

# 거시경제/투자전략

Higher, Deeper and Longer



# CONTENTS



[요약]	3
I. 거시경제 환경: 스태그플레이션에서 리세션으로	4
II. 투자전략: 길게 보고 안전하게	16

## 2023년 거시경제 환경: 연준 금리인상은 좀더 오래 높게, 선진국 2사분기~하반기 경기 침체 예상

- 현재 OECD 경기선행지수 하락세는 2000~01년 IT 버블 붕괴가 동반된 경기침체 당시와 유사한 궤적.
- 1980년대 이후 연준은 경기 침체 전 금리인하 전환, 하지만 이번에는 1970년대처럼 경기 침체 와도 금리인상 계속할 전망.
- 미국 인플레이션은 완만한 하락세, 연준 기준금리는 5~6월까지 계속 인상되어 5.5~5.75%에 이를 전망.
- 한국은 수출이 2023년에 -15%에 가까운 감소세, 내수 부진 심화 → 기업이익 전망은 좀더 하락, 하반기 BOK 금리인하 기대.
- 거시경제 전망을 바꿀 핵심 변수는 중국 봉쇄 완화와 내수 부양 기조로 전환(가능성 긍정적), 그리고 전쟁 종료 및 천연가스 공급 회복.

## 2023년 투자전략: 새해 출발은 원화 채권 중심, 주식은 미국에서 아시아로, 주식 비중 확대는 연 중반경부터

- 스태그플레이션에서 리세션으로 변화하는 환경: 주식, 채권 둘다 안 되던 환경에서 채권 먼저 회복 예상.
- 금리인상 막바지에 도달한 한국 원화 채권 선호, 인도, 인도네시아 고금리 채권 비중 확대, 미국채는 2사분기까지 좀더 두고 볼 필요.
- 주식은 리세션 및 금리 최종 레벨 프라이싱이 다소 낙관적인 듯해서 상반기에 보수적 대응.
- 강달러 부담, 평범해지는 빅테크 성장세 등을 고려할 때, 주식 투자는 미국 집중에서 아시아로 분산.
- 아시아 탐픽은 인도이며 아세안도 선호. 중국은 다소 불확실하나 중립 관점 대응 가능.

# I

## —

### 거시경제 환경

스태그플레이션에서 리세션으로

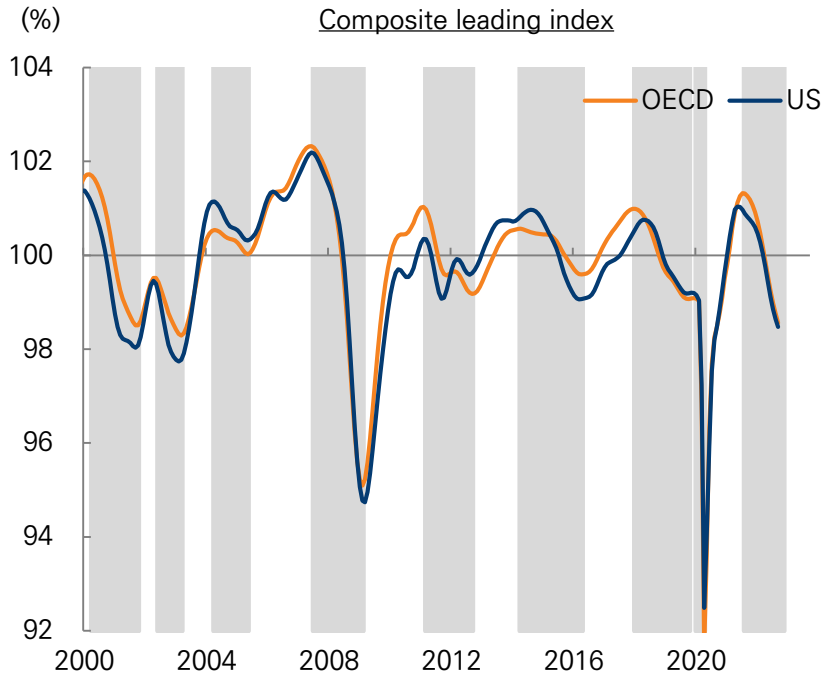


# 2023 Recession Risks

## 선진국 경기 침체를 예고하는 OECD 경기선행지수

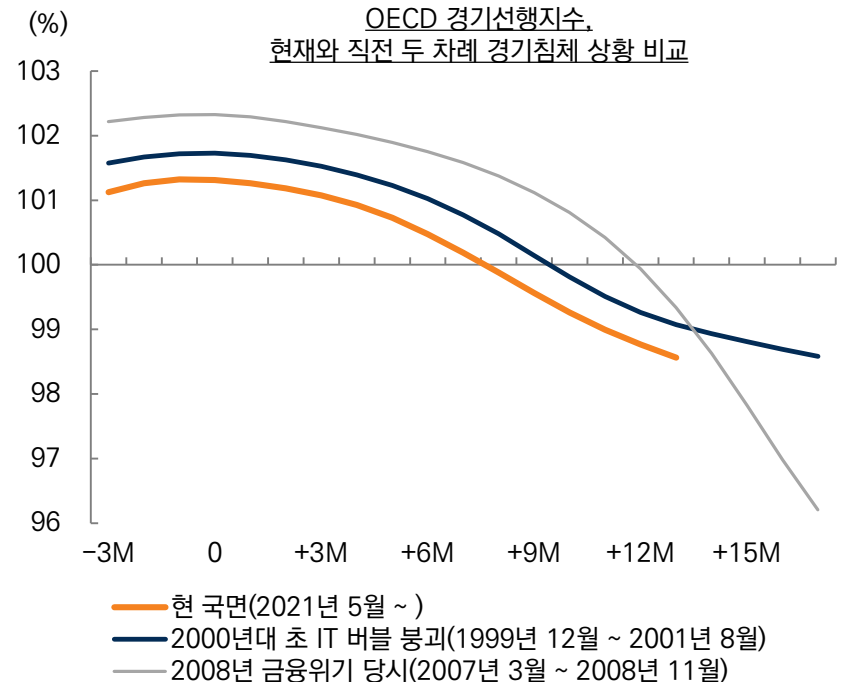
- 최근 OECD 경기선행지수 하락세는 2000년대 초반 IT 버블 붕괴 때와 닮았음.
- 2000년대 초반에는 연준의 적극 금리인하로 경기침체가 심하진 않았음(2001년 1년간 기준금리를 6.5%에서 1.75로 인하).
- 하지만, 지금은 연준의 도움이 크게 기대되지 않는다는 차이점이 큼.

### OECD 경기선행지수, 비교적 가파른 하락세



자료: OECD, 미래에셋증권 리서치센터

### 최근 OECD 경기선행지수 하락세는 2000년대 초와 닮았음



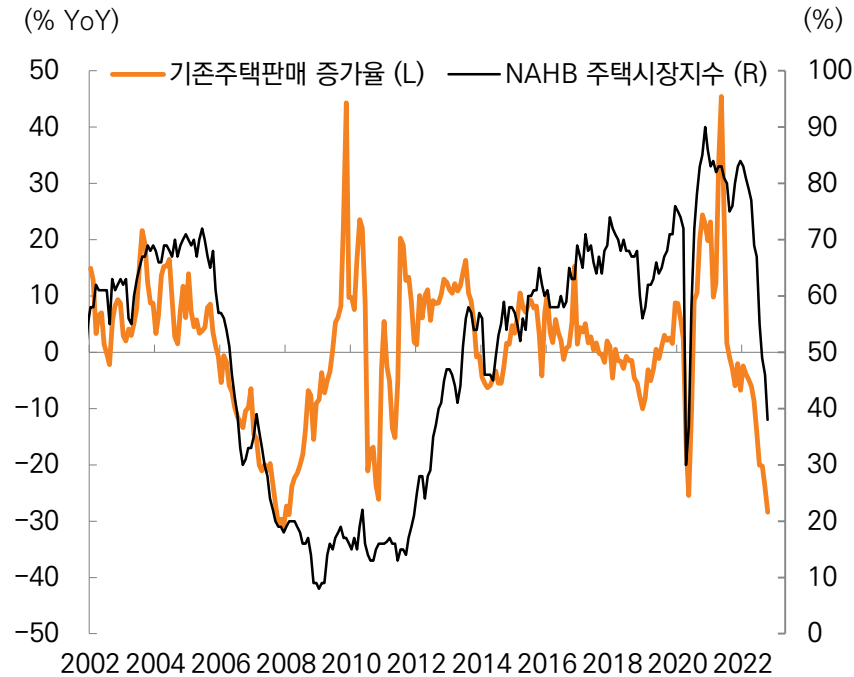
자료: OECD, 미래에셋증권 리서치센터

# 2023 Recession Risks (2)

## 미국 주택시장은 이미 침체 국면 → 큰 시차 없이 경기 전반으로 침체 압력 확산 예상

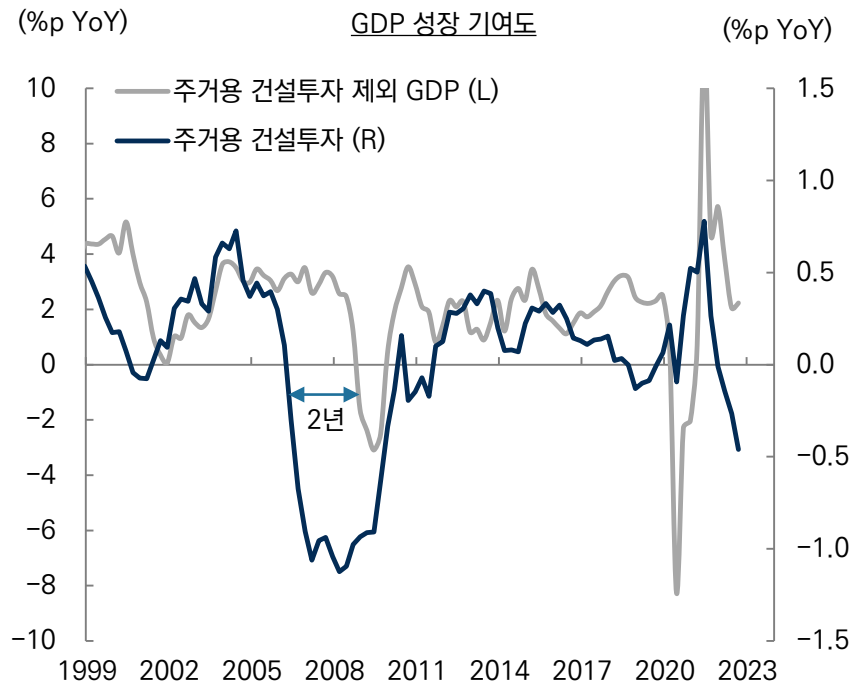
- 금리 인상/인하에 가장 민감하게 반응하는 것이 주택시장.
- 기존주택판매는 이미 서브프라임 사태 당시 수준 감소, 주택건설업자들의 심리 위축도 2006~07년보다 더 빠르게 진행.
- 주택시장 침체 이후 비주택 전반의 침체가 곧 뒤따를 전망. 2006~08년에는 2년 시차, 이번에는 가파른 금리인상이 시차를 줄일 것.
- 인플레이, 전쟁 등의 상황에 큰 반전 없으면 2023년 상반기 침체 시작 가능성 높아 보임.

기존주택판매 급감, 주택시장심리 급랭



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

주택 건설투자 빠르게 급속 감소, 비주택 부문도 조만간 뒤따를 것



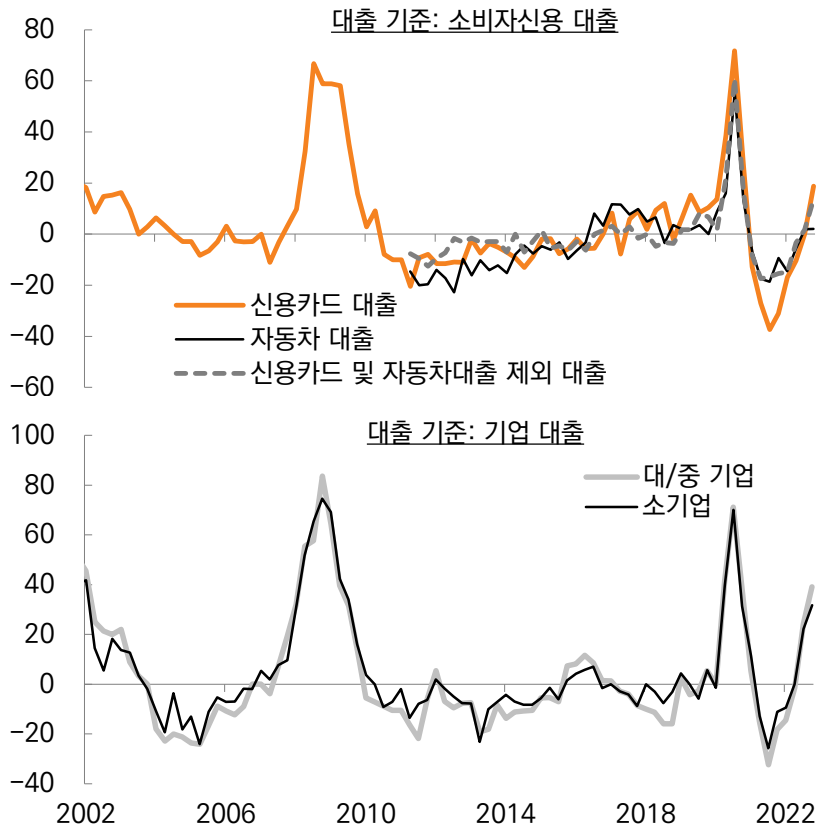
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

# 2023 Recession Risks (3)

## 미국 가계, 줄어드는 소비 여력

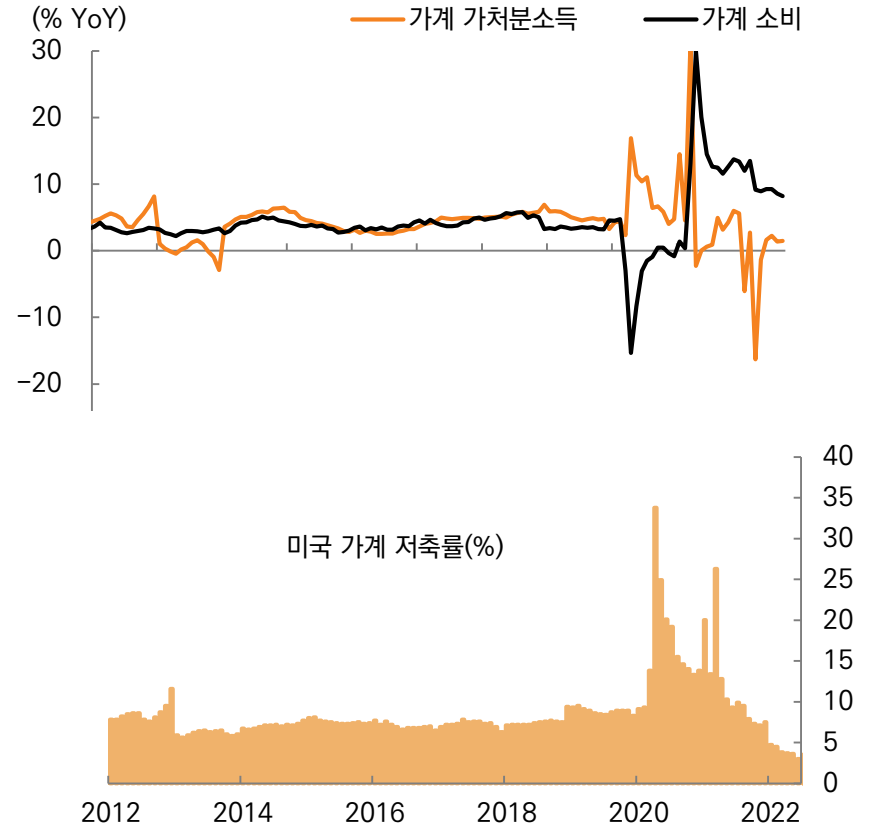
- 명목 소비지출은 아직 전년비 10% 수준. 높은 임금 상승률과 일자리 증가가 높은 인플레이에도 소비를 지속시켜 왔음.
- 하지만, 마이너스 자산효과에 10년 최저 수준의 저축률이 더 낮아지기 어렵고 대출도 어려워지고 있어, 소비가 빠르게 둔화될 위험 커짐.

