자산배분

우리의 소원은 인하

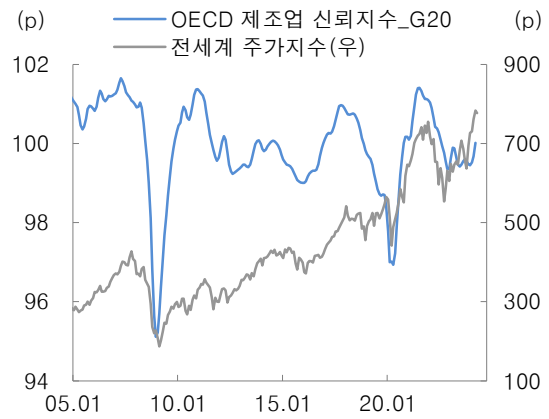
▪ 조승빈 seungbin.cho@daishin.com

24년 하반기 자산배분: 제조업 경기회복 강도가 결정할 투자 스타일

완만한 제조업 경기 회복은 성장주와 장기국채, 제조업 경기의 강한 반등은 가치주와 원자재에 투자 기회

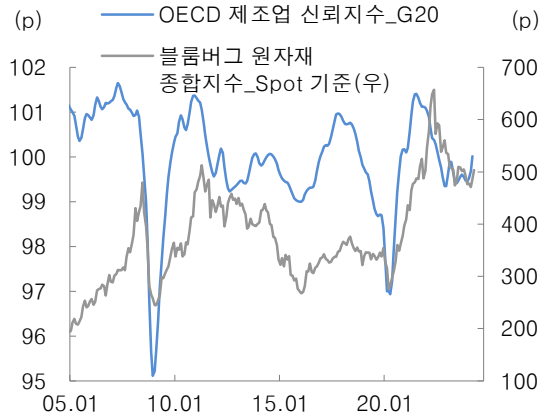
- 올해 들어 제조업 경기는 뚜렷하게 회복. 제조업 경기가 하반기 글로벌 경기를 주도할 것으로 예상
- 위험자산 강세 지속 기대: 경기침체 가능성이 낮은데다 연준의 기준금리 인하가 더해지는 국면
- 글로벌 제조업 경기의 회복 강도에 따라 투자 스타일의 변화 가능성은 염두
  - 글로벌 제조업 경기의 완만한 회복: 시장금리 안정에 따른 성장주와 장기국채 관심
  - 제조업 경기의 강한 반등: 원자재 가격 상승과 함께 가치 스타일, 그리고 신흥국에 투자 기회
- 시장금리의 변동성 확대 가능성에 대비하는 전략: 단기 우량등급 회사채 또는 만기 매칭형 ETF
- 금: 연준의 기준금리 인하에 따른 실질금리 하락 또는 원자재 가격 강세 국면 모두 수혜 가능

제조업 경기 회복이 위험자산 강세 뒷받침



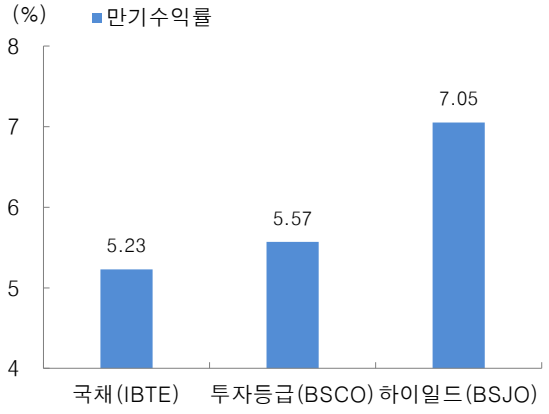
자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

제조업 경기의 강한 반등은 원자재 가격 자극



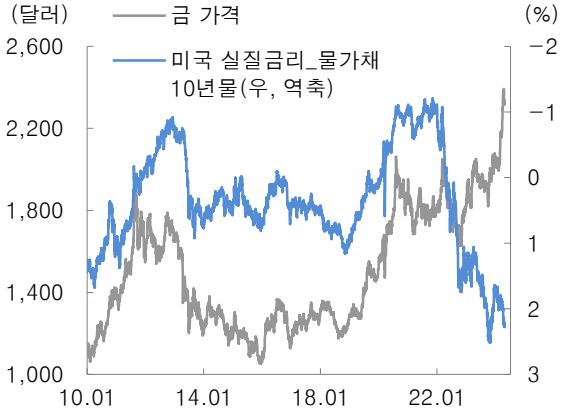
자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

2024년 만기 매칭형 주요 ETF 만기수익률



자료: 각 운용사, 대신증권 Research Center

실질금리 하락은 금 가격에 긍정적



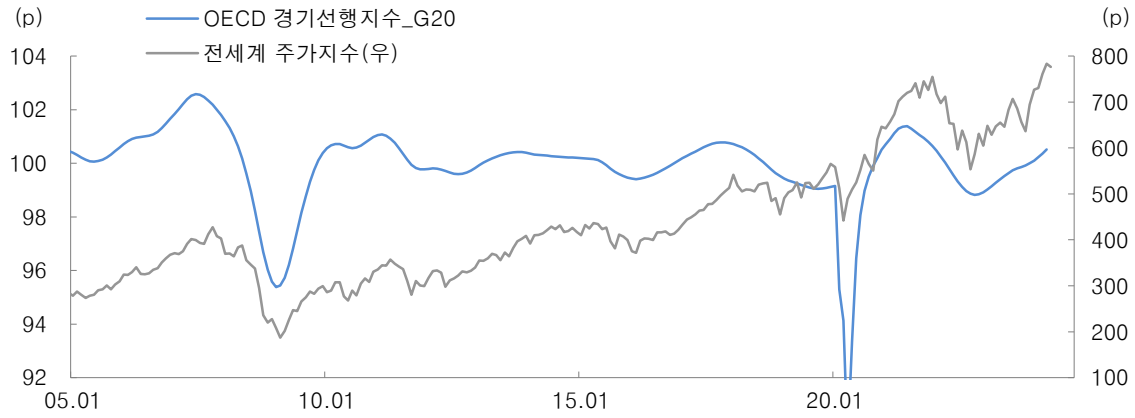
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

