Daishin
2024년 경제 및 금융시장 전망

# 자산배분

## 금리가 내려오는 길에 만날 수 있는 기회들

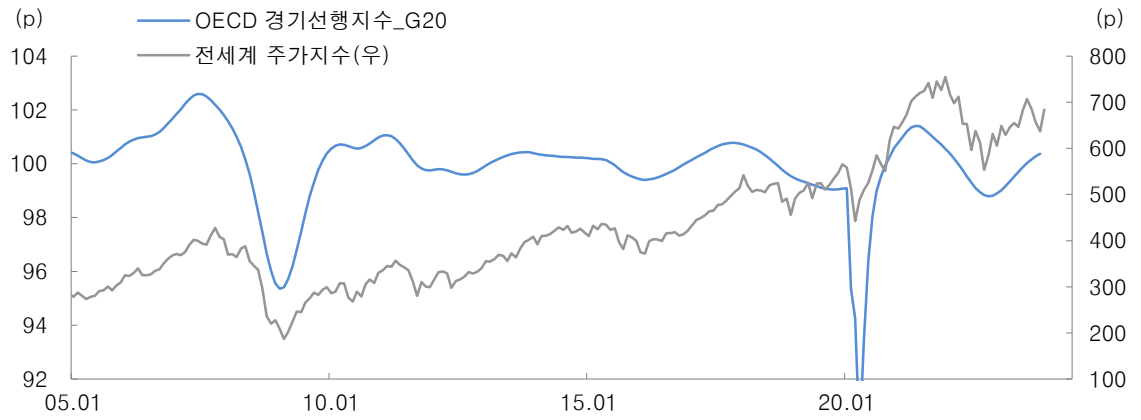
▪ 조승빈 seungbin.cho@daishin.com

## 2023년에 회복되던 글로벌 경기. 연말 들어 둔화 가능성 나타나기 시작

### OECD 경기선행지수(G20 기준) 확산비율은 30%대로 하락

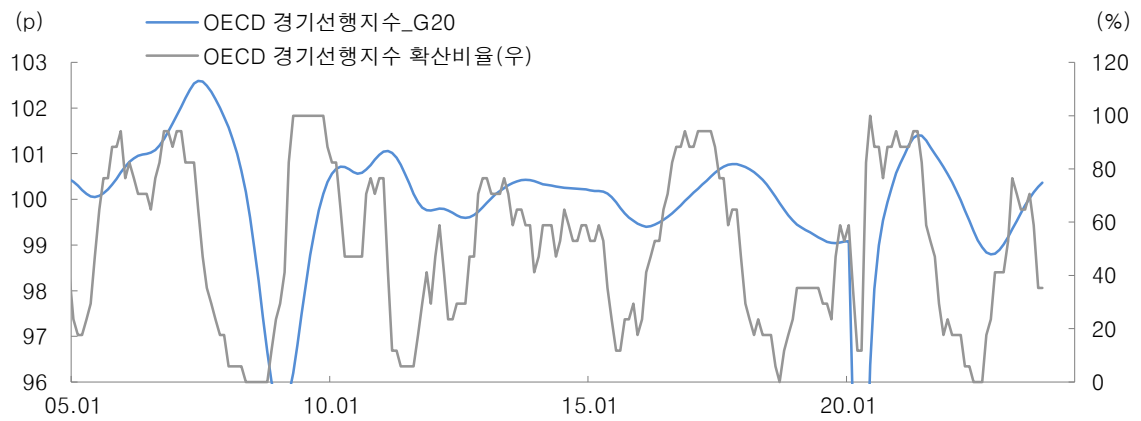
- OECD 경기선행지수(G20 기준)는 2022년 10월을 저점으로 꾸준히 개선
- 경기선행지수의 회복은 글로벌 경기의 연착륙 기대감을 높이고, 주식시장의 강세 흐름을 뒷받침
- OECD 경기선행지수의 변곡점을 미리 가늠해볼 수 있는 경기선행지수 확산비율은 OECD에서 경기선행지수가 제공되는 국가중 경기선행지수가 전월대비 개선된 국가의 비율을 의미
- 경기선행지수 확산비율은 지난 10월 32.3%로 하락. OECD 경기선행지수 둔화 가능성 높아지기 시작

**OECD 경기선행지수는 2022년 10월 저점 이후 꾸준히 개선되며 글로벌 주식시장 강세 뒷받침**




자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

**OECD 경기선행지수 확산비율은 7월 이후 빠르게 하락. 경기회복 속도 둔화 가능성 나타나기 시작**



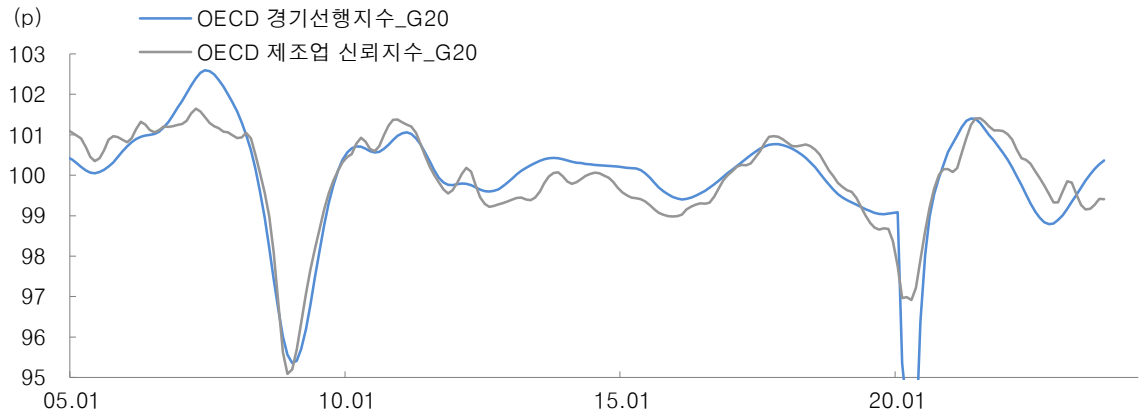

자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

## OECD 경기선행지수가 약해지는 건 제조업 경기가 지지부진하기 때문

### 10월 들어 다시 전월대비 하락한 OECD 제조업 신뢰지수

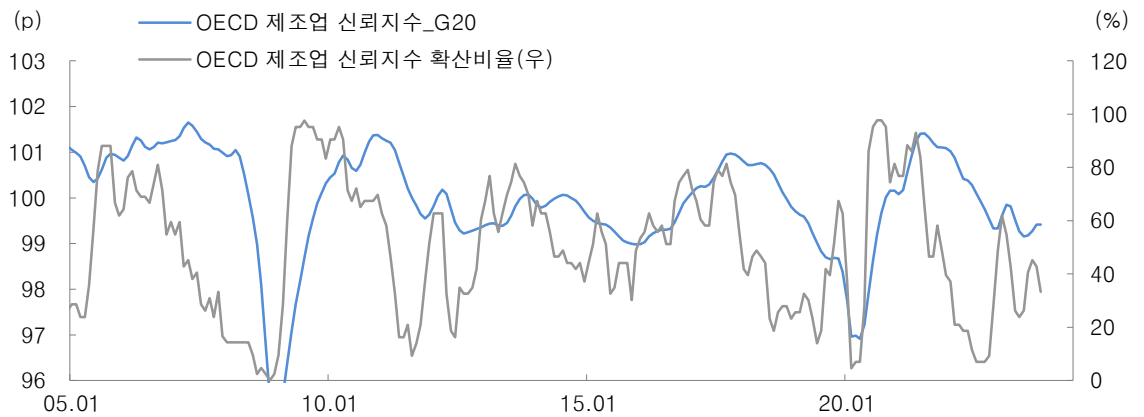
- 올해 들어 꾸준히 개선됐던 OECD 경기선행지수(G20)와 달리 제조업 신뢰지수는 부진한 모습
- OECD 제조업 신뢰지수(G20)는 6월 저점 이후 소폭 회복됐지만 10월에 다시 전월대비 하락
- 글로벌 제조업 경기 부진은 OECD 경기선행지수의 개선속도 둔화 가능성을 높이는 요인중 하나
- OECD 제조업 신뢰지수 확산비율도 상승추세를 만들지 못하고 지난 10월 33.3%로 하락
- OECD 제조업 신뢰지수는 당분간 지지부진한 흐름을 나타낼 것으로 예상