### 미국 상업은행들 대출기준 강화 중



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

### 3%대 중반 낮아진 저축률 부담, 소득 대비 초과 소비 축소될 것



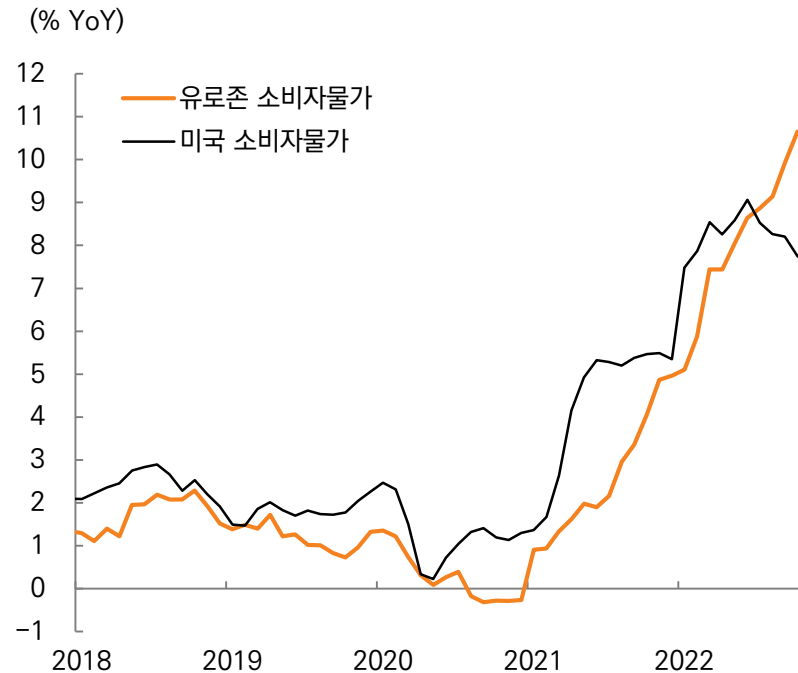
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

# 2023 Recession Risks (4)

## 유럽 경기침체 가능성은 미국보다 더 높음

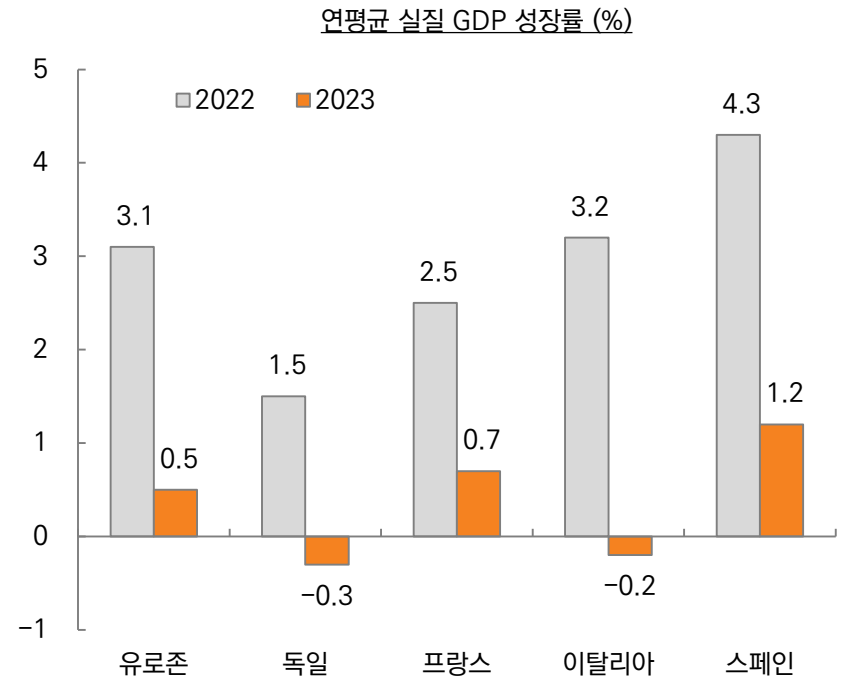
- 유로존은 전쟁, 천연가스 부족 등에 따른 부정적 충격이 클 수밖에 없음.
- 특히, 유로존은 미국과 달리 인플레이 고점도 아직 통과하지 못한 상황으로, 경기 회복에 좀더 시간이 필요할 것으로 판단됨.
- IMF에서는 독일, 이탈리아 내년 마이너스 성장 예상, 유로존 전체적으로도 경기침체 가능성이 꽤 높은 것으로 평가.

### 미국과 달리 인플레이 고점도 아직 통과하지 못한 유로존



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

### IMF 세계경제 전망: 독일, 이탈리아 마이너스 성장 등 유로존 침체 경고



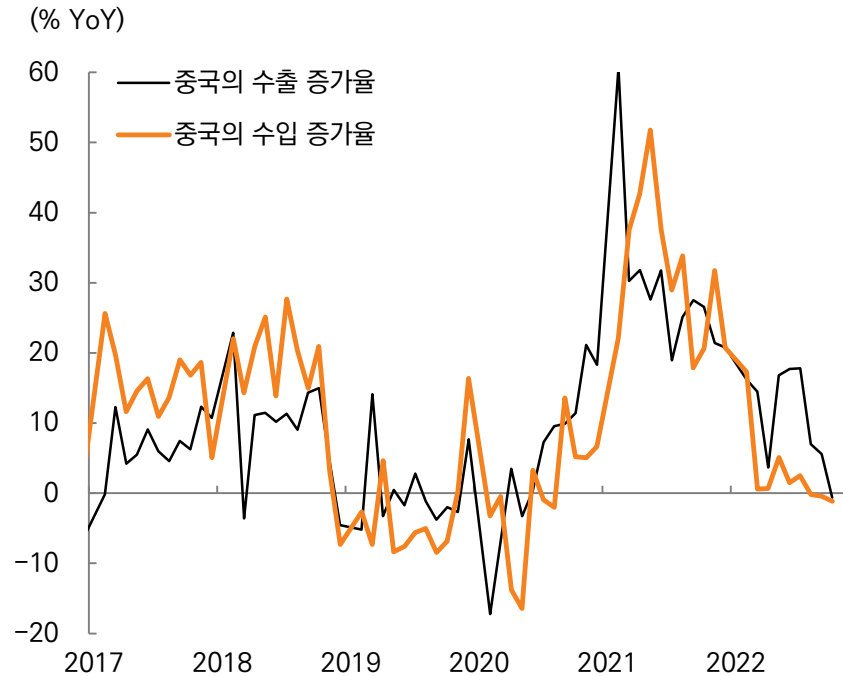
자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

# 2023 Recession Risks (5)

## 서방의 견제 속에서 제한되는 중국의 역할

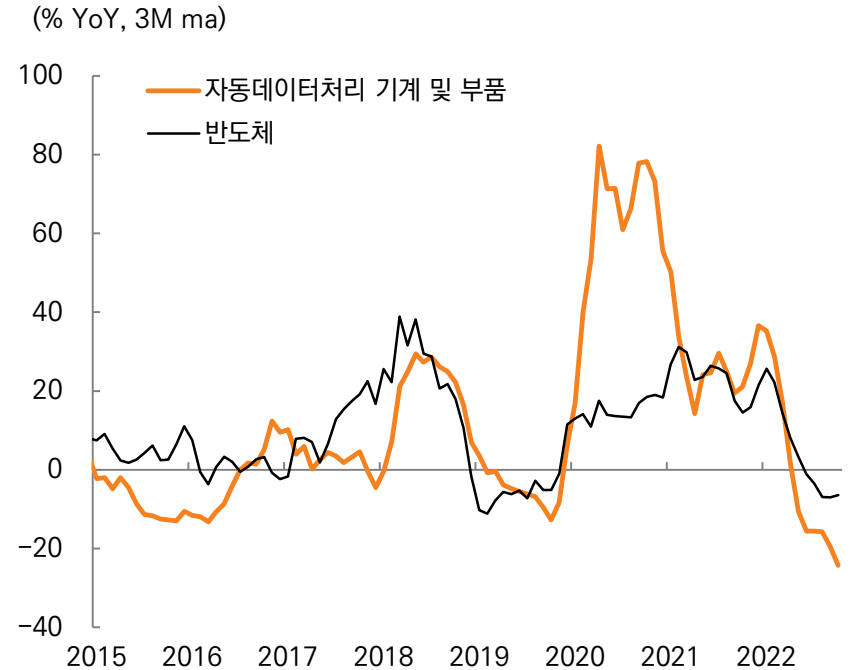
- 2022년 중국 수출 증가세 둔화가 완전한 가운데, 수입은 더 부진한 상황. 내수 부진에 서방의 견제가 계속된 여파.
- IT 제품 및 부품 수입은 트럼프 전 대통령 재임 시절 미국과 무역갈등이 심했던 2019년보다 더 위축.
- 이는 한국의 대중국 수출 감소 요인으로 작용하면서 최근 한국 수출 부진에 큰 영향.
- 미중 갈등 완화는 크게 기대되지 않으나, 중국의 내수 진작책 시기와 규모는 2023년 글로벌 경기의 중요 변수가 될 것.

중국 수출입 동반 위축, 3월 이후 수입 증가가 거의 없는 상태



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

대외수입 위축, IT 제품 및 부품 수입 감소가 주도적 역할

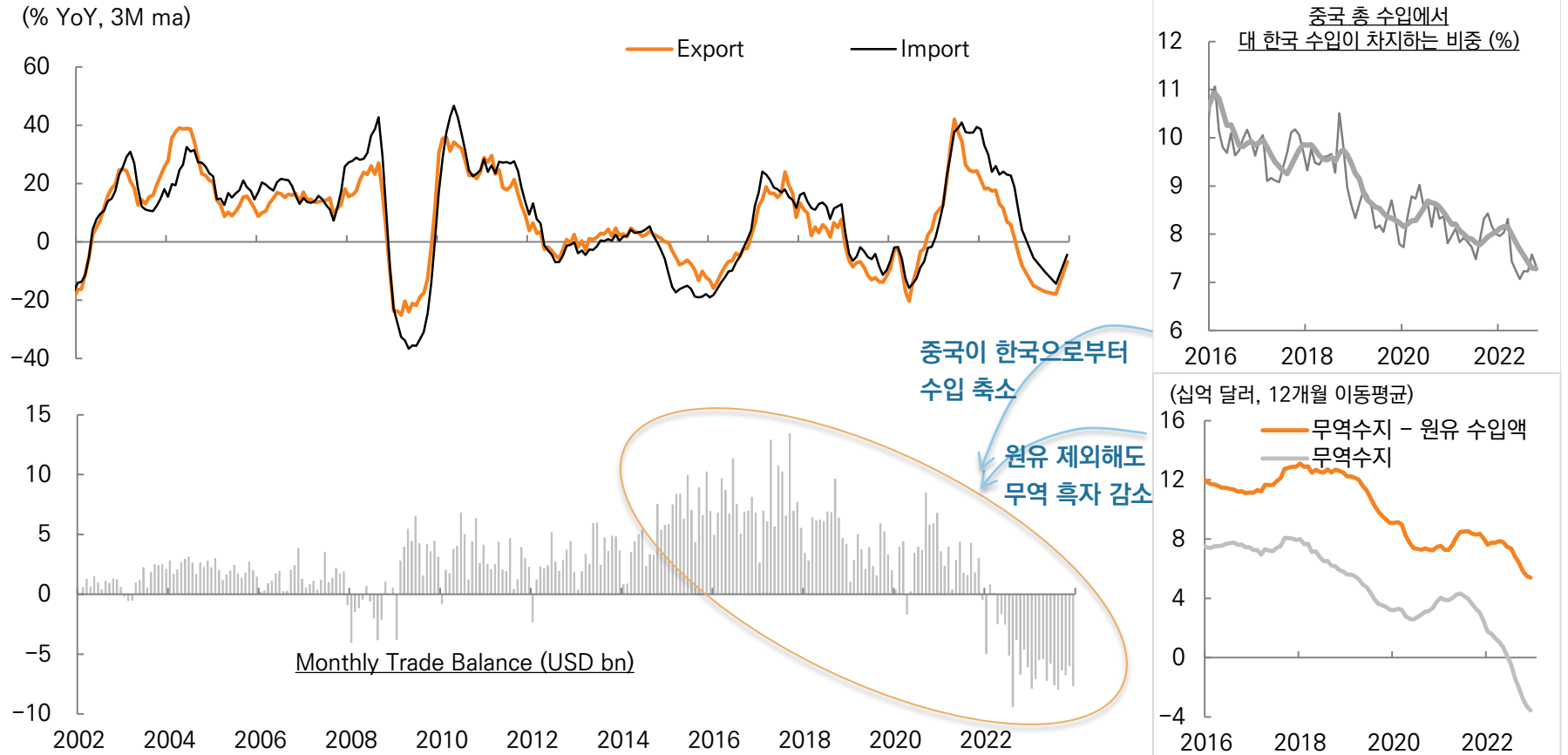


자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

# 2023 Recession Risks (6)

- 선진국 수요 침체 압력과 중국의 대 한국 수입 감소 등으로 2023년 수출 감소율은 전년비 10%대 중반 예상.
- 무역수지는 2022년 하반기와 비슷한 규모의 월간 적자 유지되면서 연간 700~800억 달러 적자 예상. 원화 가치 회복 제한 요인.