글로벌 경기 개선은 당분간 지속: 위험자산 가격의 상승추세 뒷받침

OECD G20 경기선행지수 17개월 연속 개선. 90%대의 경기선행지수 확산비율은 경기회복 지속을 시사

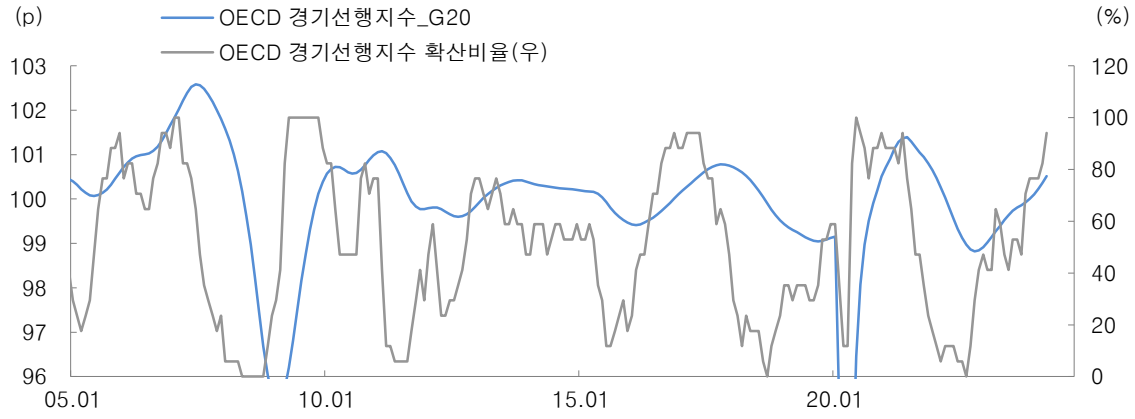
- OECD G20 경기선행지수는 2022년 10월 저점 이후 17개월 연속 개선
- 2023년 12월에 OECD G20 경기선행지수는 100p를 넘어서면서 경기확장국면에도 진입
- OECD G20 경기선행지수 확산비율은 OECD에서 경기선행지수가 제공되는 국가중 경기선행지수가 전월대비 개선된 국가의 비율을 의미. 경기선행지수의 변곡점을 미리 가늠해볼 수 있는 지표
- OECD G20 경기선행지수 확산비율은 지난 3월 94.1%를 기록
- 경기선행지수 확산비율이 높은 수준에서 개선흐름이 이어지고 있어 단기간 내에 경기선행지수의 하락 전환 가능성은 낮다고 판단. 이는 위험자산 가격의 상승추세를 뒷받침하는 요인

OECD G20 경기선행지수는 2022년 10월 저점 이후 개선 지속. 주식시장 강세 뒷받침



자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

OECD 경기선행지수 확산비율은 지난 3월 94.1% 기록. G20 경기선행지수 하락 전환 가능성 낮아



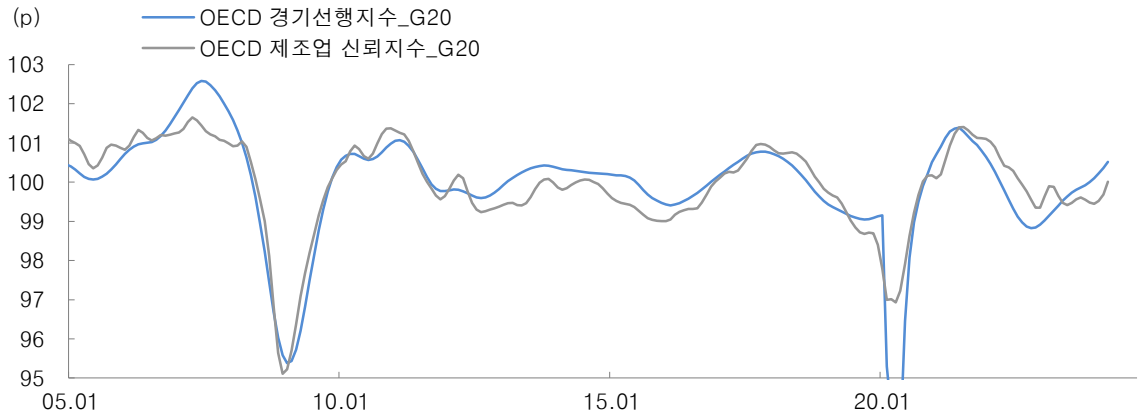
자료: OECD, 대신증권 Research Center

올해 들어 회복신호를 나타내는 제조업 경기는 글로벌 경기에 긍정적

OECD G20 제조업 신뢰지수는 연초 이후 개선되며 20개월 만에 100p를 돌파

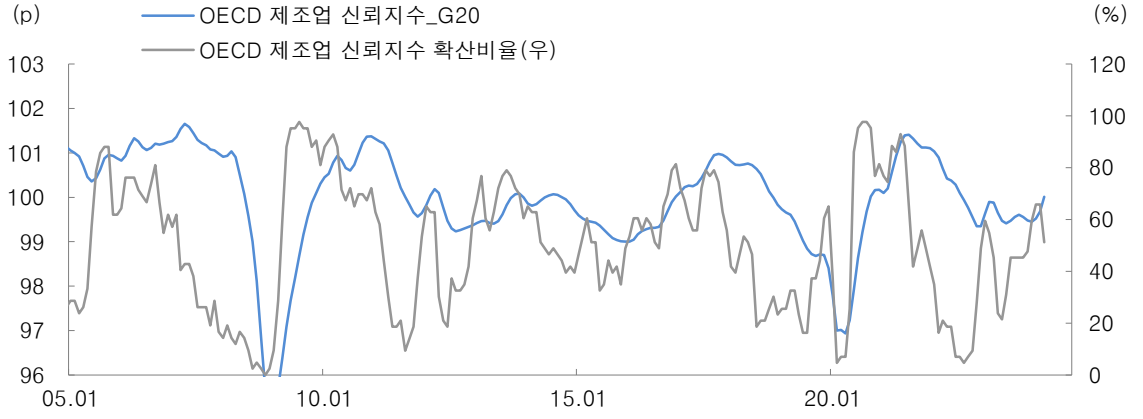
- 그동안 다소 지지부진했던 글로벌 제조업 경기는 올해 들어 뚜렷하게 개선되는 모습
- 지난 3월 OECD G20 제조업 신뢰지수는 3개월 연속 회복되었고, 20개월 만에 100p를 돌파
- OECD 제조업 신뢰지수 확산비율은 지난 3월에 전월대비 하락하긴 했지만 작년 하반기 이후 상승추세 유지중
- OECD G20 제조업 신뢰지수도 당분간 개선 흐름을 이어갈 가능성 높다고 판단
- 글로벌 제조업 경기 회복이 지속된다면 하반기 글로벌 경기에 긍정적 요인

OECD G20 제조업 신뢰지수는 올해 들어 뚜렷한 회복세를 나타냄



자료: OECD, 대신증권 Research Center

OECD 제조업 신뢰지수 확산비율은 작년 하반기 이후 개선 흐름을 이어가는 모습



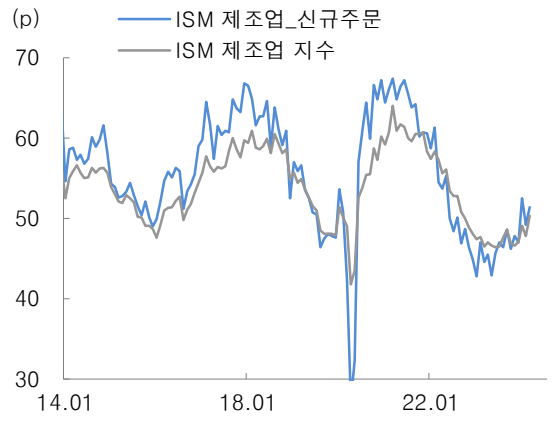
자료: OECD, 대신증권 Research Center

주요국 PMI에서 확인되는 제조업 경기 회복 신호

미국 ISM 제조업 지수와 중국 제조업 PMI 신규주문 지수 회복. 향후 재고지수의 상승속도 주목

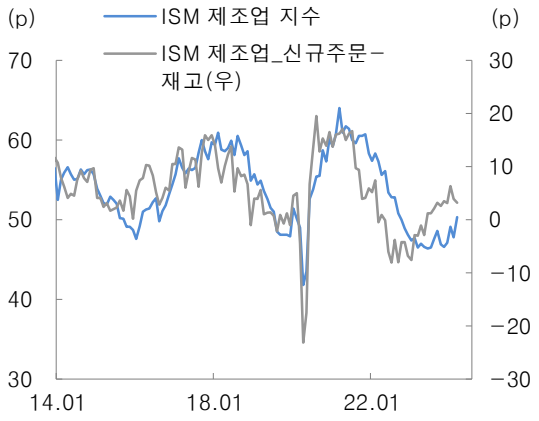
- 미국 ISM 제조업 지수와 중국 제조업 PMI의 신규주문 지수가 개선되며 제조업 PMI 회복 주도
- ISM 제조업 신규주문 지수는 지난 1월에 이어 3월에도 재차 50p를 넘어서면서 확장국면에 진입했고, ISM 제조업 지수는 17개월 만에 50p를 돌파
- 중국 제조업 PMI 신규주문 지수는 6개월 만에 50p를 돌파하며 2023년 3월 이후 최고치 기록
- ISM 제조업 지수와 중국 제조업 PMI의 신규주문 지수의 개선속도가 재고지수 보다 빠른 상황
- 신규주문-재고지수의 상승 추세가 이어지고 있다는 점도 제조업 경기 회복에는 긍정적인 신호
- 향후 재고지수의 상승속도가 신규주문 대비 상대적으로 빨라지는지 여부 주목