**올해 들어 꾸준히 개선된 OECD 경기선행지수와 달리 부진한 모습을 보여준 제조업 신뢰지수**




자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

**OECD 제조업 신뢰지수 확산비율은 다시 30%대로 하락**



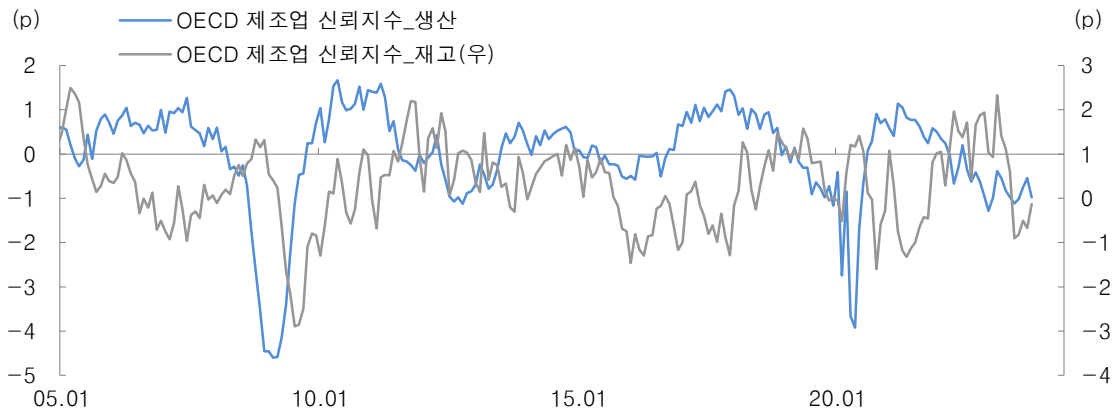

자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

## 글로벌 제조업 재고가 낮은 수준이라 침체국면에 빠질 가능성은 낮아

### 다만, 글로벌 제조업 생산의 회복속도는 기대만큼 빠르지 않은 모습

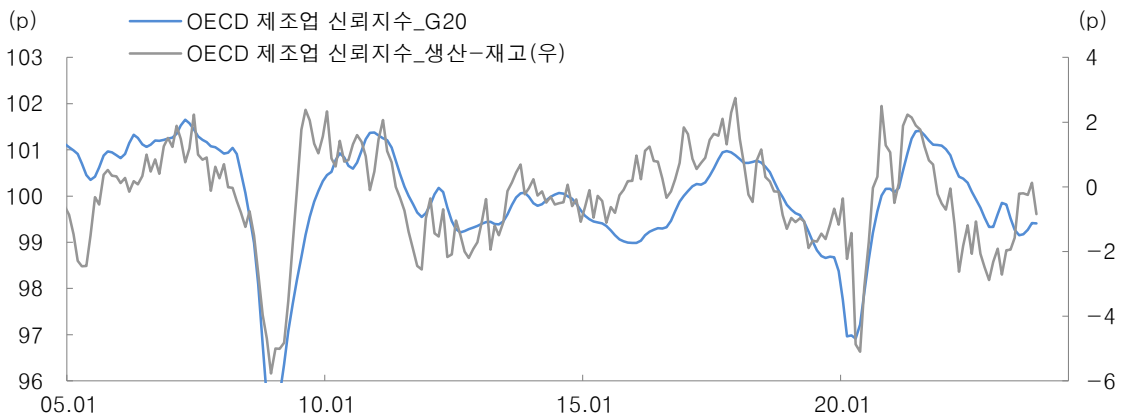
- 글로벌 제조업 경기가 부진한 상황에서도 긍정적인 흐름은 재고가 빠르게 축소되었다는 점
- 제조업 재고지수가 전저점 수준까지 내려오면서 중장기적으로 생산 확대 여력 확보
- 하지만 기대만큼 생산이 본격적으로 늘어나지 않고 있다는 점이 제조업 경기 회복을 막고있는 요인
- OECD 제조업 신뢰지수의 변곡점을 선행해서 움직이는 생산-재고 사이클도 다시 둔화
- 글로벌 제조업 경기 저점통과 신호는 아직 유효하지만 뚜렷한 회복을 위해서는 생산 확대가 필요

**빠르게 축소된 재고지수. 다만, 생산의 본격적인 확대로 이어지지 않고 있는 상황**




자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

**OECD 제조업 신뢰지수를 선행하는 생산지수-재고지수도 다시 둔화되기 시작**



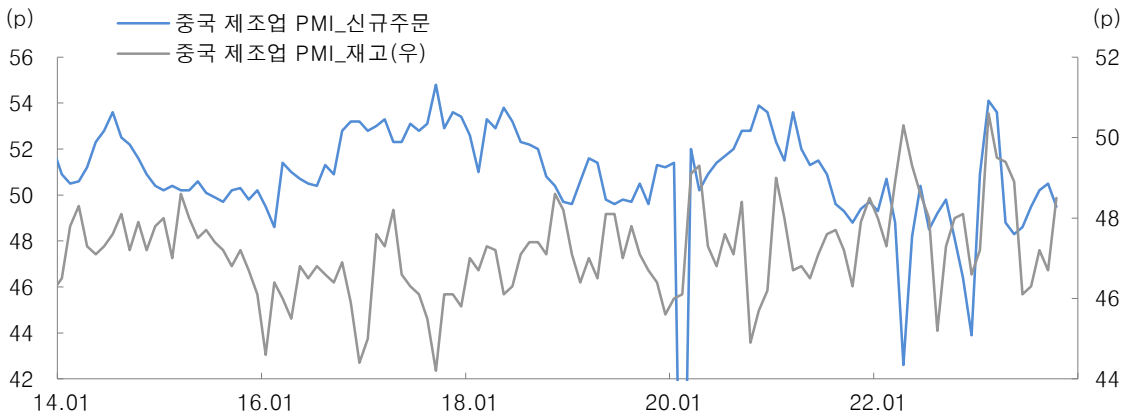

자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

## 수요에 대한 불확실성이 본격적인 생산확대를 제한하는 요인

### 주요국 제조업 PMI의 신규주문 데이터 둔화에서도 확인되는 약한 수요

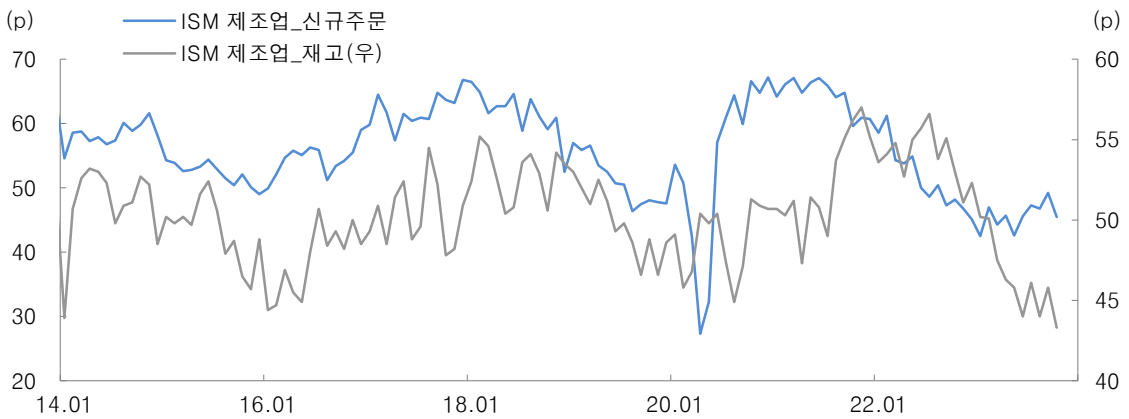
- 재고축소가 생산확대로 연결되지 못하고 있는 것은 수요에 대한 불확실성 때문이라 판단
- 중국 제조업 PMI를 살펴보면 최근 생산지수가 높아지자 재고지수가 따라 올라오는 모습
- 재고지수의 상승은 수요가 그만큼 높지 않다는 것을 보여주는 신호. 신규주문도 하락하며 50선 하회
- 미국 ISM 제조업 지수에서도 신규주문 지수가 둔화되며 부진한 상황
- 다만, 미국 ISM 제조업 지수는 중국과 달리 재고지수 하락이 지속되는 모습

**중국 제조업 PMI 재고지수의 가파른 반등으로 신규주문 지수 하락 전환**




자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

**ISM 제조업 신규주문 지수도 전월대비 하락. 다만, 중국과 달리 재고지수의 하락이 지속되는 모습**



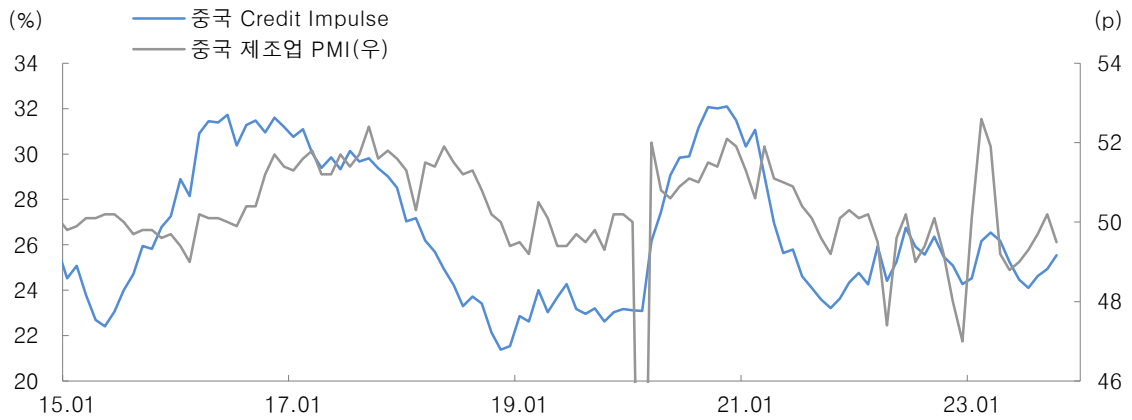

자료: ISM, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 중국의 경기부양책으로 경기 하단은 방어중