## 2023년 한국 수출 감소 폭 확대 & V자 아닌 U자 형태 반등 예상, 대규모 무역적자 지속 예상



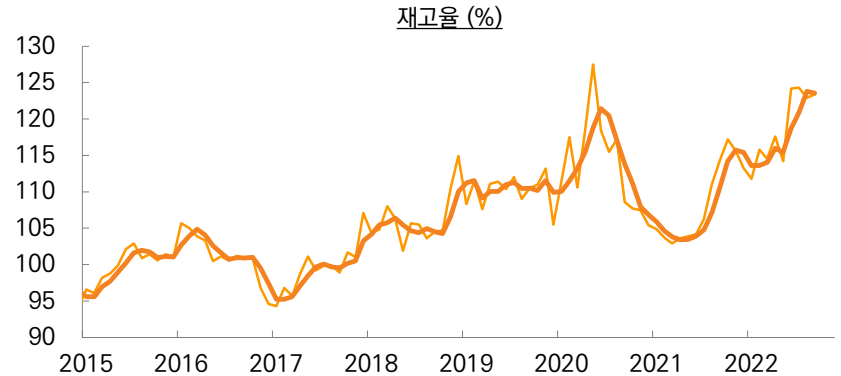
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

# 2023 Recession Risks (7)

## 한국, 재고 조정 과정에서 경기 및 인플레이션 하락 압박

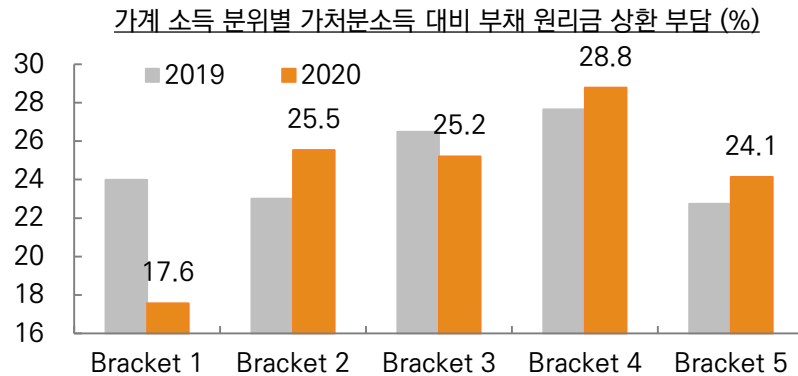
- 국내외 수요 부진 → 재고 조정 애로 크고 시간이 오래 걸릴 듯함.
- 수출 감소가 심하게 전개될 뿐 아니라 내수도 부진할 전망. 내수 부진의 중요 이유 중 하나는 금리 부담 상승.
- 2020년에 소득 대비 부채원리금 상환 부담이 25% 수준이었고, 2023년 하반기에는 잔액 기준 평균 대출 금리가 2020년 말 대비 250~300bp 올라가 있을 것으로 보임.
- 여기에 일자리 상황이 나빠지면 금리 부담이 더 커지는 효과 야기.
- 재고 조정을 빠르게 진행하려면 기업 수익성 훼손 불가피. 다만, 그 과정에서 인플레이션이 빠르게 하락할 수는 있음.

### 한국 재고 부담 높아져 있는 상황



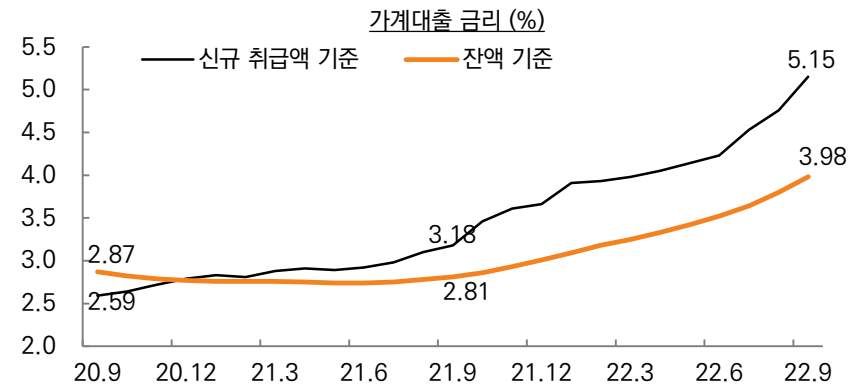
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

### 한국 가계의 부채 원리금 상환 부담은 소득의 25% 수준



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

### 가계대출금리 상승세, 잔액 기준으로는 '23년 말까지 현 속도로 상승 예상



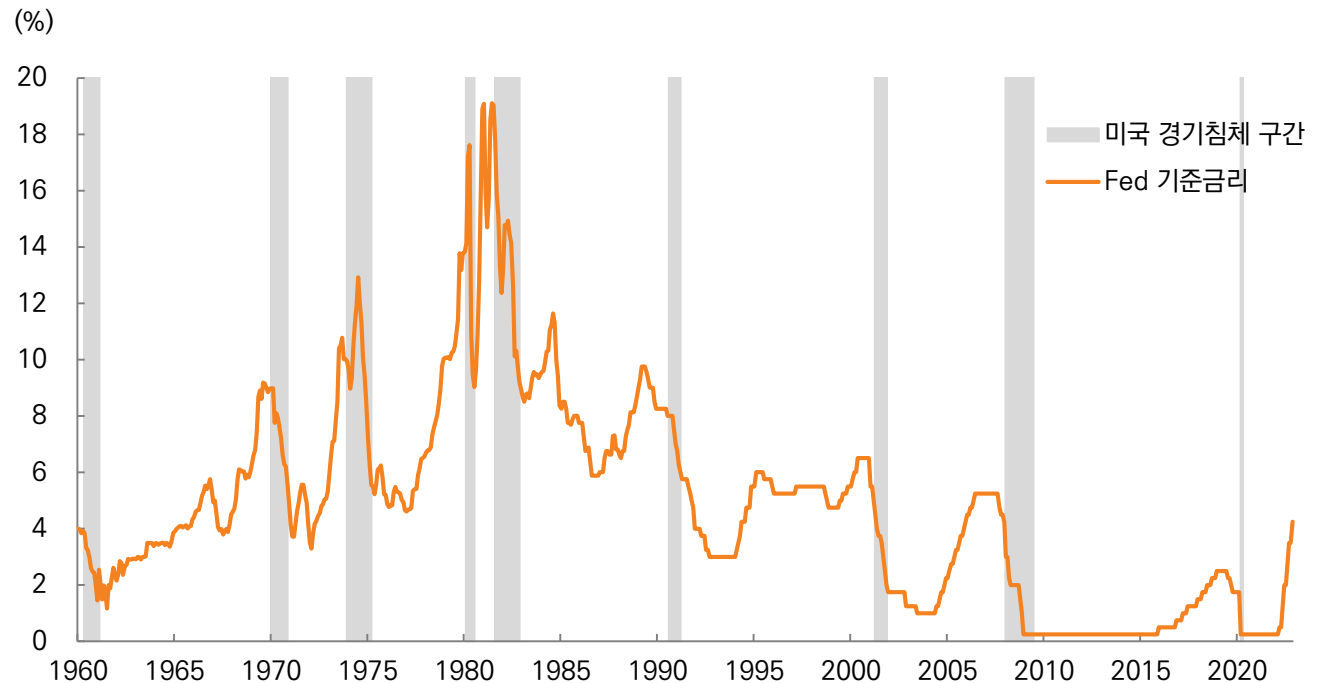
자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

# 1970년대를 경계하는 연준, 2023년 상반기 금리인상 지속 예상

## 금리인상은 5% 위로, 2사분기까지 지속

- 지난 30년간 연준 금리인상은 리세션이 오기 전에 끝나고 인하 기조로 전환.
- 하지만, 1970년대에는 리세션이 왔을 때도 금리인상 지속.
- 파월 연준 의장은 1970년대식 인플레이 재현 가능성을 우려. 긴축을 너무 일찍 멈춰서 인플레이를 충분히 통제하지 못하는 상황에 대한 경계감을 피력.
- 파월 의장의 최근 스탠스로 볼 때, 인플레이가 빠르게 낮아지지 않으면 2023년 상반기 리세션이 오더라도 금리인상 계속할 것으로 보임. 5% 이하에서 금리인상 멈출 가능성 낮다고 판단됨.

보통은 경기침체 진입 전에 금리인상 종료, 하지만 1970년대에는 경기침체 국면에서도 금리인상 계속



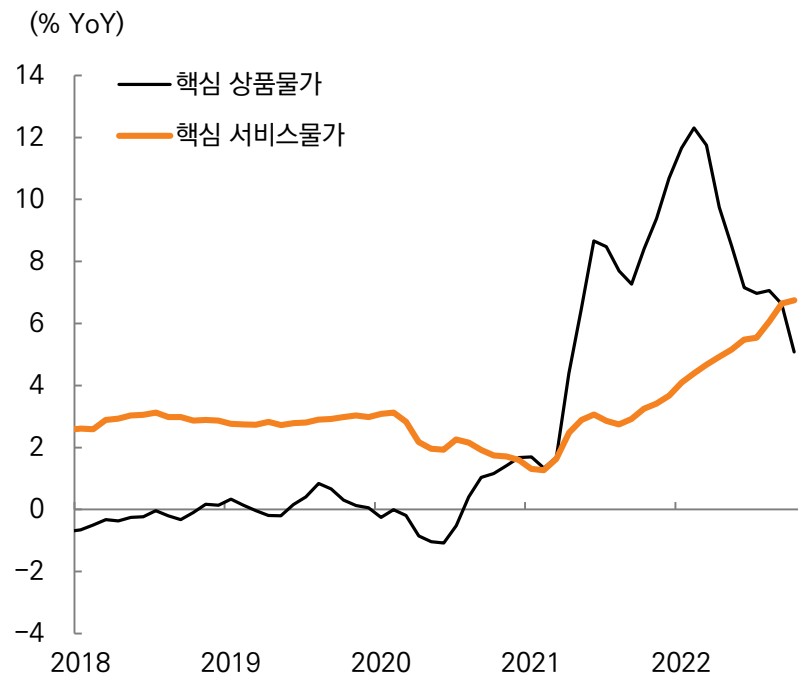
자료: Federal Reserve, NBER, 미래에셋증권 리서치센터

# 연준 금리인상 종료에 부합하지 않는 미국 인플레이 상황

## 인플레이 피크아웃, 하지만 변화는 더딤

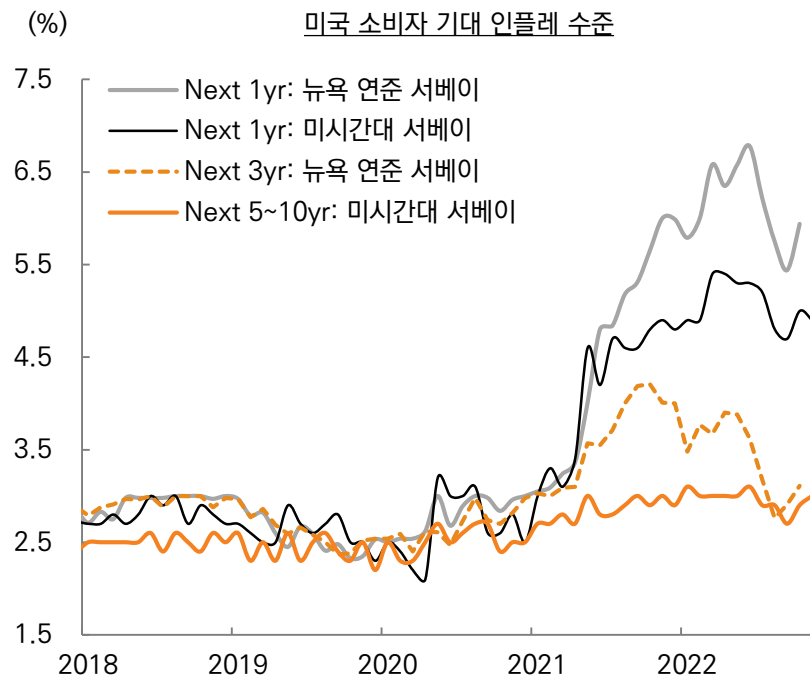
- 상품 인플레이는 공급망 정상화와 상품소비 둔화 효과로 하향 안정화 추세를 이어갈 것으로 기대.
- 하지만, 서비스 인플레이는 상대적으로 강한 서비스 소비와 임금 상승세 등으로 잘 꺾이지 않는 상황 지속 예상.
- 기대 인플레이도 연준의 공격적 긴축에도 불구하고 잘 꺾이지 않고 있음.

핵심 상품물가 상승세는 둔화, 핵심 서비스물가 상승률은 아직 오름세



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

미국 소비자 인플레이 기대심리는 잘 꺾이지 않고 있음



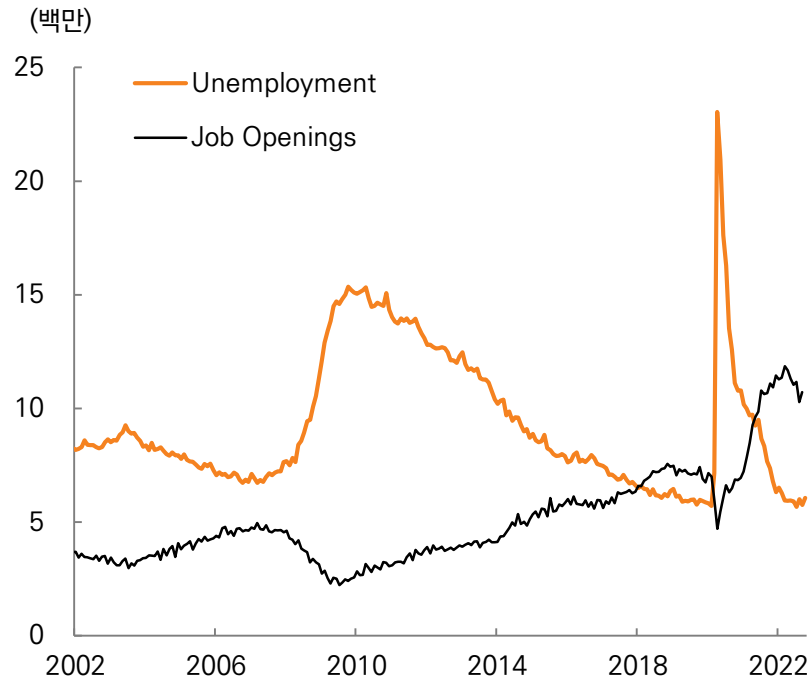
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

# 연준 금리인상 종료에 부합하지 않는 미국 인플레이 상황 (2)

## 임금 상승세도 피크아웃했지만 여전히 높은 수준

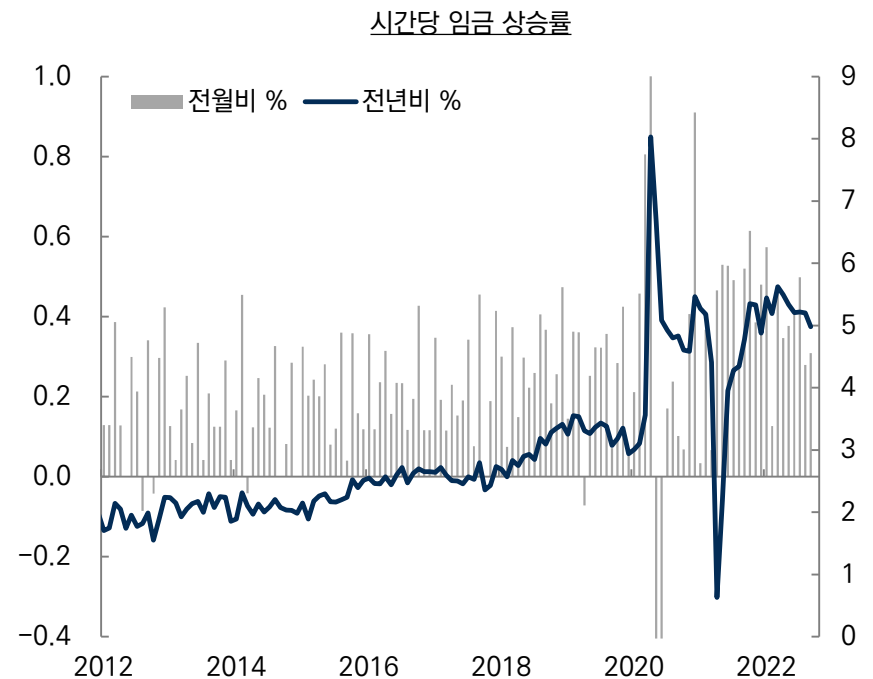
- 일자리 증가세 둔화될 것. 하지만 일자리 수급 미스매치가 심하기 때문에 임금 상승세가 빠르게 낮아지긴 어려움.
- 경험적으로 임금 상승률은 코어 인플레이의 기초적 방향을 결정하는 핵심 요소.
- 현재 연 4~5%의 임금 상승률은 한동안 서비스 인플레이의 기준선이 될 수 있으며, 기대 인플레이의 하방 경직 요인이 될 수도 있음.