ISM 제조업 신규주문 지수 개선



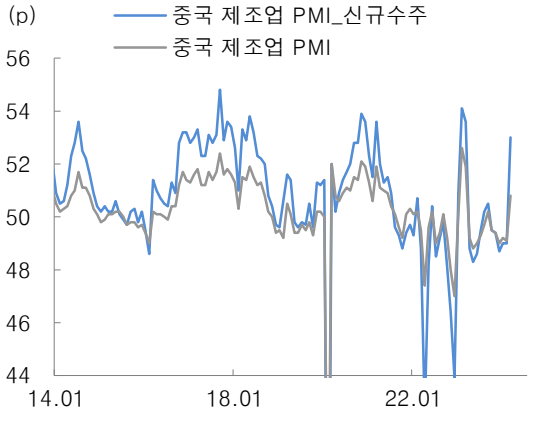
자료: ISM, Bloomberg, 대신증권 Research Center

ISM 제조업 신규주문-재고 회복추세 유지



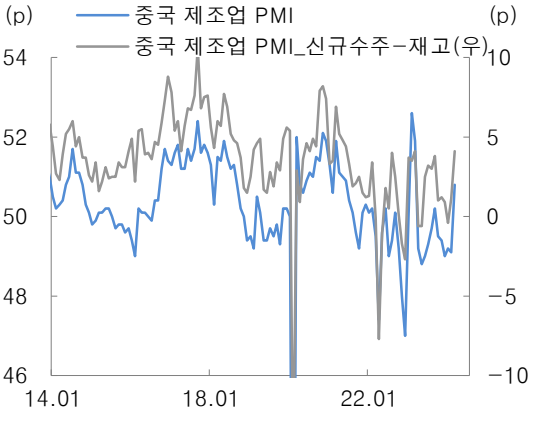
자료: ISM, Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 제조업 PMI 신규수주 지수 가파르게 상승



자료: 중국국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 제조업 PMI 신규수주-재고 지수 개선



자료: 중국국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

글로벌 제조업 경기 회복은 글로벌 교역과 기업실적에도 긍정적

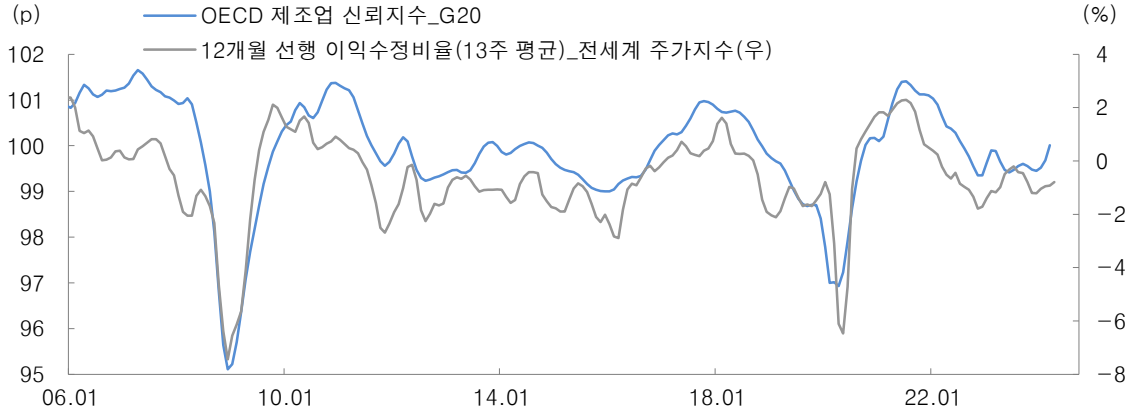
글로벌 교역 회복과 기업실적 전망치 상향조정 전환은 주식시장의 강세를 뒷받침하는 요인

- 글로벌 제조업 경기가 회복될 때 글로벌 교역도 개선되는 모습이 나타남
- 2023년 6월을 저점으로 회복세를 나타냈던 미국 제외 주요국 수출 증가율은 등락을 반복하며 3월에 -3.9%를 기록하며 전년동월대비 감소로 전환
- 하지만 글로벌 제조업 경기가 살아나고 있어 주요국 수출 증가율의 반등 기대
- 제조업 경기 회복은 기업실적에도 긍정적. OECD G20 제조업 신뢰지수가 개선될 때 전세계 주가지수 이익수정비율도 상승하며 기업실적 전망치의 상향조정 가능성을 높여주는 모습이 나타남
- 전세계 주가지수 12개월 선행 이익수정비율은 아직 (-)권에 머물면서 기업실적 하향조정 압력이 남아 있는 상황이지만, 제조업 경기 회복이 이어질 경우 이익수정비율의 개선속도가 빨라질 것으로 예상

OECD G20 제조업 신뢰지수 회복은 글로벌 교역 개선에 긍정적 요인

자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

글로벌 제조업 경기가 살아날 때 기업실적 전망치 상향조정 가능성도 확대



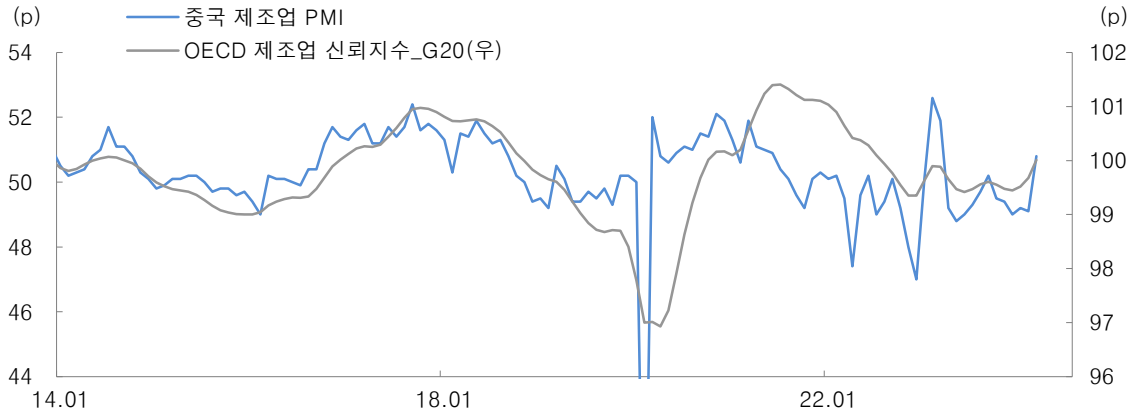
자료: OECD, Refinitiv, 대신증권 Research Center

