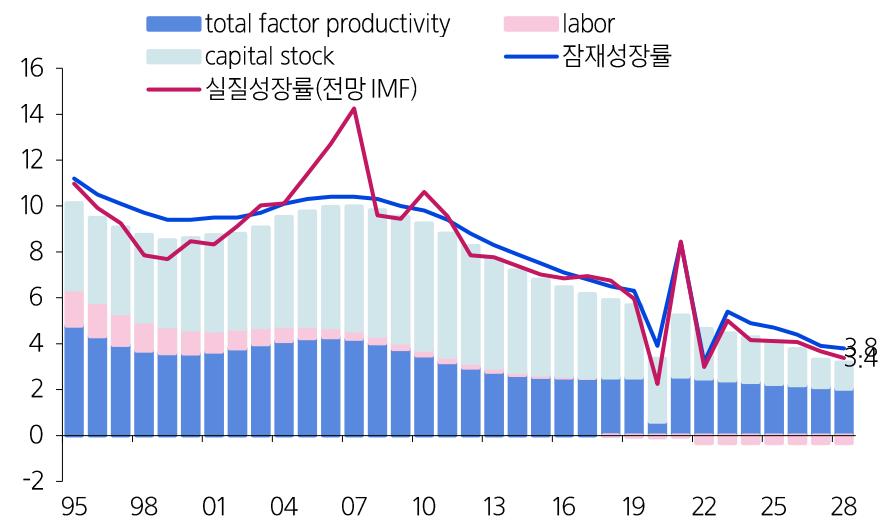
- 잠재성장률은 노동투입(인구구조), 자본축적, 생산성에 의해 결정
- 한국은 빠른 고령화, 생산가능 인구의 감소로 인구구조가 잠재성장률을 낮추는 요인으로 작동
- 중국은 향후 잠재성장력이 지속적으로 낮아질 것으로 전망되는데 생산가능 인구의 감소가 결정적 역할

한국은 이미 인구요인이 잠재성장률을 낮추고 있음



자료: Bloomberg

중국 3%대 잠재성장률 진입, 인구구조가 결정적



자료: Bloomberg

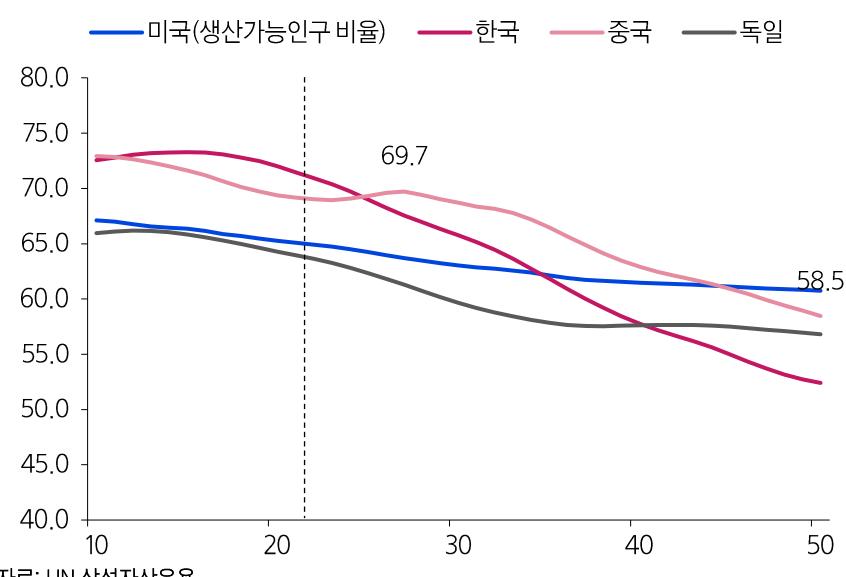
인구구조와 경제

* 인구구조 변화에 따른 글로벌 경기 차별화 심화

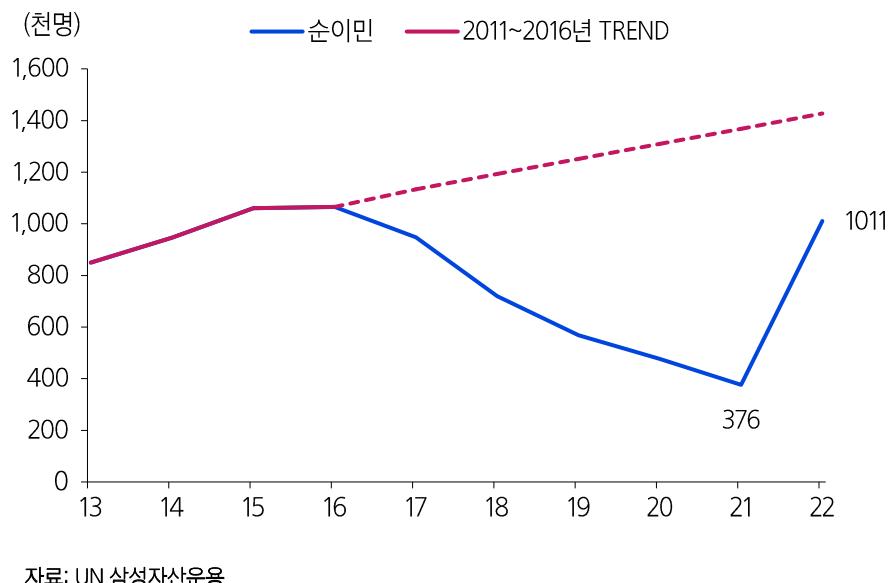
인구구조는 해당국가의 잠재성장률의 핵심 요소

- 최근 10년 인구구조 변화가 급격하게 진행중 (한국, 독일, 일본, 중국 고령화 빠르게 진행)
- 그동안 제조업 성장을 주도했던 중심국가들의 고령화 빠르게 진행
- 미국은 이민정책을 통해 일부 커버하고 있으나 한국, 중국, 독일은 생산가능인구 급격히 감소 중

독일, 한국, 중국 생산가능 인구 빠른 감소



미국은 이민정책을 통해 생산가능 인구 방어



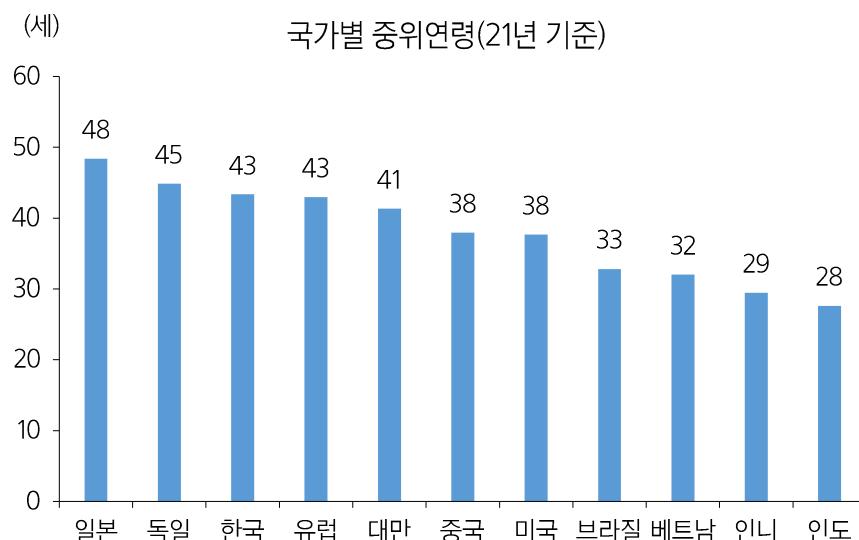
인구구조와 경제

* 인구구조 변화와 국가별 영향

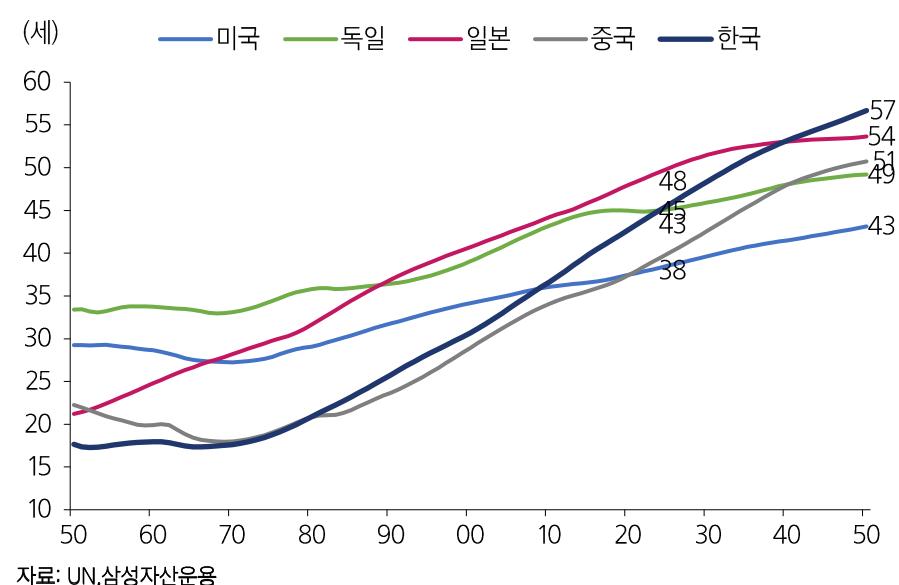
국가별 성장성을 가르는 인구구조의 힘

- 글로벌 공급망 변화, 미·중갈등과 맞물려 국가별 차별화 진행 중
- 아세안, 인도의 경우 공급망 변화와 함께 인구구조에서도 매력적
- 인도의 중위연령은 28세, 인도네시아 29세, 베트남 32세
- 한국은 고령화 속도가 너무 빠른 편. 2050년 일본보다 중위연령 더 높아질 것으로 예상

인구구조의 힘. 성장하는 젊은 국가 : 인도, 인니, 베트남

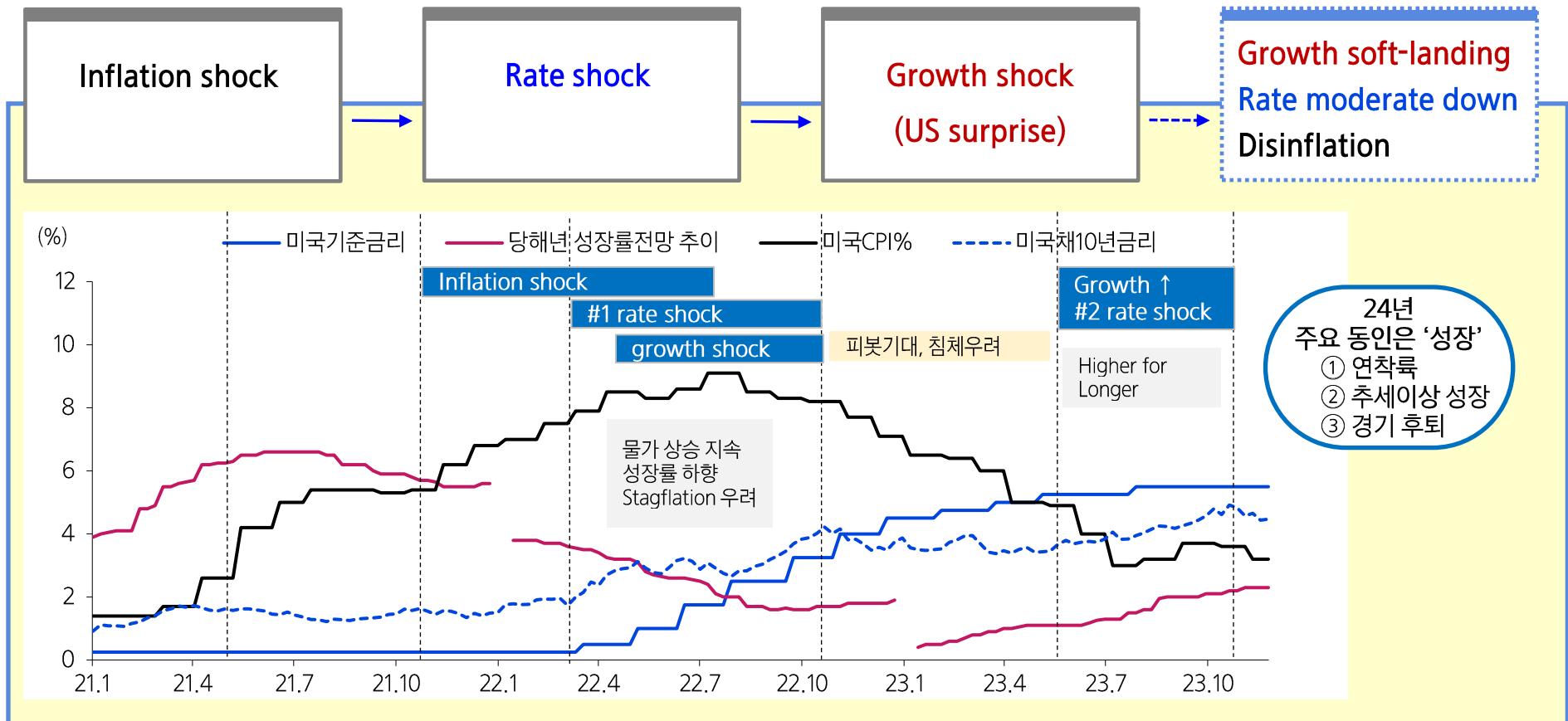


한국은 속도가 너무 빨라, 2050년 가장 늙은 국가(중위연령 변화)



21년~23년 금융시장 추세

* 물가-금리-성장의 역학



물가상승
일시적 현상

지정학적 리스크
(우크라이나 전쟁)

피봇 기대
(연준 유동성 공급)

Higher for Longer

침체 우려
(미국 역성장)