미국 노동력 공급 대비 수요 초과 갭이 여전히 큰 상황



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

미국 임금 상승세 둔화되나 여전히 전년비 5%에 근접하는 높은 수준



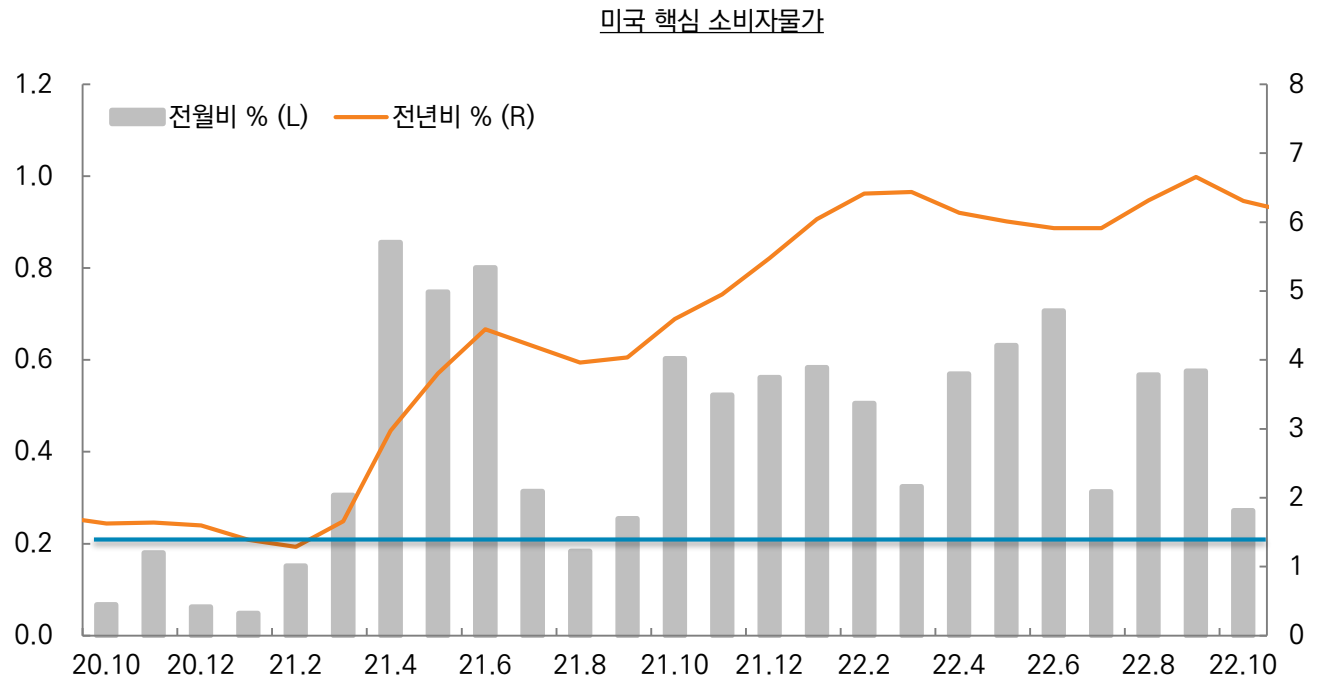
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

# 연준 금리인상 종료에 부합하지 않는 미국 인플레이 상황 (3)

## 전월비 0.2% 이하의 코어 인플레이가 2~3개월은 필요

- 연준의 인플레이 목표는 연 2%, 이를 위해서는 월간 물가 상승률이 0.2%보다는 낮아져야 함.
- 하지만, 미국 코어 인플레이가 지난 1년간 0.2% 이하의 전월비 상승률을 기록한 적은 없음.
- 연준 피벗은 말할 것도 없고, 금리인상을 멈추기 위해서는 전월비 0.2% 이하의 코어 인플레이를 적어도 2~3개월은 확인해야 될 듯함.
- 이를 위해서는 좀더 시간 필요. 1사분기, 3월말까지 금리인상을 종료할 가능성이 낮다고 보는 이유임.

코어 인플레이 전월비 0.2%(연율 2.4%) 이하 기록은 지난 1년간 한번도 없었음



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

## II

### —

## 투자전략

길게 보고 안전하게

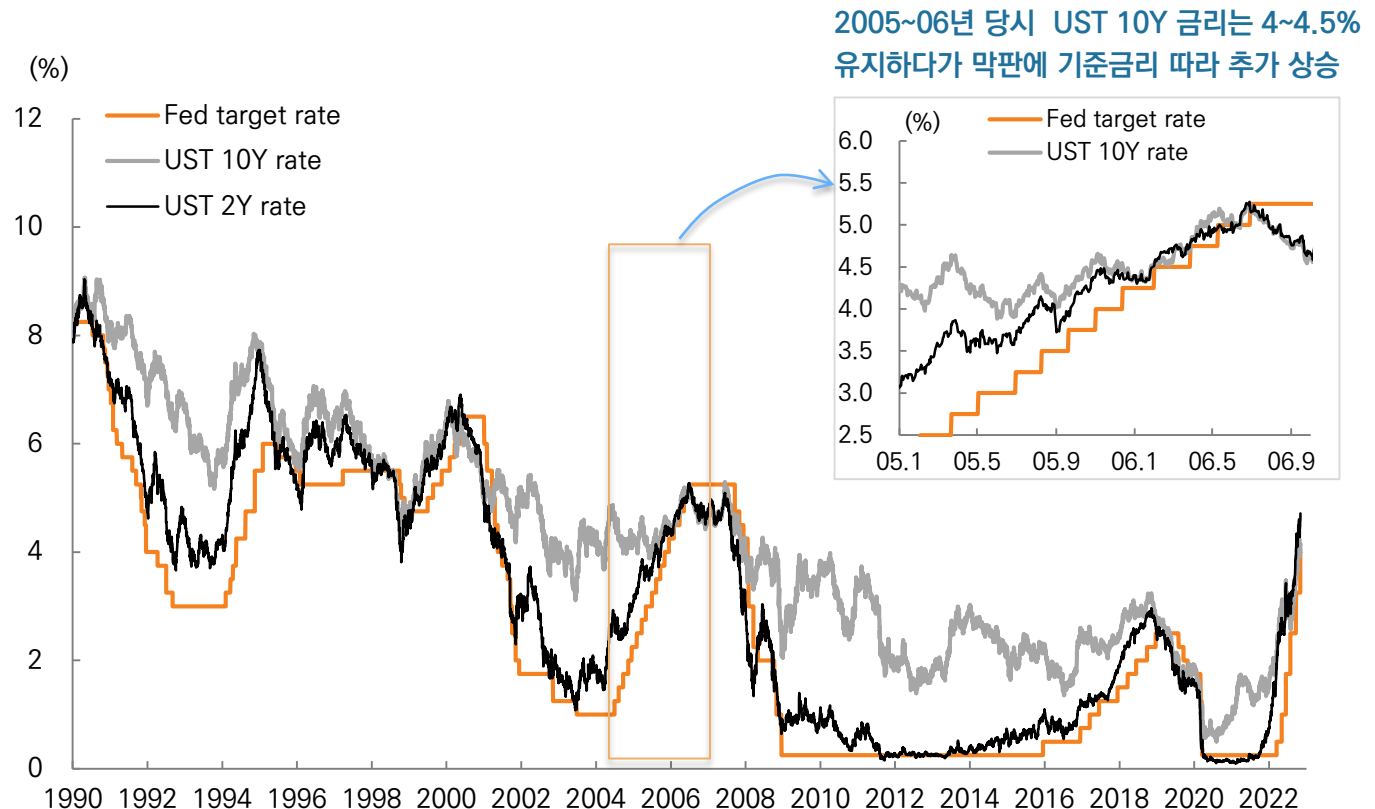


# 미국채 금리 좀더 오를 것

## 미국채, 금리가 좀더 오른 후 비중 확대

- 연준 기준금리 인상이 5%를 넘도록 지속될 가능성을 고려하면 금리 정점은 아직 오지 않았다고 판단됨.
- 경험적으로, 미국채 금리는 연준 기준금리 최종 레벨을 반영하는 경향.
- 적어도 미국채 2년물은 5%대까지 오르면서 연준 기준금리를 충분히 반영할 것. 단, 경기침체 우려가 이미 반영되기 시작한 10년물 금리는 2년물과 금리차가 계속 벌어지면서 4%대 중반 수준 고점 예상.

미국채 금리는 연준 기준금리 인상 최종 레벨까지 반영하는 경향



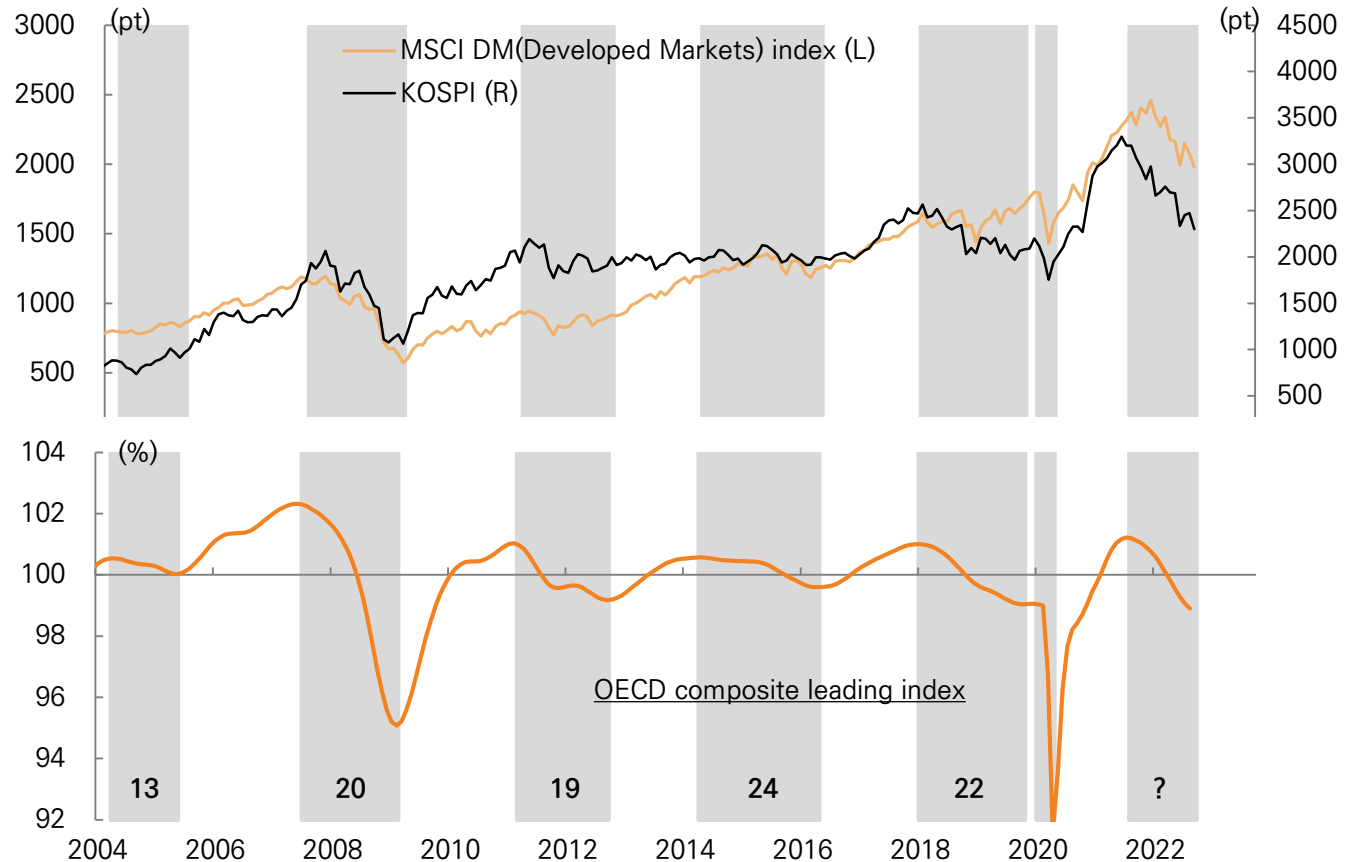
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# 증시 변곡점은?

## 경험적 주기로는 2023년 2사분기 변곡점

- OECD 경기선행지수 평균 하락 기간 20개월 내외, 2023년 3월까지 하락하면 20개월 연속 하락.
- 2사분기 반등 기대. 하지만, 이번에는 선행지수 저점 형성이 조금 지연될 가능성이 커 보임.

OECD경기선행지수 평균 순환주기로는 2023년 2사분기 변곡점



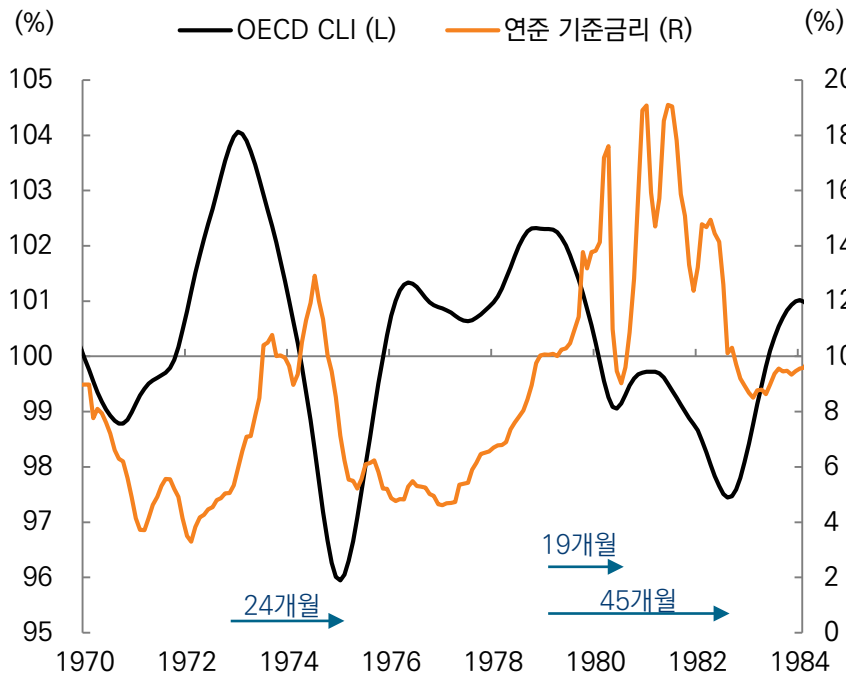
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