### 다만, 중국 경기의 탄력적인 회복을 기대하기에는 이른 시점

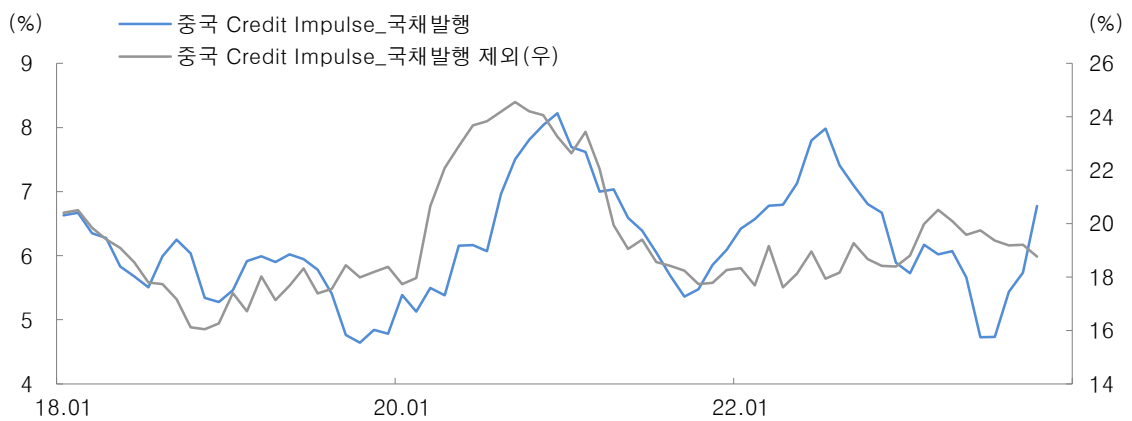
- 중국 제조업 PMI의 추가 악화 가능성이 낮을 것으로 예상하는 이유는 Credit Impulse의 개선 때문
- GDP 대비 신용창출 증감 규모를 나타내는 Credit Impulse가 개선될 때 제조업 PMI도 양호
- 최근 중국 Credit Impulse는 3개월 연속 회복. 중국 정부의 국채발행 부문이 주도
- 3월 이후 국채발행을 제외한 신용창출 부진 뚜렷. 경기를 방어하기 위한 국채발행 부문 빠르게 확대
- 중국의 경기부양책이 경기 하단을 방어하고 있지만 탄력적인 경기회복으로 연결될지는 아직 의문

**중국 Credit Impulse의 회복으로 중국 제조업 PMI의 추가 악화는 제한될 것으로 예상**




자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**중국 Credit Impulse의 개선은 국채발행 부문이 주도. 경기부양책이 경기하단을 방어중**



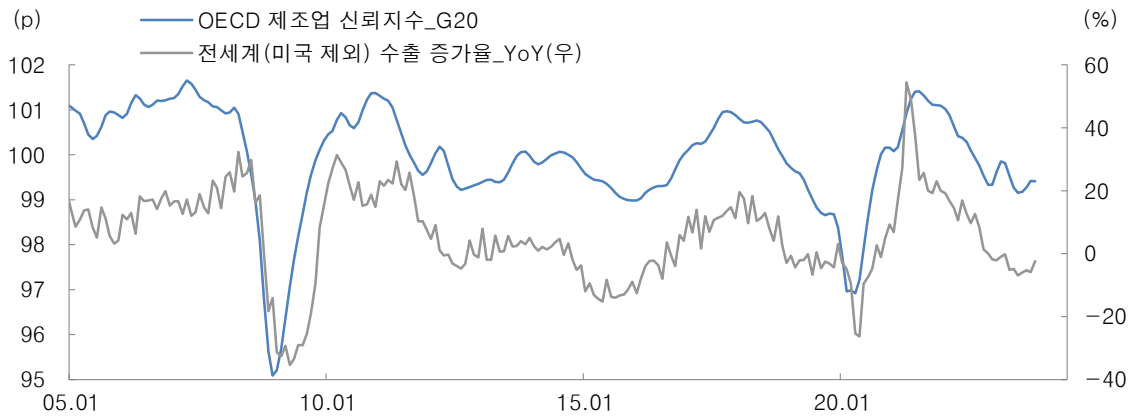

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

# 글로벌 제조업 경기의 본격적인 개선 전까지 글로벌 교역도 정체 흐름 전망

## 글로벌 교역 회복 이후 달러의 추세적 약세 기대

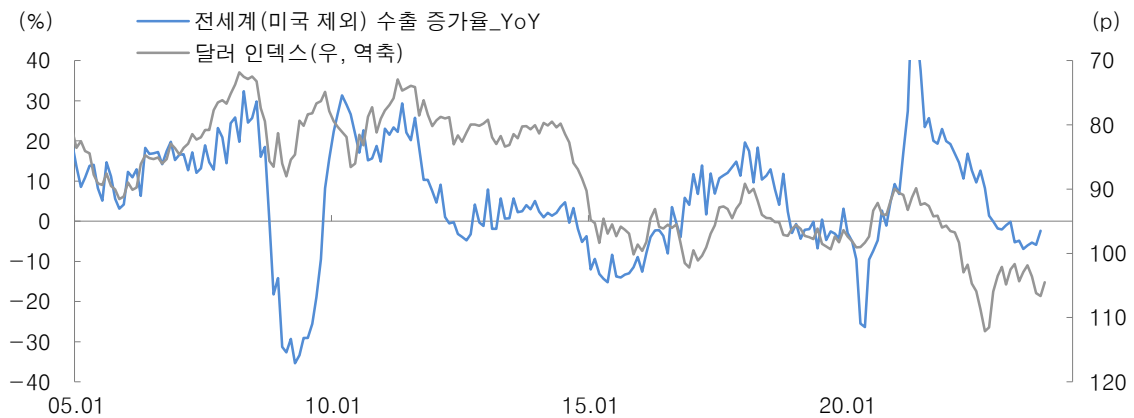
- 글로벌 제조업 경기가 개선될 때 미국 제외 주요국 수출 증가율도 회복
- 최근 글로벌 제조업 경기의 더딘 회복으로 글로벌 교역 또한 가파른 개선을 기대하기 어려움
- 글로벌 교역 개선이 중요한 이유는 글로벌 교역이 회복될 때 달러가 추세적으로 약세를 나타냈기 때문
- 글로벌 제조업 경기의 저점 통과 신호는 아직 유효하다는 점에서 제조업 경기 회복과 함께 글로벌 교역이 살아날 경우 달러는 추세적인 약세 흐름을 나타낼 것으로 기대

**OECD 제조업 신뢰지수가 개선될 때 미국 제외 주요국 수출 증가율도 개선**




자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

**제조업 경기 저점통과와 글로벌 교역의 개선 이후 달러의 추세적 약세 기대**



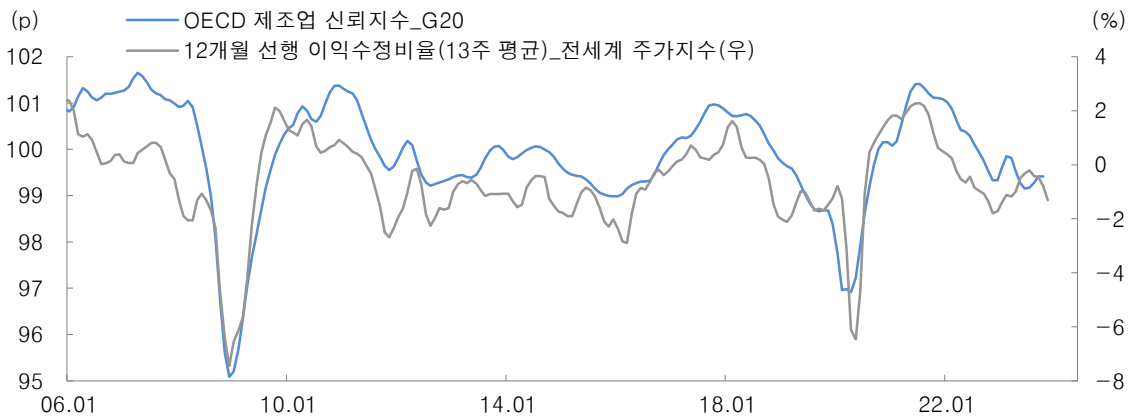

자료: CEIC, 대신증권 Research Center

## 글로벌 제조업 경기의 부진은 기업실적에도 부정적인 요인

### 기업실적 하향조정 압력이 높아지면 회사채 스프레드 확대로 연결

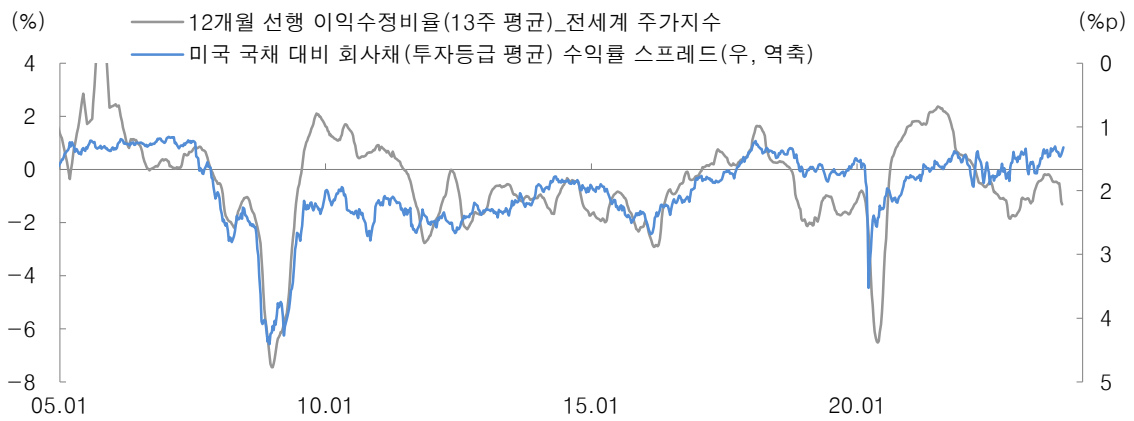
- 글로벌 제조업 경기는 기업실적 전망의 방향성에 영향을 미치는 중요한 변수
- OECD 제조업 신뢰지수가 개선될 때 전세계 주가지수 이익수정비율도 상승
- 2022년 11월에 저점을 기록했던 전세계 주가지수 이익수정비율은 8월 이후 다시 하락
- 이익수정비율이 마이너스권에서 하락한다는 것은 기업실적 하향조정 압력이 높아지는 것을 의미
- 이익수정비율 하락은 회사채 스프레드 확대로 연결
- 전저점 수준까지 내려간 투자등급 회사채 스프레드의 확대 가능성 염두

