

2024년 1월

24년 1월 글로벌 매크로 및 자산시장 전망

2023. 12

예상보다 빨라진 금리인하 시계, 새로운 기준과 균형점

01 예상보다 빠른 미국 연준의 정책 전환(인상종료 및 인하) 신호

- 미국 연준, 12월 FOMC를 통해 긴축종료 및 정책전환 시사 (긴축종료 선언 및 점도표의 24년 금리인하 폭 확대)
- 11월초 높아진 시장금리에 대한 연준발 우려에서 시작된 안도랠리는 12월 FOMC의 비둘기파적 화답으로 지속되고 있음
- 시장은 연준 변화를 반영하며 11월 이후 금리 급락(고점대비 1.1% 하락 3.8%), 주가도 반등하며 전 고점 회복

02 House View 변경 : 미국 첫번째 금리인하 2분기, 금리인하폭 0.75% (3회 예상)로 변경

- 연준이 참고하는 근원 PCE물가(11월 3.2%기록)의 2%대 진입 시점 변경 : 당초 5월말에서 2월말로 변경 (10월 revise down, 11월 예상 하회)
- 3월 FOMC부터 인하 가시권에 들어오나 2%대 안착여부 확인(서비스 물가 안정) 이후 6월 첫번째 인하 단행할 것으로 전망 (3회, 0.75%인하)
- 11월 이후 급락한 시장금리는 예상보다 빠른 인하를 반영하는 중이며, 향후 1분기 성장률과 연계되어 인하 속도로 시장의 관심이 이동될 듯
- 주가는 당초 내년 1Q말~2Q를 금리인하 기대가 적극 반영되는 시기로 전망했으나 11월 이후 주가 급등에 정책완화 기대가 크게 반영되고 있음

03 어떤 금리인하인가? 금리인하의 궤적과 새로운 기준점

- 미 연준은 현 제약적 금리수준을 일부 정상화 한다는 입장 : 물가 둔화 가시화, 경기 둔화 대비 선제적 성격(연착륙/디스 인플레 시나리오)
- 시장(기준금리 선물)은 경기 후퇴와 금리인하 가속을 기대 : 현재 내년말 기준금리 선물은 6~7회 인하를 반영한 3.8%수준 (경기후퇴 시나리오)
- 기준점(현재 금융시장 반영수준) : 미국 성장률(연 성장률 1.3~1.5%) + 근원PCE 물가 상반기 하락 지속 (기저효과가 약해지는 5~8월 반등 변수)
- 연준의 기대는 금융시장 가격에 반영된 것으로 판단. 향후 성장률, 물가 지표, 분기 FOMC 결과에 따라 주가/금리사이클 단기화 예상

04 [자산시장 뷰(3개월)] 채권 3개월 중립(12개월 OW), 주식 중립(위험관리)

- 중장기 금리 방향은 하락이나 최근 하락은 과도해 당분간 금리는 횡보 흐름 예상
- 주식은 상반기 기대했던 정책 완화 기대 이미 반영 중, 이익정체 감안 시 위험관리 필요한 영역에 진입

House View (매크로 뷰)

- 근원 PCE물가(11월 3.2%기록) 2%대 진입 시점 변경 : 당초 5월말에서 2월말로 변경 (10월 revise down, 11월 예상 하회)
 - * 헤드라인 CPI는 기존 전망 경로 유지
- 3월 FOMC부터 인하 가시권에 들어오나 안착여부 및 서비스물가 확인 후 6월 첫번째 인하 단행할 것으로 전망 (3회, 0.75%인하)

주요 지표 D		실제			3개월 전망	24년 전망
		21년	22년	23년 (E)		
물 가	미국 CPI (기말)	7.0%	6.5%	3.4%	3.2%	2.5%
	미국 Core PCE (기말)	5.2%	4.9%	3.0%	2.6%	2.7%
통화정책	미국 기준금리	0.25%	4.5%	5.5%	5.5%	4.75%
	한국 기준금리	1.0%	3.3%	3.5%	3.5%	2.75%
(금리)	QT (연준자산, \$조)	\$8.75	\$8.55	\$7.70	\$7.40	\$7.10
	미국 국채금리(10yr, 기말)	1.5%	3.9%	3.9%	3.7~4.0%	3.3~3.6%
	한국 국채금리(10yr, 기말)	2.2%	3.7%	3.3%	3.1~3.4%	2.8~3.1%
경 기	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%

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 전망치

House View (자산시장 뷰)

- 중장기 금리방향은 하락이나 최근 하락은 과도해 당분간 금리는 횡보 흐름
- 주식은 상반기 기대했던 정책 완화 기대 이미 반영 중, 이익정체 감안 시 위험관리 필요한 영역에 진입

자산군		실제치			3개월 전망 (24.3월말)	12개월 전망 (24.12월말)
		22년말	23.9월	23.12월		
채 권						
	한국 국채 10년 금리	3.73%	4.03%	3.27%	Neutral	O/W
	한국 크레딧 spread (AA-)	147	78	74	O/W	Neutral
	미국 국채 10년 금리	3.88%	4.59%	3.89%	Neutral	O/W
	회사채 spread(BB 미국 IG)	130	121	100	O/W	O/W
	하이일드 spread(BB 미국HY)	468	394	323	Neutral	Neutral
	신흥국 spread(JPM EMBIGD)	452	431	385	O/W	Neutral
주 식						
선진국	미국 (S&P500)	3840	4288	4775	Neutral	O/W
	유럽 (Euro stoxx)	424	450	477	Neutral	Neutral
	일본 (TOPIX)	1891	2323	2339	U/W	Neutral
신흥국	중국 (상해종합)	3089	3110	2899	Neutral	Neutral
	인도 (Nifty50)	18105	19638	21441	Neutral	O/W
	아세안 (MSCI Asean)	653	611	621	Neutral	Neutral
국내	국내 (코스피)	2236	2465	2603	Neutral	O/W
원자재 (Bloomberg Commodity Index)		245	237	230	Neutral	Neutral
부동산 (Global REIT)		2529	2405	2768	Neutral	O/W
원/달러 환율 (기말)		1265	1348	1294	1,280	1,310

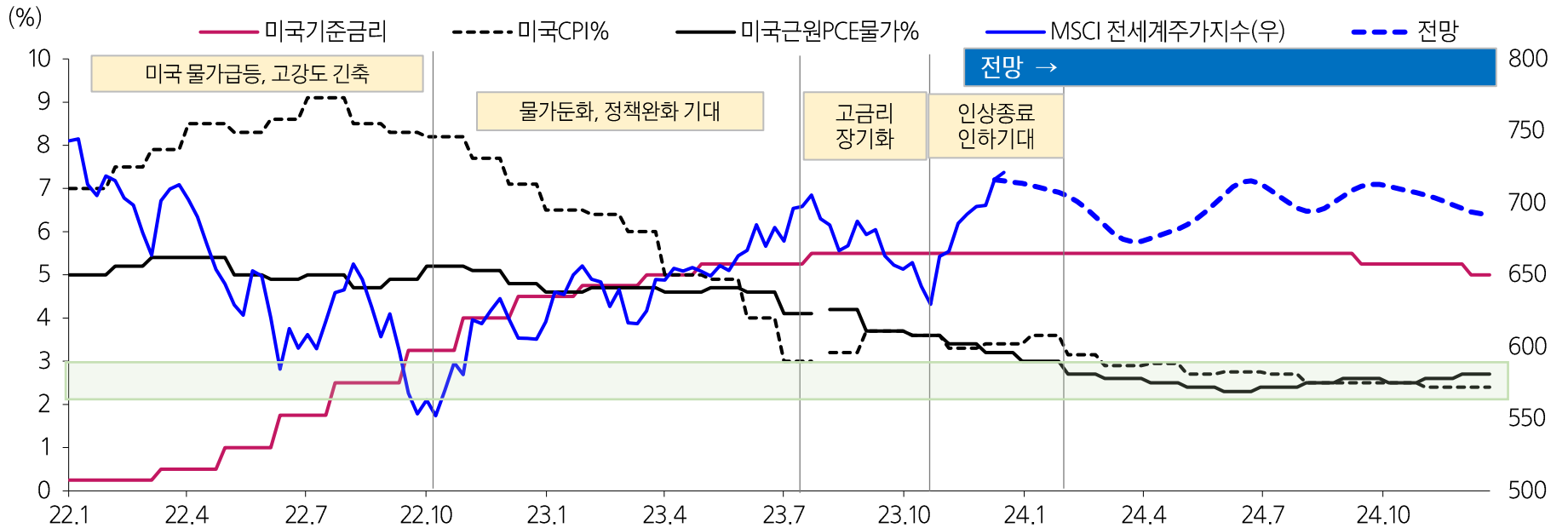
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 전망치

주식시장, 인하 기대 선반영. 24년 연간 기대수익률 높지 않아

- 주가경로 수정 : 당초 1분기말~2분기 주가 상승기대가 가장 높을 것으로 예상했으나 금리인하 기대가 예상보다 빠르게 주가에 반영
2분기 상승 뷰는 유지하되 상승폭은 제한, 상단 제한된 박스권 장세 전망
- 24년 미국 이익성장률 10% 수준, 금리인하 기대 반영 등 감안 시 24년 연간 지수상승률은 높지 않을 듯
- 추세적 관점의 투자전략 보다는 변동성을 감안한 탄력적 대응 필요, 특히 지수기준 주요 임계점 돌파 시 위험관리 필요