글로벌 제조업 경기의 회복속도는 중국이 좌우

중국 Credit Impulse 둔화는 중국 제조업 경기가 가파르게 상승할 가능성이 낮음을 시사

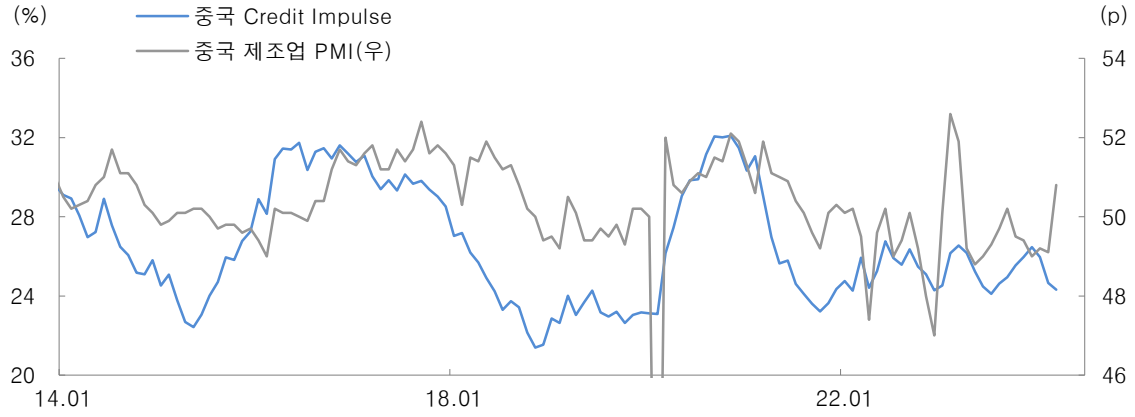
- 글로벌 제조업 경기 회복에 있어 중요한 변수는 중국 제조업 경기
- 2023년에도 중국 제조업 PMI가 연초에 급등하면서 글로벌 제조업 경기의 회복 기대감을 높였지만, 이후 중국 제조업 PMI가 부진한 모습을 보여주면서 글로벌 제조업 경기의 회복은 지연
- Credit Impulse는 중국 GDP 대비 신용창출 규모의 증감을 보여주는 지표. Credit Impulse가 둔화될 때 중국 제조업 PMI도 부진한 모습을 나타냄
- 최근 중국 제조업 PMI와 Credit Impulse는 상반된 움직임을 나타내는 상황. 중국 제조업 PMI는 빠르게 개선되고 있지만, 중국 Credit Impulse는 작년 12월 고점 이후 3개월 연속 하락
- 중국 제조업 경기가 가파른 개선흐름이 이어지기는 어려운 환경이라 판단

글로벌 제조업 경기의 방향성을 좌우할 것으로 예상되는 중국



자료: OECD, 중국 국가통계국, 대신증권 Research Center

중국 Credit Impulse의 둔화는 중국 제조업 경기의 가파른 개선흐름이 지속되기 어려움을 시사



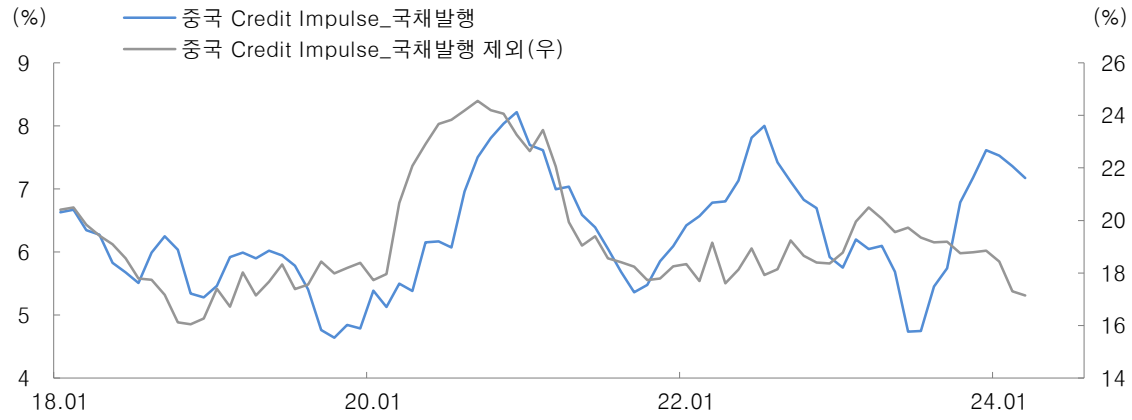
자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국의 경기부양책 효과는 아직 약한 모습

중국의 수요가 본격적으로 살아날 때 글로벌 제조업 경기도 탄력적인 개선 가능

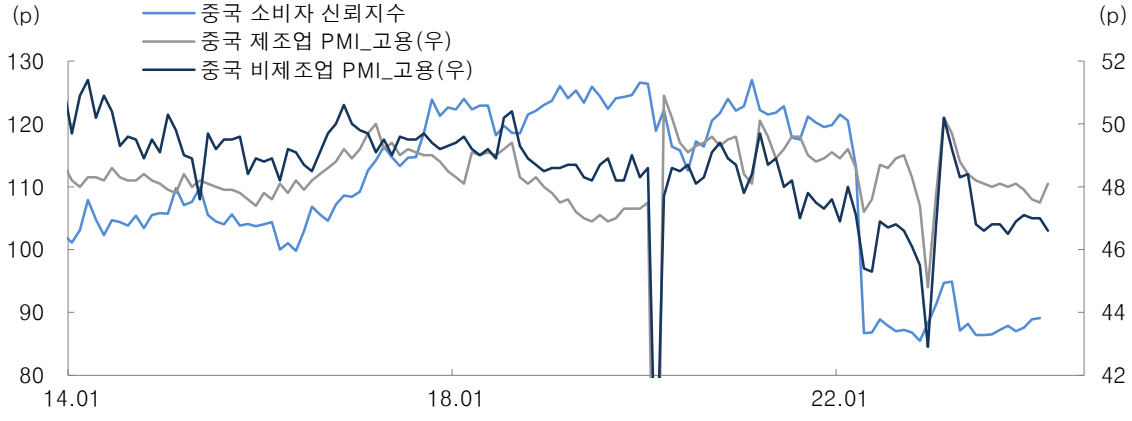
- 최근 중국 Credit Impulse의 하락은 국채발행 뿐만 아니라 국채발행 제외 부문도 영향
- 2023년 12월에 전고점 수준까지 상승했던 국채발행 부문은 최근 3개월 연속 둔화
- 2022년 이후 국채발행 규모 증가가 국채발행 제외 부문의 신용창출 확대로 연결되지 않는 모습
- 이는 중국 정부의 경기부양책이 효과를 발휘하지 못하고 있는 상황이라 해석 가능
- 중국의 소비자 신뢰지수의 부진한 흐름도 지속. 중국 제조업/비제조업 PMI의 고용지수도 회복 지연
- 중국의 수요가 본격적으로 살아나기 전까지 중국을 포함한 글로벌 제조업 경기가 탄력적으로 회복되기는 어려울 것으로 판단

중국 Credit Impulse의 국채발행 부문 뿐만 아니라 국채발행 제외 부문도 부진



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 소비자 신뢰지수는 부진한 흐름 지속. 향후 고용관련 지표의 개선여부도 주목