# OECD 경기선행지수 저점 형성 지연

## 금리인하 종료 이전 또는 직후에 OECD 경기선행지수(CLI) 반등 전환할 가능성 낮음

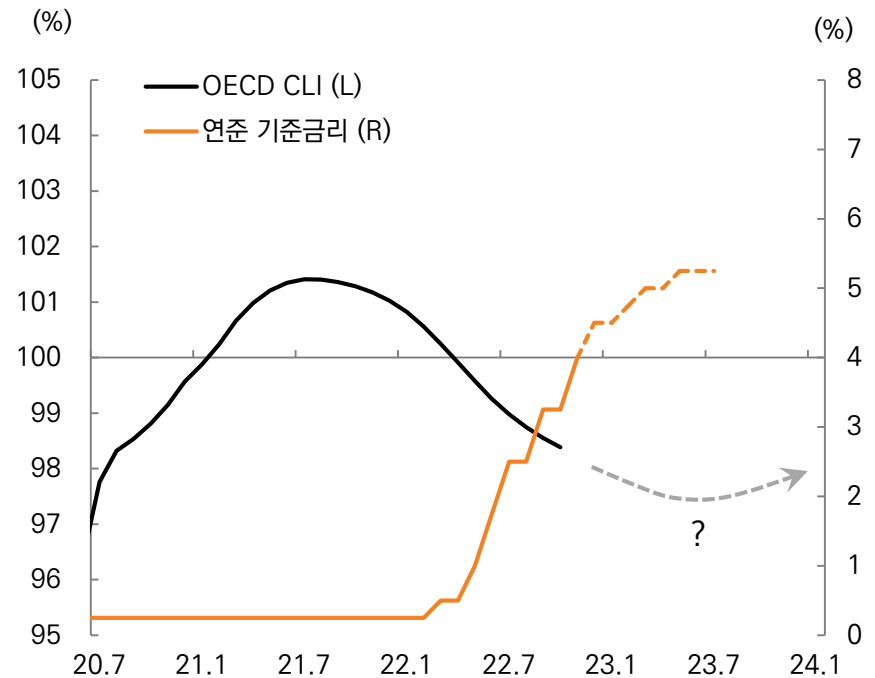
- 통상적으로 경기선행지수 반전은 실물 요인보다 금융 요인이 먼저 주도.
- 하지만, 금리인상이 계속될 때는 장단기 금리차 역전이 더 심화되면서 경기선행지수 하락 압력으로 작용할 가능성 높음.
- 1970년대 인플레이 국면에서도 금리인하 전환 전까지 OECD CLI 하락 기간이 길어진 바 있음.
- 금리인하 기대를 연준이 계속해서 차단할 가능성이 높아, 2023년 OECD CLI 저점은 당초 기대 대비 상당 기간 지연될 듯함.

1970년대 인플레이 상승기, OECD CLI 저점은 금리인하 이후로 지연



자료: OECD, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

금리인상 지속되는 2023년 상반기에 OECD CLI 저점 형성 쉽지 않음



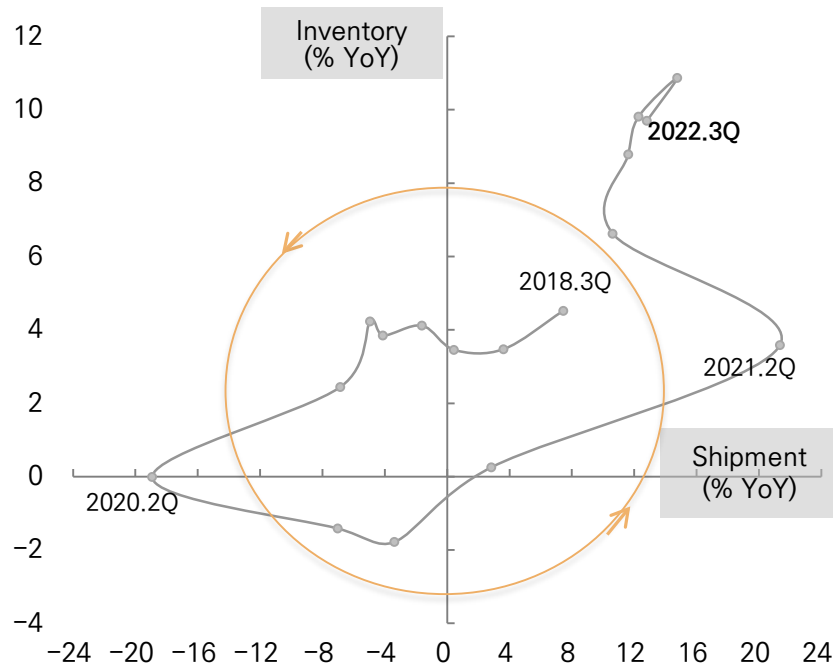
자료: OECD, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

# OECD 경기선행지수 저점 형성 지연 (2)

## 높은 재고 부담, 수요 둔화에 빠른 재고 조정 쉽지 않음

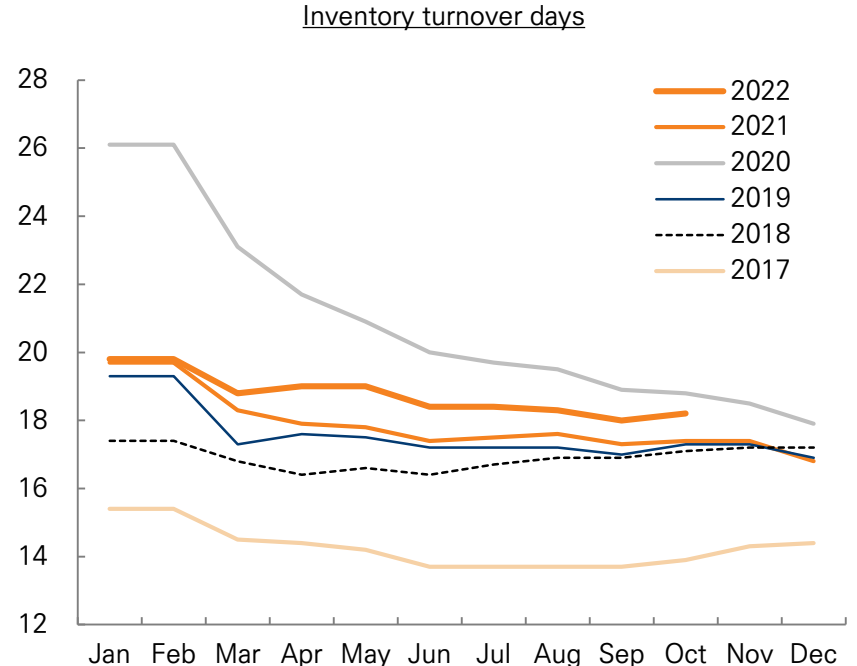
- OECD 경기선행지수는 재고 사이클을 잘 반영해 왔음. 재고 조정 강도가 OECD 경기선행지수 반등에 중요한 변수라는 의미.
- 미국은 이제 재고 조정 초기, 중국 재고율은 팬데믹 충격이 컸던 2020년 제외 시 가장 높은 수준. 한국 재고율은 지금이 최고 수준.
- 높은 수준 기대 인플레가 계속되는 상황에서 재고 소진을 위한 가격 인하가 얼마나 적극 단행될지 의문시 됨.
- 따라서, 소비가 본격 위축되면서 경기침체가 진행되기까지 재고 조정이 빠른 속도로 진행될 가능성 낮아 보임.

미국 재고 조정 시작 단계



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

중국 재고율은 팬데믹 충격 컸던 2020년 제외하면 2022년이 가장 높음



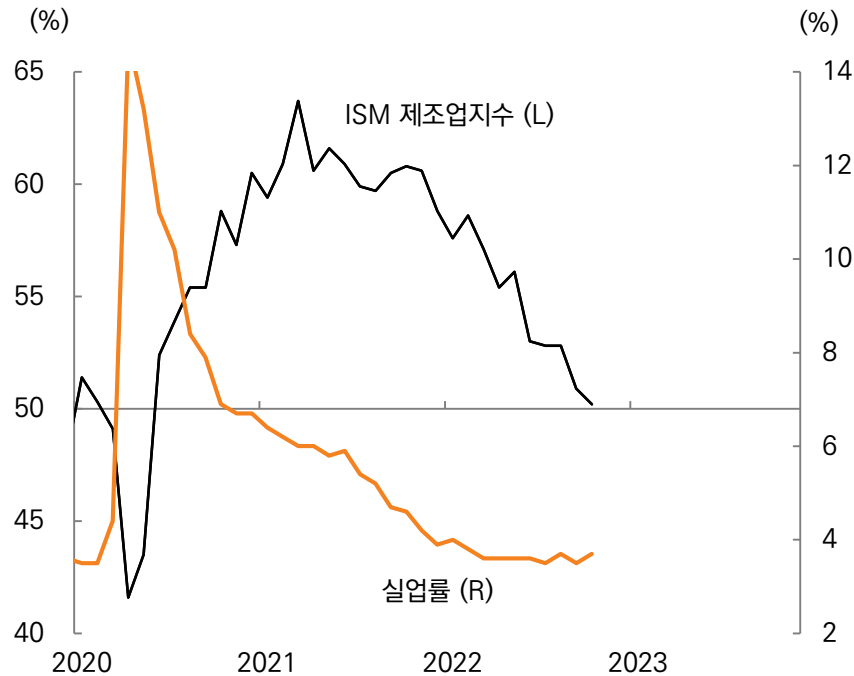
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

# 완고한 연준 탓에 경기 급락 및 신용 위험 증가

## 2000~01년 데자뷰? 연준 피봇은 경기 급락 확인 이후일 듯

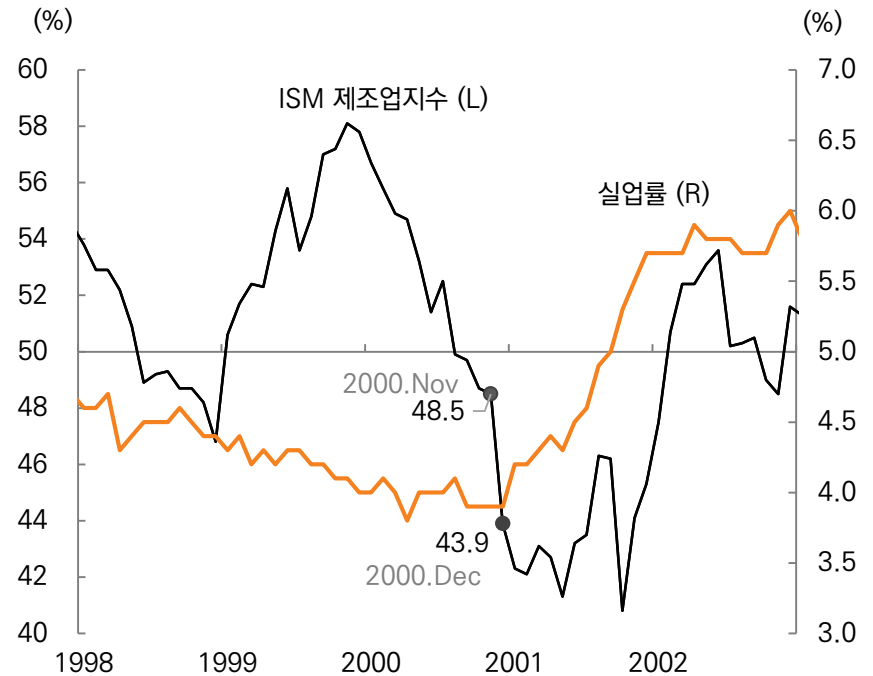
- ISM 제조업지수 하락세 완연. 하지만, 실업률 3%대 중반에서 매우 안정적.
- 이는 2000년 하반기와 유사. 당시 ISM 제조업지수가 50% 아래로 떨어졌지만 실업률은 4% 내외에서 안정적이었음.
- 당시 연준 금리인하는 2000년 12월 ISM 제조업지수 급락을 2001년 초에 확인한 후부터 시작되었음.
- 지금은 당시보다 인플레이가 크게 높은 수준이어서 실업률 중시 경향이 더 강할 것이며, 연준의 금리인하까지 시차도 더 클 듯함.

ISM 제조업지수 하락세 완연하나 실업률은 3%대 중반에서 안정적



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

실업률 견고했던 2000년 상황(연준 금리인하는 ISM 지수 급락 확인 후)



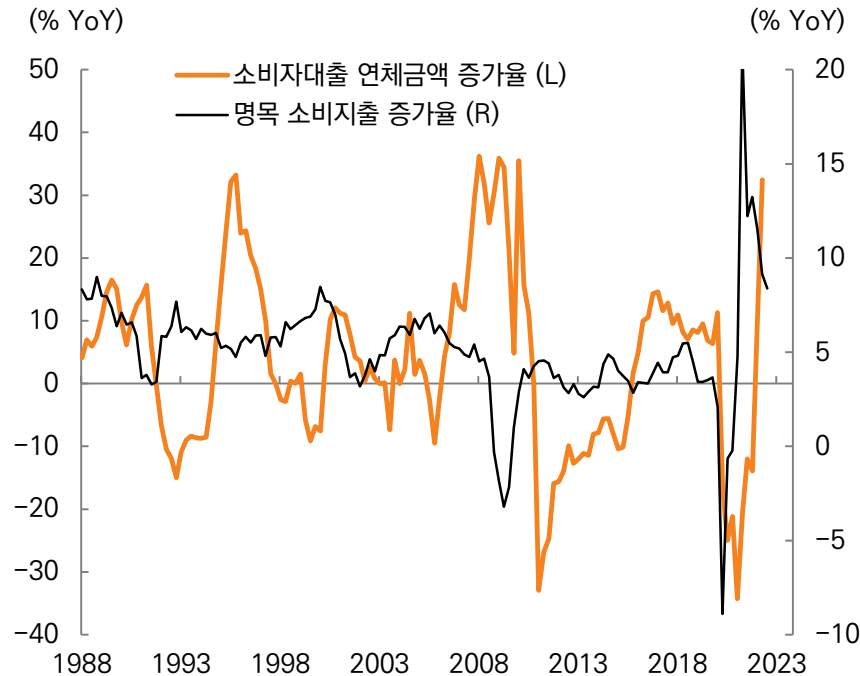
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

# 완고한 연준 탓에 경기 급락 및 신용 위험 증가 (2)

## 미국 소비자대출 연체 가파른 증가세

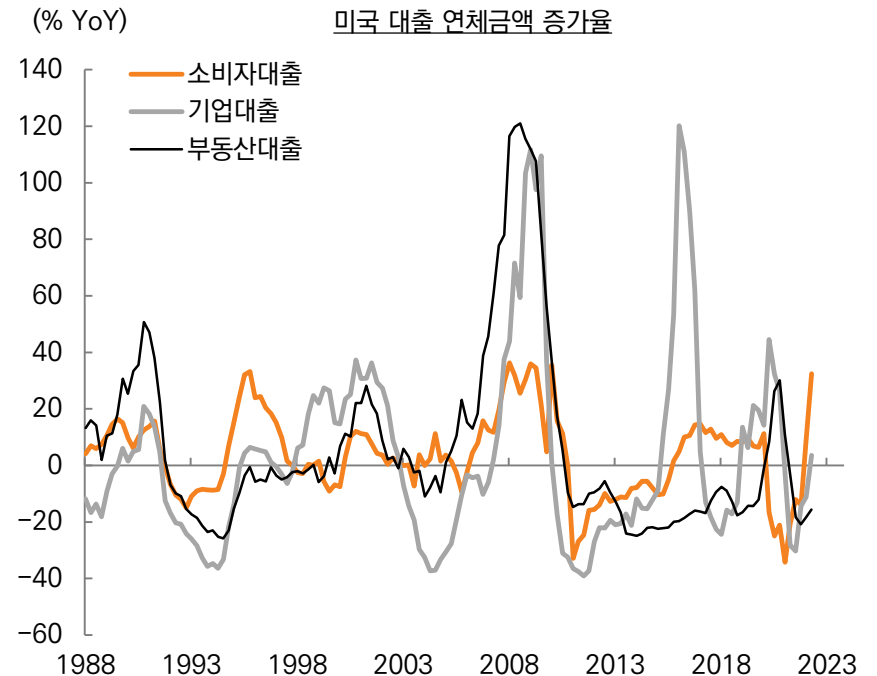
- 최근 미국 소비자대출 연체 금액이 전년비 10% 위로 급상승하면서 신용 위험 신호 발생.
- 아직은 초기 신호에 불과. 기업대출 연체 증가 제한적이고 부동산대출 연체 증가는 아직 확인되지 않고 있음.
- 하지만, 금리인상 부담 누적되면서 소비 둔화되고 실직이 늘어나게 되면 부실은 확산될 수밖에 없음.
- 부실 확대 흐름이 반전될 가능성은 낮음. 부실 규모가 얼마나 커질 것인지는 잘 모니터링 해야 할 부분.