* 주요지수 임계점 : 미국 S&P500 5,000pt, 코스피 2,700pt

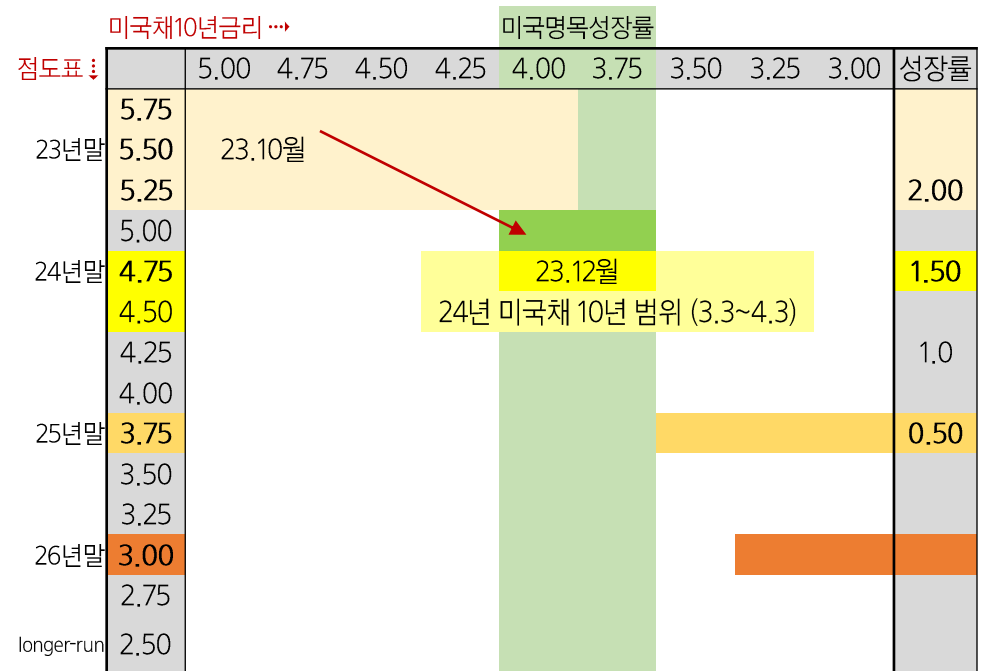
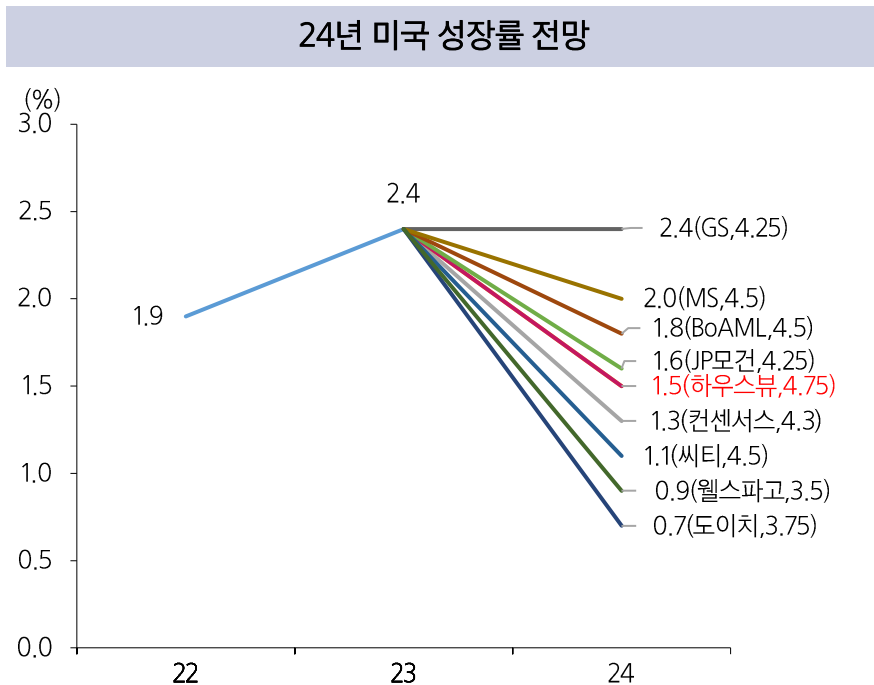
24년 기준 금리, 근원PCE 물가, 위험자산 가격 흐름 전망



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

정책완화 기대와 시장 반영도 점검 (점도표, 금리, 성장률)

- 미국 연준은 12월 FOMC를 통해 24년말 금리전망 점도표를 기존 5.25%에서 4.75%로 하향 (24년 0.25%씩 3회 인하)
- 미국채 10년은 3.8%까지 하락해 24년 예상 평균 금리 수준으로 진입
 - * 명목성장률 3.9%, 10년 적정수준 4.0%(인플레 2.6+단기실질 1.4+ 텀프리미엄 0)
- 현 미국채 10년 3.8%는 24년 미국 성장률 1.3~1.5%와 3~4회의 금리인하를 반영한 것으로 판단
- 현 금리수준을 기준으로 향후 성장 및 물가 변화에 따른 금리 변동 발생 예상 (24년 미국10년 밴드 3.3~4.3%)



자료: Bloomberg 컨센서스, 삼성자산운용

자료: 삼성자산운용

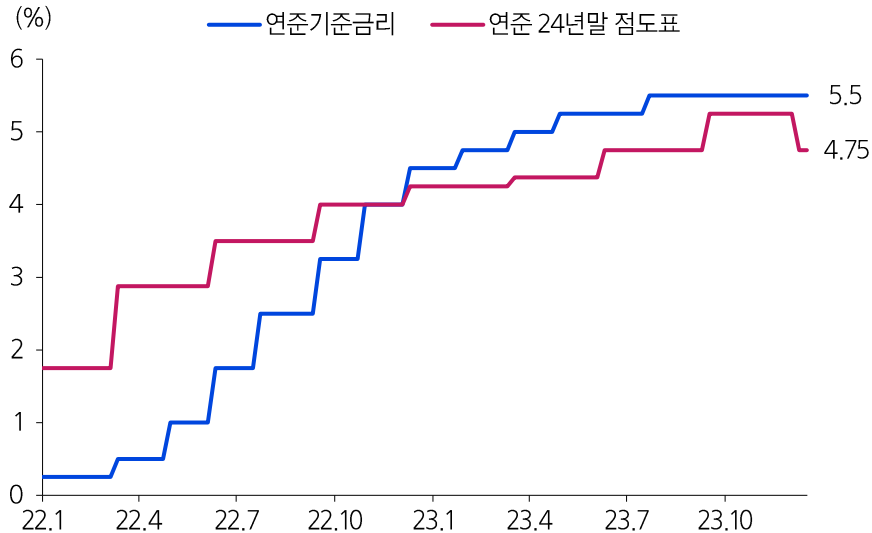
연준과 시장의 괴리는 지속

* 연준 3회 인하 vs. 시장(기준금리 선물) 6~7회 인하

현재 금융시장은 연준의 3회 인하, 추세 이하의 성장 전망을 반영하고 있음

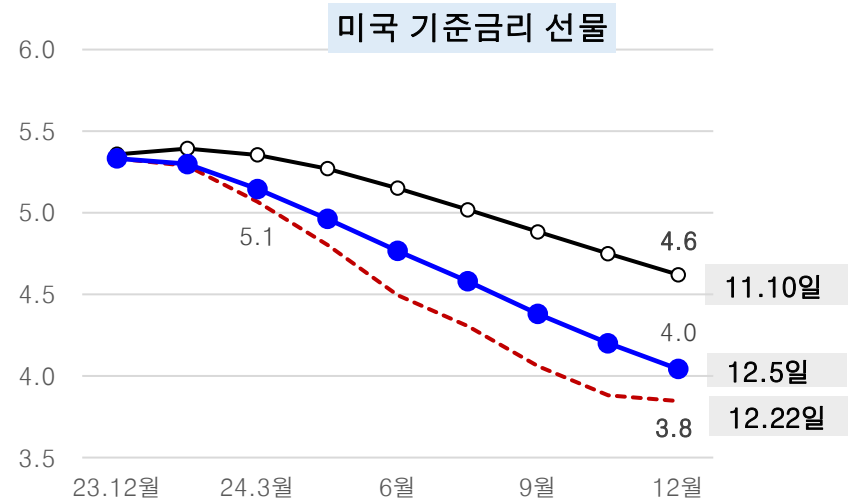
- 미 연준은 현 제약적 금리수준을 일부 정상화 가능하다는 입장 : 물가 둔화 가시화, 경기 둔화 대비 선제적 성격(연착륙/디스 인플레이 시나리오)
- 시장(기준금리 선물)은 경기 후퇴와 금리인하 가속을 기대 : 현재 내년말 기준금리 선물은 6~7회 인하를 반영한 3.8%수준 (경기후퇴 시나리오)
- 기준점(현재 금융시장 반영수준) : 미국 성장률(연 성장률 1.3~1.5%) + 근원PCE 물가 상반기 하락 지속 (기저효과가 약해지는 5~8월 반등 변수)
- 연준의 기대는 금융시장 가격에 반영된 것으로 판단. 향후 성장률, 물가 지표, 분기 FOMC 결과에 따라 주가/금리사이클 단기화 예상