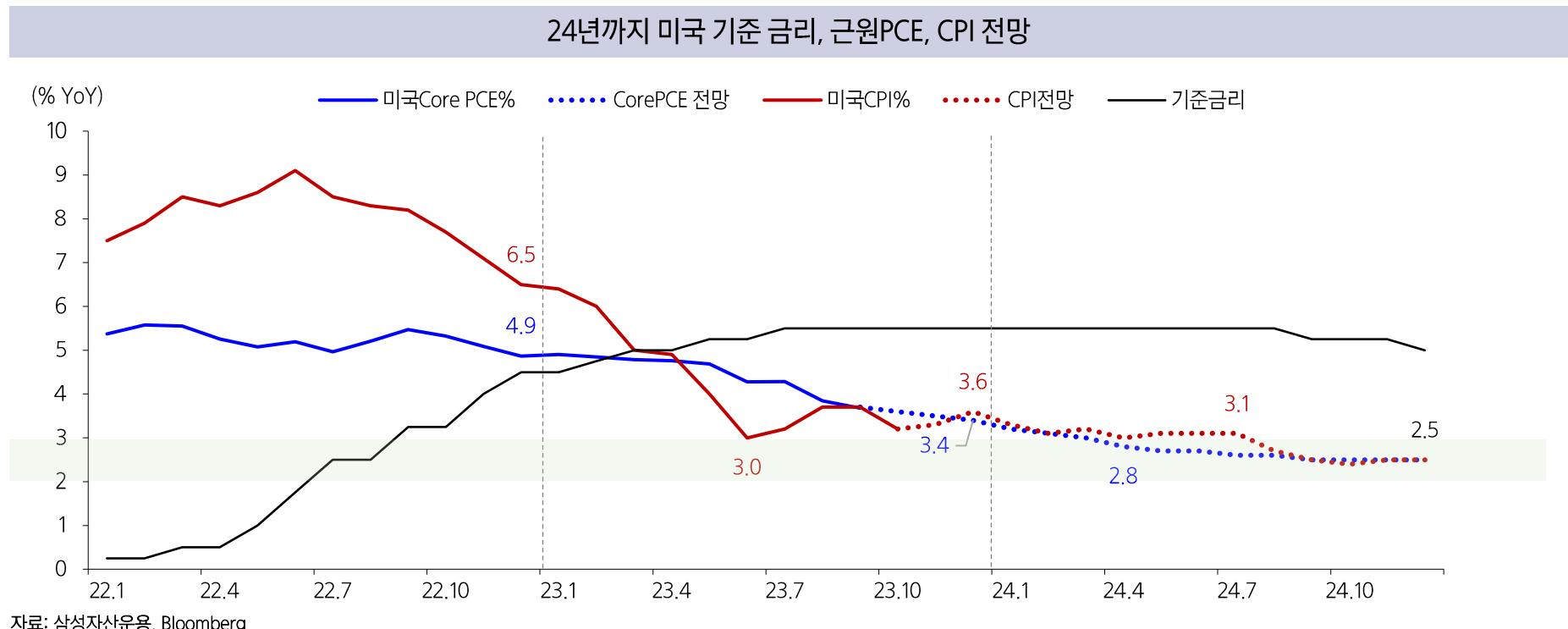
미국 은행 파산

피봇 기대
(금리인하 기대)

24년 물가는 완만한 하락

* 미국 근원PCE 물가, 24년 2분기 2%대 진입

- 연준의 물가 참조지표인 Core PCE 물가는 24년 4월 2%대 진입 예상 (5월말 확인)
 - 유가 상승 영향으로 헤드라인 CPI의 2%대 진입은 내년 3분기로 지연될 것으로 전망
 - 물가 2%대 안착이 확인되는 3분기(9월)에 미국은 첫번째 금리인하 단행할 것으로 예상
 - 시중 금리는 근원 물가가 2%대 진입하는 2분기부터 금리인하 기대를 선제적으로 반영하기 시작

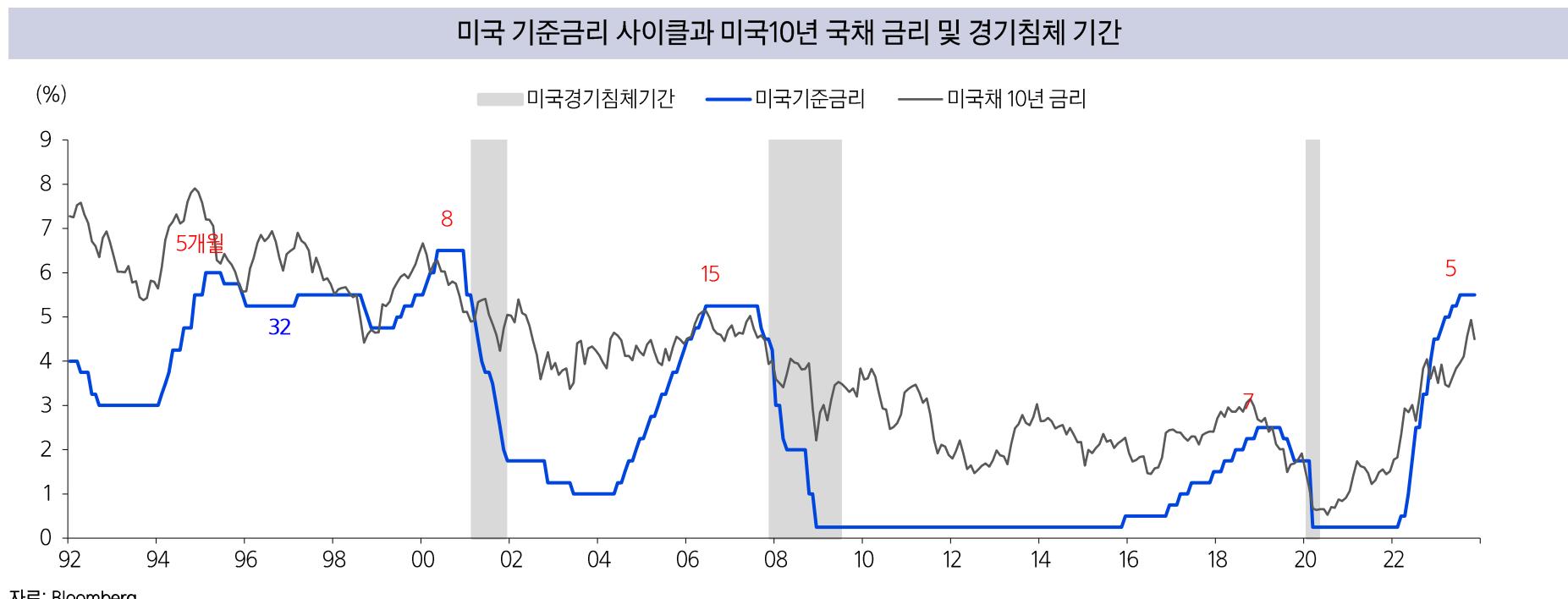


금리 동결 이후 경로

* 금리동결 이후 경로는 경기 상황에 좌우, 침체시 Big cut

경기침체가 없다면, 95~98년 사례처럼 미세조정 통한 고금리 유지 가능성 있음

- 금리 동결 후 시차를 두고 미국 경기침체 발생한 사례가 많았음 (01년, 08년, 20년)
- 경기침체가 없다면 90년대 중반과 유사한 상황 전개될 수 있음 (상대적으로 양호한 경기, 보험적 성격의 제한적 금리인하)
- 현재와 유사점은 미국중심의 성장(성장동력 인터넷), 글로벌 공급망 재편
- 24년 성장-물가-금리의 Dynamics를 결정하는 동인은 미국 성장률 경로임

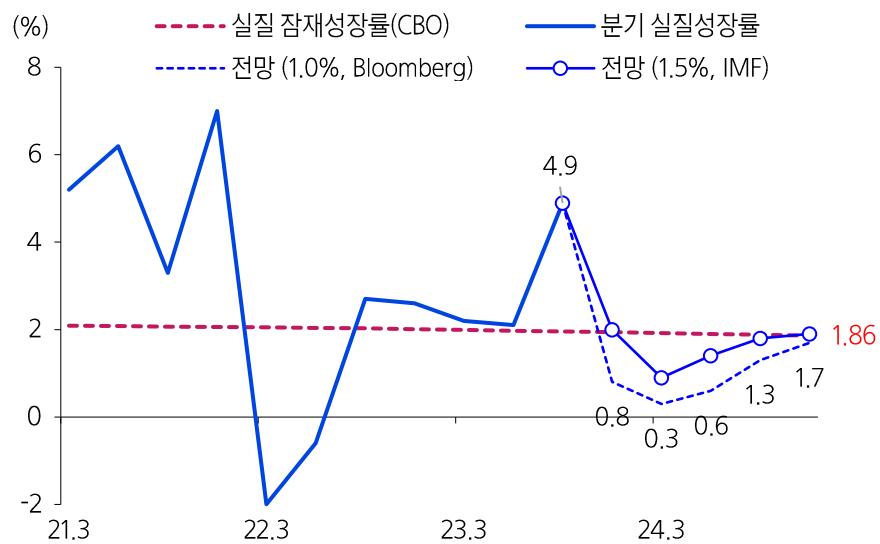


24년 미국 성장률 전망

24년 미국 성장률 시나리오

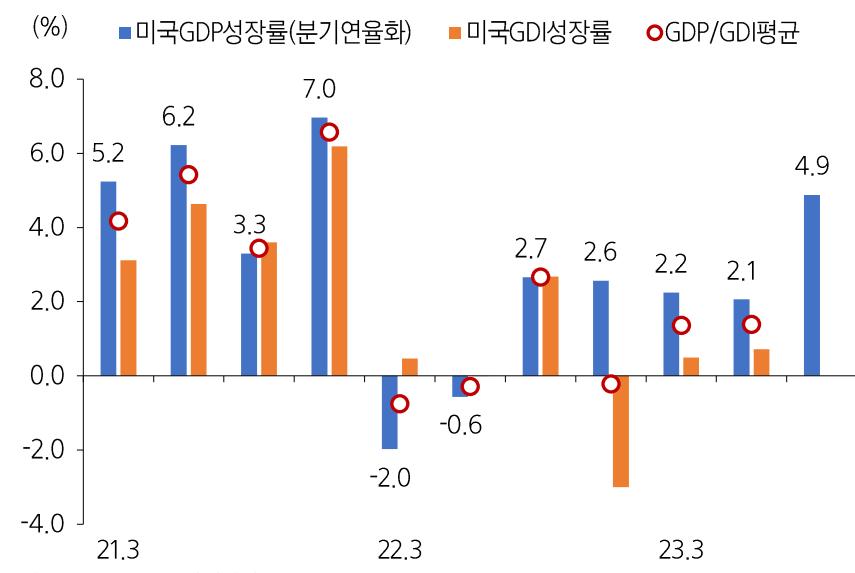
- ① (기본 시나리오) 경기연착륙 1.0~1.5% …> 기준금리 2회 …> 10년 금리 적정 수준 3.9% 내외
- ② 추세 이상 (1.9%) 성장 (성장률 상향조정) …> 기준금리 동결 가능성 …> 10년 금리 적정수준 4.4%내외 (기간프리미엄 +50bp)
- ③ 경기후퇴 (성장률 하향조정) …> 금리인하 폭 확대 (인하시점 2분기)

24년 미국성장률 1% 시나리오 (Bloomberg 컨센)



자료: Bloomberg, 실질 성장률 전망은 Bloomberg 성장률 컨센서스 수치

미국 GDP(국내총생산)와 GDI(국내총소득)간 괴리



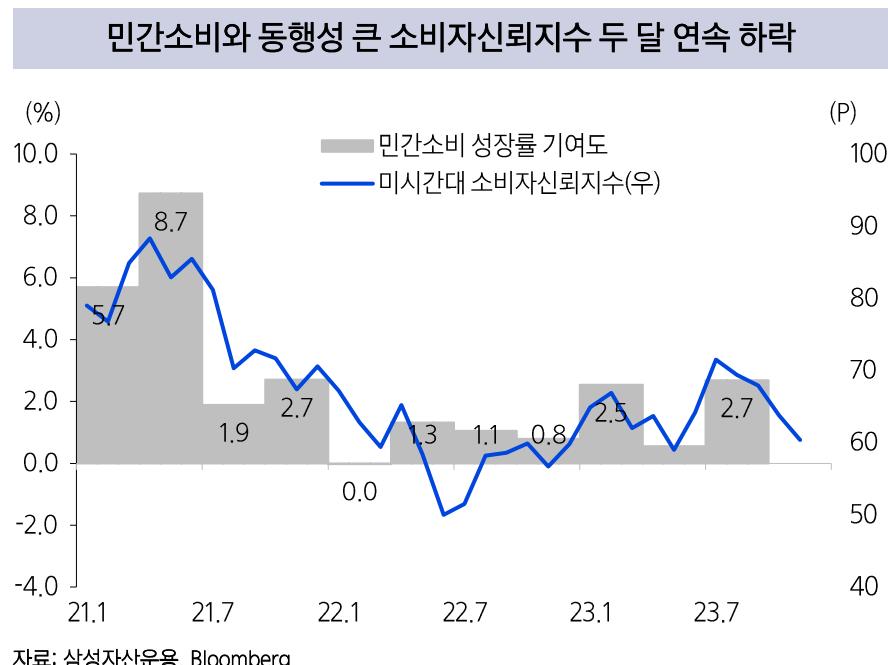
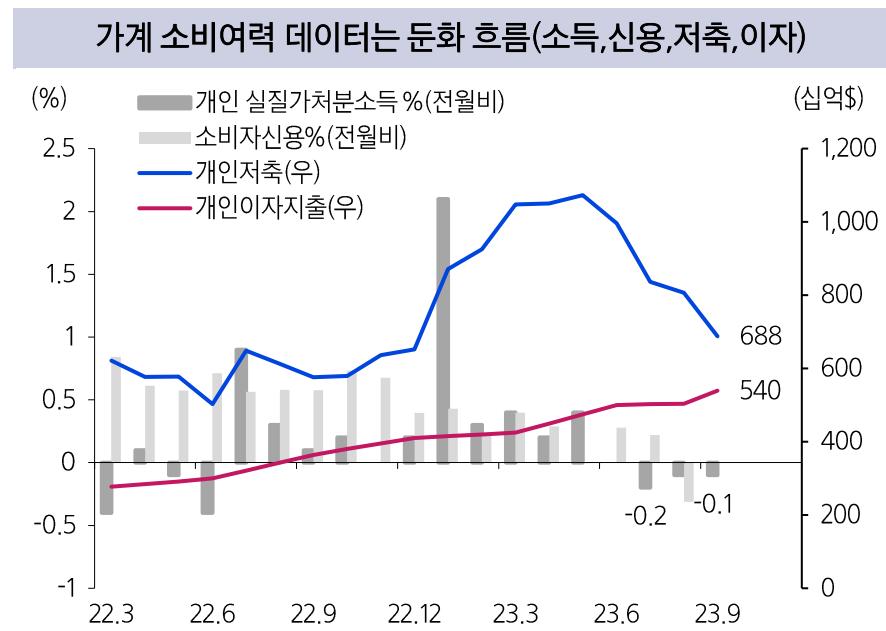
자료: Bloomberg, 삼성자산운용