미국 소비자 대출 부실 징후, 소비 본격 위축되면서 악화될 가능성



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

미국 대출 연체 증가 순서: 소비자대출 ≒ 기업대출 > 부동산대출



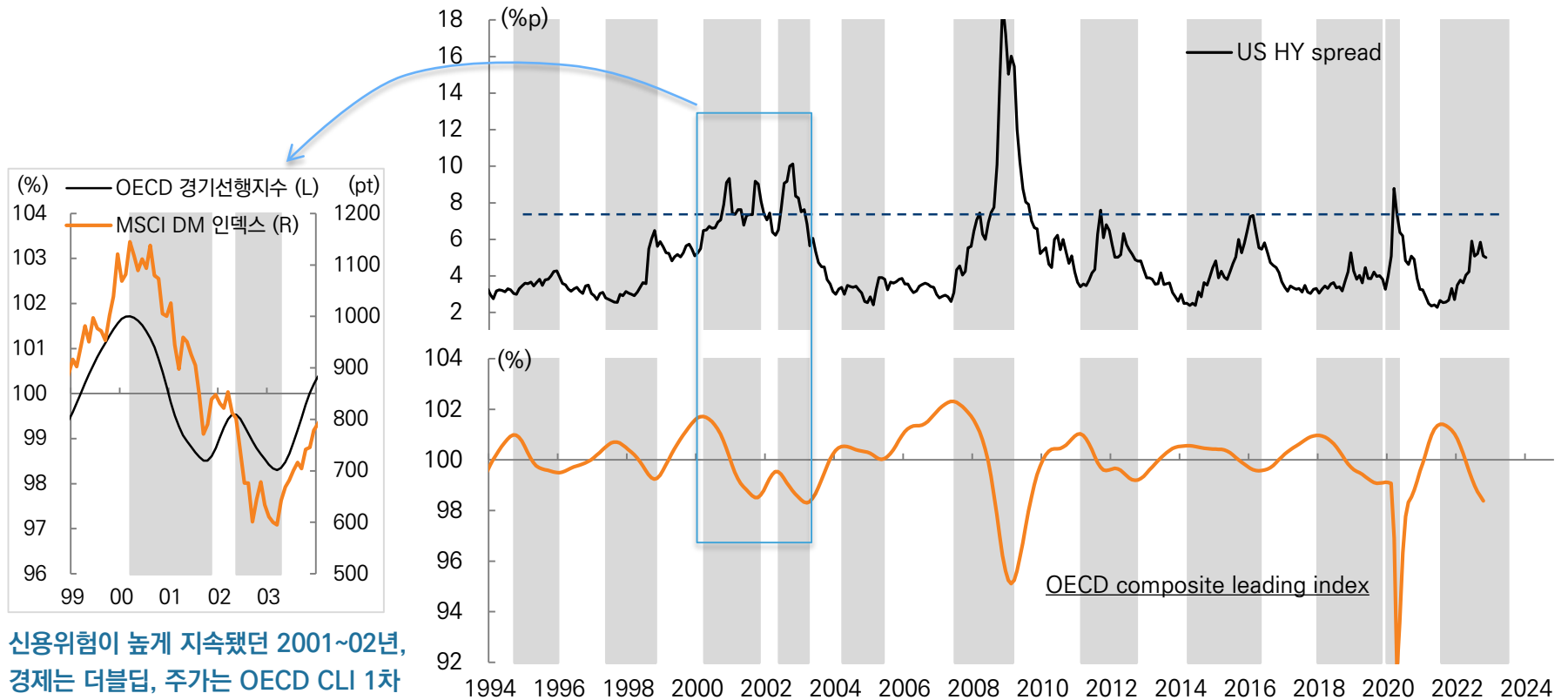
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

# 신용 위험 상승에 따른 경기 및 주가 회복 지연 우려

## 신용 위험 고점 확인해야 주가 본격 반등 기대

- 미국 하이일드 스프레드는 아직 크게 불안하지 않지만, 소비 위축, 대출 부실 증가 등이 확인되면서 분위기 반전 예상. 하이일드 채권 구성상 에너지가격 하락세 여부도 중요 변수.
- 신용위험 확산은 주가 본격 반등을 지연시킬 수 있음. 2001~02년 엔론 사태 당시가 대표적.

경기 하락 국면, 미국 하이일드 스프레드(미국채 금리 대비) 더 확대될 전망



신용위험이 높게 지속됐던 2001~02년, 경제는 더블딥, 주가는 OECD CLI 1차 저점에 반등이 미미했음

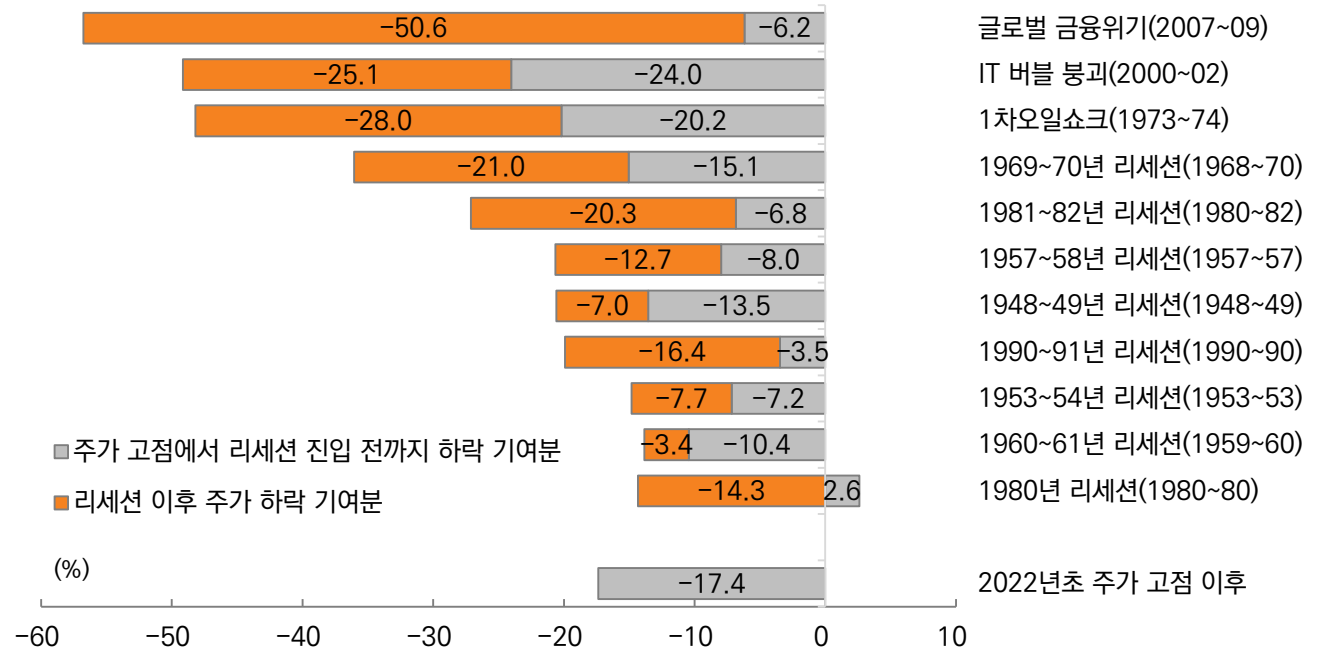
자료: OECD, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 회색 음영 구간은 OECD 경기선행지수 하락 구간

# 주식 비중 확대? 리세션 가능성 감안하면 충분히 기다릴 필요

## 2023년 출발은 주식 언더웨이트로

- 2022년 주가가 많이 하락했지만 아직 리세션에 진입하지는 않은 상태.
- 이미 주가가 많이 빠진 것 아니냐는 인식들이 많지만, 과거 경험을 보면 리세션 진입 후 추가되는 주가 하락분이 그 전까지 주가 하락분보다 더 컸음.
- 내년 상반기(특히 2사분기) 미국 리세션 진입 가능성이 높아지고 있는 현실을 감안할 때, 현 시점에서 주식에 대해서는 보수적이거나 또는 단기 투자 형태로 가져가야 할 것.

경험적으로 보면, 리세션 발생 이전보다 리세션 진입 이후 주가 추가 하락분이 더 컸음



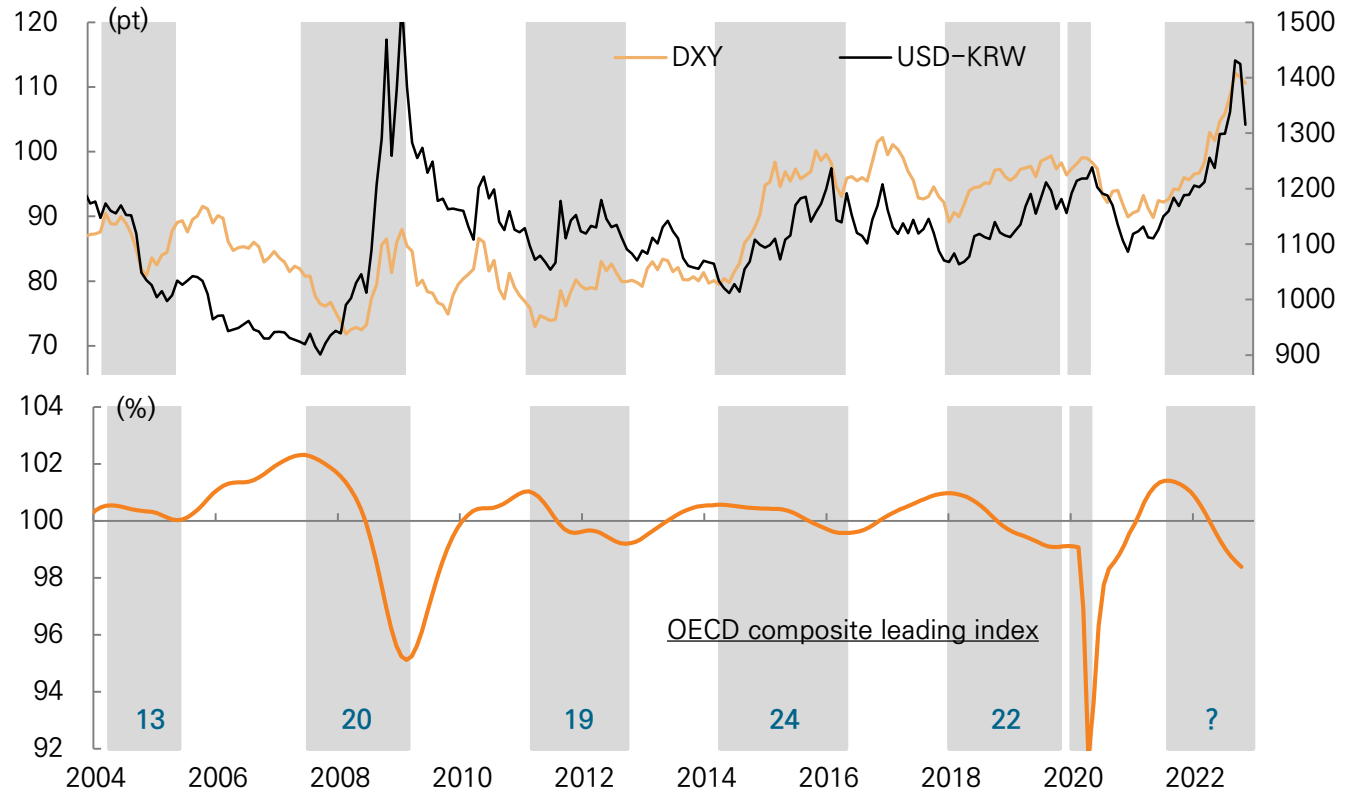
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 2022년 케이스는 1월 고점과 11월 28일 증가를 비교한 것.

# 강달러 2023년 상반기까지 연장

## 달러 환율, 상고하자

- OECD 경기선행지수 변곡점과 달러 변곡점은 크게 다르지 않을 전망.
- 앞서 정리한 대로, OECD CLI 저점 형성 지연 가능성 → 강달러도 생각보다 오래 갈 가능성.
- 달러 환율은 2023년 상반기에 1,400원대 다시 회복할 것으로 보이며, 하반기에는 약해질 수 있음.