연준 점도표 내년 3회 인하 (연착륙, 디스인플레이)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

시장(기준금리선물)은 내년 6~7회 인하를 반영중 (경기후퇴)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

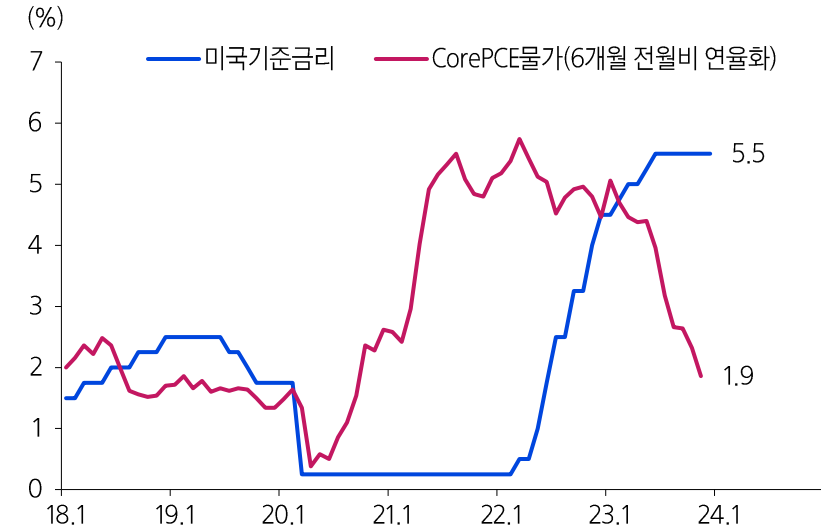
연준의 변심

* 근원PCE 하향추세(6개월 연율 1.9%)와 제약적 금리수준

연준 참고 인플레이지표인 근원PCE 물가 3.2% (6개월 연율화 2% 미만 진입)

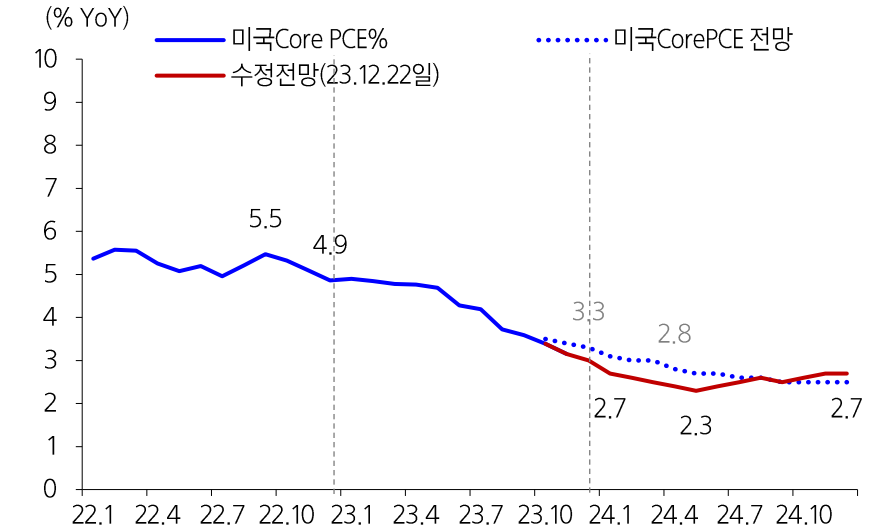
- 6개월 근원PCE 물가 추세는 2% 이하로 진입
- 근원PCE하락을 이끈 부문은 상품부문(6개월 연율화 -0.8%)이 주도, PCE내 비중이 높은 헬스케어(20%)도 2.3%로 안정에 기여
- 기준금리와 물가의 괴리 커져, 현 제약적 금리수준 인하 여력 발생
- 최근 예상 하회를 반영하여 근원PCE물가의 2%대 진입 시점은 당초 5월말에서 2월말로 수정, 다만 하반기 반등 가능성은 커져

최근 물가 상황을 보여주는 6개월 전월비 연율화는 2% 이하로



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

근원PCE 물가 경로 수정 : 2%대 조기 진입, 하반기는 상향



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

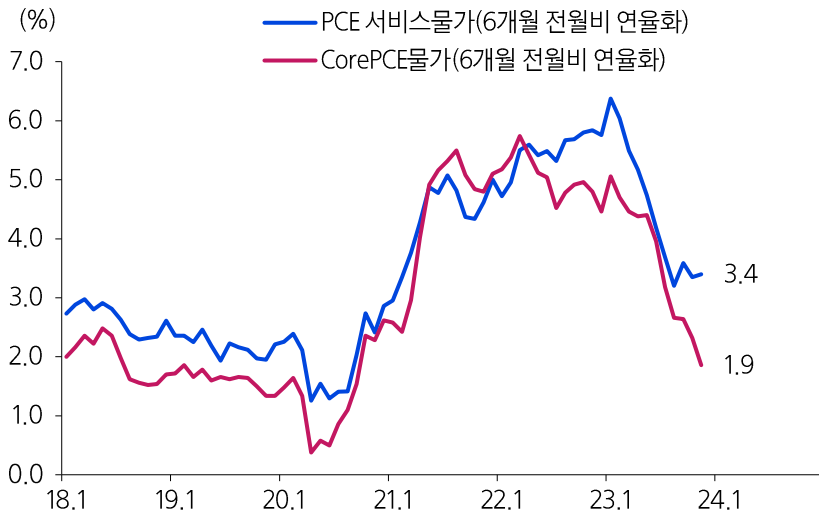
서비스 물가 둔화까지 시간 필요

* 6월을 미국 첫번째 인하 시점으로 보는 이유

상반기 서비스 물가 둔화 확인 과정 진행

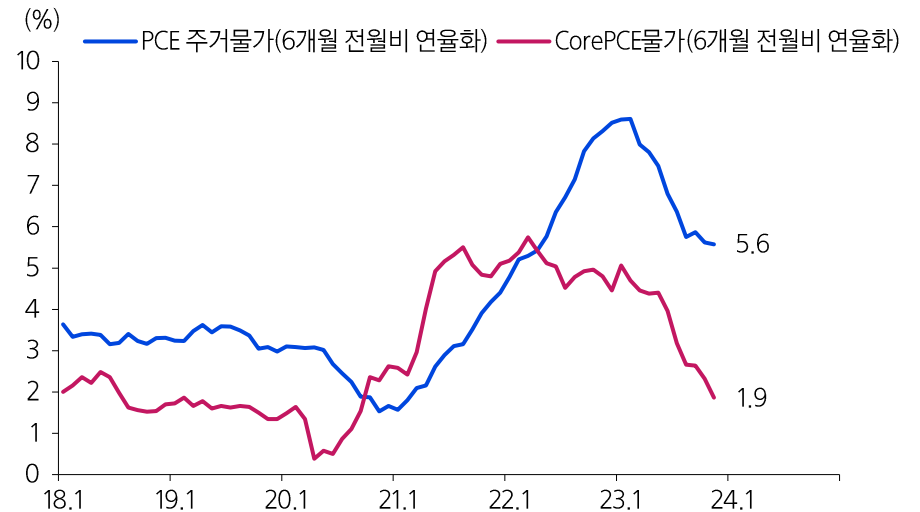
- 근원PCE물가는 4월까지 2%대 중반까지 하락 (전년 기저영향이 1~4월 집중, 기저효과 총 -1.5%)
- 다만 66%를 차지하는 서비스 물가는 근원PCE물가 하락에도 불구하고 9월 이후 3% 중반에서 정체
- 주거 물가의 경우도 5% 중반대로 매우 높은 상황
- 근원PCE물가는 2월말 2%대 진입이 예상되지만 여전히 높은 주거, 서비스물가 안착 확인 과정 필요해 6월을 첫 금리인하 시점으로 예상