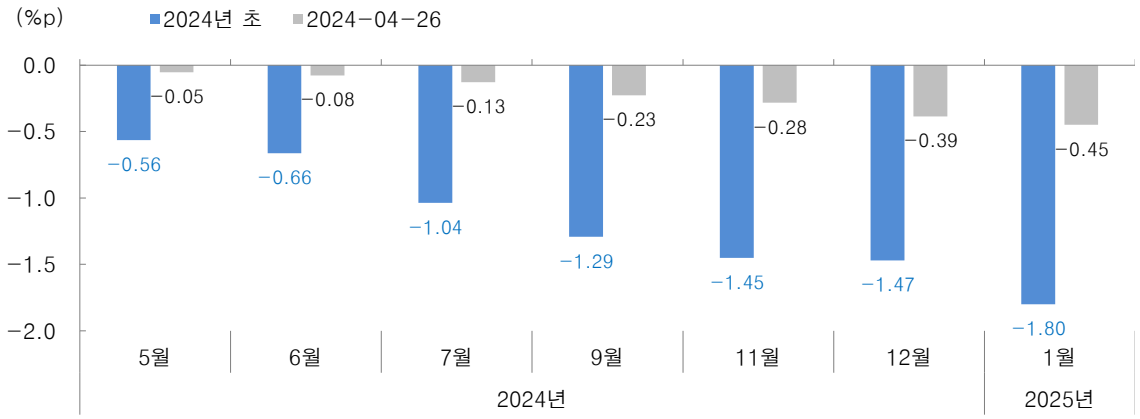
자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

이슈에 다소 과도하게 반응하는 시장금리

시장금리의 추가 상승은 제한될 것으로 기대. 다만, 당분간 금리 변동성은 높을 것으로 예상

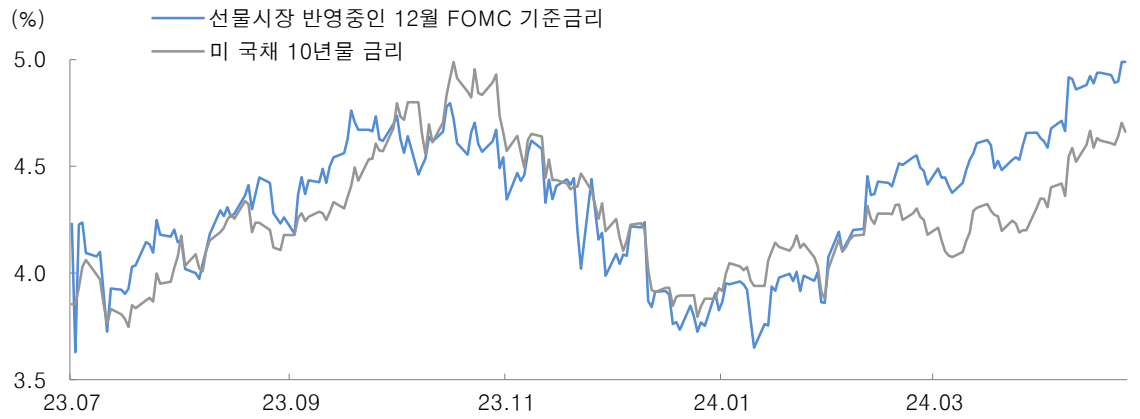
- 연방기금금리 선물시장에서는 올해 연준의 기준금리 인하 폭을 연초에 150bp 수준으로 반영
- 하지만 미국의 경제지표가 예상보다 견조했고, 최근 물가 우려가 다시 높아지면서 선물시장에서 반영되는 연간 기준금리 인하 폭은 50bp 이하로 축소
- 현재 미 국채10년물 금리는 연방기금금리 선물시장의 움직임과 유사하게 움직이고 있는 모습. 연준의 통화정책에 대한 시장의 반응이 시장금리에 그대로 반영되고 있는 상황
- 올해 75bp 수준의 기준금리 인하를 시사한 연준의 점도표와 비교하면 연준의 스탠스 전환에 대한 우려는 다소 과도하다고 판단. 시장금리의 추가 상승은 제한될 것으로 기대
- 다만, 물가 우려가 아직 남아있어 당분간 시장금리의 변동성은 확대될 것으로 예상

선물시장은 연초에 연간 150bp 수준의 기준금리 인하를 기대했지만 최근 40bp 이하로 축소



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

선물시장에서 반영중인 연준의 기준금리와 유사한 방향성을 나타내는 미 국채 10년물 금리



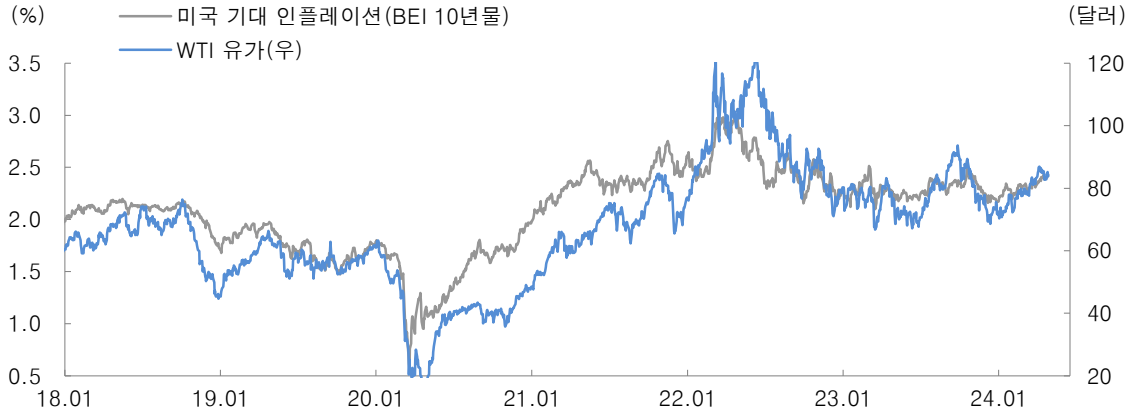
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

기대 인플레이션은 단기적으로는 유가의 방향성이 중요

중장기적으로 ISM 서비스업 가격지수의 하락은 물가 우려 완화 신호. 추가 하락 여부 주목

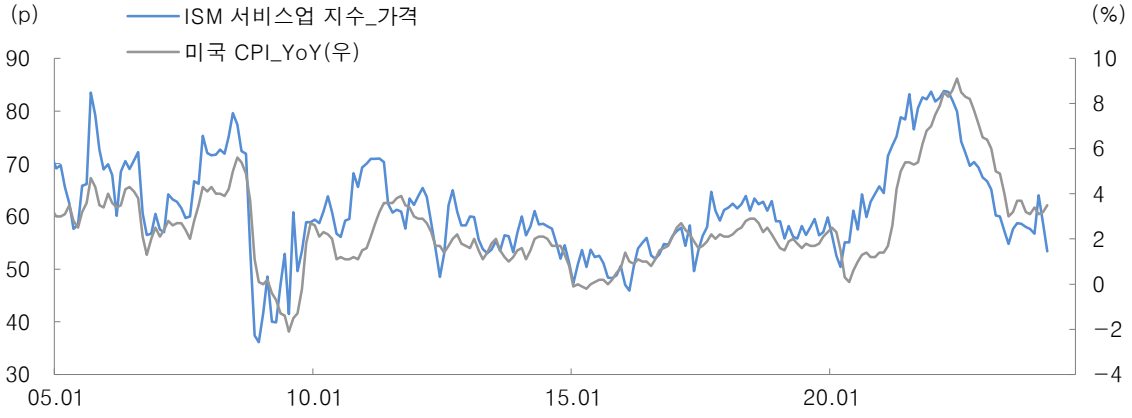
- 올해 들어 물가 우려를 자극하는 요인 중 하나는 유가. 연초에 70달러 수준이었던 유가(WTI 기준)는 4월 들어 85달러를 돌파. OPEC+의 추가 감산과 지정학적 이슈, 계절적 효과가 반영되는 모습
- 유가 상승과 함께 기대 인플레이션(BEI 기준)도 올라가면서 물가 우려를 자극
- 작년 11월 3.1%까지 하락했던 미국 CPI(YoY)는 예상과 달리 둔화 흐름이 더뎌졌고, 지난 3월에는 다시 3.5%로 상승
- 미국 CPI를 선행해서 움직였던 ISM 서비스업 가격지수는 지난 3월 53.4p를 기록하면서 2020년 3월 이후 최저치로 하락. ISM 서비스업 가격지수 하락은 중장기적으로 물가 우려 완화 신호. ISM 서비스업 가격지수의 추가 하락 여부 주목