### 달리는 경기에 역행하는 경향



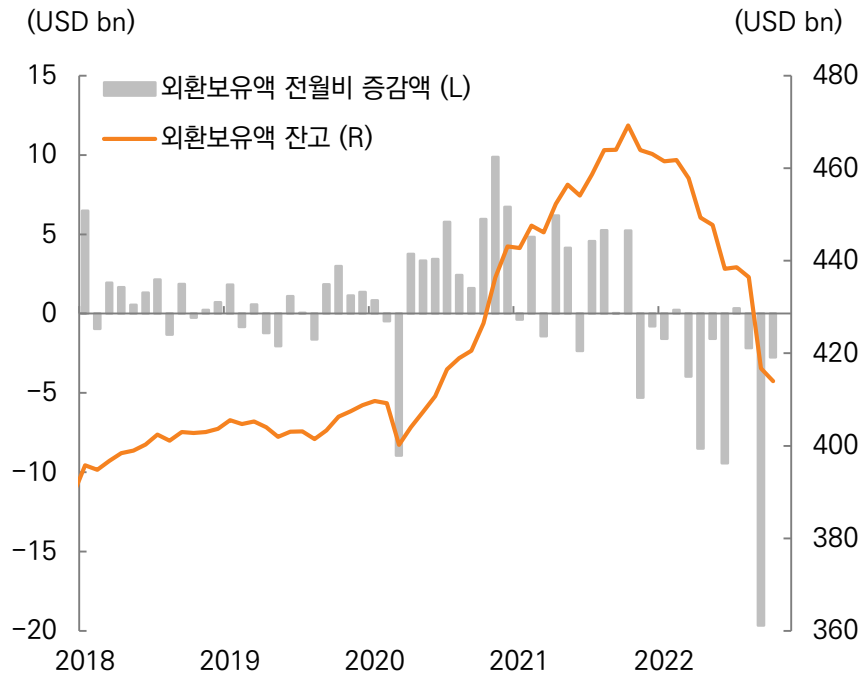
자료: OECD, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 회색 음영 구간은 OECD 경기선행지수 하락 구간

# 원화 가치 급락 위험 제한적

## 외국인 채권 자금 유입세 회복되면서 원화 상대 약세 완화 전망

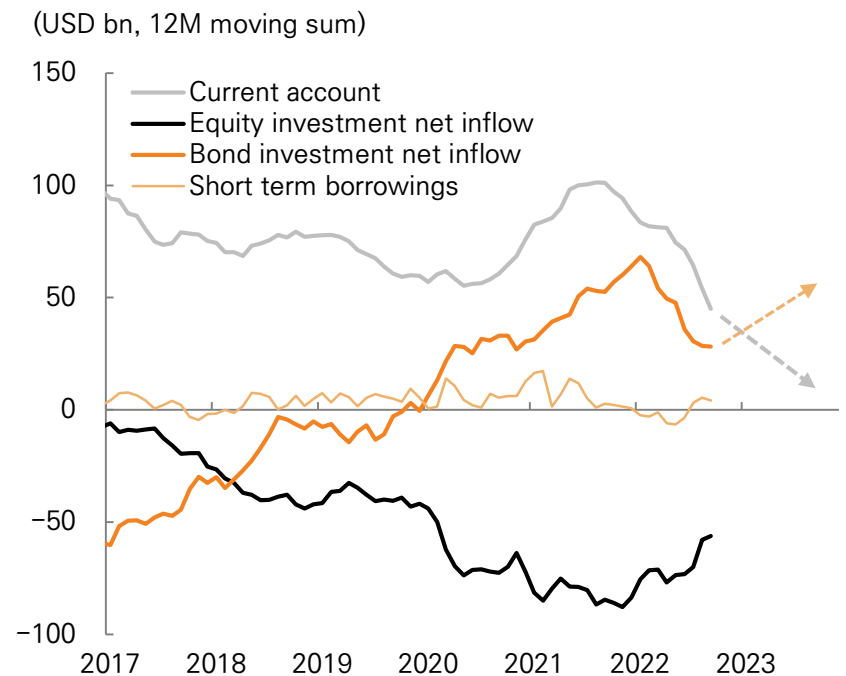
- 2022년 한국 외환보유액이 빠르게 감소했고, 이는 원화 가치의 절대적, 상대적 약세 요인으로 작용.
- 외환보유액 감소의 주된 배경으로 경상수지 흑자 감소, 외국인 채권 투자금 유입세 약화 등을 들 수 있음.
- 2023년에는 수출 감소 심화에 연간 경상수지가 적자로 전환될 위험이 큰 반면, 금리 상승 부담 완화에 외국인 채권 자금 유입세 회복 기대.
- 종합해 볼 때, 원화 가치 급락 위험 제한적. 채권 자금 유입 강도가 원화 상대 가치 회복의 키 팩터.

2022년 한국 외환보유액은 고점 대비 10% 넘게 감소



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

2023년 경상수지는 더 감소, 외국인 채권투자금 유입액은 회복 예상



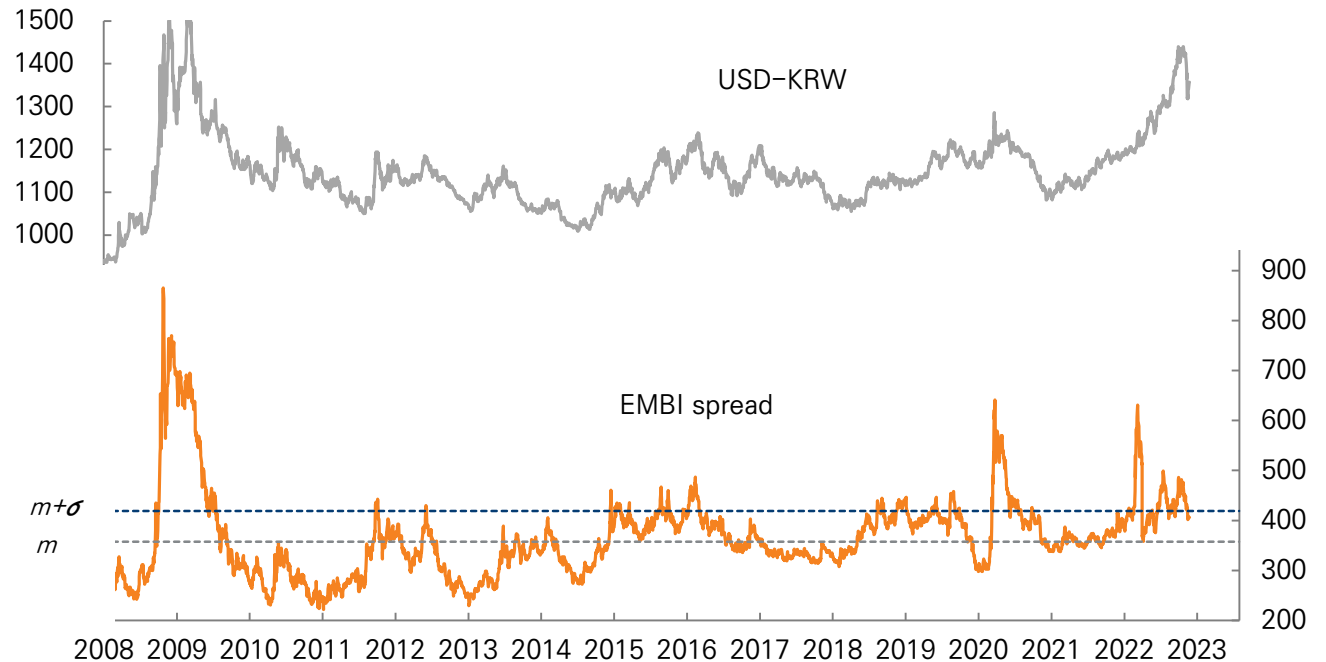
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

# 신흥국 신용 위험 확대 가능성 변수

## 연준 긴축 심화되는 2023년 2사분기 유의

- 한국 외환 관련 펀더멘털이 양호해도 신흥국 금융 불안 상승 시에는 환율 변동성 확대가 불가피하게 진행됨.
- 연준 고강도 긴축과 선진국 경기침체 가능성으로 2023년 신흥국 신용 리스크가 부각될 가능성은 여느 때보다 높다고 평가할 수 있음.
- 현재로서는 동유럽이 전쟁과 천연가스 부족에 따른 경기 침체 가능성이 높다는 점에서 가장 불안하며, 선진국 침체로 원자재가격이 더 떨어지면 중남미도 불안해질 것.

EMBI 스프레드가 크게 오르거나 장기평균 + 1표준편차 이상 높은 수준에서 유지될 때 달러-원 환율 불안



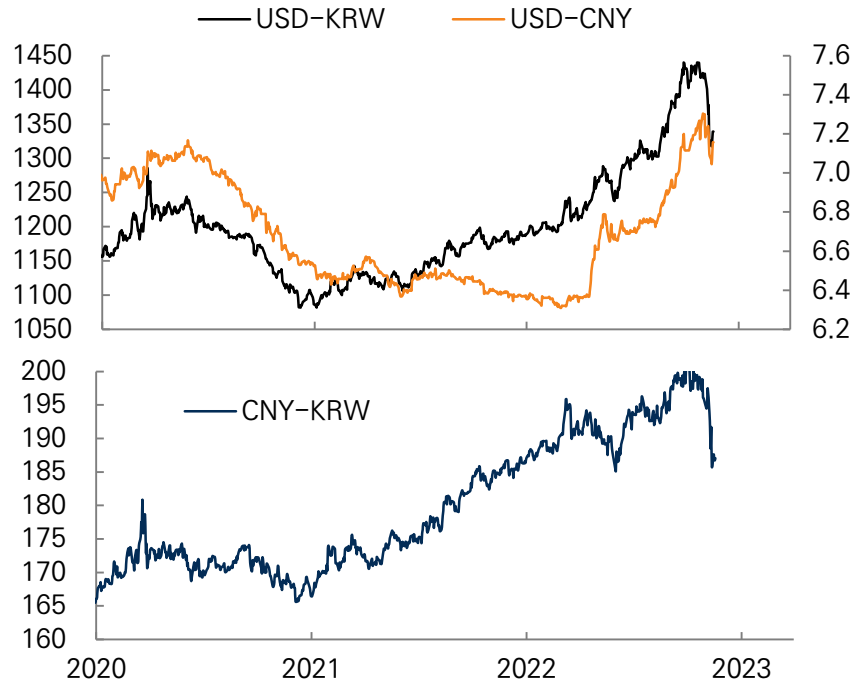
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 평균과 표준편차는 2010년 이후 데이터로 추출

# 원화-위안화 디커플링?

## 2023년 외환시장 중요 이슈 중 하나

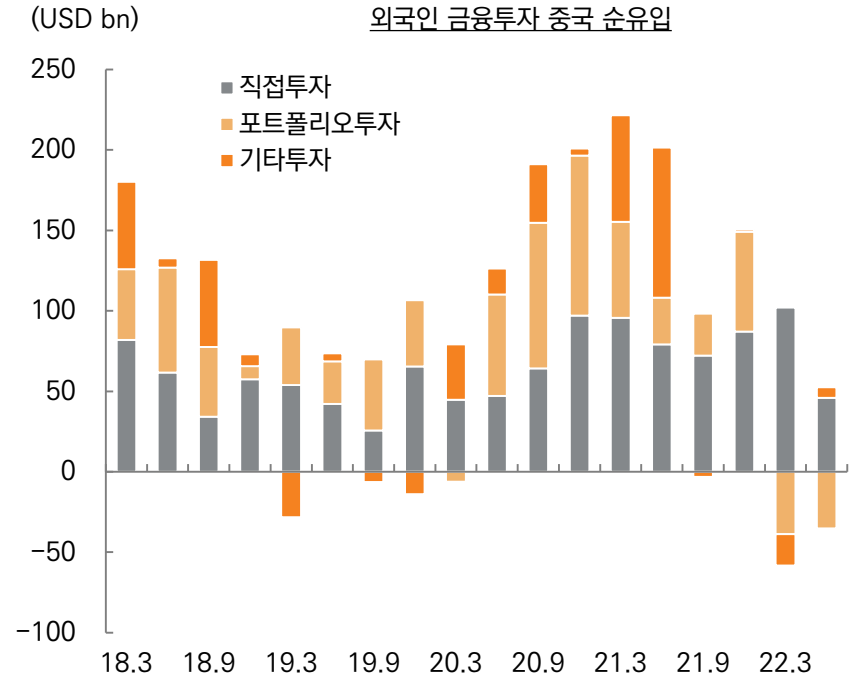
- 시진핑 3연임 확정 후 중국 경제/금융 시스템에 대한 시장 불안감 증가 → 유동성의 차이나 엑소더스, 이머징 마켓으로 리밸런싱.
- 이 과정에서 위안화 상대 약세, 원화 가치 회복. 위안화 환율 200원에서 185원 내외로 급락.
- 위안화-원화 디커플링이 지속될 것인지는 결국 중국 정책당국의 신뢰도 회복 노력에 달려 있을 것.
- 차이나 엑소더스 지속보다는 중국 금융시장 상황이 점차 호전되는 쪽을 기본 시나리오로 삼고 있음.

최근 위안화의 원화 환율 급락(200원에서 185원 내외로)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

중국으로 들어가는 외국인 투자금은 줄어들고 있음



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

# 달러 방향이 바뀔 때는 지역 자산배분 변화 필요

## 지금 달러 장기 약세 초입일 수 있음

- 달러는 7~10년 동안 강세 추세와 약세 추세를 형성하는 경향이 있음.
- 이미 10년 강세가 진행되었고 달러 인덱스가 전고점 수준에 도달.
- 따라서, 지금은 긴 관점에서 강달러 막바지로 판단됨.
- 달러의 장기 약세 추세로 전환 가능성을 염두에 둘 필요. 이는 미국 외 지역으로 분산 투자를 강화해야 함을 의미.

EM 대비 미국 상대주가와 달러 인덱스는 같은 방향 & 최근 달러 인덱스 고점은 2001~02년 고점 레벨



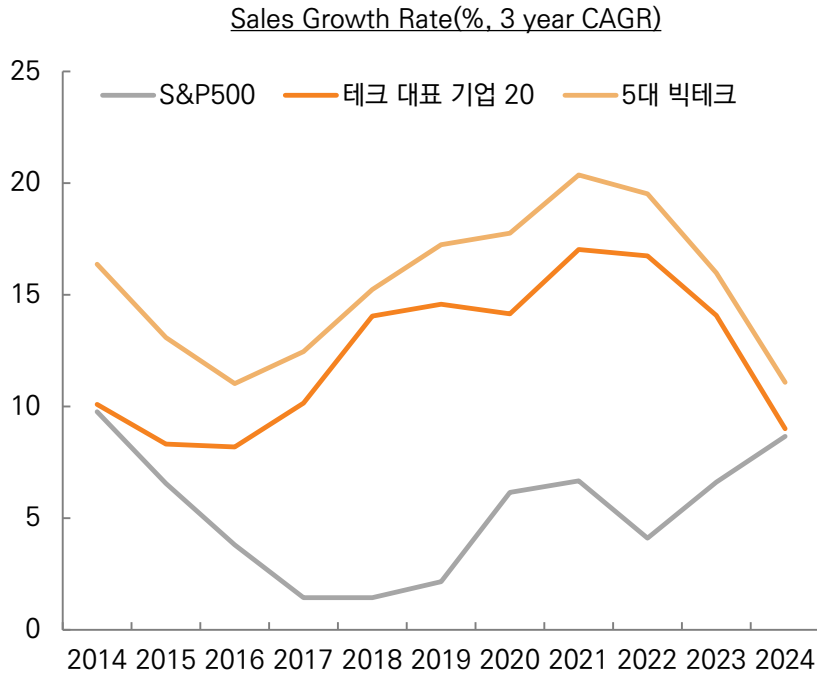
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# 미국 빅테크 투자 매력도 저하

## 평범해지는 빅테크, 고평가 근거가 줄어들고 있음

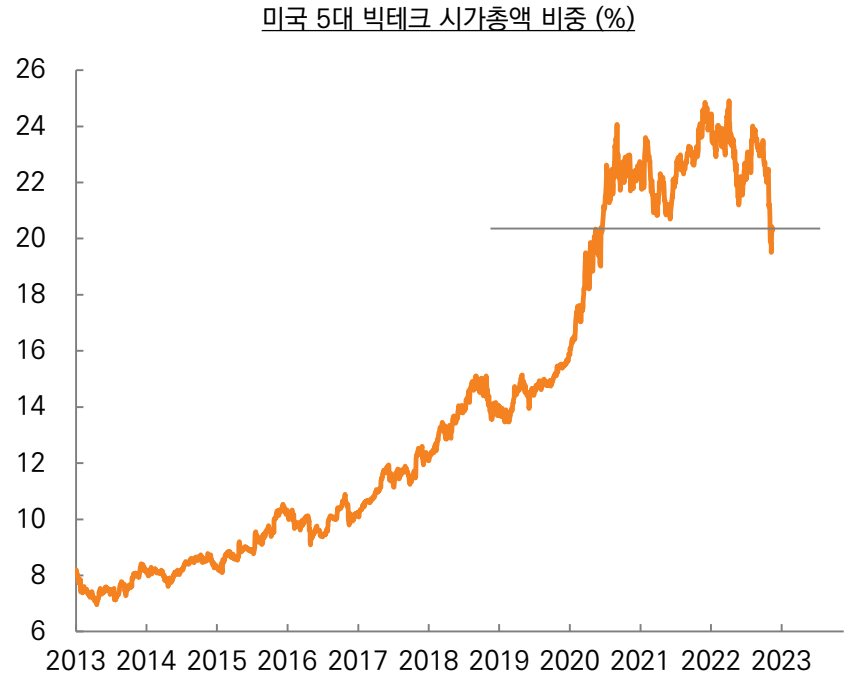
- 미국 빅테크 기업들은 매출과 이익의 고성장세를 바탕으로 높은 밸류에이션을 누려 왔음.
- 하지만, 근래 밸류에이션 하락세. 금리인상뿐 아니라 성장세 둔화 우려를 반영하고 있을 것.
- 5대 빅테크 시가총액 비중은 2020년 중반 수준으로 급락. 하지만, 장기적으로 보면 여전히 크게 높아진 수준.
- 빅테크 성장세가 다른 기업들과 비슷한 수준으로 수렴하는 것이 확인되면서 빅테크 시가총액 비중은 계속 낮아질 전망.