서비스 물가는 추가하락 제한.. 3%대 유지 중



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

PCE 주거물가 여전히 높은 수준



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

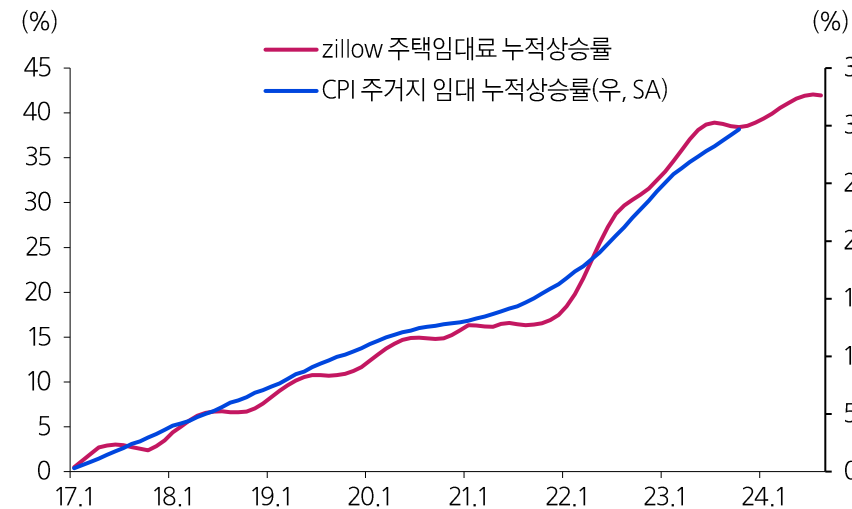
미국 물가와 주택시장

* 미국 주택시장 반등으로 주거비 하락 영향 제한적

기대했던 임대료 둔화가 나타나지 않고 있음

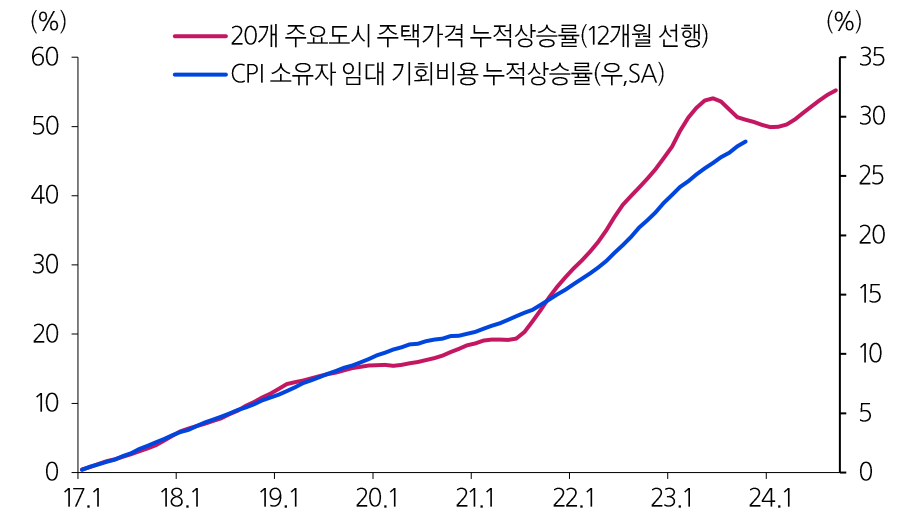
- 서베이지표(NAHB 시장지수)는 다시 하락하고 있으나 주택가격과 임대가격은 2월 상승 전환 후 상승세 지속
 - * 20개주요도시 주택가격, Zillow 주택임대가격
- 주택등록건수(매입+처분) 급감하고 있는데 이는 고금리 부담에 따른 기존주택 매도수요 감소에 따른 것으로 판단. 매물감소가 주택가격 지지
- 주택가격 반등은 간주임대료에 영향을 주고 있으며, 물가에 영향을 주는 임대료 하락폭은 주택가격대비 크지 않았던 상황
- 임대료 시차에 근거 근원물가의 큰 폭 하락을 전망하는 시각 우세했으나 실제 그 영향은 미미한 것으로 판단

주택임대가격과 CPI 주거 임대료 추이 비교(임대가격 10개월 선형)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

주택가격과 CPI 주거 임대료 추이 비교(주택가격 12개월 선형)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

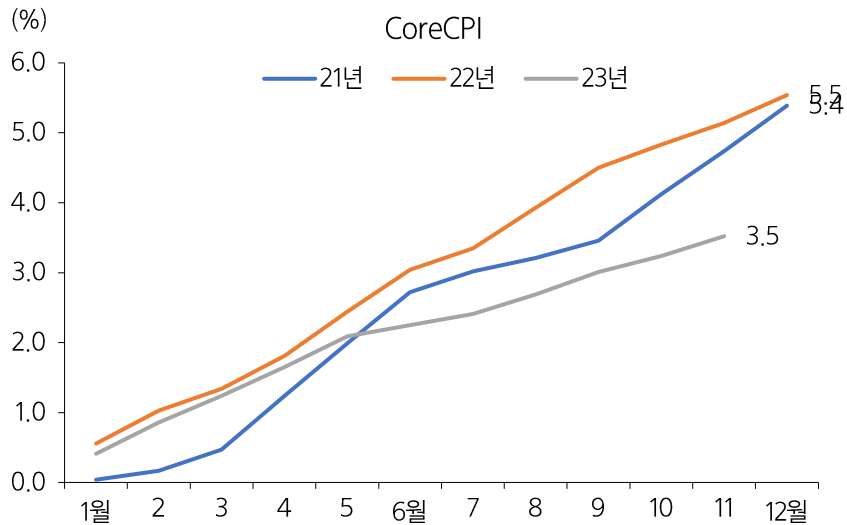
[참고] 미국 물가 지표 비교

CPI와 PCE물가의 차이

- CPI는 소비자의 직접지출을 추적하며 음식료, 주거, 운송 비중이 상대적으로 높아 (품목별 비중 2년에 한번 변경)
- PCE물가는 소비자의 직/간접 지출이 포함되며 분기마다 소비지출 변화를 감안하여 비중 변화되어 소비패턴 적시 적용에 유리하며, 비중 측면에서는 의료, 여가 비중이 높은 편

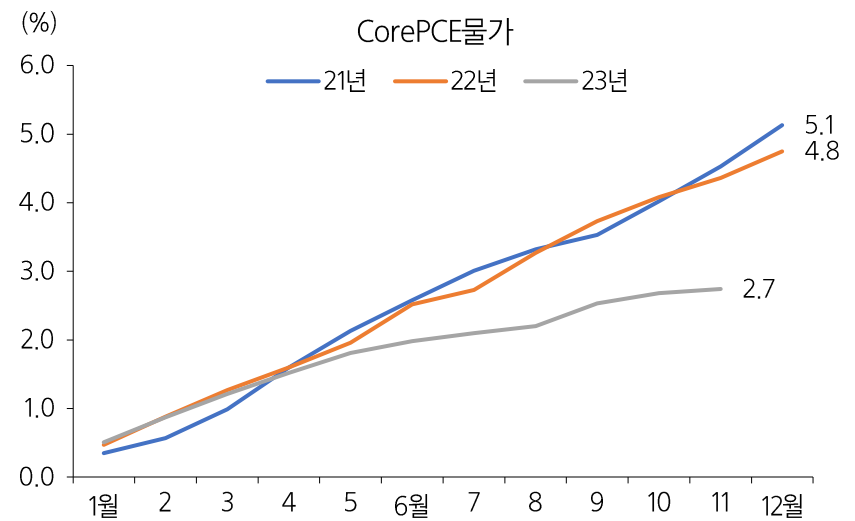
	CPI 품목별 비중%	PCE 물가 품목별 비중%
음식료	14.3	8.5
의류	2.5	2.9
주거	35.6	18.0
가구/가정용품	4.3	4.1
의료	7.8	20.2
운송	17.0	9.6
커뮤니케이션	3.4	1.8
여가	5.3	9.8
교육	2.2	1.9

주거비 비중 영향으로 Core CPI 상승 속도, PCE 대비 높아



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

CorePCE는 지난해 절반 속도, 최근 속도 느리져



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

글로벌 매크로 현황 및 24년 전망

주요 지표		22년	23년	comment	24년 전망		잠재성장률
					IMF	Bloomberg	
성장률	미국 경제성장률	2.1%	2.4%	3Q 성장률 5.1% 기록, 4Q는 2%대의 추세 이상 성장	1.5%	1.2%	1.8%
	유로존	3.3%	0.5%	중심국 독일 역성장, 연 성장률 전망 하향	1.2%	0.6%	1.1%
	일본	1.1%	1.8%	3분기 전분기비 역성장, 순수출 주도 개선의 한계	1.0%	0.9%	0.9%
	중국	3.0%	5.2%	잠재 성장률 추세적 하락 지속, 최근 성장률 전망 상향	4.2%	4.5%	4.2%
	한국	2.6%	1.3%	3분기 전분기비 0.6% 성장	2.2%	2.1%	2.0%
물가	미국 CPI (기말)	8.0%	3.1%	12월 예상물가 3.3~3.4%	2.8%	2.7%	
	미국 Core PCE	5.2%	3.2%	근원물가는 예상 하회 (상품물가 6개월 연율화 -0.8%)		2.7%	
	유로존 CPI	8.4%	2.4%	기저효과 본격 반영 큰 폭 둔화	3.3%	2.6%	
	일본 CPI	2.5%	2.8%	다시 2%대로 진입 (물가/임금 선순환 여부 주목)	2.9%	2.2%	
	중국 CPI	2.0%	-0.5%	낮은 물가(디플레이션 압력) 지속	1.7%	1.5%	
	한국 CPI	5.1%	3.3%	24년 1분기 2%대 진입 예상	2.3%	2.4%	
통화정책	미국 기준금리 (기말)	4.5%	5.5%	12월 동결, 연준 완화적 스탠스로 변화		4.3%	
	유로존 기준금리(Deposit)	2.0%	4.0%	빠른 물가 하락으로 조기 인하 기대 점증		2.75%	
	일본 기준금리	0.0%	0.0%	4월 마이너스금리 정책 폐기 여부 결정 예상		0.1%	
	중국 기준금리(LPR)	3.65%	3.5%	2개월 연속 신용공급 전년비 + 전환			
	한국 기준금리	3.25%	3.5%	동결 기조 지속		2.75%	
	QT (연준자산, \$조)	\$8.55	\$7.70	아직 지준감소는 미미, 역RP는 큰 폭 감소 지속			