**OECD 제조업 신뢰지수 둔화는 전세계 주가지수 이익수정비율 하락으로 연결**




자료: OECD, Refinitiv, 대신증권 Research Center

**기업실적 하향조정 압력이 강해지면 회사채 스프레드 확대로 연결**



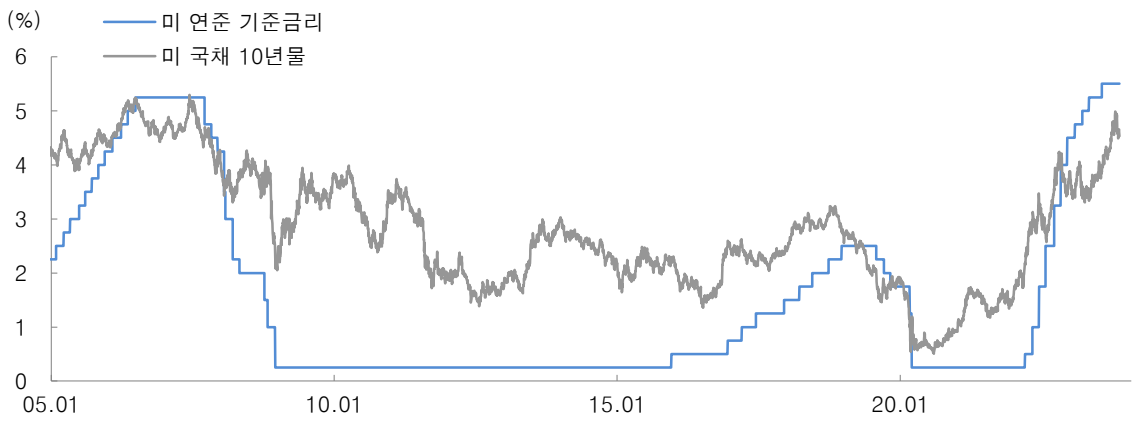

자료: Refinitiv, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 연준의 기준금리 동결 국면 진입으로 시장금리 상승압력 완화

### 연방기금금리 선물 1개월~12개월물 최대값은 SVB사태 직전 고점을 넘지 못하고 정체중

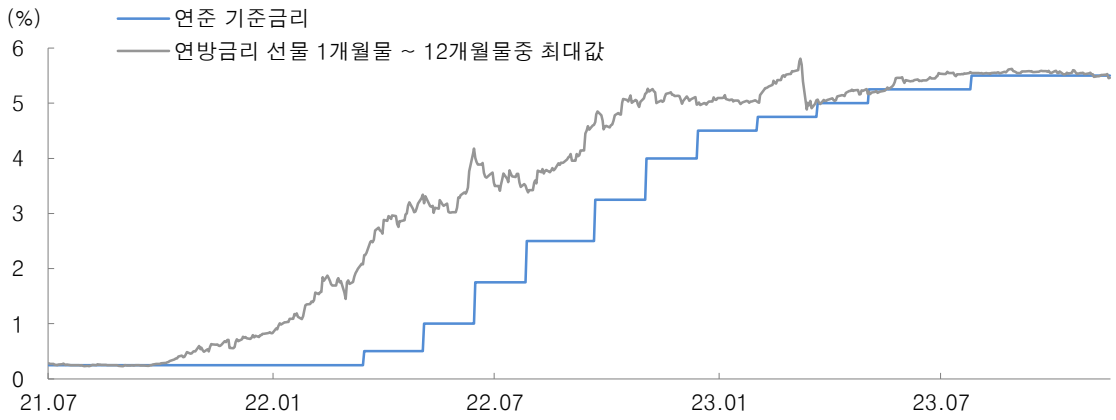
- 지난 5월 3.3%대 까지 하락했던 미 국채 10년물 금리는 10월에 5%를 육박할 정도로 가파르게 상승
- 시장금리 상승은 연준의 기준금리 인상 종료시점과 인하 시작시점이 예상보다 뒤로 밀렸기 때문
- 연방기금금리 선물 1개월~12개월물에서 반영중인 기준금리 최대값은 3월에 실리콘밸리은행(SVB) 사태로 급락했지만 예상보다 빠르게 수습되면서 다시 상승. 실질금리 중심의 국채금리 상승으로 연결
- 하지만 연방기금금리 선물 1개월~12개월물의 최대값은 SVB사태 직전 고점을 넘지 못하고 정체중
- 실질금리가 주도하는 시장금리 상승압력은 전고점 수준에서 제한될 가능성 높다고 판단

**연준의 기준금리 동결 국면 진입은 시장금리 상승압력을 낮추는 요인**




자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**연방기금금리 선물 1개월~12개월물 최대값은 전고점을 돌파하지 못하고 정체중**



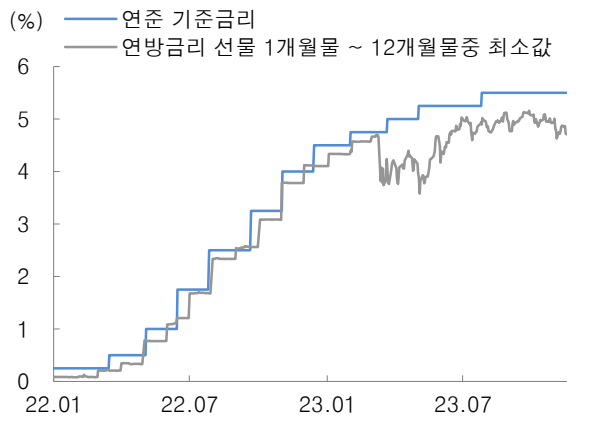

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 단기적으로 기준금리 인하 기대감이 높아지는 건 과도한 흐름

### 과거 기준금리 인하가 본격적으로 선물시장에 반영되는 시기는 실제 기준금리 인하 2~5개월 전

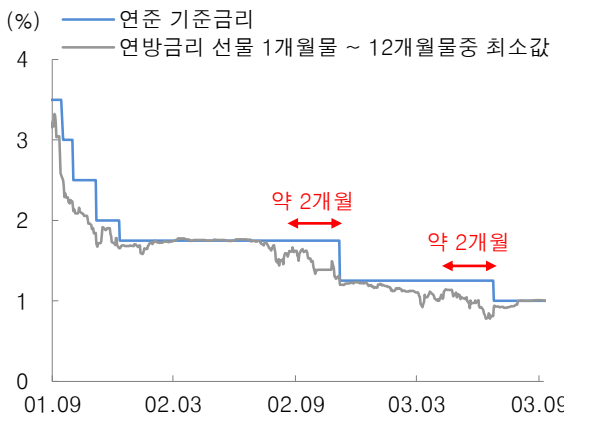
- 11월 FOMC가 비둘기파적으로 해석되고, 10월 미국 소비자물가 상승률이 예상치를 하회하면서 기준금리 인하 기대감이 빠르게 형성되는 모습
- 연방기금금리 선물 1개월~12개월물 최소값은 11월초에 4.6%까지 하락하며 75bp 이상의 기준금리 인하를 반영하기도 함
- 과거 연준의 기준금리 동결 이후 실제 기준금리 인하가 선물시장에 반영되는 시점은 2~5개월전
- 단기적으로 기준금리 인하 기대감이 높아지는 것은 다소 과도한 흐름. 기대감은 등락을 반복할 것

**최근 기준금리 인하 기대감 높아지는 모습**




자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**2002~2003년 기준금리 인하 직전 선물시장**

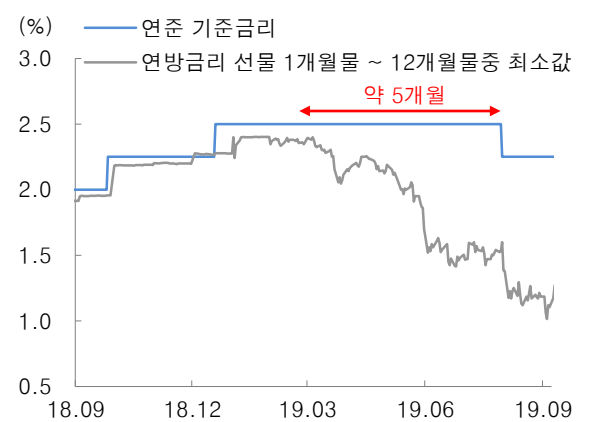



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**2007년 기준금리 인하 직전 선물시장**

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**2019년 기준금리 인하 직전 선물시장**



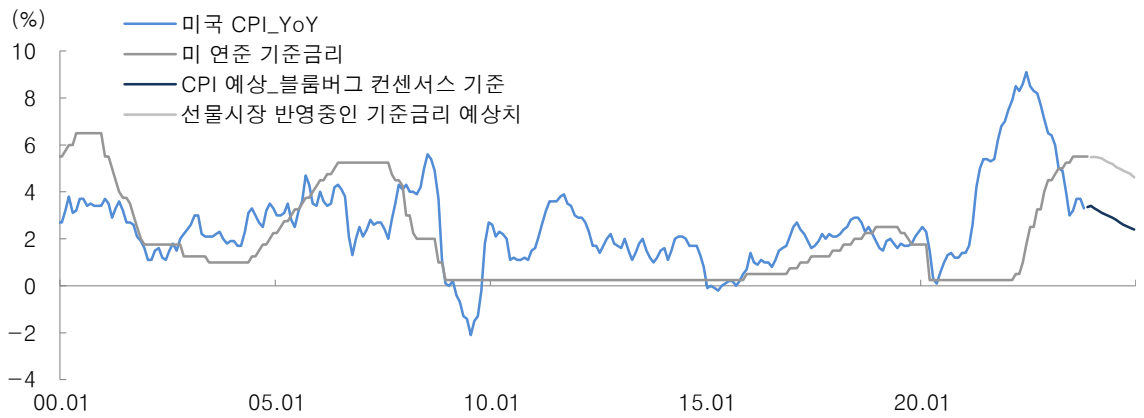

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 물가상승률이 시장의 기대대로 둔화될 경우 기준금리 인하 기대감 높아질 것