유가의 움직임에 따라 좌우되는 기대 인플레이션. 단기적으로 유가의 방향성이 중요



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 CPI(YoY)가 재차 상승하면서 물가 우려가 높아졌지만 ISM 서비스업 가격지수의 하락을 주목



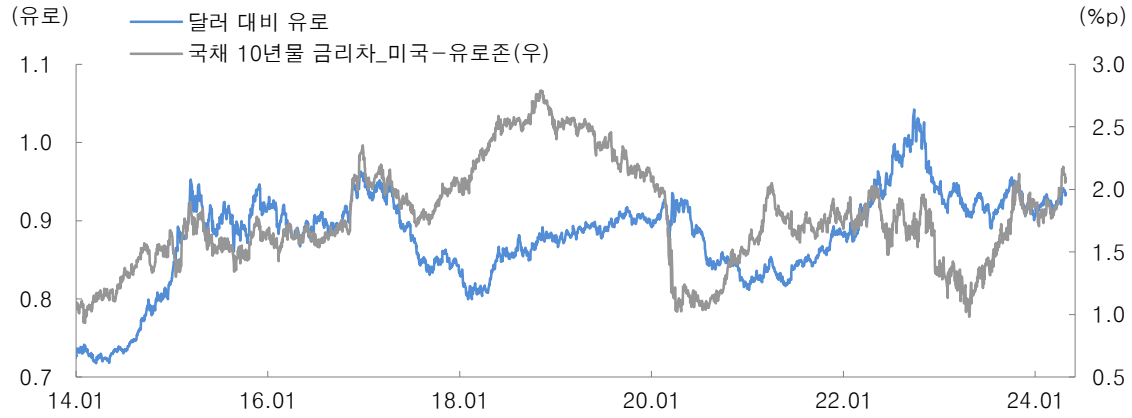
자료: ISM, 대신증권 Research Center

연준의 기준금리 인하 기대감 후퇴는 달러 강세 요인

미국 제외 주요국 외환보유고 증가율의 개선속도 둔화도 달러 약세가 제한될 수 있다는 신호

- 타국가 대비 견조한 미국의 경제 환경과 함께 연준의 기준금리 인하에 대한 기대감 후퇴는 미국 국채금리 상승으로 연결되면서 달러 강세 요인으로 작용하는 모습
- 연준의 스탠스 전환에 대한 다소 과도했던 시장의 반응으로 시장금리의 추가 상승은 제한될 가능성이 높지만, 당분간 시장금리는 높은 변동성을 나타낼 것으로 예상되고 중장기적으로 완만하게 하락할 것으로 전망
- 미국을 제외한 주요국 외환보유고 증가율이 개선될 때 달러는 약세. 주요국 외환보유고 증가율은 2022년 9월 저점 이후 개선되는 모습이 나타났지만 올해 들어 개선속도는 느려지는 모습. 이는 달러 약세가 제한될 수 있다는 신호

미국 국채금리의 상대적 상승은 달러 강세로 연결되는 모습



자료: Bloomberg, OECD, 대신증권 Research Center

올해 들어 미국 제외 주요국 외환보유고 증가율의 개선속도가 더디다는 점도 달러 약세 제한 신호

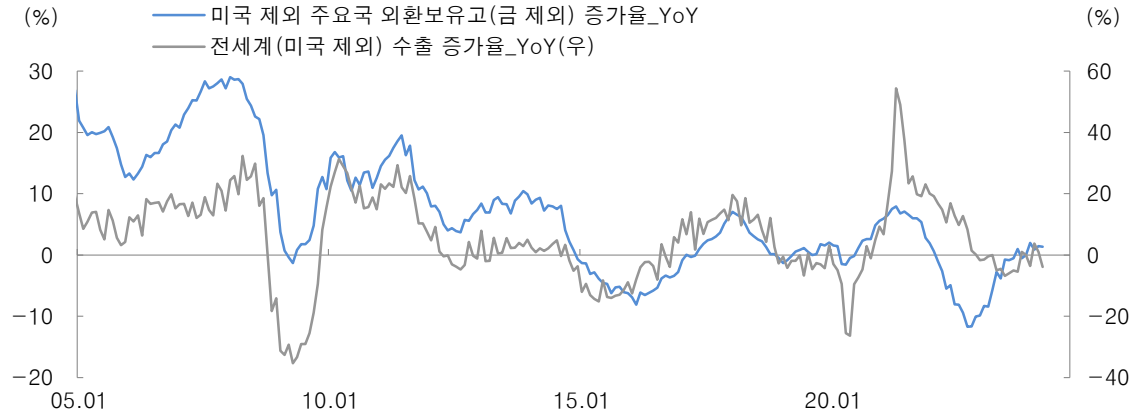
자료: CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

글로벌 교역과 통화량도 달러의 방향성에 있어 중요한 변수

달러의 본격적인 약세 전환을 위해서는 글로벌 제조업 경기의 추가 회복이 필요

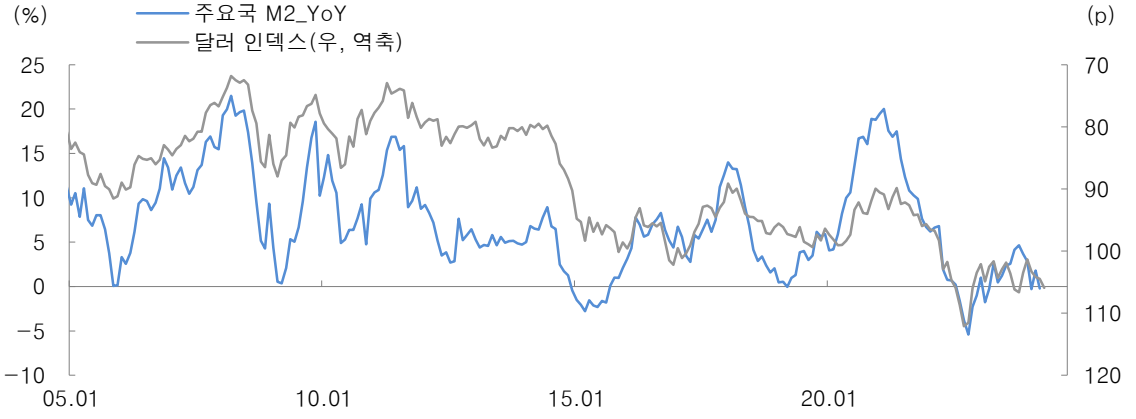
- 미국을 제외한 주요국 외환보유고 증가율은 글로벌 교역과 연결. 미국 제외 주요국 수출증가율이 개선될 때 대체로 외환보유고 증가율도 개선
- 글로벌 교역은 글로벌 제조업 경기가 회복될 때 개선되는 모습이 나타났다는 점에서 글로벌 제조업 경기의 추가 상승 여부가 달러의 중장기 방향성을 결정할 것으로 예상
- 올해 들어 OECD G20 제조업 신뢰지수가 뚜렷한 회복세를 나타내고 있지만, 중국 제조업 경기에 대한 불확실성이 남아있다는 점에서 글로벌 제조업 경기의 가파른 회복 가능성은 낮다고 판단
- 주요국 M2증가율(YoY)은 작년 10월 고점 이후 둔화. 주요국 M2 증가율이 둔화될 때 달러는 대체로 강세. 주요국 중앙은행의 통화완화 정책과 함께 통화량 증가율의 개선 여부 주목