자료: Bloomberg 컨센서스, IMF(WEO 2023.10월), 삼성자산운용 리서치센터

미국 경제

* 추세 이상의 양호한 성장세 지속

- 미국 견조한 성장세 유지, 4분기 성장률 2%내외 예상 (애틀란타 연준 GDPNow 4Q 전망치 2.3%)
- 소비지출, 소득지표 양호하나 일자리수 중심 고용둔화세 본격화 되고 있음 (아직 해고 및 실업수당 청구건수 증가는 미미)

주요 지표	23.1Q	23.1Q			23.2Q			23.3Q			23.4Q			24.1Q				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3		
성장률	GDP성장률	실질, 전분기연율		2.2			2.1			4.9								
	GDPNow Nowcasting	실질, 전분기연율		0.7	2.3	2.5	1.7	1.9	2.2	3.5	5.6	4.9	2.3	1.8	2.3			
	뉴욕연은 Nowcasting	실질, 전분기연율		1.2	2.8	1.4	0.5	1.6	1.6	1.9	2.1	2.1	2.8	2.2	2.4	2.2		
	소비지출	3.8			0.8			3.1			2.4							
	정부지출	4.8			3.3			5.8			3.5							
	민간투자	-9.0			5.2			10.0										
	GDI성장률	실질, 전분기연율		0.5			0.5			1.5								
물가	CPI	전년동월비		6.4	6.0	5.0	4.9	4.0	3.0	3.2	3.7	3.7	3.2	3.1				
	CPI Nowcasting			6.4	6.2	5.2	5.2	4.1	3.2	3.4	3.8	3.7	3.3	3.0	3.3			
	CPI	전월비		0.5	0.4	0.1	0.4	0.1	0.2	0.2	0.6	0.4	0.0	0.1				
	Core PCE	전년동월비		4.9	4.8	4.8	4.8	4.7	4.3	4.2	3.7	3.6	3.4	3.2				
	Core PCE Nowcasting			4.3	4.7	4.6	4.7	4.7	4.4	4.4	4.0	3.7	3.5	3.4	3.0			
	Core PCE	전월비		0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.3	0.2	0.1				
경기판단지표 (NBER)	개인소비지출	실질, MoM		1.0	0.1	-0.2	0.1	0.1	0.3	0.5	-0.1	0.4	0.1	0.3				
	개인소득(이전소득제외)	실질, MoM		0.6	0.2	0.4	0.0	0.2	0.1	0.3	0.2	0.1	0.3	0.6				
	제조업/도소매판매	실질, MoM		0.1	-0.2	-1.0	-0.3	0.9	0.0	0.8	-0.2	0.7	-0.1					
	산업생산	MoM		1.0	0.0	0.1	0.5	-0.2	-0.6	0.9	0.0	0.1	-0.9	0.2				
	비농업취업자수	3개월평균, 천명		334	320	312	227	238	201	207	169	221	192	204				
	가계조사 고용	3개월평균, 천명		515	596	549	298	135	34	77	254	192	-13	162				
서베이	ISM제조업			47.4	47.7	46.3	47.1	46.9	46.0	46.4	47.6	49.0	46.7	46.7				
	ISM서비스			55.2	55.1	51.2	51.9	50.3	53.9	52.7	54.5	53.6	51.8	52.7				
	미시간 소비자신뢰			64.9	66.9	62.0	63.7	59.0	64.2	71.5	69.4	67.9	63.8	61.3	69.4			

자료: Bloomberg, FRED, 삼성자산운용

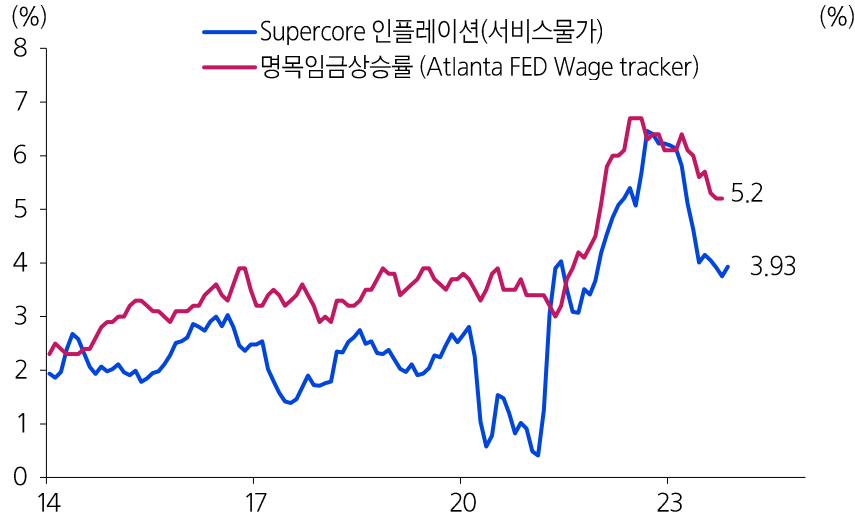
미국 고용지표, 신규일자리 둔화

* 해고 및 실업수당 청구건수는 증가는 제한적

임금 상승률은 느린 속도로 하락 (서비스물가와 연계)

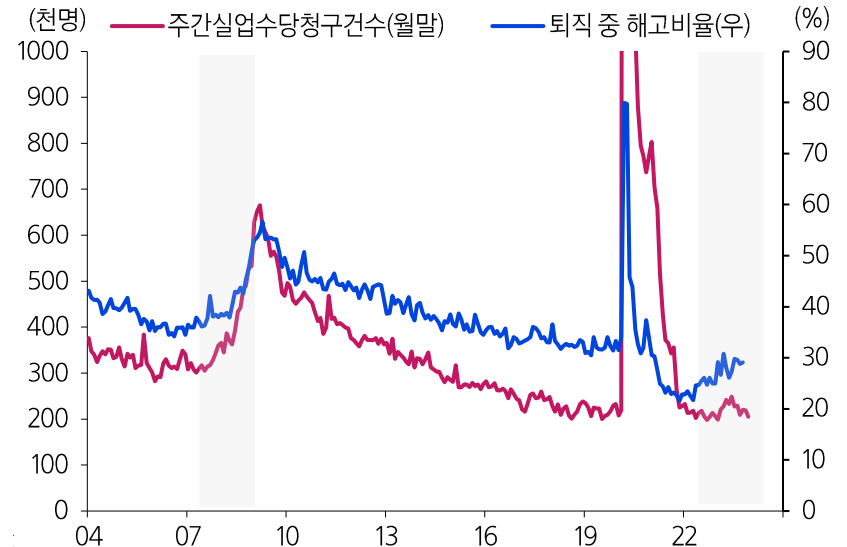
- 명목임금상승률은 여전히 5.2%(9월 이후 3개월 불변) 기록해, 느린 속도로 둔화 중
- 헤드라인 물가는 하락하고 있지만 서비스 물가가 9월 이후 정체되고 있는 것과 같은 흐름
- 현재 고용시장은 구인율 하락, 신규 일자리수 둔화 중심으로 타이트한 고용시장 환경이 완화되는 중
- 향후 해고증가와 주간실업수당 청구건수가 늘어나게 되면 고용시장 발 경기둔화 충격이 발생할 수 있음. 현재 해고율 및 주간 실업수당 청구건수는 안정적으로 유지되는 중

임금증가율 3개월 연속 5.2% 유지, 서비스물가도 하락 후 정체



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

해고비율과 주간실업수당 청구건수는 아직 안정적



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

유로존 경제

* 물가 예상보다 빠르게 하락, 금리인하 기대는 상승

	주요 지표		23.1Q			23.2Q			23.3Q			23.4Q		
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
성장률	GDP성장률	실질, 전분기	0.1			0.1			-0.1					
	컨센서스	실질,전분기	-0.3	-0.3	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	
	소비지출	실질,전분기	0.0			0.0			0.3					
	정부지출	실질,전분기	-0.2			0.1			0.5					
	민간투자	실질,전분기	0.4			-0.1			0.0					
		실질,전분기연 율	0.5			0.5			1.5					
물가	CPI	전년동월비	8.6	8.5	6.9	7.0	6.1	5.5	5.3	5.2	4.3	2.9	2.4	
		전월비	-0.2	0.8	0.9	0.6	0.0	0.3	-0.1	0.5	0.3	0.1	-0.6	
	Core CPI	전년동월비	5.3	5.6	5.7	5.6	5.3	5.5	5.5	5.3	4.5	4.2	3.6	
		전월비	-0.8	0.8	1.3	1.0	0.2	0.4	-0.1	0.3	0.2	0.2	-0.6	
경기지표	소매판매	실질, MoM	0.9	0.0	-0.4	-0.1	0.4	0.1	-0.1	-0.7	-0.1	0.1		
	산업생산	MoM	0.4	1.6	-4.2	1.1	0.1	-0.1	-1.3	0.6	-1.0	-0.7		
	건설생산	MoM	3.1	1.9	-1.9	-0.3	0.3	-1.1	0.8	-1.1	0.8	-0.9		
	승용차판매	MoM	-14.2	4.9	36.0	-26.2	16.8	12.1	-18.2	-10.0	10.3	-0.6	2.9	
서베이	마켓 제조업	기준선 50	48.8	48.5	47.3	45.8	44.8	43.4	42.7	43.5	43.4	43.1	44.2	44.2
	마켓 서비스	기준선 50	50.8	52.7	55.0	56.2	55.1	52.0	50.9	47.9	48.7	47.8	48.7	48.1
	소비자신뢰지수		-20.6	-19.0	-19.1	-17.5	-17.4	-16.1	-15.1	-16.0	-17.7	-17.8	-16.9	-15.1
신용/유동성	소비자신용 (순월간변동)	십억유로	0.6	1.6	2.4	1.9	1.4	0.5	2.3	2.7	2.6	0.2		
	가계주택대출	십억유로	2.9	5.2	6.9	1.5	-33.2	4.1	-2.9	3.9	1.8	12.3		
	M1	전년동월비	-1.2	-3.1	-4.7	-5.7	-7.1	-8.0	-9.4	-10.4	-9.7	-10.0		
	M2	전년동월비	2.6	1.7	1.1	0.5	-0.2	-0.6	-1.6	-2.4	-2.1	-2.1		