### 금리 정상화 차원의 기준금리 인하 가능. 다만, 연준의 긴축의지와 경기 방향성 중요

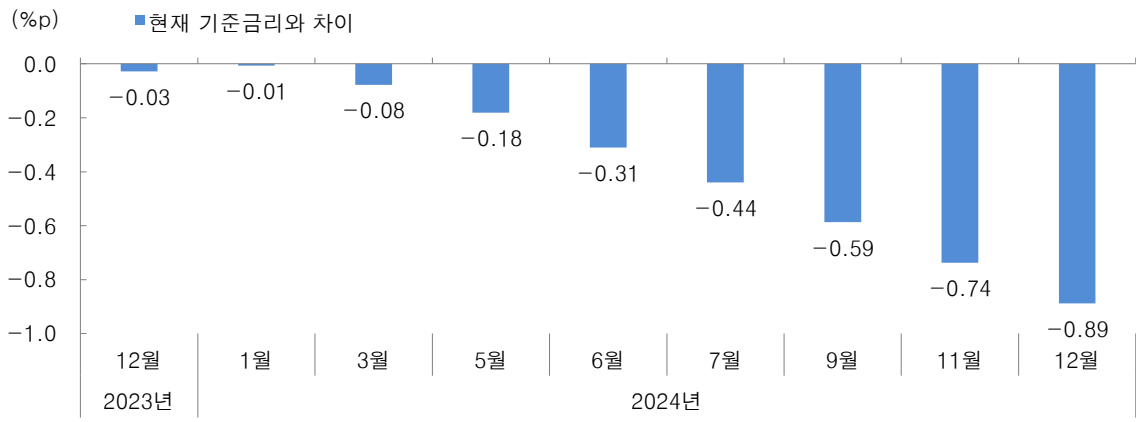
- 지난 10월 미국 CPI가 예상치를 하회하면서 연준의 기준금리 인하 기대감 확대
- 시장의 기대대로 물가상승률이 향후 2%대로 내려올 경우 5.5%의 기준금리와의 격차 크게 확대
- 물가상승률이 둔화될수록 기준금리 인하 기대감이 높아지면서 시장금리 하락 압력으로 작용할 것
- 다만, 기준금리 인하는 연준의 2% 물가 목표치에 대한 달성 의지가 중요
- 내년 하반기에 과도한 긴축을 완화하며 금리 정상화를 위한 점진적 기준금리 인하 가능

**물가 상승률이 낮아지면서 기준금리와의 격차가 확대될수록 기준금리 인하 기대감 높아질 것**




자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**연방기금금리 선물시장에서는 내년 6월 FOMC에서 기준금리 인하 시작 반영중**



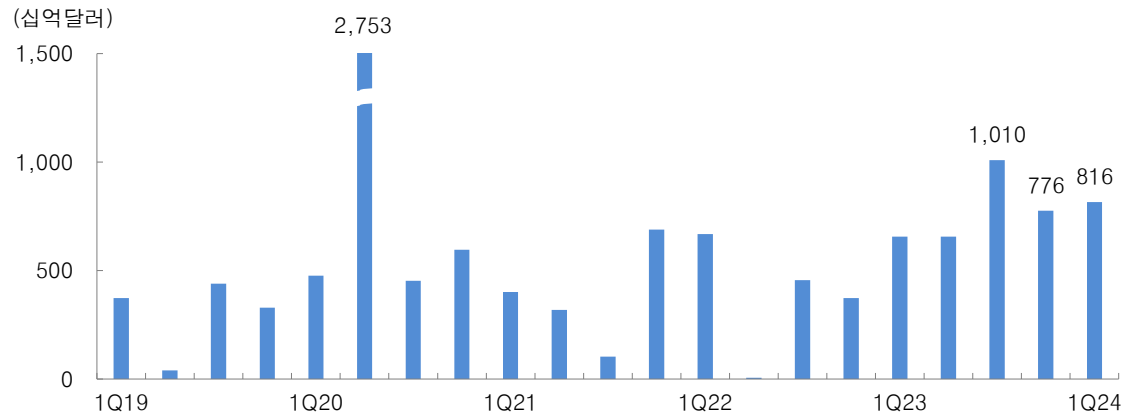

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 미국의 국채 발행물량 확대와 이자비용 급등은 국채금리의 불확실성 요인

### 올해 하반기에 이어 내년 1/4분기에도 국채발행물량은 전년대비 확대

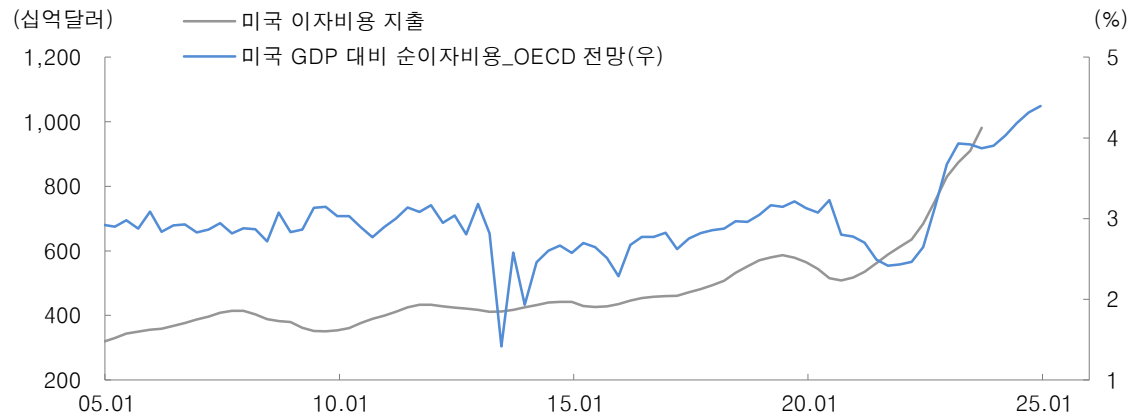
- 지난 10월 30일, 미국 재무부는 이번 4/4분기에 7,760억 달러의 차입계획을 발표
- 이는 7월 전망치 8,520억 달러 대비 760억 달러 줄어든 규모
- 하지만 올해 미국 연방정부 차입규모는 작년 대비 105% 이상 늘어났고, 내년 1/4분기에도 전년대비 24.2% 늘어난 8,160억 달러 차입 예정. 미국 연방정부의 차입규모는 뚜렷한 증가 추세
- 높아진 금리와 늘어나는 국채 발행규모로 이자지급에 대한 부담은 가중되는 모습
- 국채발행 물량 확대로 인한 불확실성이 리스크 프리미엄을 높이는지 여부 확인 필요

**분기별 미국 연방정부 차입 규모**




자료: 미국 재무부, 대신증권 Research Center

**미국 정부의 이자비용 부담은 빠르게 확대되고 있는 상황**



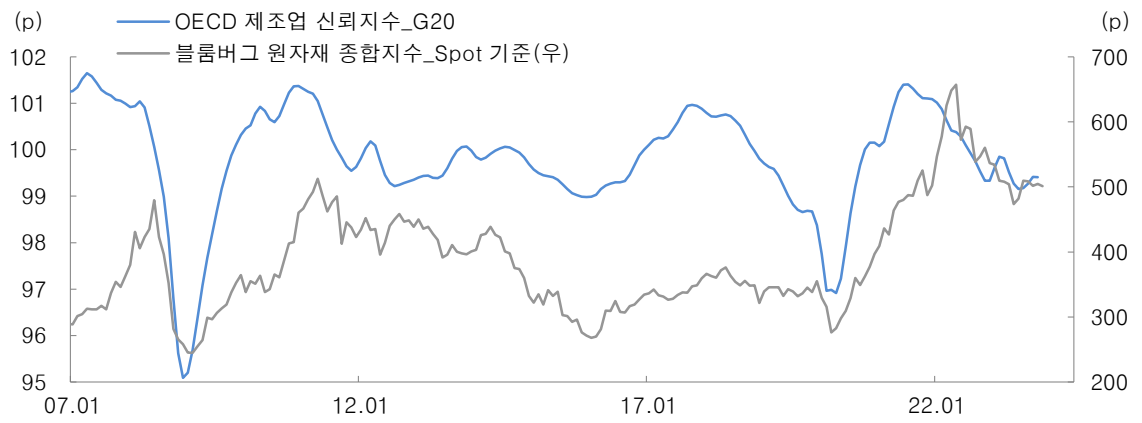

자료: 미국 재무부, OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 경제지표 부진은 단기적으로 긍정적이지만 중장기적으로는 부담