단기 소비모멘텀 약화

* 소비여력 둔화 지속, 심리도 두 달 연속 약화

실질소득, 소비자신용, 저축은 감소, 이자부담은 점증

- 개인 실질소득은 3개월 연속 전월비 역성장, 소비자신용은 학자금 대출 상환 여파로 전월비 큰 폭 감소
- 개인저축 감소가 빠르게 진행되는 가운데 이자부담은 점증
- 소비자신뢰지수는 8월 고점 형성 후 9~11월 3개월 연속 하락
- 민간소비의 성장 기여도와 소비자신뢰지수의 동행성 감안, 민간소비(상품) 일시적 둔화 예상



자료: 삼성자산운용, Bloomberg

미국 경제 침체 가능성 점검

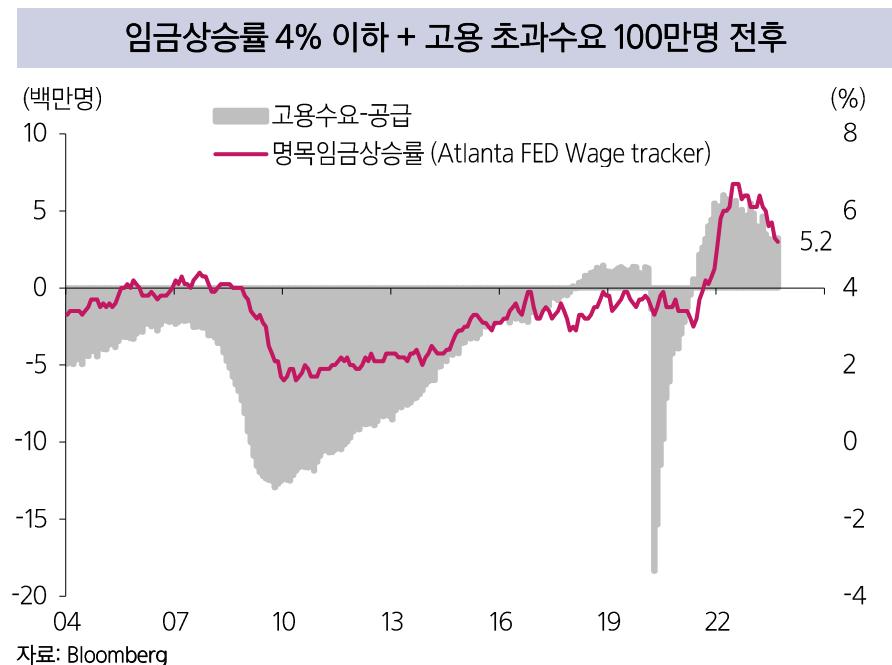
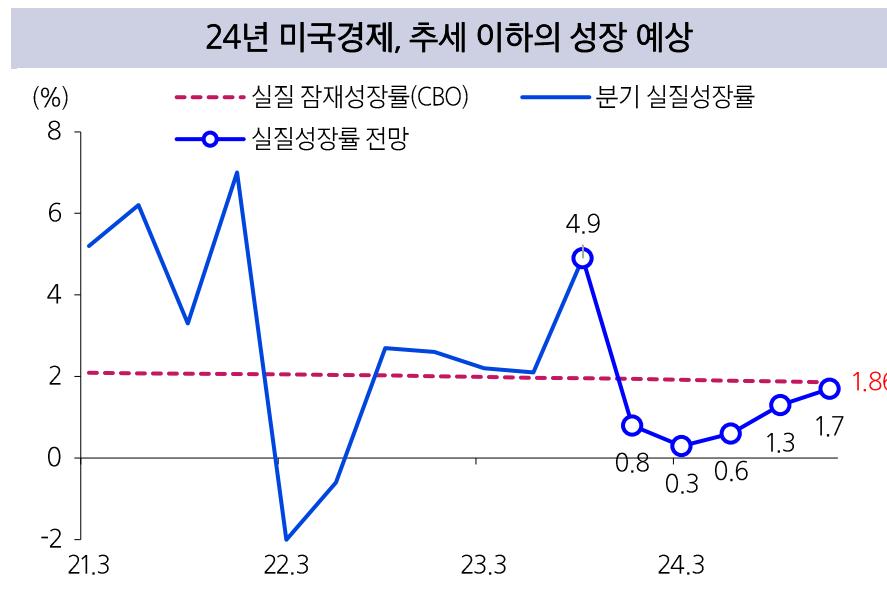
전미경제협회(NBER)에서 미국 경기침체 판단 (경기침체 발생 평균 7개월 후 경기침체 선언)

	실질GDP	실질GDI	실질개인소비지출	실질개인소득 (이전소득제외)	실질제조업 도소매판매	산업생산	비농업취업자수	가계조사 고용
	(전분기비 연율화)	(전분기비 연율화)	(QoQ)	(QoQ)	(QoQ)	(QoQ)	(월평균 증감, 천명)	(월평균 증감, 천명)
20.1Q	-5.3	-2.4	-1.6	0.6	-1.6	-1.6	60	-356
2Q	-28.0	-30.5	-8.6	-5.3	-7.1	-12.8	-6034	-6676
3Q	34.8	28.9	8.9	4.4	11.1	9.4	2280	2883
4Q	4.2	15.3	1.4	2.6	1.6	1.6	675	1238
21.1Q	5.2	3.1	2.1	-0.1	2.0	0.4	349	120
2Q	6.2	4.6	3.2	1.8	0.5	1.6	518	390
3Q	3.3	3.6	0.7	0.7	0.2	0.8	673	614
4Q	7.0	6.2	1.0	0.3	1.1	1.0	657	683
22.1Q	-2.0	0.5	-0.0	-1.1	-0.5	0.9	563	781
2Q	-0.6	-0.0	0.5	-0.5	-1.7	1.0	399	144
3Q	2.7	2.7	0.4	0.9	0.7	0.5	429	164
4Q	2.6	-3.0	0.3	-0.1	0.4	-0.6	316	61
23.1Q	2.2	0.5	0.9	0.8	0.3	-0.1	322	553
2Q	2.1	0.7	0.2	0.6	-0.4	0.2	222	156
3Q	4.9		1.0	0.5		0.5	203	174
4Q								

미국 긴축 종료의 조건

* 추세 이하 성장 + 고용시장 쿨다운

- 연준의 긴축 종료 조건은 1) 미국 성장을 추세 이하 성장, 2) 고용시장의 쿨다운(연착륙)
- 미국의 잠재성장률은 1.9%내외로 추정(의회예산국 전망)
- 23년 추세를 크게 넘어선 성장 기록, 내년 상반기 중 분기별 추세 이하의 성장이 나타날 것으로 예상
- 미국 성장률 전망은 소매판매, 산업생산, 설비투자 호조로 둔화 시점이 지속적으로 이연되고 있음
- 미국 고용시장 연착륙은 구인율 둔화 및 자발적 실업 감소를 통해 임금상승률을 낮추는 경로로 진행 될 것
- 명목 임금상승률 4% 초반 진입, 고용 초과수요 해소로 과거 평균 수준으로 정상화 예상되나 느린 속도로 진행



24년 미국 통화정책 시나리오

* 통화정책 및 금리 전망

24년 상반기

기준 금리 : 5.5%

5.5% for Longer

- 상반기 중 인하 기대 형성 요인
- ① 물가 2%대 진입 (근원 4월, CPI 8월)
- ② 상반기 미국 성장률 둔화 (1.5% 이하)

24년 하반기

3분기 첫번째 금리인하 (9월/12월)

- 경기상황에 따른 두가지 시나리오
- ① 경기연착륙 : 완만한 인하 (95~98년)
- ② 경기침체 : Big cut (01, 08, 20년)

양적 긴축 : 월 1000억\$ 축소

QT 지속, 채권/단기시장 부담 점증

- QT 중단 관련 체크사항
- ① 지준감소 본격화, 단기자금시장 경색
- ② 수급부재에 따른 장기금리 상승 압력

QT 중단 (첫 금리인하 전후)

- 미국대선과 미국 재정정책 체크
- ① 민주당, 재정확대 기조 지속
- ② 공화당, 재정준칙 강조

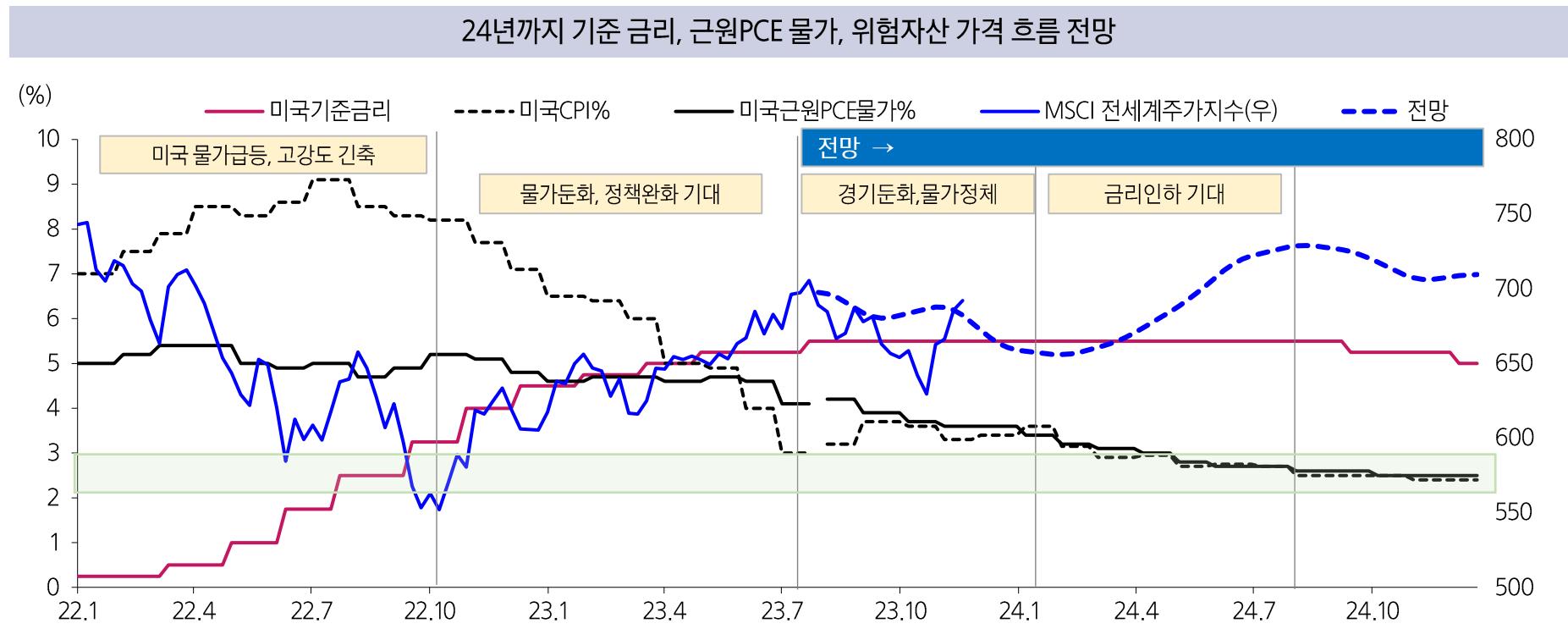
미국채 10년 금리 : 4.85%

4.5~4.0%

4.0~3.5%

24년 글로벌 주가 전망

- 24년 미국 이익증가율은 8% 내외 예상. 높은 금리 환경 감안시 이익증가율 이상의 멀티플(PER 배수) 확장은 제한적
- 10% 전후의 기대수익률로 대응 필요. 시기적으로는 정책 전환 기대가 반영되는 상반기 주가 상승 예상
- 미국 외 성장 대체 지역 부재, 미국에 집중된 성장동력(AI, 반도체) 감안시 기존 주도주의 변화는 없을 듯(미국, Tech 주도)
- 하반기 완만한 금리인하 속도, 이에 따른 할인율 부담, 유동성 흡수 가속 등으로 추세적 상승은 어려워



환율 전망

* 달러화 강세 추세는 지속 (상반기 약세, 하반기 강세재개)

- 미국 성장률 둔화로 선진국 성장률과의 격차 축소 예상. 또한 미국의 통화정책 완화 기대가 상반기 중 반영되며 상반기 달러약세 예상
- 그러나 미국을 대체할 지역 및 국가 부재로 달러약세 폭은 크지 않을 전망 * 향후 5년 미국성장률이 선진국 성장률을 지속 아웃퍼폼 (IMF)
- 정책 전환 속도는 미국 경기 연착륙 감안시 미국의 완화 속도가 상대적으로 완만할 가능성 높아 하반기에는 달러강세 재개 예상
- 달러화 수급은 중장기 달러강세 지지 : 달러공급(경상적자, 재정적자)은 23년 대비 축소 예상, QT(달러회수) 지속은 달러강세 압력
- 미국경제 차별적 환경 감안시 달러화 자산 수요도 민간수요 중심으로 지속될 가능성이 높아 달러강세 압력으로 작용