- 미약한 성장세 지속
- 4분기도 전분기비 개선
세 미미

- 물가는 빠르게 하락
- 11월 전월비 0.6%하락

- 자동차 판매 일부 회복
- 생산/소비지표 부진은
지속되고 있음

- 제조업지표 여전히 수
축국면 진행

- 소비자 신용증가세 둔
화 흐름

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

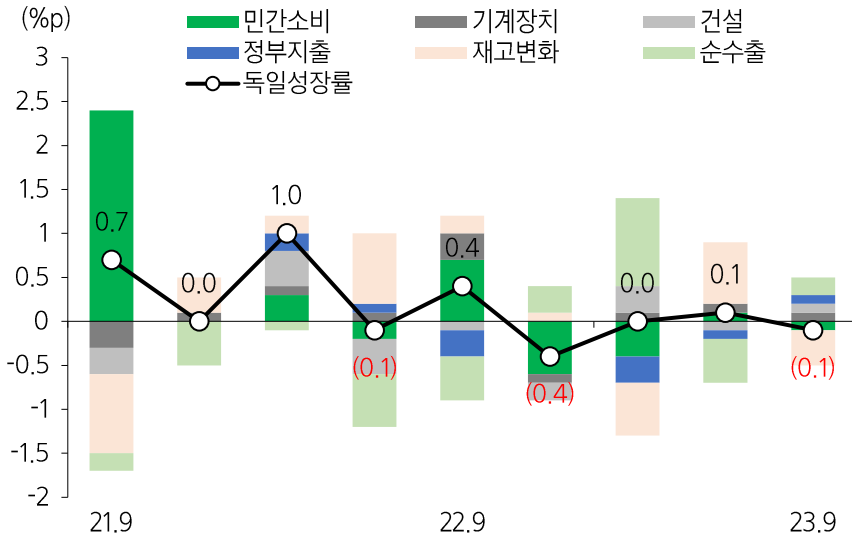
23년 역성장이 예상되는 독일

* 소비부진 심화 속 제조업 회복은 더딘 상황

제조업 및 중국 회복이 절실

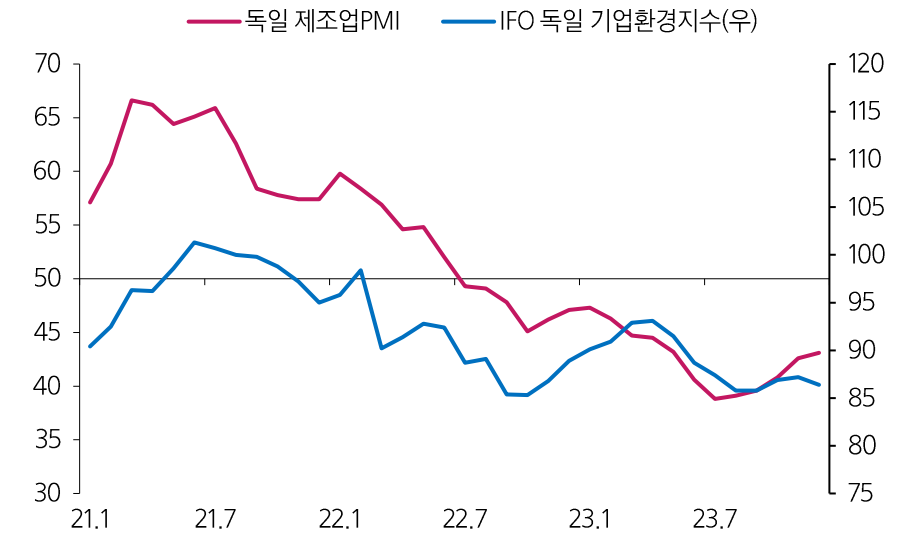
- 독일 경제는 올해 선진국 중 유일하게 역성장이 예상됨(-0.3%). 소비부진 누적에 순수출 성장기여도 부정적 영향을 주고 있음
- 독일은 타국 대비 중국노출도(독일 수출입의 중국 노출도 수출 6.8%, 수입 12.8%)와 제조업 비중(GDP내 21%)이 높은 편
- 중국, 독일 제조업 지표는 장기간 수축기간(기준선 50이하)에 머물러 있음
- 장기 부진에도 불구하고 글로벌 공급망 변화 영향으로 기대했던 제조업 반등이 계속 지연되는 상황
- 중국 내수의 회복 신호 등 일부 긍정적 신호가 나타나고 있으나 탄력적 경기 반등을 기대하는 어려운 상황

독일 23년 역성장 예상 : 소비부진 심화, 재고/순수출 변동성



자료: Bloomberg

IFO지수 및 제조업지표 부진 지속



자료: Bloomberg

일본 경제

* 3분기 역성장(순수출/투자 악화). 생산/주문은 견조한 상황

	주요 지표		23.1Q			23.2Q			23.3Q			23.4Q		
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
성장률	GDP성장률	실질,전분기연율	5.0			3.6			-2.9					
	소비지출	실질,전분기연율	3.6			-2.5			-0.6					
	정부지출	실질,전분기연율	0.7			-0.2			1.3					
	민간투자(주택)	실질,전분기연율	1.2			7.0			-2.1					
	민간투자(비주거)	실질,전분기연율	7.2			-5.2			-1.8					
	수출	실질,전분기연율	-13.6			16.2			1.5					
	수입	실질,전분기연율	-21.5			13.8			2.2					
	수출물량	전년동월비	-8.3	-6.3	-7.5	-4.4	-3.6	-4.0	-2.8	-5.3	0.2	-3.4	-5.6	
	미국향 수출	전년동월비	-1.5	2.3	-5.7	-0.4	2.1	3.9	9.4	3.8	8.6	8.8	3.4	
	EU향 수출	전년동월비	-6.5	0.6	-14.6	1.4	4.5	1.3	1.0	1.1	-0.6	0.4	-11.8	
아시아향 수출	전년동월비	-12.6	-10.8	-9.4	-9.2	-8.8	-11.0	-10.2	-11.5	-3.2	-7.7	-7.5		
물가	CPI	전년동월비	4.3	3.3	3.2	3.5	3.2	3.3	3.3	3.2	3.0	3.3	2.8	
	Core CPI	전년동월비	3.2	3.5	3.8	4.1	4.3	4.2	4.3	4.3	4.2	4.0	3.8	
경제활동	소매판매	MoM	0.8	2.1	0.3	-1.1	1.4	-0.6	2.2	0.2	0.4	-1.7		
	기계주문	MoM	9.5	-4.5	-3.9	5.5	-7.6	2.7	-1.1	-0.5	1.4	0.7		
	산업생산	MoM	-3.9	3.7	0.3	0.7	-2.2	2.4	-1.8	-0.7	0.5	1.3		
서베이	Nikkei/Markit 제조업		48.9	47.7	49.2	49.5	50.6	49.8	49.6	49.6	48.5	48.7	48.3	
	Nikkei/Markit 서비스업		52.3	54.0	55.0	55.4	55.9	54.0	53.8	54.3	53.8	51.6	50.8	
	소비자신뢰지수		31.0	30.9	34.0	35.0	36.2	36.8	37.1	36.1	35.6	35.9	35.8	
주식/채권수급	외국인 주식 순매수	십억엔	265	-240	-3608	4976	2745	1803	890	-728	-5475	2653	955	
	외국인 채권 순매수	십억엔	-4241	-479	3035	1692	1051	-747	-1442	-402	-2028	-1798	1709	
	일본거주자 해외주식 순매수	십억엔	1668	-2150	195	357	-1076	46	-1958	-112	1165	737	-511	
	일본거주자 해외채권 순매수	십억엔	1118	4132	5065	-1156	3077	2395	-1643	1756	3396	1268	-1098	

- 상반기 높은 성장세 기록했으나 3분기 역성장 전환
- 순수출 효과 소멸
- 물량기준 수출 다시 역성장으로 전환
- 물가 2%대 진입
- 주문/생산 양호하나 소비는 부진
- 서비스업 둔화 흐름
- 4분기 외국인 주식 매수 재개