### 경제지표 부진이 지속될 경우 연착륙에 대한 기대감은 약화될 것

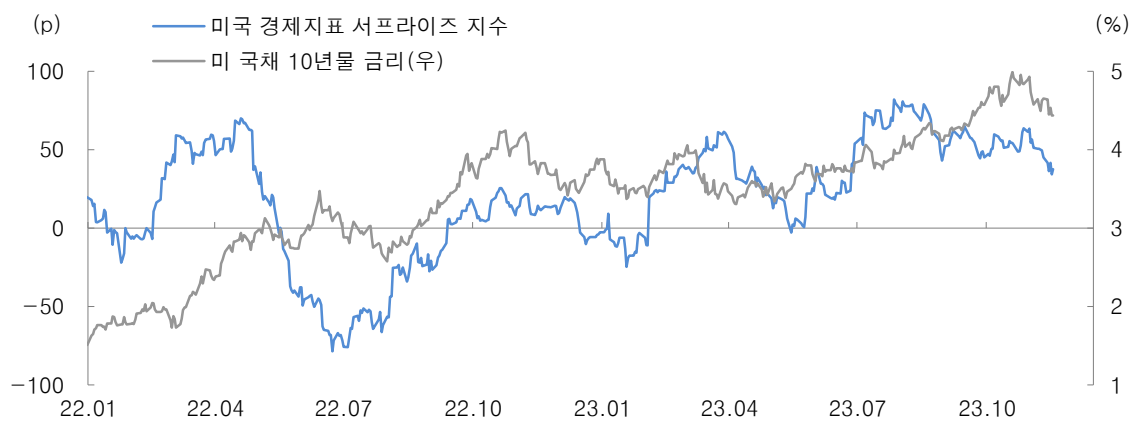
- OECD 제조업 신뢰지수의 더딘 개선은 기대 인플레이션을 낮추는 요인
- 생산이 본격적으로 확대되지 않고 있기 때문에 원자재 가격의 상승동력도 약한 상황
- 11월 이후 미국 경제지표가 예상치를 하회하고 있는 것도 국채금리 하락 요인중 하나
- 경제지표 부진이 시장금리 하락으로 연결되면서 단기적으로 글로벌 금융시장의 불확실성 완화
- 하지만 경제지표 부진이 지속되면 연착륙에 대한 기대감이 약화되면서 중장기적으로 부담 확대

**글로벌 제조업 경기의 더딘 회복으로 원자재 가격의 상승동력은 아직 약한 모습**




자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

**11월 이후 예상보다 부진한 미국 경제지표 흐름은 시장금리 하락 요인중 하나**



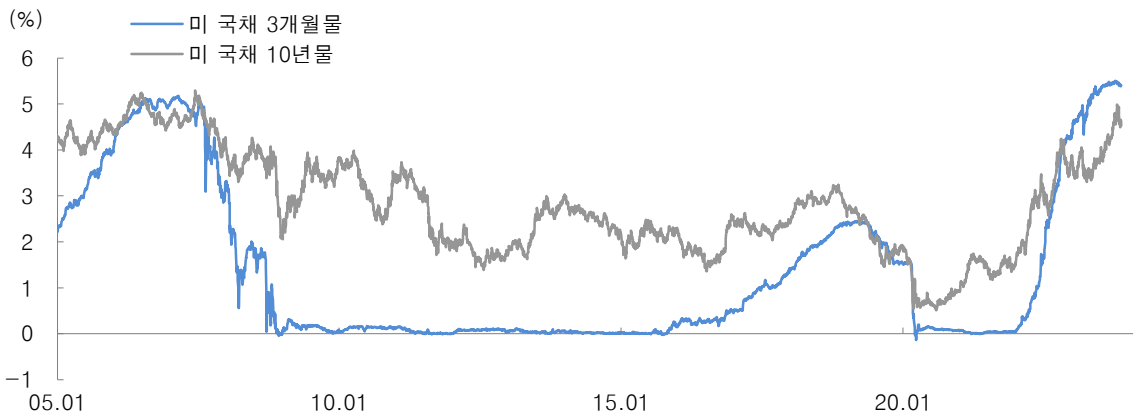

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 단기채: 시장금리의 변동성 확대를 회피할 수 있는 수단

### 포트폴리오의 안정성을 일정 부분 확보하기 위해서라도 단기채 투자 필요

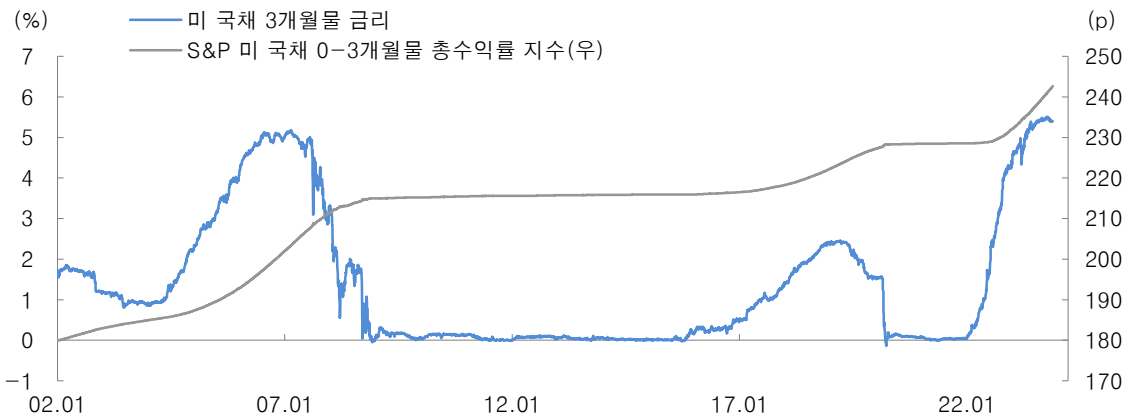
- 연준을 비롯한 중앙은행의 기준금리 인상으로 단기채 금리는 과거 대비 현저히 높아진 상황
- 단기채 관련 상품은 만기가 얼마 남아있지 않기 때문에 시장금리의 변화에 큰 영향을 받지 않음
- 단기채 상품은 시차를 두고 금리가 반영되기 때문에 단기금리가 꺾인 이후에도 상당기간 성과 견조
- 기준금리 인하가 본격화될 때 까지 단기채 상품은 시장금리의 변동성 확대를 회피할 수 있는 전략
- 포트폴리오의 안정성을 일정 부분 확보하기 위해서라도 단기채 상품 보유 필요

**과거 대비 현저하게 높아진 미 국채 3개월물 금리**




자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**단기채 상품의 성과는 시차를 두고 금리를 반영. 단기채 금리의 본격적 하락까지 견조한 성과 기대**



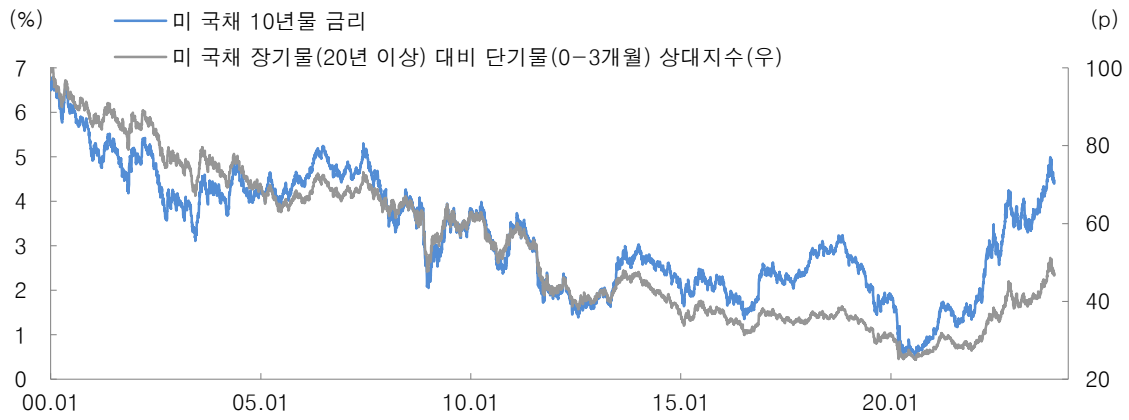

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 장기채: 시장금리 하락 국면을 기대하며 점진적 비중확대 전략 필요

### 국채금리의 박스권 흐름 속에서 시장금리가 상승할 때 마다 비중을 확대하는 전략 필요

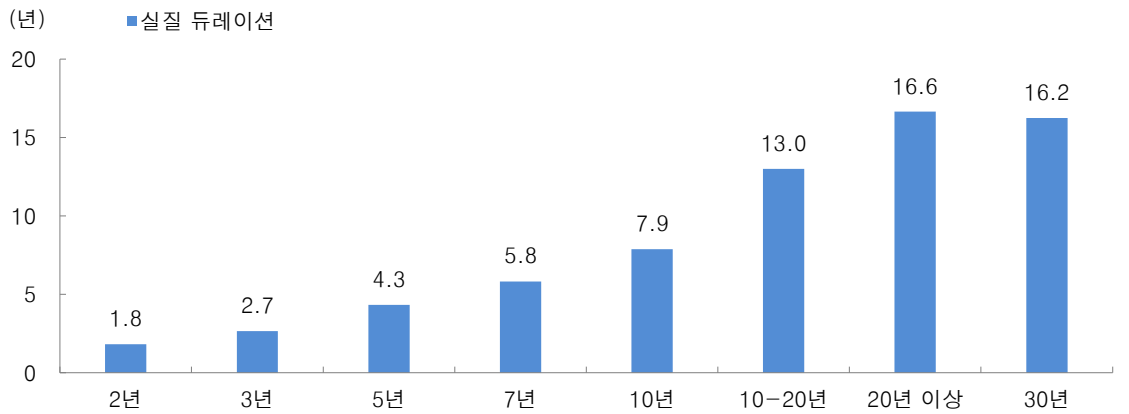
- 시장금리가 하락하는 국면에서는 장기채 관련 상품의 성과가 단기채 관련 상품을 상회
- 장기채는 이자수익 뿐만 아니라 시장금리 하락에 따른 자본이득까지 확보할 수 있기 때문
- 다만, 기준금리 인하가 본격화되기 전까지 미 국채 10년물 금리는 높은 수준에서 등락할 것으로 예상
- 시장금리의 박스권 흐름을 이용해 금리가 상승할 때 마다 장기채의 비중을 확대하는 전략 유효