달러의 역사 : 금리, 경상/재정수지, 경기패턴, 상대통화 등 다양한 요인에 의해 영향을 받음



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

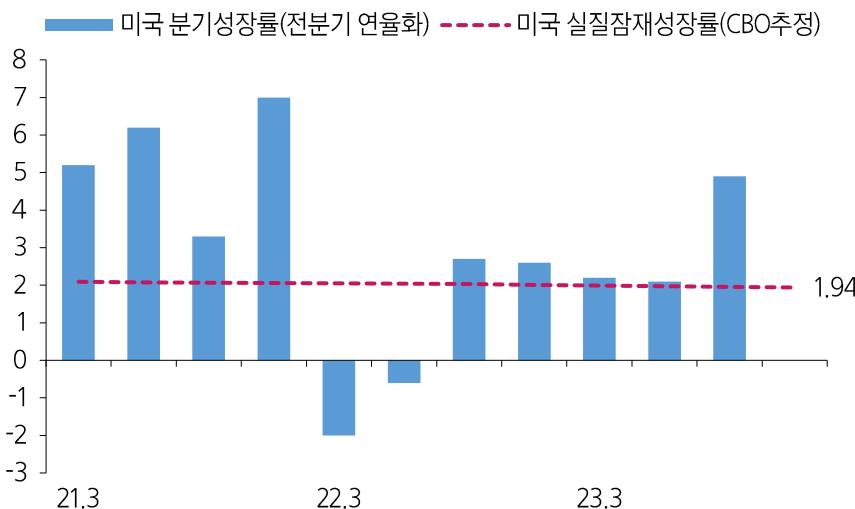
달러 강세의 동력

* 미국의 차별적 펀더멘탈(경기/정책) + 엔 약세 상대효과

달러화 지수는 시기마다 상승 동력이 달라

- 14~16년 달러강세 … 유럽 통화정책 완화에 의한 유로화 약세 때문
- 21~22년 달러강세 … 미국경제 상대적 우위 + 엔화 약세(일본 완화정책 유지)
- 23년 5월 이후 강세도 엔화 약세 영향이 큰 상황, 유로존은 동결기조로 진입하며 상대격차 축소
- 미국은 고용시장 호조에 기반 잠재성장을 이상의 성장이 지속되면 주요 선진국과 차별화
- 상대 교환 가치 관점에서 내년도 엔화가 중요, 엔 강세 예상되나 강세폭은 완만히(BOJ 정책 전환 속도 느리게 진행 예상)

미국 차별적 펀더멘탈 : 5분기 연속 잠재성장을 상회



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

달러화 지수 상승 국면 통화별 달러 상승률

달러화지수	비중	달러강세 국면		
		해당 통화대비 달러 상승률(%)		
		14.5~16.12	21.1~22.9	23.5~23.10
유로	57.6%	28.6	24.7	4.9
엔화	13.6%	31.8	24.6	4.2
파운드	11.9%	14.4	40.2	11.3
캐나다달러	9.1%	36.7	22.3	3.4
스웨덴크로네	4.2%	22.6	8.7	2.4
스위스프랑	3.6%	40.0	34.8	8.9
		15.7	11.5	1.8

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

달러화 주요 동인별 전망

- 달러 약세 요인 : 경기차 축소, 긴축종료 및 통화정책 완화 기대 * 이벤트 : 미국 QT 중단
- 달러 강세 요인 : 미국 대체 성장동력 부재, 강한 달러자산 수요, 불확실성 대비 (지정학적 리스크, 하반기 글로벌 경기)
- 상반기 순환적 달러약세, 하반기 달러강세로 다시 전환

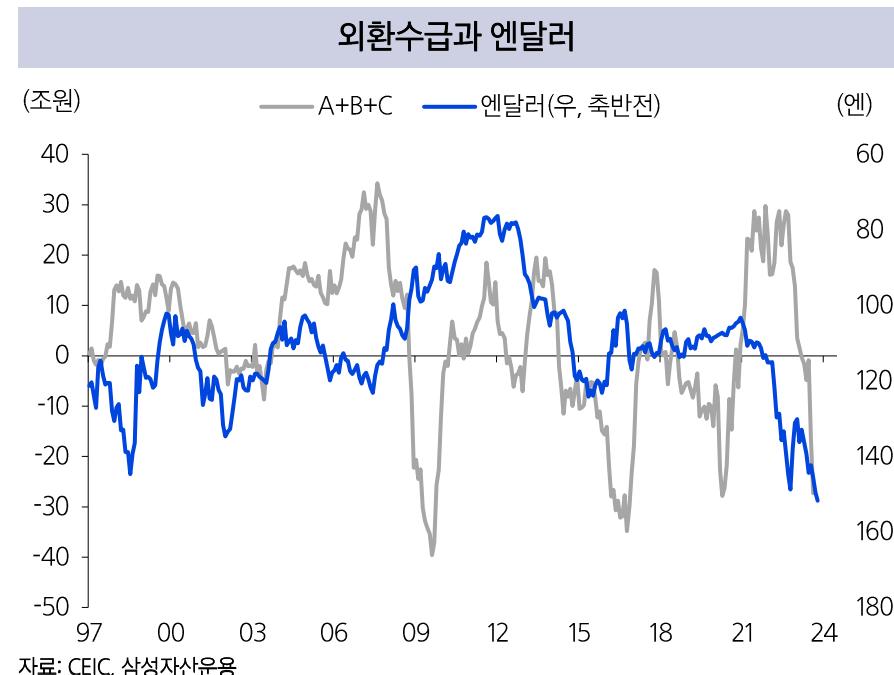
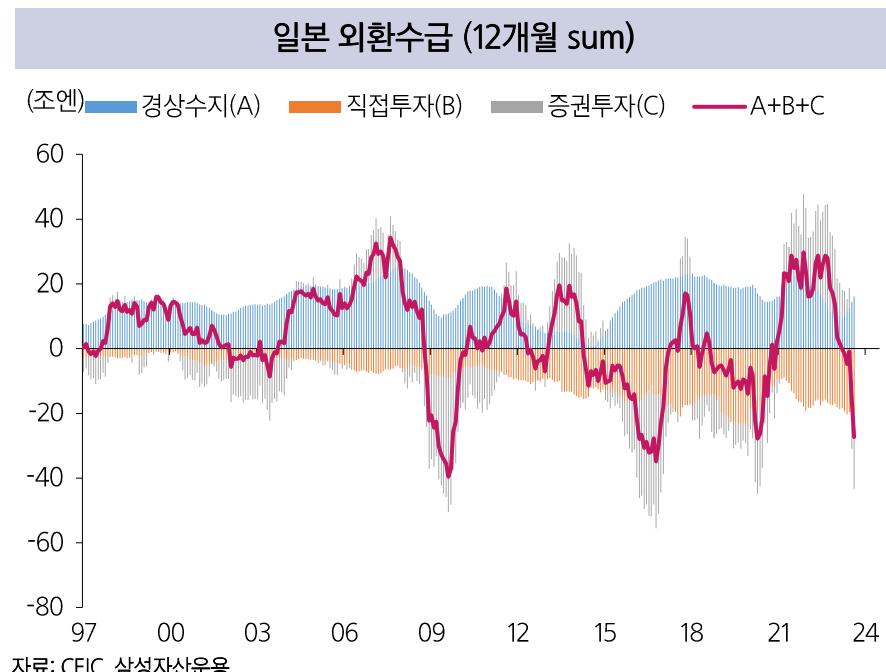
	주요 지표	24년 전망	달러 방향
(대외 여건)	대외금리차	미국/유럽 완화기조로 전환, 일본 점진적긴축	강세 압력 완화
	지정학적 환경	이스라엘-팔레스타인 전쟁, 미국대선 등	강세 요인 * 물가지극, 통화정책 완화 지연
(달러 수급)	(공급) 경상수지/재정수지	미국 경상적자, 재정적자 23년 대비 소폭 축소	약세 제한 요인
	(회수) 연준 양적긴축	상반기까지 지속, 하반기 축소 또는 중단	강세 요인 *하반기 강세완화
(통화 정책)	(수요) 달러 자산 선호도	외국인 달러화 자산 수요 지속 (대체재 부재)	중장기 달러강세 압력
	기준금리	인하기대(1H) 및 속도 차별화(2H, 미국 우위)	1H 약세, 2H 강세 요인
	비전통수단 (QT, YCC 등)	2Q 일본 통화정책 긴축 전환	상반기 약세 요인
(경기차)	경제 성장률	미국 상대적 둔화 *미국 대체제 부재	약세 요인
	물가	디스인플레이 환경 (유럽대비 낮은 물가)	약세 요인

엔 강세 전환은 달러 약세 요인

* 강세 전환 속도와 폭은 완만

23년 엔화 전세계 통화 중 가장 큰 폭 약세 기록

- 미/일 통화정책 차에 의한 금리차가 주된 엔화 약세 요인 (일보는 완화적 통화정책 유지)
- 외환수급 측면에서도 일본 거주자의 해외투자 (엔화 약세 압력) > 경상수지 흑자 경기차 (엔화 강세 압력)
- 24년 통화정책 전환(YCC 추가 상향, 마이너스금리 정책 종료)이 예상되어 엔 강세 전망 우세
- 그러나 정책 조기 전환 시 미국 등 글로벌과 엇박자가 발생하기 때문에 일본 당국은 미국 통화 정책 완화 이후로 정책 정상화를 최대한 자연스킬 유인이 커. 엔 강세의 폭과 속도는 느리게 진행될 것으로 예상



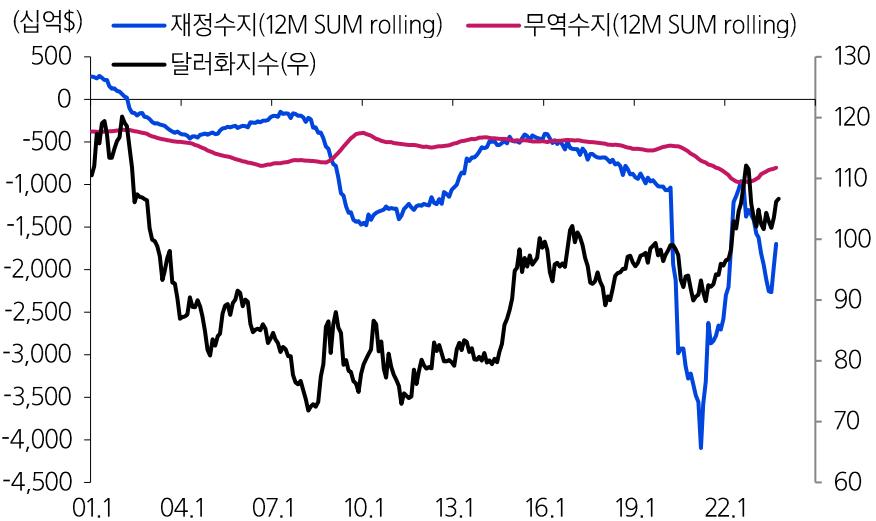
달러 수급(공급)

* 달러공급은 23년 대비 축소 (경상적자, 재정적자 축소)

20년 팬데믹 이후의 대규모 달러공급은 점차 축소

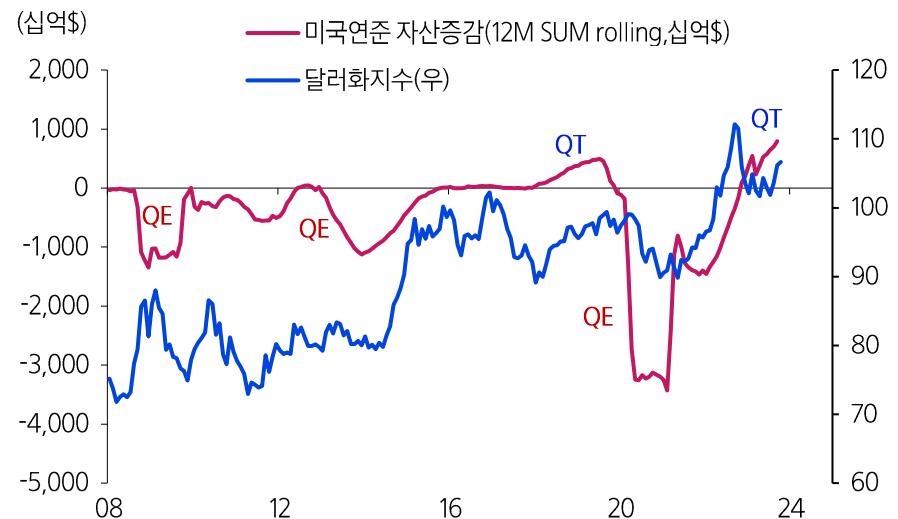
- 20년 GDP대비 14% 규모의 재정적자 통해 경기 부양, 경상수지 적자도 확대되며 21년 상반기까지 달러약세 압력으로 작용
- 재정수지와 경상수지는 여전히 적자이지만 적자폭 축소되고 있으며 24년 전망도 23년 대비 축소 예상 (달러공급 축소)
- 연준의 QT(만기도록 채권 재투자 중단)는 궁극적으로 달러유동성 흡수를 목표로 하고 있어 지속시 달러 강세 압력으로 작용
- 18~19년 QT당시 긴축 지조 속 달러강세 흐름 지속(QT가 직접적 요인은 아니나 긴축 및 경기둔화 등이 복합적 작용)

재정수지/경상수지 적자는 완만히 축소 (약세 제한 재료)



자료: CEIC, 삼성자산운용

미국 QT와 달러화 지수 (강세 재료)