자료: Bloomberg, 삼성자산운용

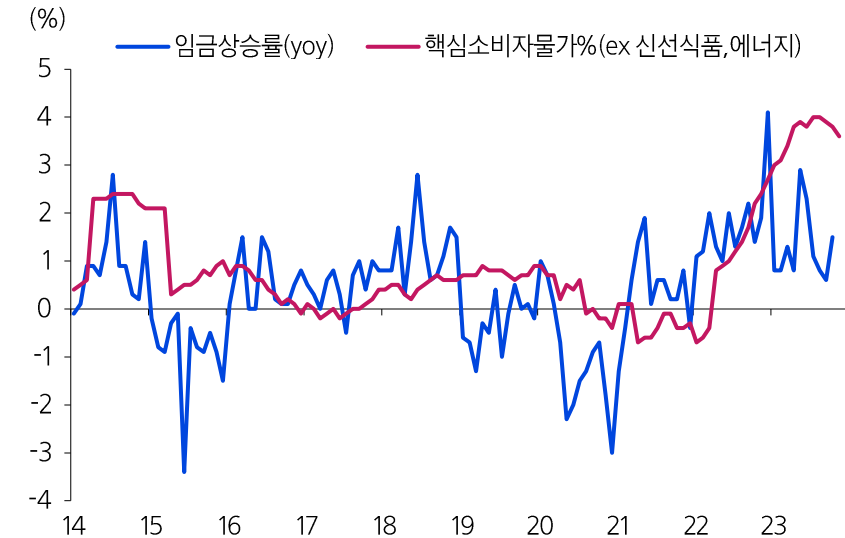
통화정책 전환 기대와 엔화 강세

* 완만한 엔강세 지속 예상

통화정책 전환(완화→긴축) 기대로 엔/달러 142엔대로 급락(엔 강세 전환)

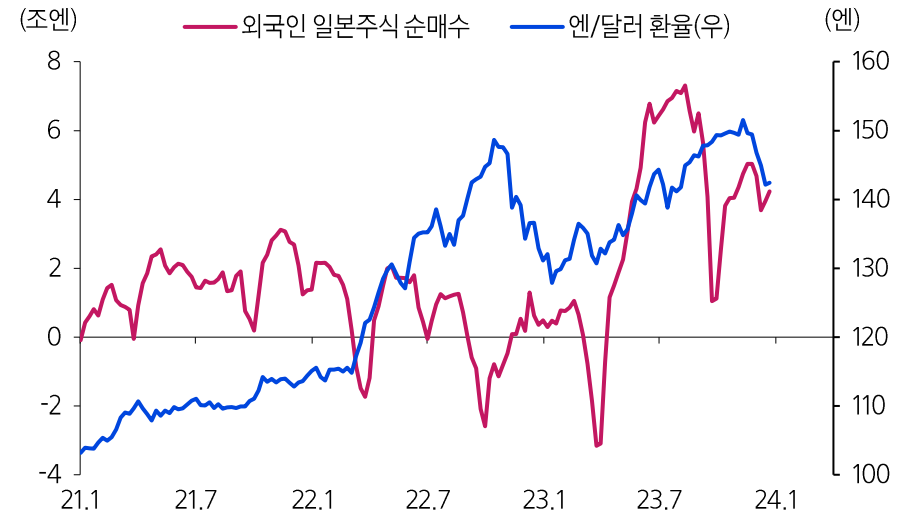
- 12월 19일 통화정책 회의에서 통화정책 전환 기대가 높았으나 회의결과 현 정책을 그대로 유지
- 회의를 통해 일본 은행 총재는 마이너스 금리정책 조기종료 예상이 강해지는 것을 경계 (물가목표 달성에 대한 확신 아직 부족)
- 안정적인 2% 물가 목표 달성을 위해 임금과 물가의 선순환 확인이 필요하다는 입장. 정책 전환시점은 임금협상 마무리된 4월경으로 예상됨
- 이에 앞서 1~3월 통화정책 회의에서 포워드가이던스(필요시 주저없이 추가적 금융완화 조치 추진) 삭제가 선행될 것으로 판단
- 기존 입장 고수에도 엔화의 강세 흐름은 지속 중 (1~3월 중 포워드가이던스 변화에 대한 기대로 해석). 내년 1분기 완만한 엔강세 지속 예상

물가와 임금의 선순환 (24년 3월 임금협상 결과 확인)



자료: Bloomberg

엔강세 전환 이전부터 외국인 일본주식 순매수 강도는 약화



자료: Bloomberg

한국 경제

* 수출/반도체 중심 회복, 내수 부진은 지속

주요 경제 지표	23.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월
반도체 생산 (YoY)	-33.5	-40.3	-27.6	-23.5	-19.4	-15.6	-16.3	1.3	14.8	10.5	
반도체 판매 (YoY)	-38.7964	-42.2001	-19.577	-31.5	-24.0	10.2	-5.2	-3.0	19.9	1.4	
반도체 재고 (YoY)	25.0	23.4	24.8	54.6	59.5	28.1	24.3	45.1	45.7	40.8	
D램가격(DDR4 D램 1Gb)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6
삼성전자 주가	6.1	6.1	6.4	6.6	7.1	7.2	7.0	6.7	6.8	6.7	7.3
수출증가율 (YoY)	-16.4	-7.7	-13.9	-14.5	-15.4	-6.0	-16.1	-8.1	-4.4	5.1	7.8
(반도체)	-44.5	-42.6	-34.5	-41.0	-36.2	-28.0	-33.6	-20.6	-13.5	-3.1	12.6
수입증가율 (YoY)	-2.7	3.5	-6.5	-13.7	-14.0	-11.8	-25.4	-22.8	-16.5	-9.7	-11.6
무역수지 (백만달러)	-12646.0	-5366.0	-4704.0	-2515.0	-2195.0	1208.0	1820.0	1014	3697.0	1627.0	3800.0
소비자심리지수	90.7	90.2	92.0	95.1	98.0	100.7	103.2	103.1	99.7	98.1	97.2
소매판매액 (YoY)	-3.8	-1.8	0.1	-1.4	-0.6	1.5	-1.7	-4.8	-2.0	-4.4	
전월비	-1.8	5.2	0.1	-2.6	0.6	1.0	-3.3	-0.3	0.1	-0.8	
(백화점 매출) (YoY)	-3.7	8.6	9.5	2.5	-0.2	0.3	2.1	-4.9	3.1	-2.6	
(할인점 매출) (YoY)	-3.8	5.8	1.2	3.3	1.7	0.3	2.6	-8.4	10.0	-4.1	
설비투자 (YoY)	-7.3	4.1	1.9	4.2	-4.9	-2.5	-11.2	-14.6	-5.6	-9.7	
M2 (YoY)	4.4	4.1	3.8	3.2	2.3	2.2	2.5	2.2	2.5	2.3	
주택담보대출 (YoY)	2.3	2.0	2.0	2.1	2.6	3.3	3.8	4.4	5.1	5.6	6.2
서울아파트매매가격지수	94.6	93.6	96.3	92.6	92.6	92.7	93.0	93.4	93.9	94.2	94.4
(전월비 %)	-1.8	-1.1	-3.0	-0.4	0.0	0.2	0.3	0.5	0.5	0.4	0.1
서울 아파트거래량 (건)	4529	10226	3348	5296	12001	6506	7626	5830	6938	6605	

• 반도체 회복 가속
(25년에 대한 기대 점증)

• 수출증가율, 2개월 연속
+성장, 무역수지 개선

• 소비심리는 하락
• 소매판매 전월비 약세, 설비투자 부진 등 내수부진은 심화

• 주택대출 증가 지속

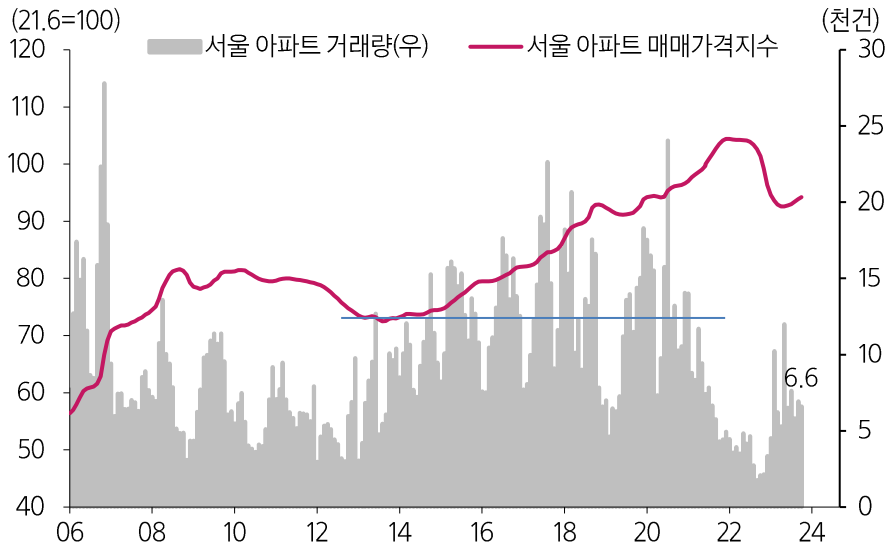
• 11월말 주간단위 아파트
가격 하락 전환, 매물증가

자료: Bloomberg, 한국부동산원, 삼성자산운용

11월 중순 이후 서울아파트가격 전주비 하락 전환(4주 지속)