미국 제외 주요국 외환보유고 증가율은 글로벌 교역이 개선될 때 대체로 상승



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

주요국 M2 증가율의 둔화 또한 달러의 약세 전환을 제한하는 요인



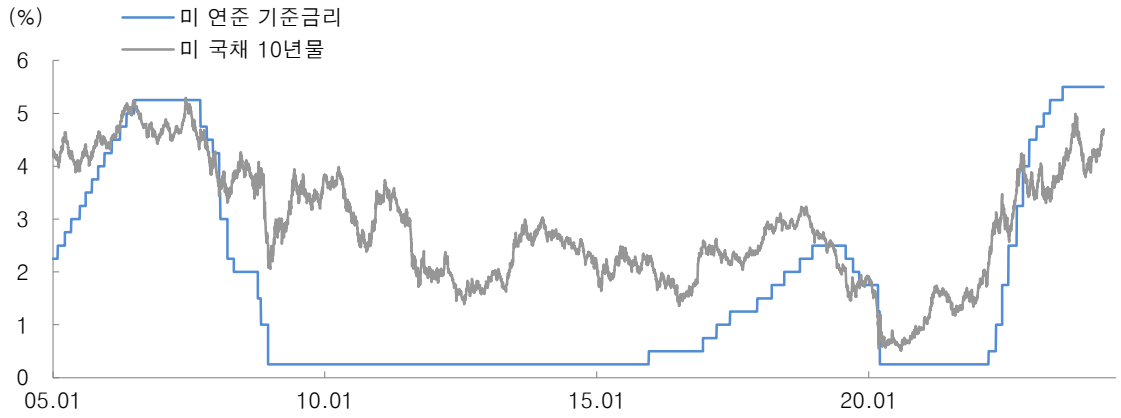
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

연준의 기준금리 인하 가시화로 시장금리의 추세적 하락 예상

시장금리 하락국면에서 장기국채와 성장주에 대한 관심 지속 필요

- 연준의 기준금리 인상 종료 전후로 미 국채 10년물 금리는 상승이 제한되고 하락세로 전환
- 기준금리 인하가 시작되면 시장금리의 추세적 하락 가능성은 높아질 것으로 예상
- 다만, 당초 기대보다 기준금리 인하 시점이 지연되고, 인하폭도 축소되고 있다는 점, 그리고 물가에 대한 우려가 아직 남아있다는 것을 고려하면 시장금리는 높은 변동성 속에 완만한 하락 추세 형성 전망
- 중장기적으로 물가 우려가 완화되고, 시장금리의 하락이 예상되는 국면에서는 장기국채 선호. 국채금리가 반등할 때 마다 장기국채에 대한 점진적인 비중확대 전략 필요
- 주식시장에서는 시장금리 하락국면에서 상대적 강세흐름을 보여준 성장주에 대한 관심 지속

연준의 기준금리 인하 가시화는 시장금리의 추세적 하락 가능성을 높이는 요인



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

시장금리 하락 구간에서는 대체로 성장주가 가치주 대비 강세

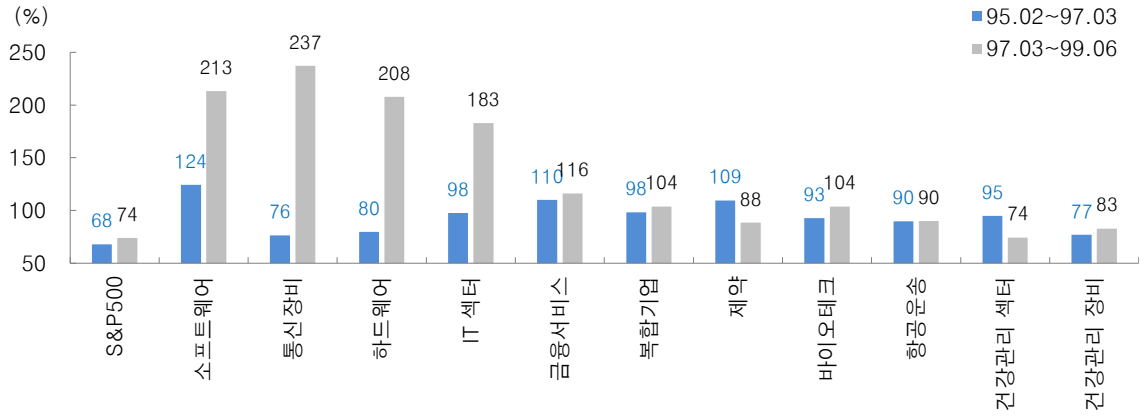
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

경기침체 없는 연준의 기준금리 인하 국면: IT와 건강관리 섹터 주목

1990년대 경기침체가 없었던 두 차례 연준의 기준금리 인하 국면 모두 주식시장은 강세

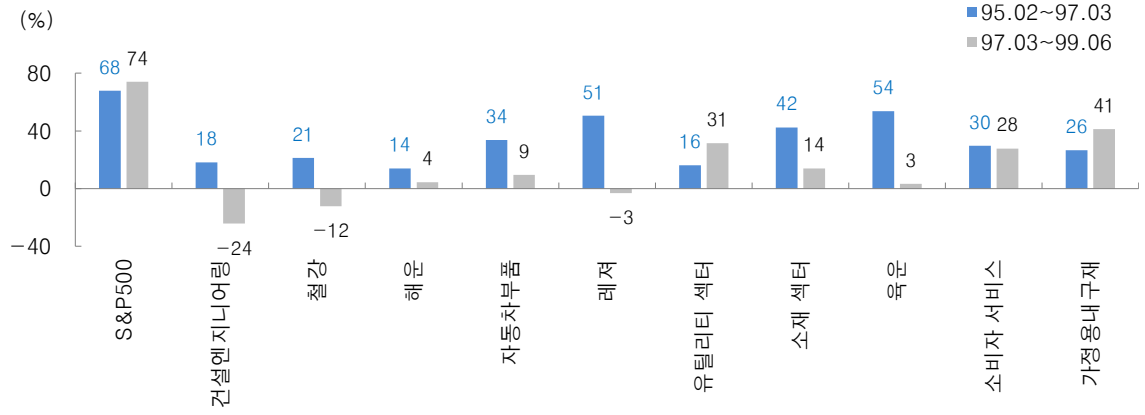
- 경기침체가 발생하지 않은 상황에서 연준이 기준금리를 인하했던 1990년대 사례 주목
- 1990년대 경기침체가 없었던 연준의 두차례 기준금리 인하 국면 모두 S&P500은 상승
- 2019년 연준의 기준금리 인하 국면에서도 코로나 발생 직전까지 주식시장은 상승추세 유지
- 1990년대의 두차례 인하국면에서 S&P500 대비 강세 업종
  - 소프트웨어, 통신장비, 하드웨어, 금융서비스, 제약, 바이오테크 등
  - 다만, 1990년대도 현재처럼 성장주가 주식시장을 주도하고 있던 시기였다는 점 참고