CEIC, 삼성자산운용

달러자산 수요

* 민간 주도로 달러자산 선호는 지속

외국인의 달러자산 수요는 지난 1년간 약 1조달러 규모

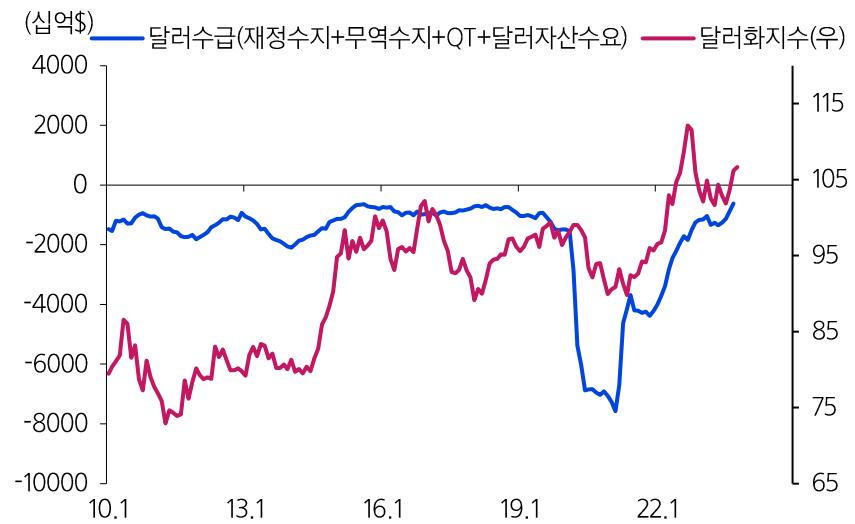
- 21년 하반기 이후의 달러 강세 한 축에는 외국인의 달러화 자산에 대한 강한 수요가 자리잡고 있음
- 지난 1년간 외국인(민간)의 미국자산 순매수는 1조달러 상회 (최근 3개월 순매수세는 약화)
- 상대적으로 높은 미국금리, 미국경기의 차별적 펀더멘탈 감안시 미국자산 선호는 향후에도 지속될 것으로 판단
- 재정수지/무역수지/QT/미국자산 변화를 합산한 달러수급은 빠르게 개선되고 있으며 달러강세 방향과 궤를 같이 하고 있음

외국인의 미국자산 순매수 12개월 누적 1조\$ 상회



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

재정/경상적자 축소, QT지속, 달러자산 수요 감안 달러우위 환경

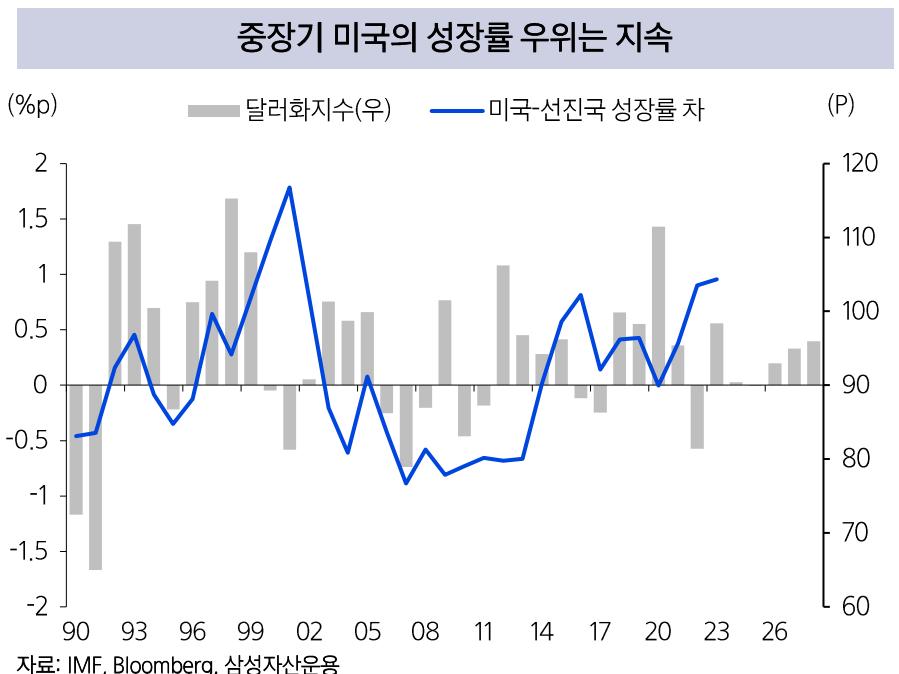
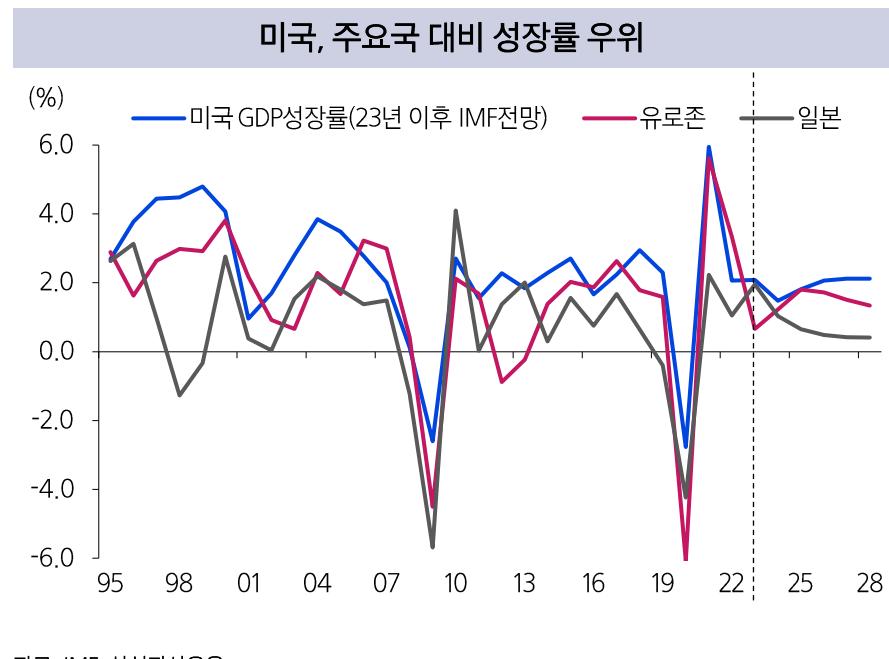


자료: Bloomberg, 삼성자산운용

중장기 미국경기 우위도 달러강세 지속 요인

* 미국 성장률 우위 국면 지속

- 24년 미국 경제 성장률이 23년 대비 소폭 둔화될 것으로 예상되나 중장기 전망은 여전히 미국이 우위
- 미국은 주요 선진국 가운데 향후 5년간 잠재성장률을 웃도는 유일한 국가로 전망되고 있음 (IMF 23~28년 성장률 outlook)
- 미국이 타 선진국 대비 성장률에서 우위를 기록할 때 달러 강세 현상 반복되어 왔음
- 28년까지 미국 성장률은 미국외 선진국의 성장률을 지속 아웃퍼폼 할 것으로 전망



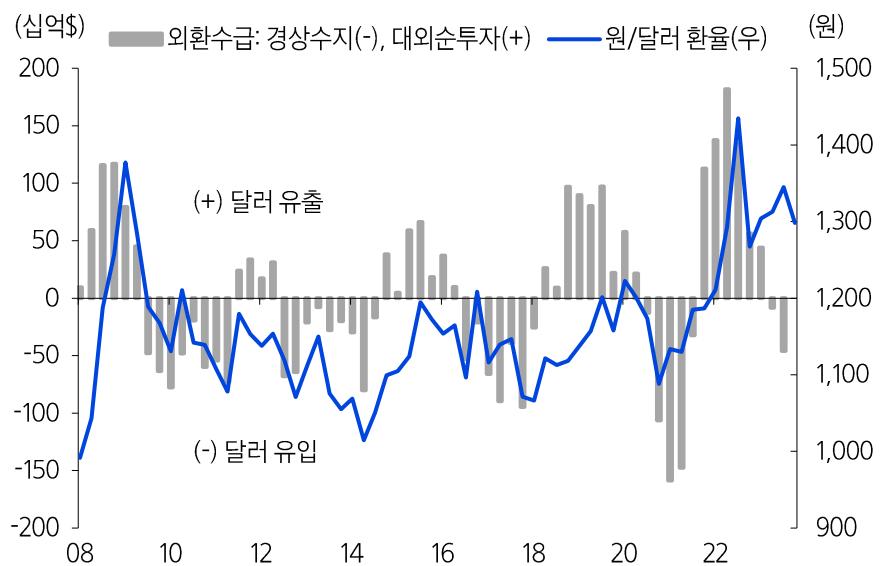
원/달러 환율 전망

* Flow의 개선으로 상승압력 완화

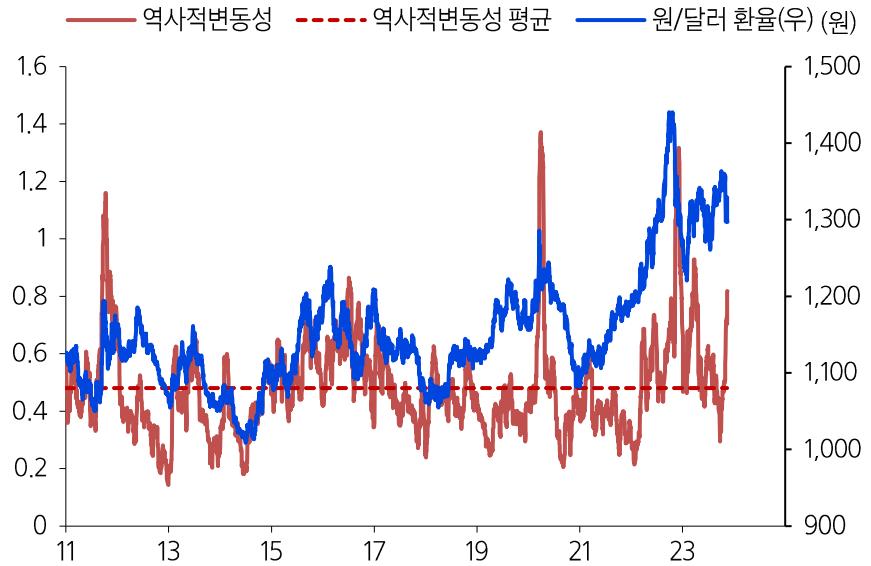
경상수지(상품, 소득수지) 개선으로 원/달러 상승압력 일부 완화

- 수출 회복에 따른 무역수지 개선, 소득수지 개선으로 경상수지는 5개월 연속 흑자 행진
- 24년에도 수출 회복 기반으로 경상수지 흑자 예상되는 점은 환율 안정 요인. 금융계정 감안한 외환 수급도 달러유입 플로우로 전환
- 다만 환율의 변동성은 다시 높아져 불안요인은 잠재
- 24년에도 달러와 연동된 흐름 지속 예상. 상반기는 원/달러 하락 예상(미국 정책전환 기대 + 대내 외환 Flow 개선)
- 하반기 정책완화 속도 및 경기차 요인에 의해 달러강세 재개 예상되어 하반기 원/달러 상승 예상

외환 수급 : 달러 유입 플로우로 전환, 원달러 상승압력 완화



단, 원/달러 변동성은 여전히 높은 수준



24년 주요 통화 전망

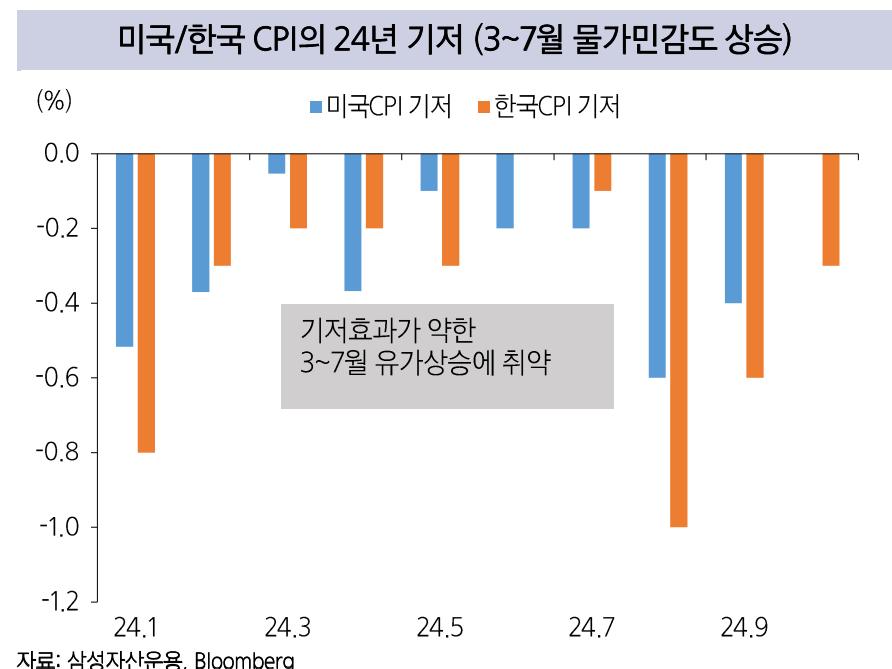
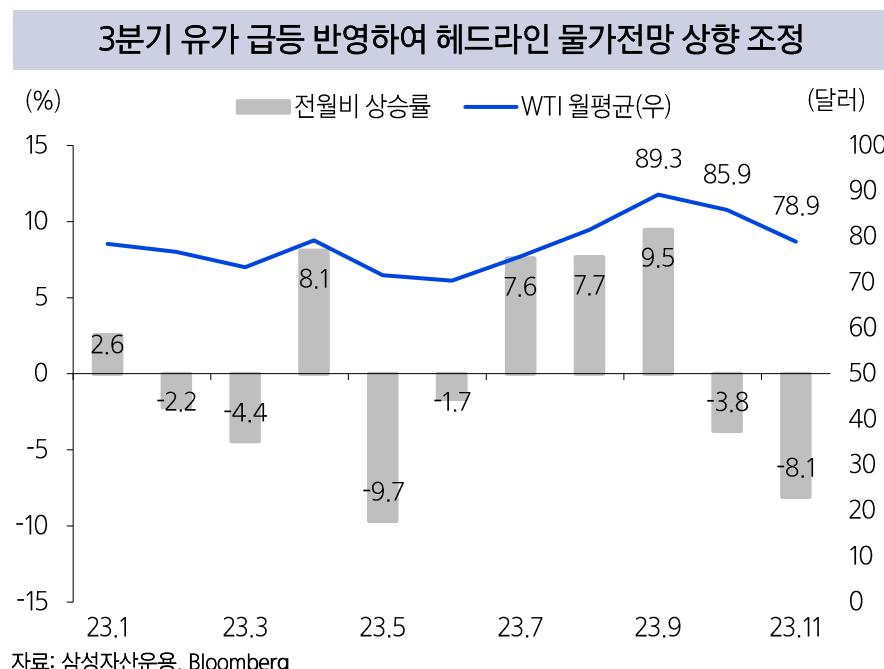
- 상반기, 순환적 달러약세 (정책 전환 기대, 엔 강세 전환)
- 원/달러 환율 상반기 하락(원화강세), 하반기 상승(원화약세) 예상
- 하반기, 미국 연착륙 및 느린 정책완화 속도로 달러강세 재개
- 엔/달러는 강세 전환 예상되나 미국/유럽 정책 완화 기조를 확인한 후 느린 속도의 긴축 전환 예상되어 강세 속도는 빠르지 않을 듯