**장기금리가 하락할 때 장기채 관련 상품은 단기채 상품 대비 강세**




자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**미국 주요 만기별 국채 지수의 실질 듀레이션 현황**



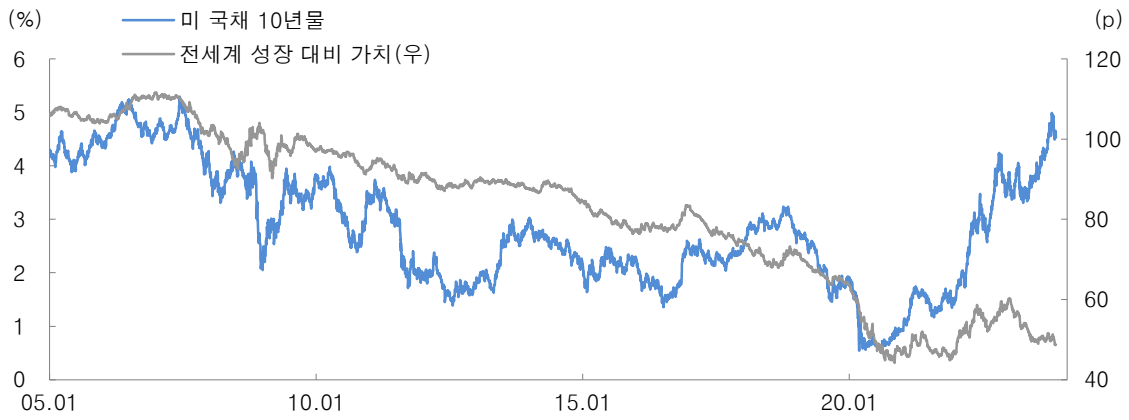

자료: S&P, 대신증권 Research Center

## 성장주: 시장금리 하락국면에서는 성장주가 주식시장을 주도

### 제조업 경기의 더딘 개선도 성장주의 견조한 실적 성장성이 주목받을 수 있는 환경

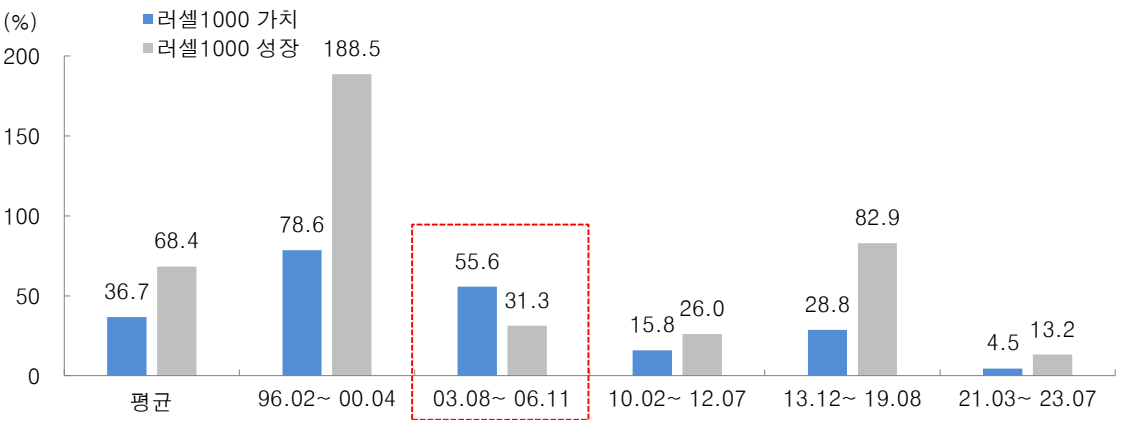
- 시장의 기대대로 내년 연말로 갈수록 물가상승률이 둔화된다면 기준금리 인하 기대감 확대될 것
- 연준의 기준금리 인하가 가시화된다면 시장금리는 추세적 하락 가능할 것으로 예상
- 1995년 이후 다섯 차례의 미 국채 10년물 금리 하락국면에서 성장주는 네 번 가치주 대비 강세
- 높은 수준에서 등락을 나타낼 것으로 예상되는 시장금리의 흐름을 이용해 금리가 상승할 때 마다 장기적 관점에서 성장주의 비중을 높이는 전략 필요하다고 판단

**미 국채 10년물 금리가 하락할 때 성장주는 가치주 대비 대체로 강세**




자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**1995년 이후 미 국채 10년물 금리 하락국면에서 가치주/성장주 지수 성과 비교**



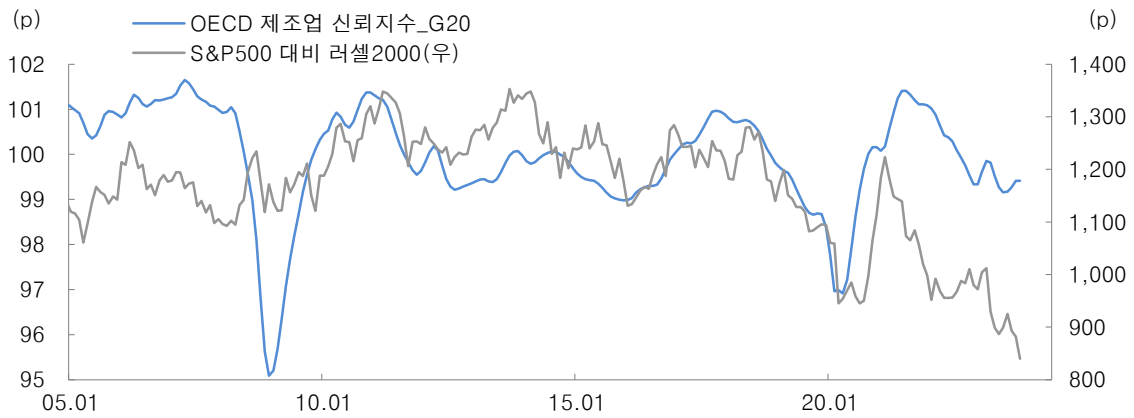

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 미국 소형주: 글로벌 경기의 본격적인 개선이 기대된다면

### OECD 제조업 신뢰지수 회복국면에서 러셀2000은 S&P500 대비 강세

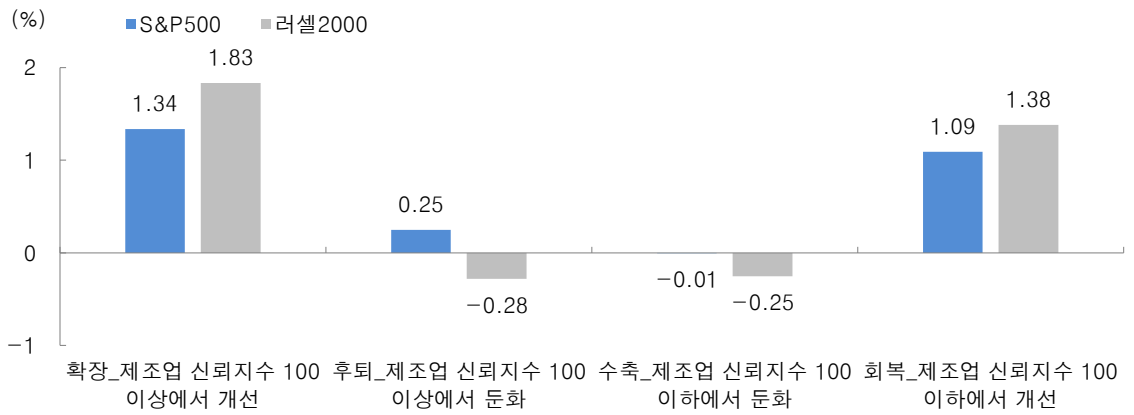
- OECD 경기선행지수는 작년 10월을 저점으로 개선되고 있지만 제조업 신뢰지수는 저점통과 진행중
- 올해 상반기 제조업 경기 둔화 과정에서 재고가 빠르게 축소된 만큼 생산 확대 여력 확보
- 수요에 대한 불확실성이 생산 확대를 제한하고 있지만 제조업 경기는 추가악화보다 저점 통과에 무게
- OECD 제조업 신뢰지수가 개선되는 국면에서 미국 소형주(러셀2000)는 대형주(S&P500) 대비 강세
- S&P500 지수의 상대적 강세가 상당기간 진행된 만큼 러셀2000의 가격 매력도는 높아졌다고 판단

**글로벌 제조업 경기가 개선될 때 러셀2000은 S&P500 대비 강세**




자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

**OECD 제조업 신뢰지수(G20 기준) 국면별 S&P500/러셀2000 성과 비교**



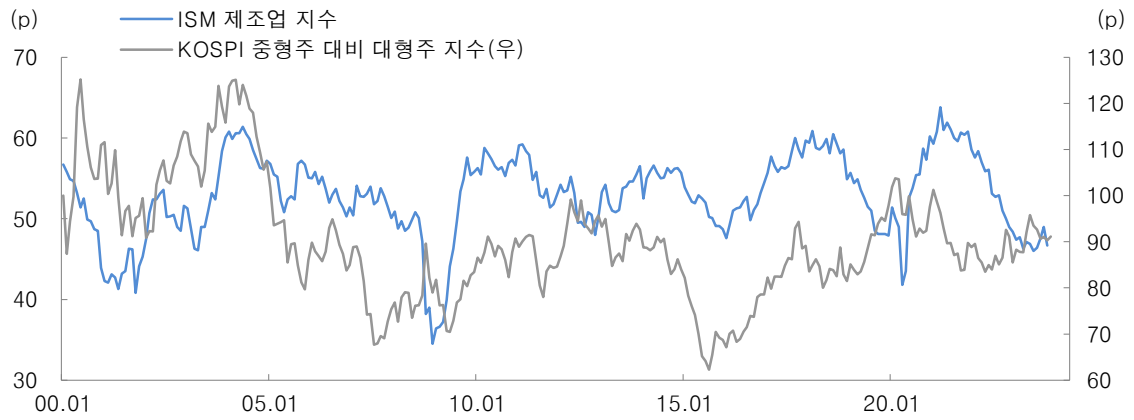

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 한국 대형주: 글로벌 경기가 좋아지면 한국은 대형주