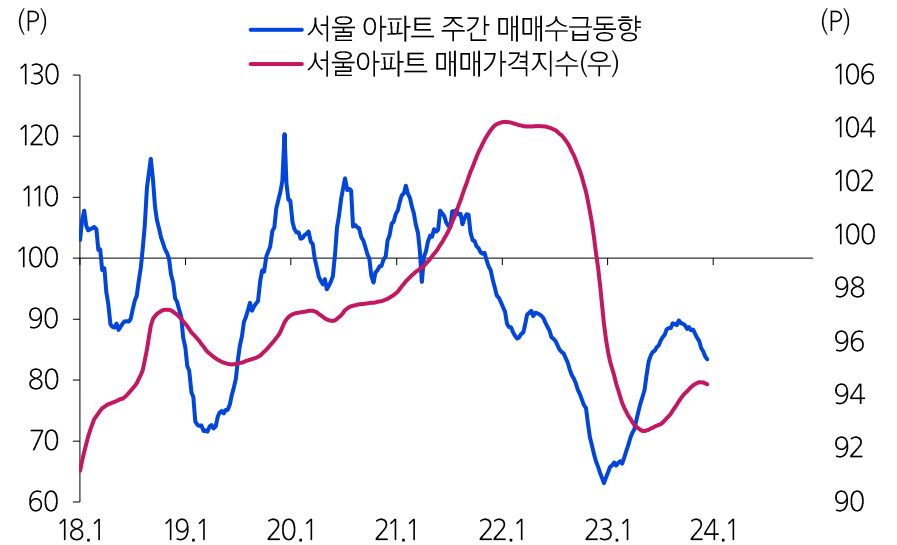
- 11월 중순 이후 주간 기준 서울 아파트 가격 전주비 하락 전환. 매매수급동향(100이하 매도우위)도 하락 반전
- 서울 아파트 매물은 78000건으로 역대 최다. 매물이 지속적으로 쌓이는 구조
- 전세가격 상승하고 있으나 2년 단위 갱신주기 감안 시 역전세(집주인 전세금 일부 반환) 현상은 당분간 지속

서울아파트 가격 추이 및 거래량 (월)



자료: 한국부동산원, 삼성자산운용

서울 아파트 가격추이 (주간)



자료: 한국부동산원, 삼성자산운용

중국 경제

* 소비/생산 회복, 유동성 소폭 반등, 투자부진은 지속

주요 경제 지표	23.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월
GDP tracker 예상(%)	4.5	4.4	5.9	8.0	6.3	5.6	5.2	5.9	5.9	6.3	7.6
23년 성장률 추이(Bloomberg)	5.1	5.2	5.3	5.5	5.6	5.5	5.2	5.1	5.0	5.1	5.2
리커장 지수(YoY)	5.5	7.2	7.7	7.2	6.5	5.1	6.6	5.3	7.3	7.0	8.3
GDP 분기 성장률(YoY)		4.5			6.3			4.9			
중국금융상황지수*	91.5	86.3	85.7	82.7	79.0	80.6	81.2	81.6	78.3	74.2	69.0
China Credit Impulse(YoY)	-0.2	1.9	0.6	1.8	0.0	-2.3	-1.8	-1.0	-1.4	0.1	0.9
사회융자총액(십억위안)	5995	3161	5385	1225	1554	4225	536	3127	4131	1845	2455
위안화대출(십억위안)	4900	1812	3888	719	1363	3050	346	1358	2312	738	1090
그림자금융(net, 십억위안)	349	-8	192	-115	-146	-90	-172	101	301	-257	
지방채발행(net, 십억위안)	643	576	890	673	755	830	619	1309	768	1398	667
수출증가율(YoY)	-11.9	-3.0	11.2	7.1	-7.4	-12.3	-14.3	-8.7	-6.2	-6.4	0.5
수입증가율(YoY)	-20.9	4.5	-1.8	-8.6	-4.9	-6.8	-12.2	-7.3	-6.3	3.0	-0.6
무역수지 (십억\$)	92.5	11.9	78.2	86.3	65.5	69.7	80.2	68.3	77.8	56.5	68.4
통계국 PMI (기준선 50)	50.1	52.6	51.9	49.2	48.8	49.0	49.3	49.7	50.2	49.5	49.4
HSBC PMI (기준선 50)	49.2	51.6	50.0	49.5	50.9	50.5	49.2	51	50.6	49.5	50.7
산업생산 증가율(YoY)			3.9	5.6	3.5	4.4	3.7	4.5	4.5	4.6	6.6
고정자산 투자(YTD %)		5.5	5.1	4.7	4.0	3.8	3.4	3.2	3.1	2.9	2.9
부동산 투자증가율(YTD %)		-5.7	-5.8	-6.2	-7.2	-7.9	-8.5	-8.8	-9.1	-9.3	-9.4
주택판매증가율(YTD %)		3.5	7.1	11.8	11.9	3.7	0.7	-1.5	-3.2	-3.7	-4.3
신규주택가격(YoY)		-1.9	-1.4	-0.7	-0.5	-0.4	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.7
소매판매(YoY)		-1.8	10.6	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1
자동차 판매 (YoY)		4.6	11.5	38.0	24.2	-1.1	-1.5	1.1	2.8	11.4	14.7
소비자물가(YoY)	2.1	1.0	0.7	0.1	0.2	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.5
생산자물가(YoY)	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0

• GDP추정치 지표 동 반 상향 (실물지표 개선 영향)

• 신용지표 2개월 연 속 반등, 아직 강도 는 과거대비 약한편

• 수출입 개선폭 미미

• 제조업 PMI는 정체 속 산업생산은 반등

• 소비, 자동차판매 반 등, 투자지표 부진은 지속

• 물가 디플레 압력

자료: 삼성자산운용, Bloomberg

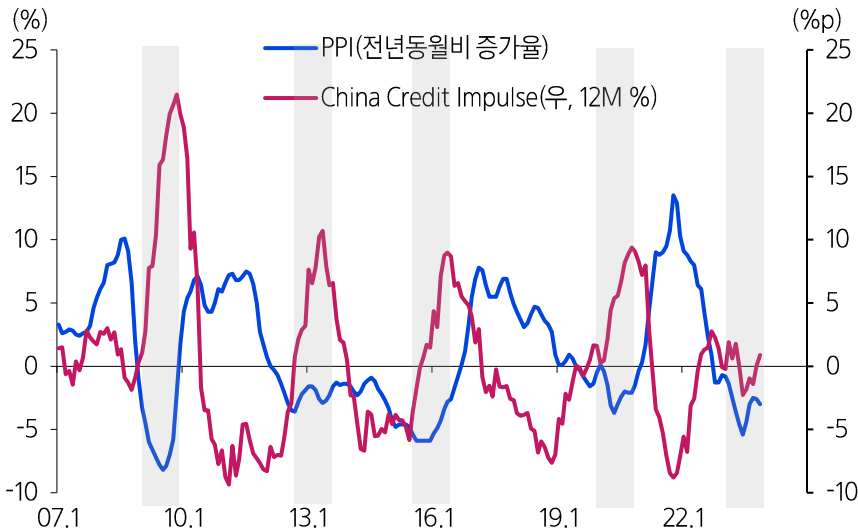
중국 경기 판단 지표

신용증가와 가계 주택대출비중 모두 소폭 증가

소비에서 시작된 회복, 투자로 확산되는 지 확인 필요

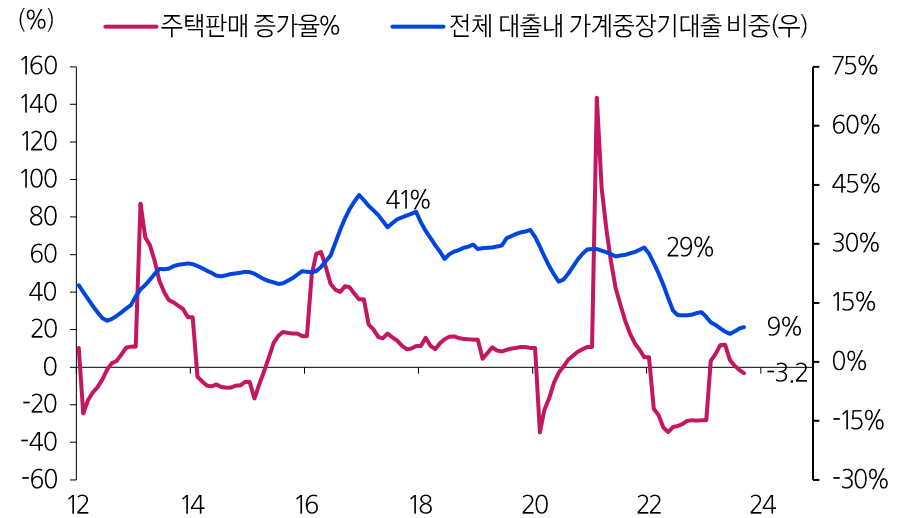
- 최근 중국 성장률이 상향 조정 되고 있음. 소매판매(자동차), 산업생산 등의 지표가 강하게 반등하고 있기 때문
- 다만 해당 지표는 전년동월비 지표로 리오프닝 직전(2022년 11월)과 비교한 지표이기 때문에 추세적인 방향성 체크 필요
- 중국 경기의 추세적 회복을 보는 지표로 두가지를 제시한 바 있음 1)신용증가율, 2)가계의 주택대출 수요
- 두 지표 모두 소폭 반등하고 있어 최악의 상황은 벗어나고 있는 것으로 판단됨. 다만 회복 강도가 아직은 약한 것으로 판단

신용공급 2개월 연속 증가했으나 강도는 약해



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

중국 가계, 적극적으로 주택대출을 늘리고 있지 않아



자료: Bloomberg, 삼성자산운용