(기말 기준)	21년	22년	23.11월	24.1Q	24.2Q	24.3Q	24.4Q	24년
달러화지수 (p)	95.6	103.5	103	102	100	103	105	105
달러유로(유로)	1.14	1.07	1.09	1.11	1.10	1.09	1.07	1.07
엔달러(엔)	115	131	149	145	138	140	140	140
원/달러(원)	1,188	1,266	1,306	1,280	1,270	1,290	1,320	1,320
원/달러(원) *분기평균/연평균	1,186	1,291	1,305	1,290	1,270	1,280	1,310	1,292

리스크1. 중동 지정학적 리스크와 유가

물가 전망은 유가(WTI) 90달러 이하를 가정

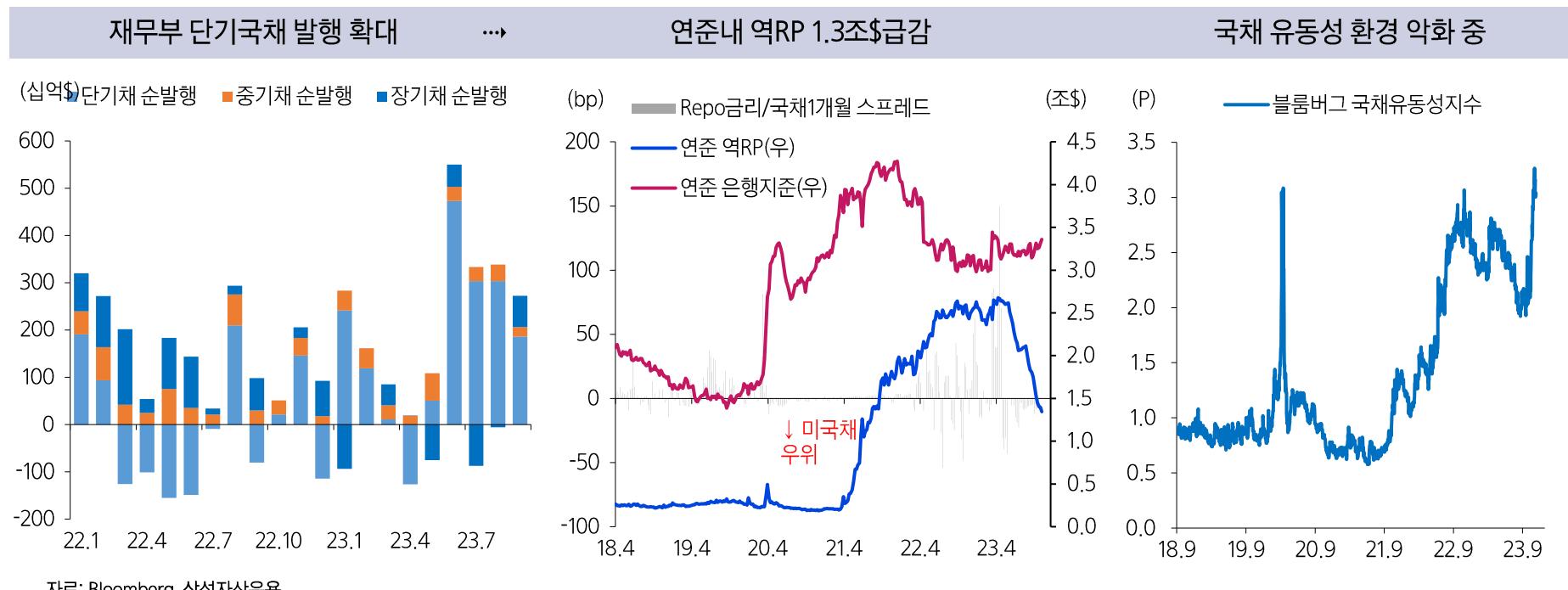
- 3개월 연속 유가 큰 폭 상승 했던 물가는 10월/11월 전월비 하락. 11월 물가 하락에 기여. 12월에도 안정세 지속 예상
- 이스라엘-팔레스타인 전쟁에도 불구하고 유가 급등 발생하지 않았지만 중동이슈가 단기 해결 가능성 낮아 돌발 상황 경계 필요
- 내년 물가 전망은 유가 90달러 이하를 가정하여 산출. 90달러 이상 지속시 물가 전망의 상향조정이 나타날 수 있음
- 내년 예상 기저(23년 base effect)는 3~7월 사이 낮은 편.
- 기저가 낮은 구간에 전월비 유가 상승할 경우 물가 상승폭을 증폭 시킬 수 있기 때문에 주의 필요



리스크2. 연준 QT 지속

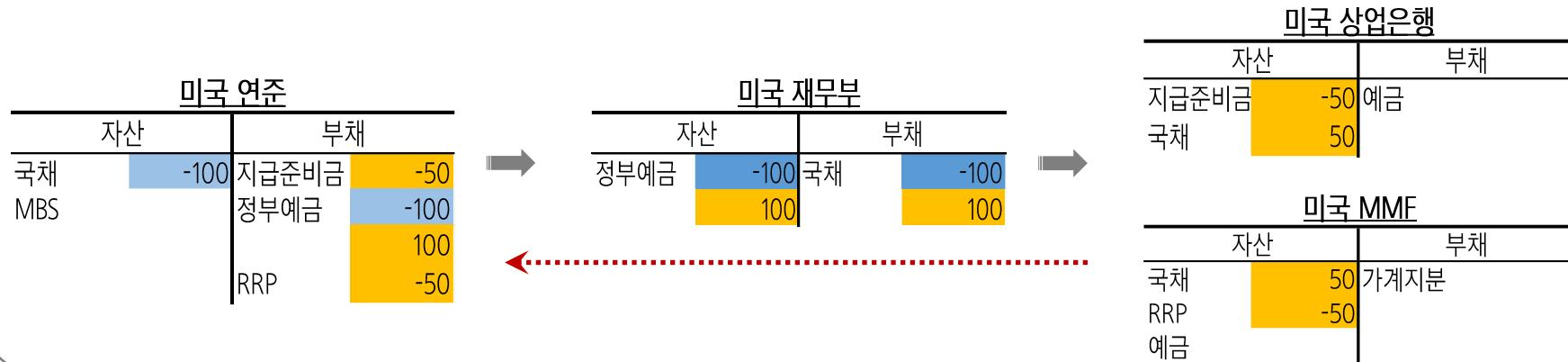
* 1분기부터 지준 감소 본격화 예상

- (현재 상황) 8월 단기국채 발행 중심 확대 → 역RP 1.4조\$이상 감소(MMF 중심으로 역RP에서 단기국채로 P/F변화)
- (향후 예상) 단기국채 주 매수주체인 역RP 자금 소진 → 은행들의 국채입찰 참여 확대 (재무부 국채 바이백) → 은행 지준 감소
→ 은행 지준 부족 등 단기자금시장 변동성 확대 → 연준 QT 중단 (20.9월 사례)
- 11월 차입자문위원회에서 미국채 수요 약화 감안, 기간프리미엄 영향 덜 받는 단기채 발행 확대로 시장 안정
- 단기시장 변화 주목 : 단기채 중심 발행으로 역RP감소 지속, 역RP소진 후 지준감소 본격화(연말, 1분기)



[참고] 연준 QT에 따른 국채 및 단기자금 시장 변화 개요

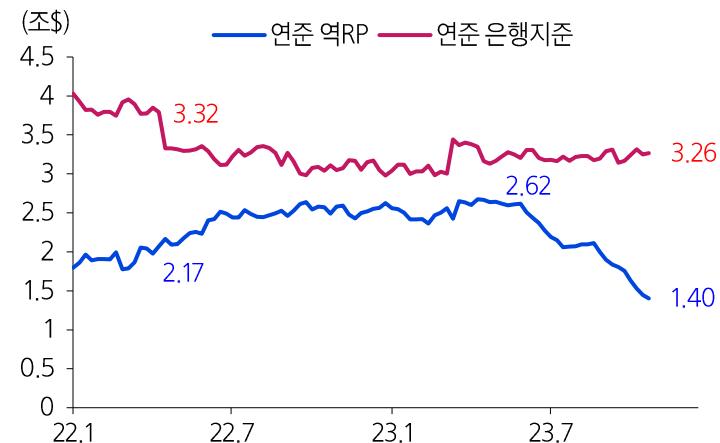
연준자산 100 축소시 : 연준 자산감소 ...> 미재무부 예금감소/채권발행 ...> 은행/비은행 채권매입 ...> 지준/역RP감소



1차 QT(17.10월~19.8월)



2차 QT(22.6월~현재 진행중)



[참고] 연준 QT 영향과 국채 수급

- QT 실시로 미국 국채시장의 강력한 매수주체 연준의 역할 축소
- 수요 공백으로 미국 장기금리는 기간프리미엄/실질금리 주도로 상승

[QT와 미국채 수급 변화]

- ① 18년 QT 시기 국채 수급 : 외국인이 매수 주체,
은행/비은행 금융기관 국채 확대 (은행 지준 감소로 연결)
- ② 22년 QT 현재 국채 수급 : 외국인 관망, 은행/비은행 금융기관 국채 축소

* 23년 7월 이후 일부 변화 조짐 : 외국인의 미국채 보유 유럽중심으로 증가, MMF도 단기국채 중심 큰 폭 확대 추정

은행의 자산 축소는 지속 중



QT 기간 미국채 수급 변화	해외	연준	연금	가계	주/지방 정부	뮤추얼펀드	예금기관	MMF	ETF	보험	기타
(국채보유비중)	30.0%	19.7%	11.7%	9.0%	6.5%	5.4%	5.2%	4.1%	1.8%	1.6%	3.7%
18년 QT (17.2Q~19.3Q)	(십억\$)	885.0	-277.1	498.9	879.8	42.2	343.5	149.3	261.2	120.6	24.3
22년 QT (22.2Q~23.2Q)	(십억\$)	15.3	-1148.6	325.3	1473.6	225.8	-175.9	-236.1	-515.5	123.0	37.4

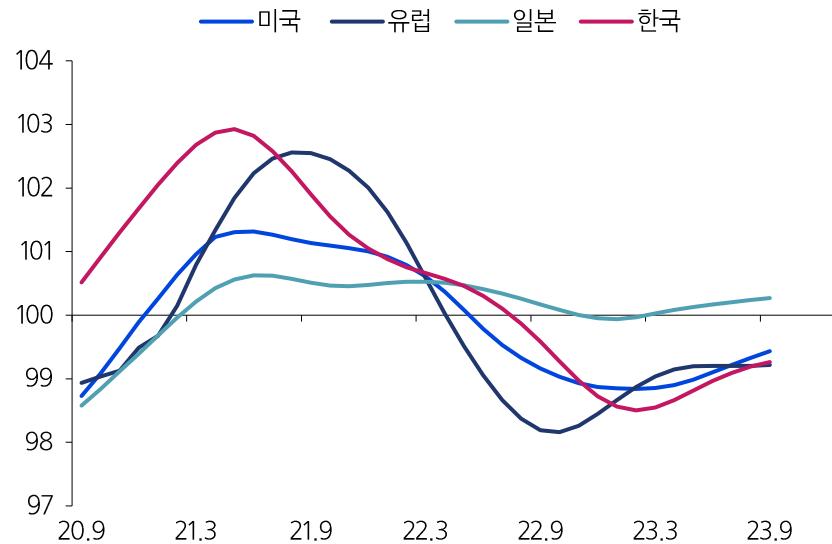
자료: Bloomberg, 삼성자산운용

24년 글로벌 경제

* 미국 성장률 둔화를 대체할 대안 부재

- 24년 전세계 성장률 23년 대비 소폭 둔화… 전세계 성장률 23년 3.0%에서 24년 2.9%로 둔화(IMF WEO)
- OECD 경기선행지수 순차 반등(중국→유로존→일본→미국→한국). 회복 강도 약해 내년 상반기 중 정점 형성 가능성 대비
- 국가별 성장률 차별화 지속 (성장 동력 차이, 제조업 비중, 글로벌 공급망 변화 등에 기인)
- 미국을 대체할 성장 지역 부재, 미국경제로의 쓸림은 지속

OECD 경기선행지수 반등



24년 글로벌경제 회복세 미미, 미국중심 성장률 둔화

성장률	22년	23년 추이		24년 전망	
		23.1월	23.10월	Bloomberg	IMF
전세계	3.5%		3.0%		2.9%
미국	2.1%	0.3%	2.3%	1.0%	1.5%
유로존	3.3%	-0.1%	0.5%	0.8%	1.2%
일본	1.1%	1.2%	1.8%	1.0%	1.0%
중국	3.0%	4.8%	5.0%	4.5%	4.2%
인도	7.2%	6.9%	7.0%	6.2%	6.3%
한국	2.6%	1.7%	1.2%	2.0%	2.2%