1990년대 경기침체 없는 연준의 기준금리 인하 국면에서 S&P500 대비 강세 섹터/업종



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

1990년대 경기침체 없는 연준의 기준금리 인하 국면에서 S&P500 대비 약세 시총상위 섹터/업종



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

글로벌 제조업 경기 회복 강도에 따라 달라질 수 있는 투자 스타일

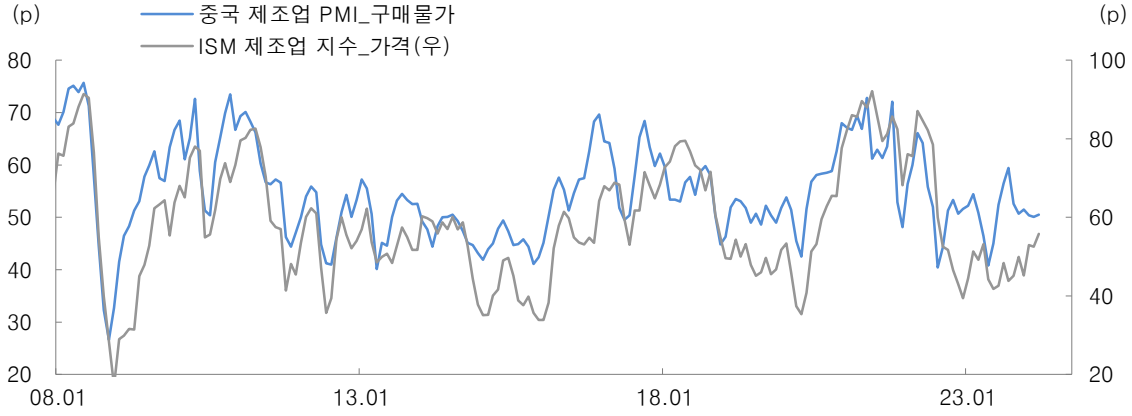
제조업 경기의 가파른 개선은 원자재 가격을 자극하고 가치주 강세를 뒷받침할 수 있는 요인

- 올해 들어 OECD G20 제조업 신뢰지수가 뚜렷한 회복세를 나타내면서 제조업 경기회복 기대감이 높아지는 모습. 다만, 중국에 대한 불확실성을 고려할 때 글로벌 제조업 경기는 점진적인 회복 흐름 기대
- 만약 글로벌 제조업 경기가 강하게 반등한다면 투자 스타일의 변화를 고려해야 할 것으로 판단. 제조업 경기의 호황은 원자재 가격을 자극하고 기대 인플레이션을 높일 수 있기 때문
- 연준의 기준금리 인하가 지연되고 시장금리의 추세적 하락 흐름을 기대하기 어려워진다면 성장주보다는 원자재 가격 흐름에 민감한 가치주가 주목받을 수 있고, 경기에 민감한 신흥국 증시도 상대적 강세가 가능할 것으로 예상
- 제조업 경기 회복과 함께 물가상승 압력 확대 여부는 중국 제조업 PMI 구매물가 지수의 반등을 주목

글로벌 제조업 경기의 회복은 원자재 가격을 자극할 수 있는 요인

자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 제조업 PMI 구매물가 지수의 상승은 인플레이션을 예고하는 신호



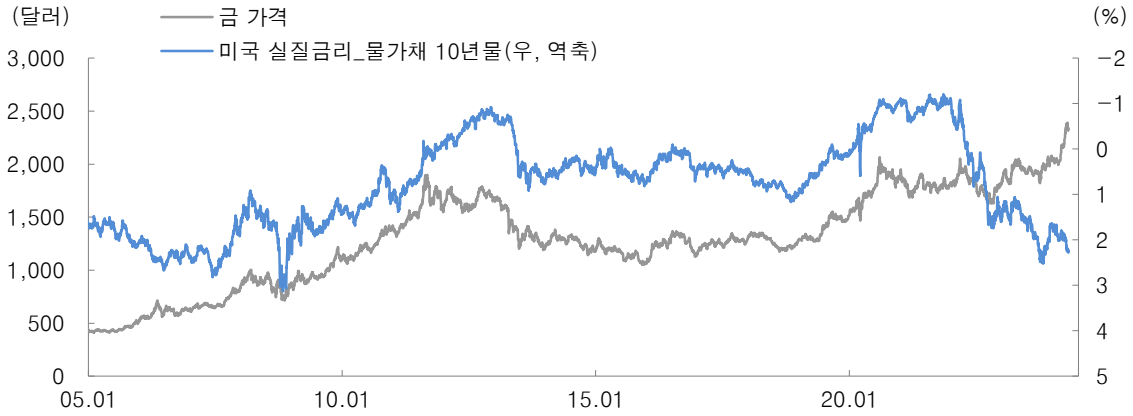
자료: 중국 국가통계국, ISM, 대신증권 Research Center

금은 실질금리 하락 또는 제조업 경기 회복 수혜 모두 가능

연준의 기준금리 인하로 인한 실질금리 하락 또는 원자재 가격 상승 국면 모두 금 가격 강세를 뒷받침

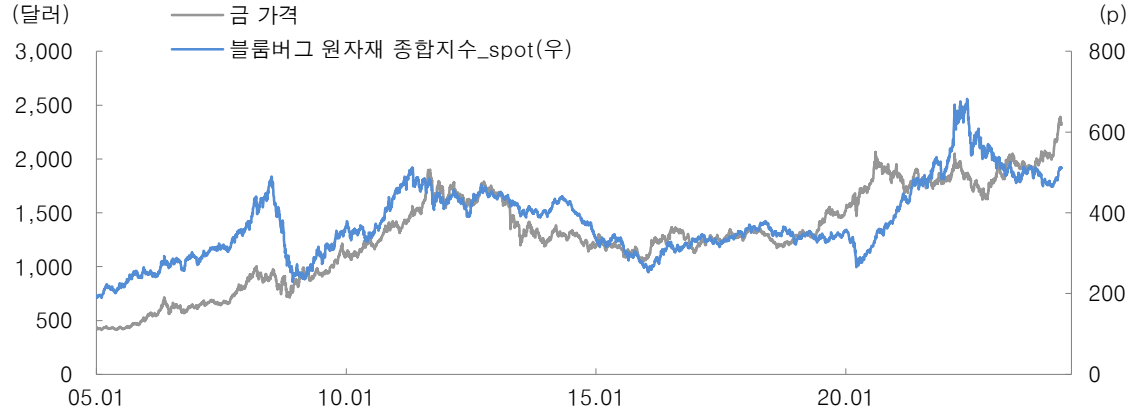
- 연준의 기준금리 인상 종료가 가시화된 2023년 하반기 이후 금 가격은 본격적으로 상승하기 시작
- 지정학적 리스크와 OPEC+의 추가 감산에 따른 유가 상승이 기대 인플레이션을 자극하면서 금 가격 상승을 뒷받침. 지정학적 이슈 증가에 따른 주요국 중앙은행의 금 매입 규모 확대도 금 수요 증가 요인
- 금 가격은 실질금리가 하락할 때 상승추세 형성. 연준의 기준금리 인하는 실질금리 하락으로 연결
- 하반기 제조업 경기 회복으로 원자재 가격이 탄력적으로 상승할 경우 연준의 기준금리 인하은 지연될 가능성 존재
- 하지만 연준의 기준금리 인상이 없다면, 인플레이션 압력의 확대는 실질금리의 하락을 의미한다는 점에서 금 가격에는 양호한 국면이 될 수 있다고 판단

실질금리가 하락할 때 금 가격은 대체로 강세



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

원자재 가격의 전반적인 강세 또한 금 가격의 상승을 뒷받침할 수 있는 변수



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.