### 글로벌 경기 회복은 수출 증가로 이어져 대형 수출주에 긍정적 영향

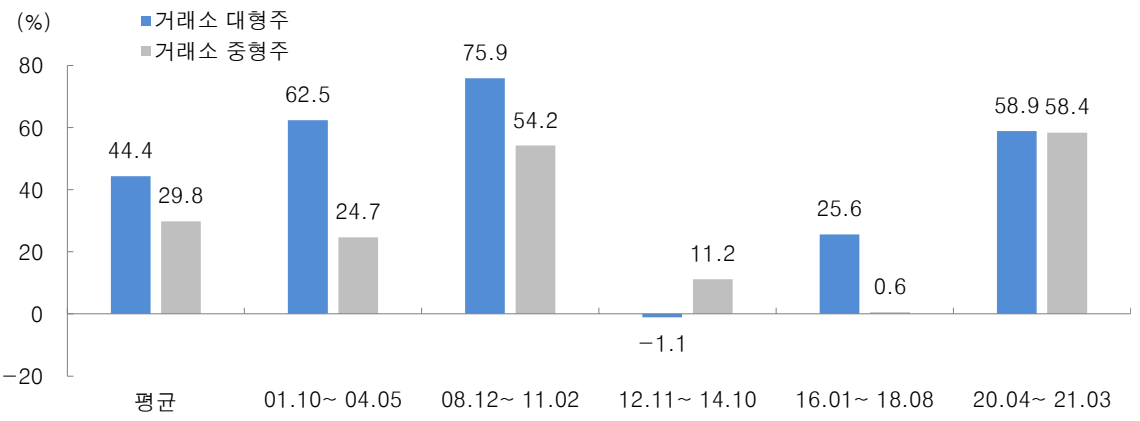
- 글로벌 경기가 개선될 때 한국시장에서는 미국과 달리 대형주가 주식시장을 주도
- 한국시장은 수출 경기에 민감. 경기 회복은 수출 증가로 이어지면서 대형 수출주 실적 개선으로 연결
- 2000년 이후 ISM 제조업 지수가 개선된 5개 국면에서 4번 대형주가 중형주 대비 높은 성과 기록
- 내년에 반도체 경기가 개선될 것으로 예상된다는 점 역시 대형주의 상대적 강세를 뒷받침하는 요인

**ISM 제조업 지수가 개선될 때 한국 주식시장은 대형주가 중형주 대비 강세**




자료: ISM, FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

**ISM 제조업 지수 개선국면에서 거래소 대형주와 중형주 성과 비교**




자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 신흥국: 글로벌 경기 회복과 달러 약세의 만남

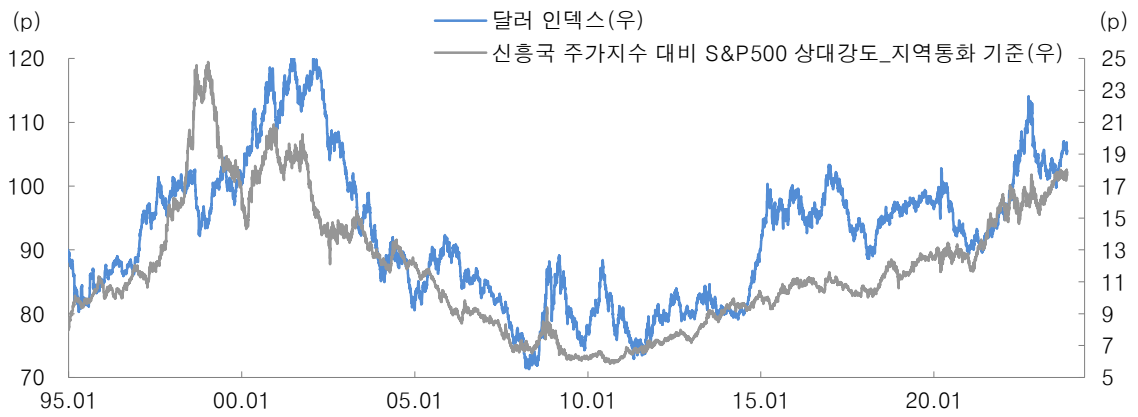
### 달러 약세로 인한 신흥국 통화 강세는 신흥국의 투자 매력도를 높이는 요인

- 미국 제외 주요국 외환보유고 증가율이 개선될 때 달러는 약세를 나타내는 모습
- 미국 제외 주요국 외환보유고 증가율은 작년 9월 저점 이후 개선 흐름 유지. 달러 약세 신호 지속
- 최근 달러 강세는 미국 국채금리의 가파른 상승과 글로벌 교역의 부진 때문이라 판단
- 제조업 경기가 살아나면서 글로벌 교역이 본격적으로 개선되면 추세적 달러약세 가능 예상
- 달러 약세 국면에서 신흥국 증시는 선진국 대비 강세. 글로벌 경기 회복과 통화가치 상승은 신흥국의 투자매력도를 높이는 요인

**미국 제외 주요국 외환보유고 증가율이 개선될 때 달러는 약세**

자료: CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

**달러 약세 국면에서는 신흥국 주식시장이 선진국 대비 강세**



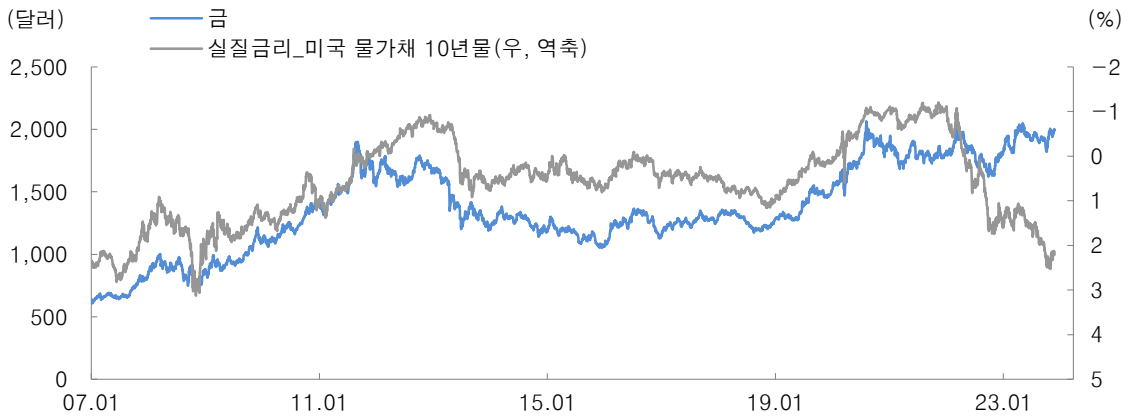

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 금: 실질금리의 하락과 달러 약세 국면의 수혜 기대

### 금은 연준의 통화정책 완화 국면에서 상승세를 이어갈 것으로 예상

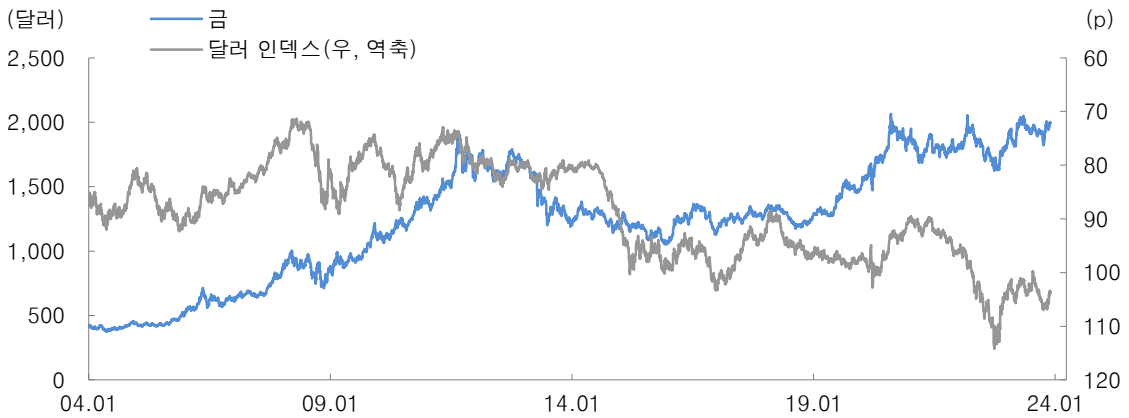
- 연준의 긴축정책과 함께 실질금리(물가채 수익률)는 가파르게 상승
- 과거 실질금리가 하락할 때 금 가격은 상승. 연준의 기준금리 인상으로 금 가격은 부진
- 하지만 2022년 9월 이후 실질금리 상승에도 금 가격의 민감도가 낮아지는 모습
- 지정학적 리스크로 인해 금에 대한 수요가 높아졌던 것도 금 가격의 하락을 제한했던 요인
- 달러 약세도 금 가격 상승 요인
- 연준의 통화정책 변화와 달러 약세 가능성은 금 가격의 상승을 뒷받침할 것으로 예상

**실질금리가 하락할 때 금 가격은 강세**




자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**달러 약세 가능성도 금 가격 상승을 뒷받침하는 요인**




자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

# Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 조승빈)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.