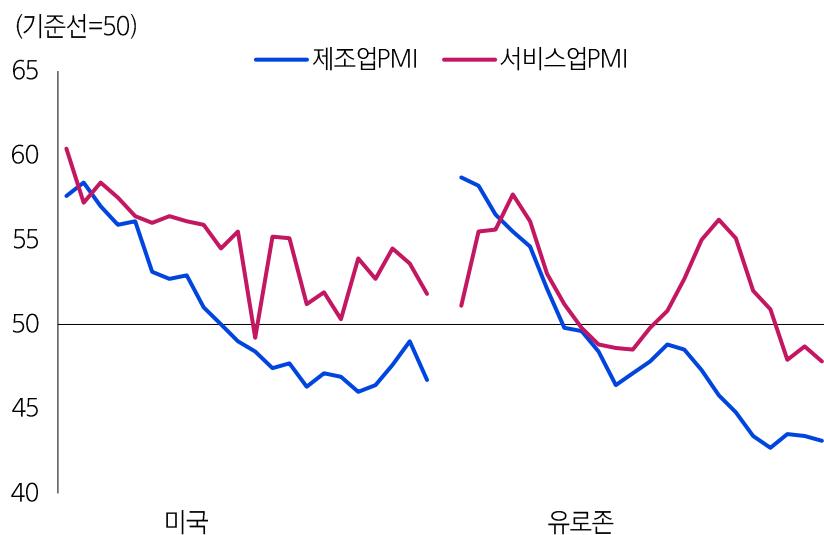
자료: IMF, Bloomberg, 삼성자산운용

24년 글로벌 경제

* 제조업 사이클 반등 예상

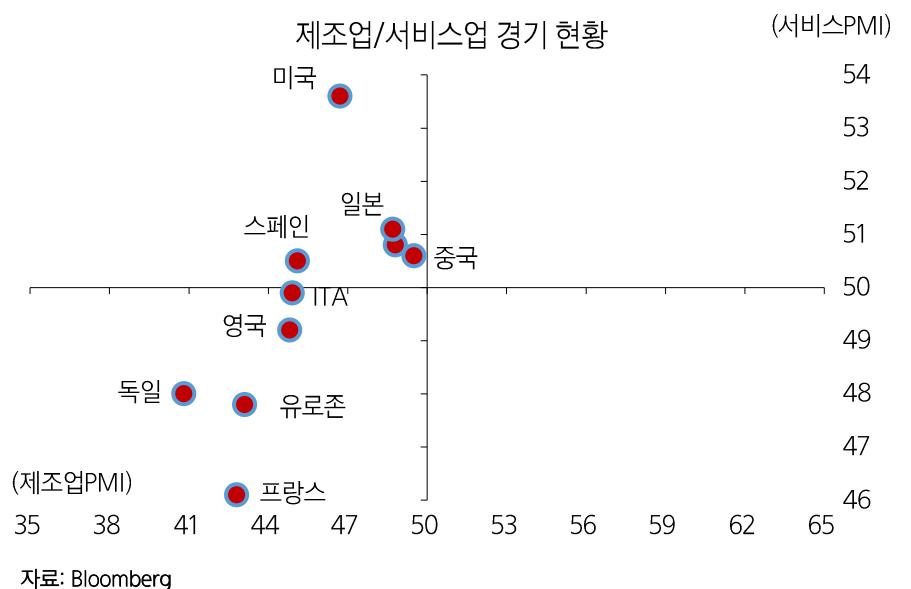
- 23년 글로벌 경기는 서비스업 중심국가와 제조업 중심 국가간 차별화 발생
- 제조업 장기 부진에도 서비스업이 강한 미국, 유럽내 스페인 등 상대적 우위
- 최근 글로벌 PMI는 서비스 둔화되는 가운데 제조업은 정체 국면 지속
- 24년 제조업 경기의 순환적 반등 예상. 제조업 비중이 높은 독일, 중국, 한국 등 수혜
- 다만 이번 제조업 부진 사이클은 순환적 요인 외에도 미국 주도 글로벌 공급망 재편 영향이 반영되어 있어 회복탄력은 강하지 않을 듯

24년 제조업 경기 반등 예상되나 서비스업은 둔화



자료: Bloomberg

국가별 차별화 : 서비스업 강한 미국 우위



자료: Bloomberg

중국 주요 경기지표 현황

* 소비/산업생산 반등하고 있으나 투자/부동산은 여전히 부진

주요 경제 지표	22.9월	10월	11월	12월	23.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월
GDP tracker 예상(%)	6.1	5.1	3.1	3.1	4.5	4.4	5.9	8.0	6.3	5.6	5.2	5.9	6.3	
23년 성장률 추이(Bloomberg)	5.1	5.0	4.9	4.8	5.1	5.2	5.3	5.5	5.6	5.5	5.2	5.1	5.0	5.1
리커창 지수(YoY)	7.3	7.0	4.7	5.9	5.5	7.2	7.7	7.2	6.5	5.1	6.6	5.3	7.3	
GDP 분기 성장률(YoY)	3.9		2.9			4.5			6.3			4.9		
중국 금융상황지수*	88.7	87.5	88.4	90.3	91.5	86.3	85.7	82.7	79.0	80.6	81.2	81.6	78.3	74.2
China Credit Impulse(YoY)	2.8	2.3	1.4	-0.1	-0.2	1.9	0.6	1.8	0.0	-2.3	-1.8	-1.0	-1.4	0.1
사회융자총액(십억위안)	3541	913	1984	1306	5995	3161	5385	1225	1554	4225	536	3127	4131	1845
위안화대출(십억위안)	2474	615	1214	1398	4900	1812	3888	719	1363	3050	346	1358	2312	738
그림자금융(net, 십억위안)	145	-175	-26	-142	349	-8	192	-115	-146	-90	-172	101	301	
지방채발행(net, 십억위안)	301	669	247	91	643	576	890	673	755	830	619	1309	768	1398
수출증가율(YoY)	5.6	-0.3	-9.0	-9.9	-11.9	-3.0	11.2	7.1	-7.4	-12.3	-14.3	-8.7	-6.2	-6.4
수입증가율(YoY)	0.2	-0.7	-10.6	-7.5	-20.9	4.5	-1.8	-8.6	-4.9	-6.8	-12.2	-7.3	-6.3	3.0
무역수지(십억\$)	82.7	82.2	66.0	69.9	92.5	11.9	78.2	86.3	65.5	69.7	80.2	68.3	77.8	56.5
통계국 PMI(기준선 50)	50.1	49.2	48.0	47.0	50.1	52.6	51.9	49.2	48.8	49.0	49.3	49.7	50.2	49.5
HSBC PMI(기준선 50)	48.1	49.2	49.4	49.0	49.2	51.6	50.0	49.5	50.9	50.5	49.2	51	50.6	49.5
산업생산 증가율(YoY)	6.3	5.0	2.2	1.3			3.9	5.6	3.5	4.4	3.7	4.5	4.5	4.6
고정자산 투자(YTD %)	5.9	5.8	5.3	5.1			5.5	5.1	4.7	4.0	3.8	3.4	3.2	3.1
부동산 투자증가율(YTD %)	-8.0	-8.8	-9.8	-10.0			-5.7	-5.8	-6.2	-7.2	-7.9	-8.5	-8.8	-9.1
주택판매증가율(YTD %)	-28.6	-28.2	-28.4	-28.3			3.5	7.1	11.8	11.9	3.7	0.7	-1.5	-3.2
신규주택가격(YoY)	-2.3	-2.4	-2.3	-2.3			-1.9	-1.4	-0.7	-0.5	-0.4	-0.6	-0.6	-0.6
소매판매(YoY)	2.5	-0.5	-5.9	-1.8			-1.8	10.6	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6	5.5
자동차 판매(YoY)	14.2	3.9	-4.2	4.6			4.6	11.5	38.0	24.2	-1.1	-1.5	1.1	2.8
소비자물가(YoY)	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	0.2	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2
생산자물가(YoY)	0.9	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6

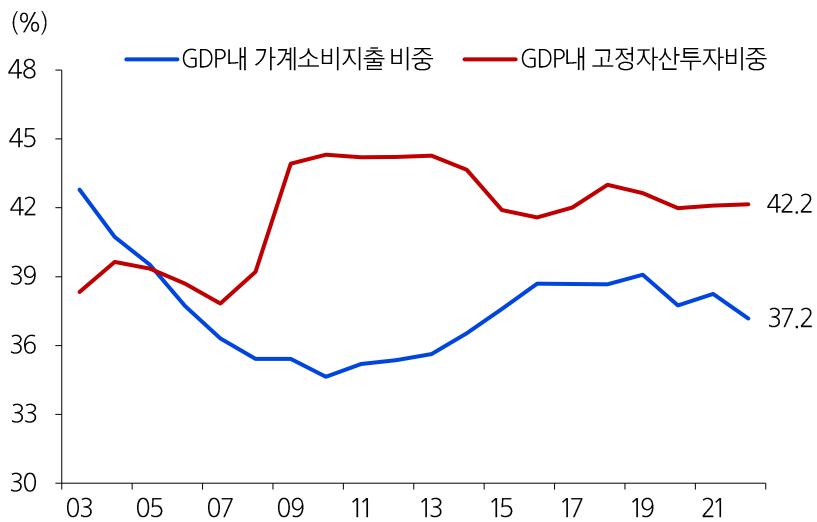
자료: 삼성자산운용, Bloomberg

험난한 중국夢

* 중국 경제구조는 10년째 제자리

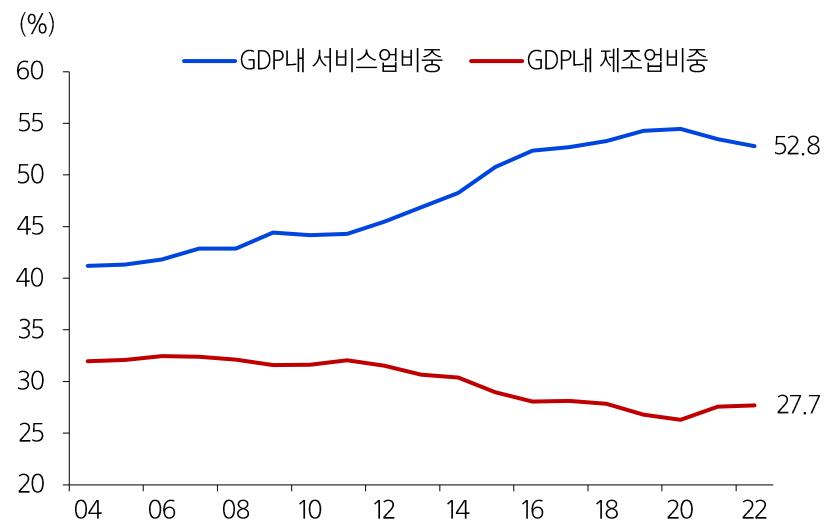
- 시진핑 집권 이후 공급측면 개혁(경제효율화)을 통한 구조변화 시도
- 중국 정부는 투자/수출 중심의 경제를 내수, 서비스, 첨단산업 중심으로 바꾸려는 경제 구조 변화를 시도
- 17년 이후 미국과의 무역갈등, 기술패권 경쟁이 격화되면서 구조 변화는 제자리 걸음
- 중국 GDP내 가계소비 비중은 37% 수준, 투자비중은 42%로 여전히 높아. 서비스업 비중도 50%대에서 정체
- 가계소비 비중이 낮은 이유는 GDP의 비정상적 분배구조에 기인. 피용자 보수(임금), 기업이익(국유기업), 세금(지방정부)간 조정 실패

중국 가계소비 비중은 제자리, 여전히 투자중심 성장



자료: CEIC, 삼성자산운용

미국 주도 글로벌 공급망 재편으로 제조업 충격은 배가



자료: CEIC, 삼성자산운용

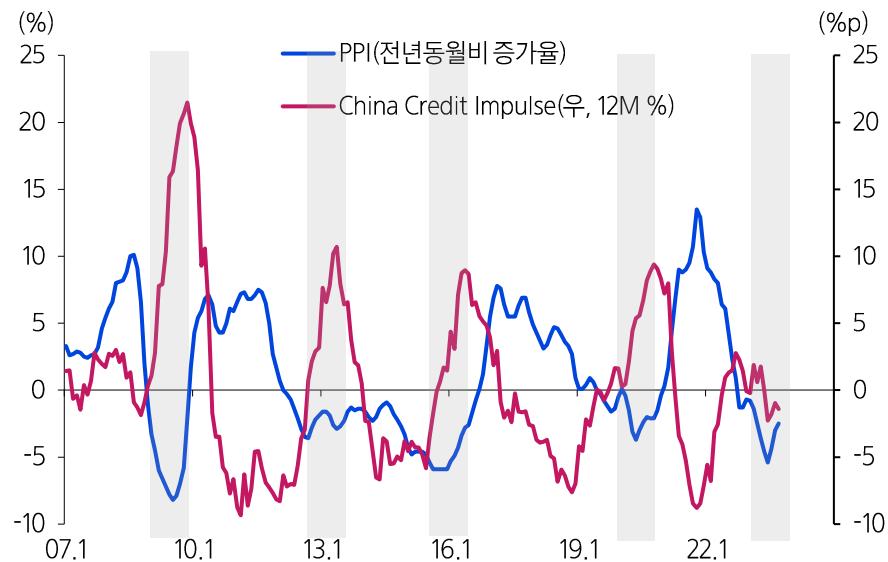
중국 경기 지속성 판단하는 지표

신용증가와 가계 주택대출

부양책에도 신용증가는 여전히 제한적

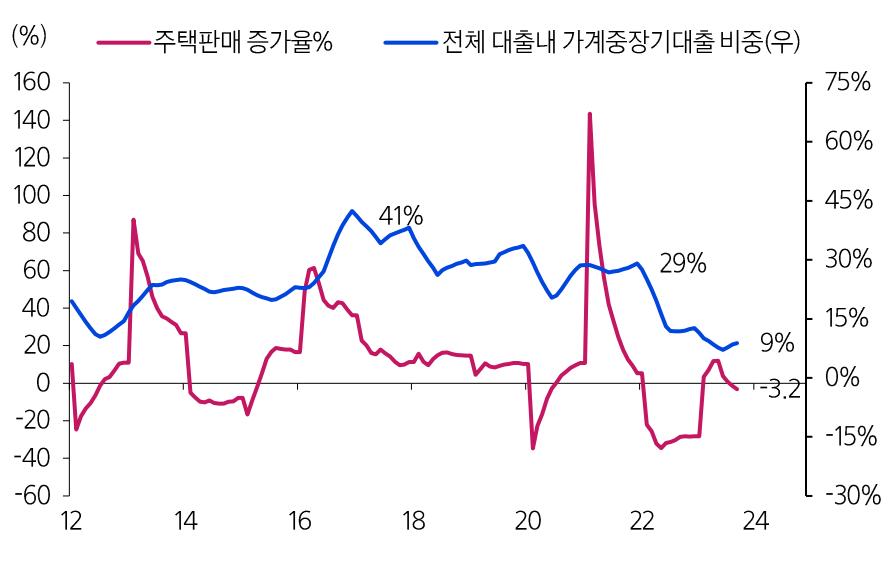
- 디플레 압력이 높아지고 있음에도 이전과 달리 경기부양(신용공급)에는 소극적
- 유동성 공급의 실물경기 진작 효과 제한적이었기 때문. 늘어난 신용은 부동산, 주식 등 자산버블 야기
- 부동산 경기 회복의 키는 가계의 주택 대출 증가여부에 달려 있음
- 9월이 부동산 판매 성수기였음에도 불구하고 총 대출 중 가계 중장기 대출(모기지) 부진은 지속되고 있음
- 중국 경기 순환적 반등 위해서는 1)유동성, 2)주택시장 수요변화(가계모기지 증가) 필요

디플레 우려에도 과거와 달리 유동성 공급은 제한적



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

9월 부동산 성수기에도 주택판매, 가계의 주택대출은 여전히 부진



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

한국 주요 경기 지표 현황

* 수출/반도체 회복, 내수 부진은 지속

- 수출증가율, 10월 + 전환, 3분기 성장을 예상 상회(전분기비 +0.6%)
- 부동산 거래 여전히 부진한 가운데 고금리에 따른 가계 부채부담 누적으로 소비심리 및 소매판매 부진 지속

주요 경제 지표	10월	11월	12월	23.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월
반도체 생산 (YoY)	-13.8	-22.5	-27.1	-33.5	-40.3	-27.6	-23.5	-19.4	-15.6	-16.3	1.3	14.8	
반도체 판매 (YoY)	-6.6	-29.3	-26.6	-38.7964	-42.2001	-19.577	-31.5	-24.0	10.2	-5.2	-3.0	19.9	
반도체 재고 (YoY)	3.7	16.8	8.9	25.0	23.4	24.8	54.6	59.5	28.1	24.3	45.1	45.7	
D램가격(DDR4 D램 1Gb)	2.4	2.3	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6
삼성전자 주가	5.9	6.2	5.5	6.1	6.1	6.4	6.6	7.1	7.2	7.0	6.7	6.8	6.7
수출증가율 (YoY)	-5.8	-14.2	-9.7	-16.4	-7.7	-13.9	-14.5	-15.4	-6.0	-16.1	-8.1	-4.4	5.1
(반도체)	-17.4	-29.8	-29.1	-44.5	-42.6	-34.5	-41.0	-36.2	-28.0	-33.6	-20.6	-13.5	-6.4
수입증가율 (YoY)	9.9	2.6	-2.5	-2.7	3.5	-6.5	-13.7	-14.0	-11.8	-25.4	-22.8	-16.5	-9.7
무역수지	-6739.0	-7076.0	-4774.0	-12646.0	-5366.0	-4704.0	-2515.0	-2195.0	1208.0	1820.0	1014	3697.0	1636.0
소비자심리지수	89.0	86.7	90.2	90.7	90.2	92.0	95.1	98.0	100.7	103.2	103.1	99.7	98.1
소매판매액 (YoY)	-3.7	-4.4	-5.3	-3.8	-1.8	0.1	-1.4	-0.6	1.5	-1.7	-4.8	-1.9	
전월비	1.0	-2.9	0.6	-1.8	5.2	0.1	-2.6	0.6	1.0	-3.3	-0.3	0.2	
(백화점 매출) (YoY)	8.0	3.7	10.3	-3.7	8.6	9.5	2.5	-0.2	0.3	2.1	-4.9	3.1	
(할인점 매출) (YoY)	-0.5	9.2	8.4	-3.8	5.8	1.2	3.3	1.7	0.3	2.6	-8.4	10.0	
설비투자 (YoY)	16.7	10.7	3.2	-7.3	4.1	1.9	4.2	-4.9	-2.5	-11.2	-14.9	-5.7	
M2 (YoY)	6.4	5.9	5.0	4.4	4.1	3.8	3.2	2.3	2.2	2.5	2.2	2.2	
주택담보대출 (YoY)	2.6	2.4	2.6	2.3	2.0	2.0	2.1	2.6	3.3	3.8	4.4	5.1	5.6
서울아파트매매가격지수 (전월비 %)	101.4	99.3	96.3	94.6	93.6	96.3	92.6	92.6	92.7	93.0	93.4	93.9	
서울 아파트거래량 (건)	2087	2140	3348	4529	10226	3348	5296	12001	6506	7626	5830	6938	

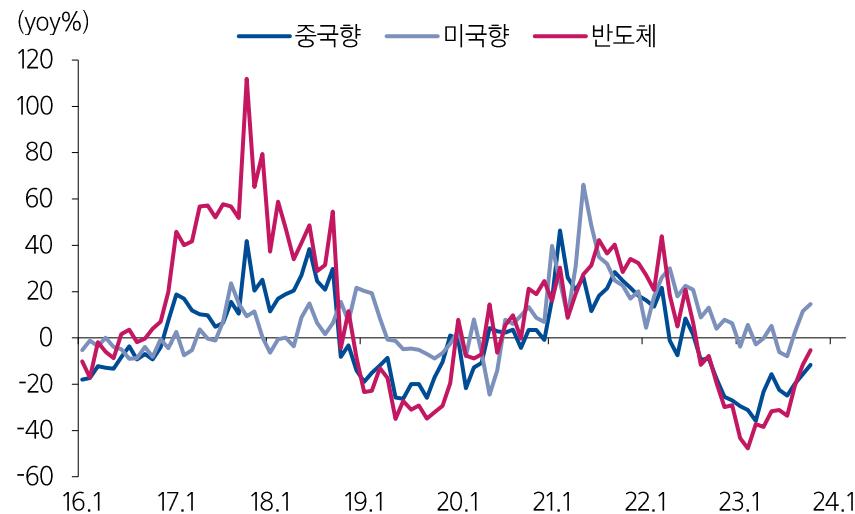
자료: Bloomberg, 삼성자산운용

한국 수출과 반도체가 이끄는 반등

한국 수출증가율, 13개월만에 플러스 전환

- 한국 수출은 내년 상반기까지 우상향 기조 지속 예상
- 미국향 수출이 견조한 가운데 중국과 반도체의 기저영향
- 한국 주가는 시가총액 구성상 수출/제조업과 동행하는 패턴을 보였으나 최근 수출 반등에도 주가 하락
- 수출의 우상향 확인되면서 주가 동행성이 다시 나타날 전망

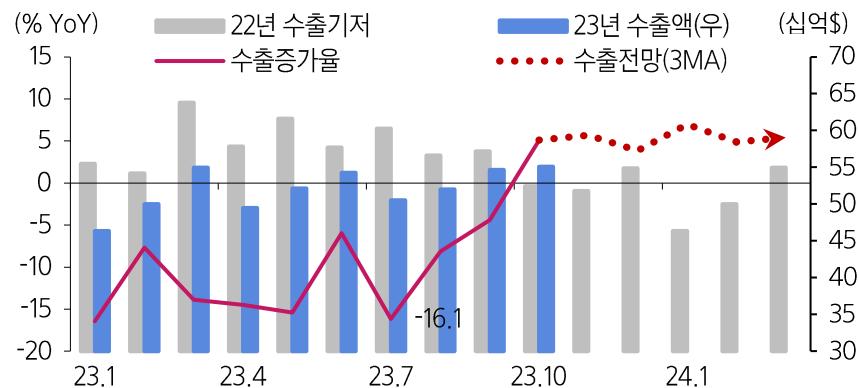
미국향 수출 견조한 가운데 향후 중국/반도체향 수출이 개선 주도



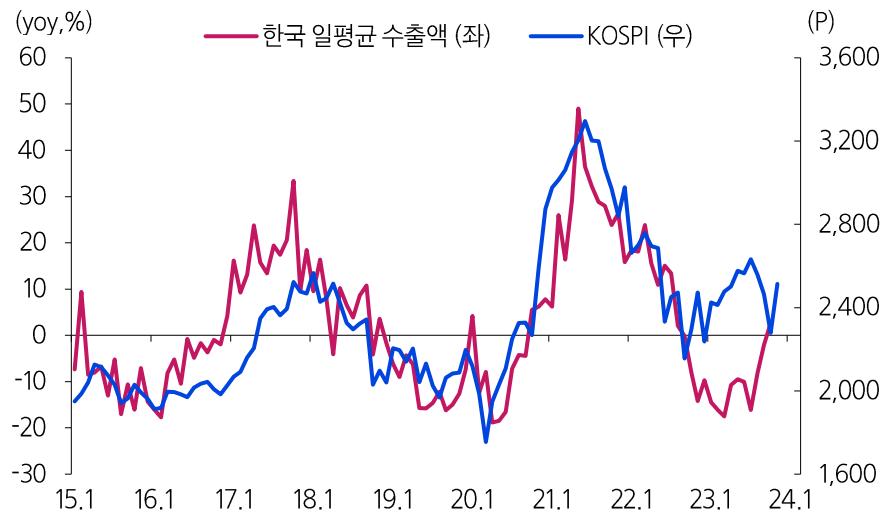
자료: CEIC, 삼성자산운용

수출과 주가 괴리도 점차 해소 될 것

한국 수출 10월 플러스 반전 시도.. 상반기 우상향 궤적



수출과 주가의 괴리, 점차 수출 방향성 따라 반등 예상



자료: CEIC, 삼성자산운용

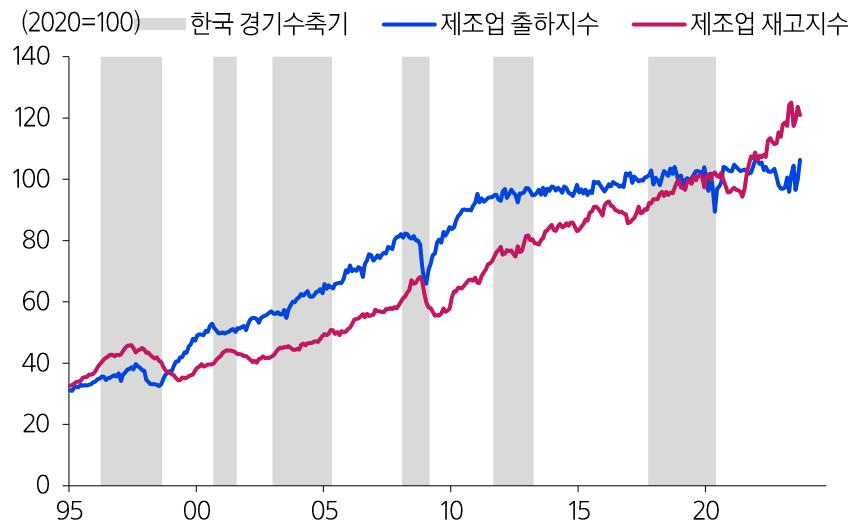
한국 경제의 구조적 부진

* 재고, 출하 불균형 심화

재고/출하 불균형 심화, 교역조건 악화에 따른 실질 소득 감소 지속

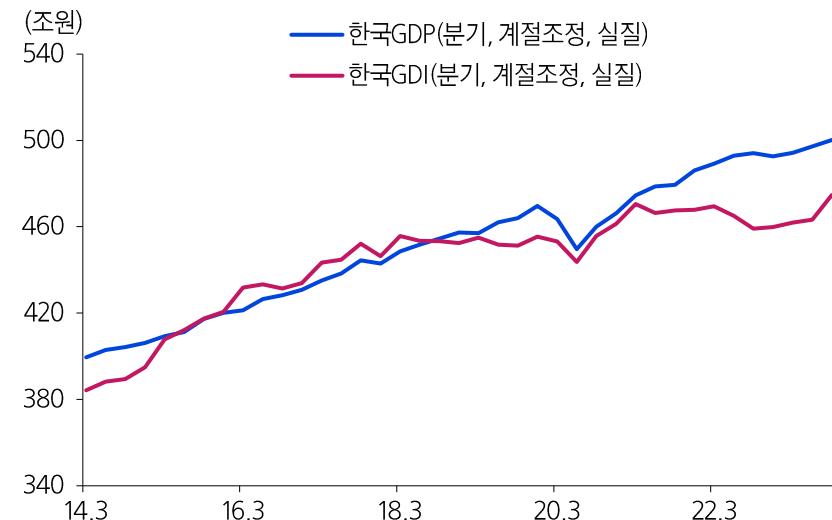
- 한국경제는 경기 수축기마다 재고, 출하간 불균형이 심화가 반복. 출하 급감을 통해 반복적으로 조정
- 이번 사이클은 수출부진 및 반도체 불황이 겹치면서 재고, 출하 갭 확대. 최근 수출/반도체 개선으로 일부 갭 축소 중
- 이번 사이클에서 국내총생산(GDP)과 국내총소득(GDI)과의 괴리가 크게 발생하고 있는데 이는 교역에 의한 실질 소득 감소 때문
- 실질 소득감소와 고금리 부담이 겹치며 내수 부진 심화

한국경제 구조적 문제 : 재고/출하 갭 확대 (내수부진 심화)



자료: CEIC, 삼성자산운용

GDP(국내총생산)와 GDI(국내총소득)의 괴리 : 교역조건 악화



자료: CEIC, 삼성자산운용