### 평범해지는 빅테크 성장세



자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

### 5대 빅테크 시가총액 비중은 팬데믹 위기 전 수준에 근접하는 중



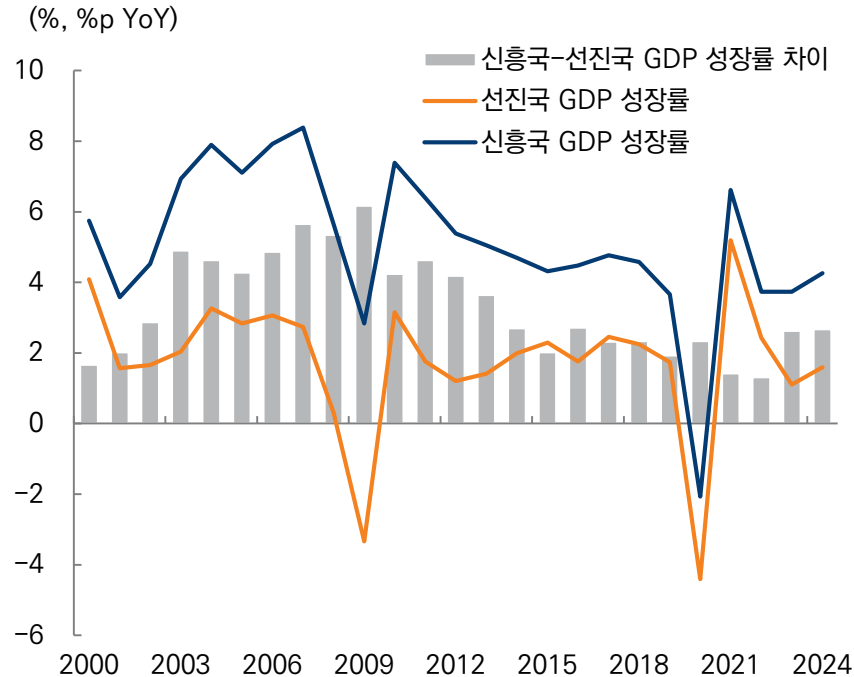
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# Non-US 투자 대안은 아시아 신흥국

## 아시아가 주도하는 신흥국 상대 성장세 회복 기대

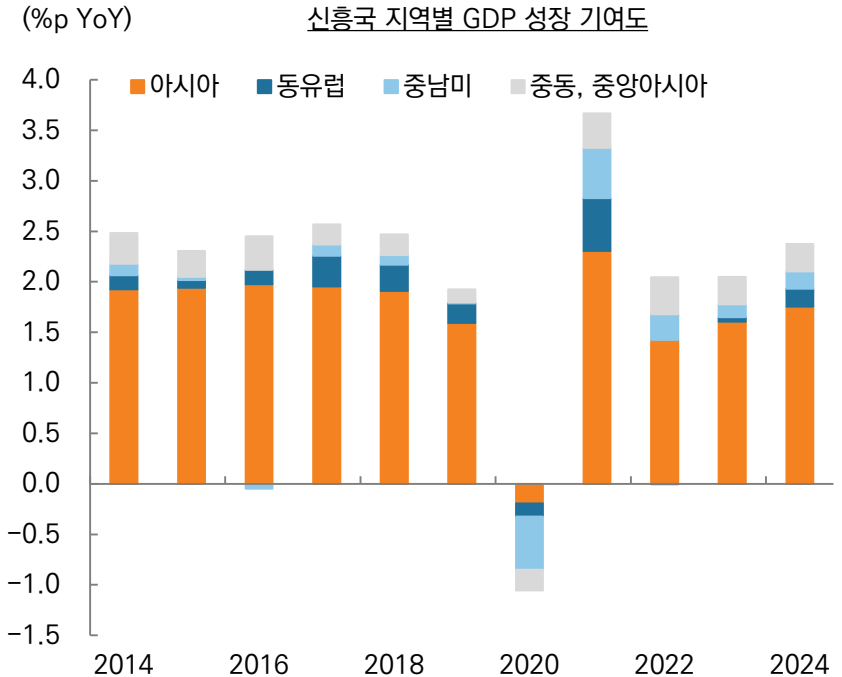
- 팬데믹 쇼크 이후 2021~22년 신흥국 상대 성장세 약화됐지만, 2023~24년에는 상대적으로 강한 회복세 기대.
- 2023년 신흥국 성장률은 2022년 대비 조금 낮을 듯하나 아시아의 기여도는 오히려 더 높아질 것으로 예상됨.

2023~24년 신흥국-선진국 경제 성장률 격차 확대 예상



자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

2023~24년 신흥국 성장은 아시아가 더 크게 기여할 전망



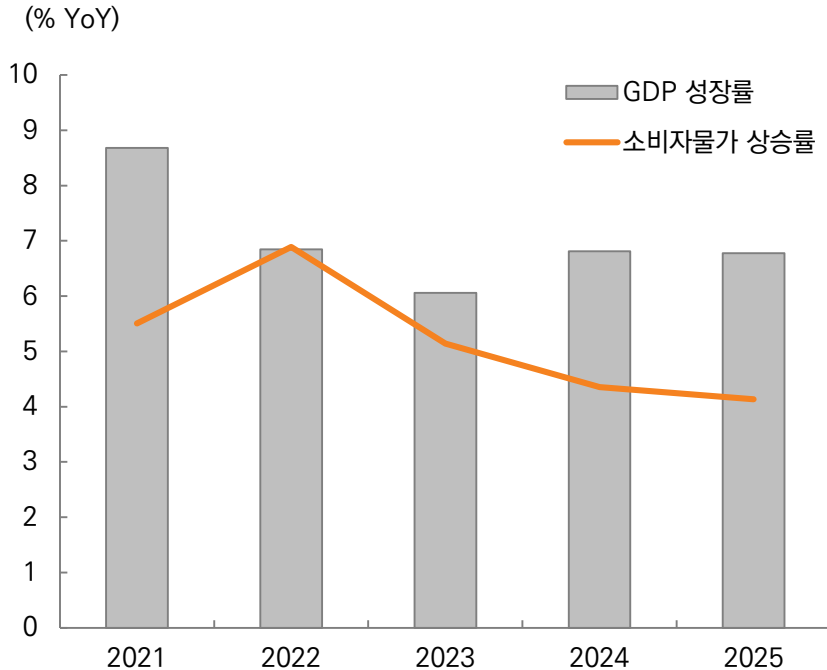
자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

# Non-US 투자 대안은 아시아 신흥국 (2)

## 인도의 견고하면서도 안정적 성장세에 주목

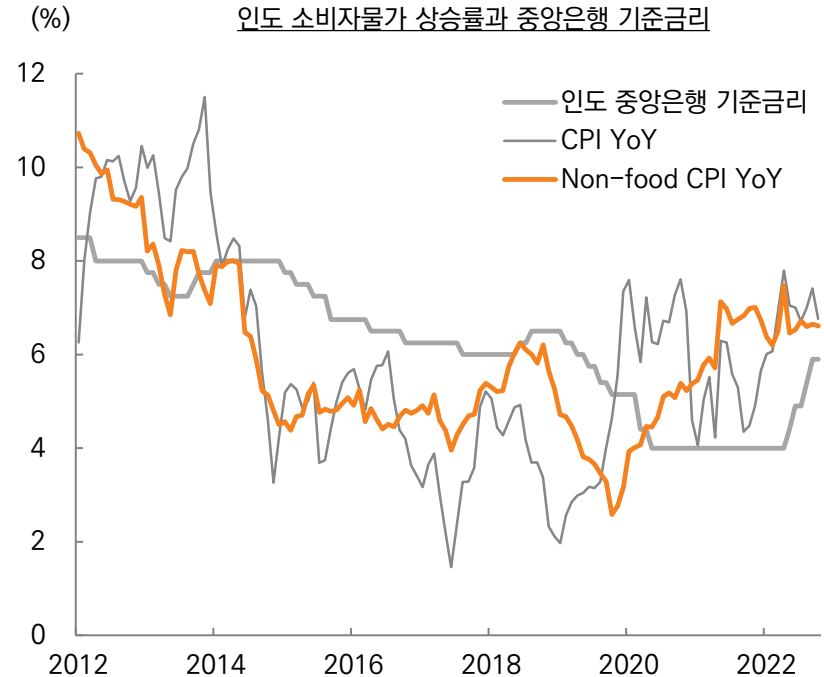
- 아시아 투자처로서 가장 주목하는 것은 인도.
- 기존에도 7% 내외 높은 성장률의 지속 가능성을 높게 평가 받아 왔는데, 미중 갈등에 따른 반사 수혜도 기대되는 상황.
- 애플 등 글로벌 기업들의 생산기지 이전이 진행 중이며, 모디 총리는 뉴델리 반도체 허브 청사진 제시.
- 올해 대규모 금리인상 없이 인플레이 통제에 성과를 보이고 있어, 2023년 경제 성장세 위축 우려도 덜함.

인도 2022~25년 GDP 성장률 및 소비자물가 상승률 예상 (IMF 전망)



자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

인도 코어 인플레이(비식품 인플레이)는 올해와 지난해가 큰 차이 없음



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

# Non-US 투자 대안은 아시아 신흥국 (3)

## 인도 투자 매력 증가, 직접투자금 유입 기초

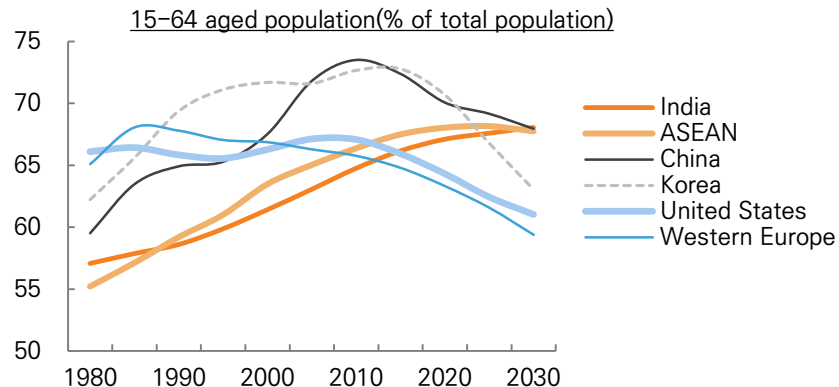
- 인도의 가장 큰 장점 중 하나는 인구 구조. 2030년까지 15~64세 활발한 생산가능인구 비중이 높아지는 추세.
- 기업경영 환경 개선 노력도 성과를 보이고 있어, 외자 유치에 긍정적. 세계은행에 따르면, 건축허가, 대외 교역 등에 있어서 괄목할 만한 제도적/행정적 개선이 있었음.
- 인도의 기본적인 강점에 약점 보완이 더해지면서 직접투자금 유입세는 2022년 열악한 금융 환경에서도 계속됨.

## 인도 기업경영 여건 (추세적) 개선

	2018	2020
Ease of doing business rank	100	71
Starting a business	156	136
Getting credit	29	25
Trading across borders	146	68
Dealing with construction permits	181	27
Protecting minority investors	4	13
Getting electricity	29	22
Enforcing contracts	164	163
Paying taxes	119	115
Resolving insolvency	103	52
Registering property	154	154

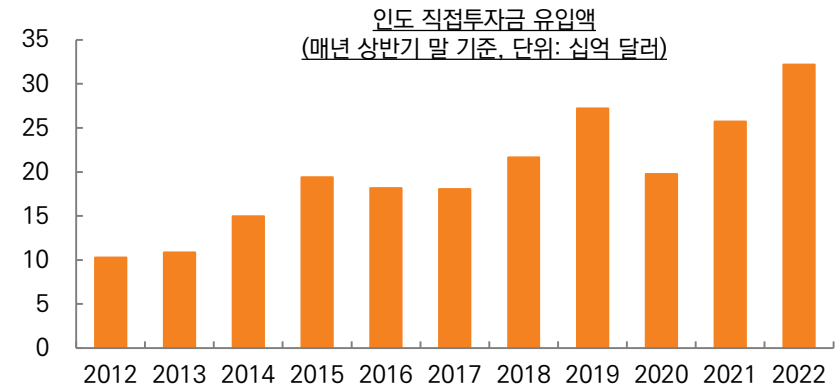
자료: World Bank, 미래에셋증권 리서치센터

## 인도는 활발한 생산가능인구 비중이 향후 10년간 높아지는 추세



자료: UN, 미래에셋증권 리서치센터

## 직접 투자금 유입 규모 증가세 유지



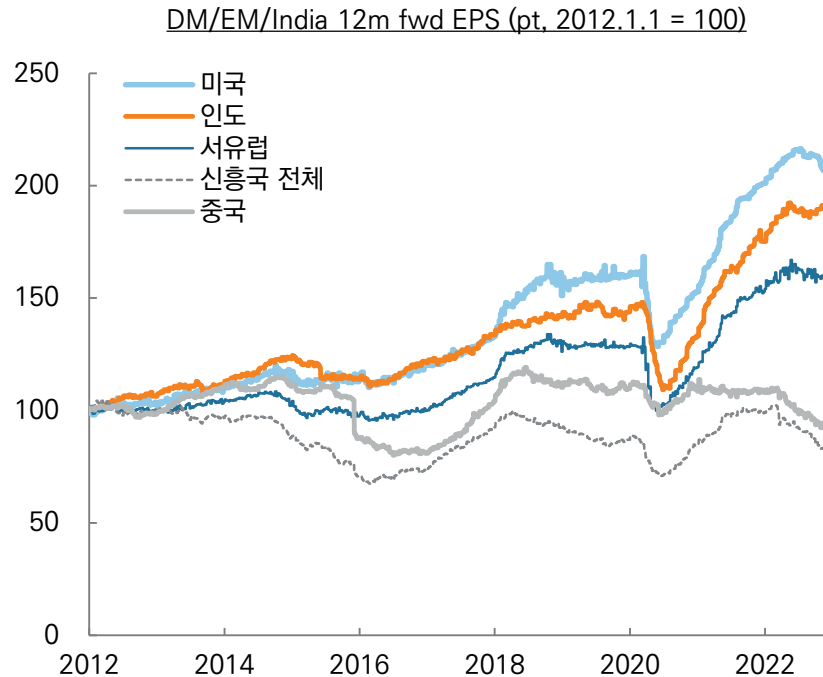
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

# Non-US 투자 대안은 아시아 신흥국 (4)

## 인도 증시, 견고한 이익 증가세와 낮은 부채 부담

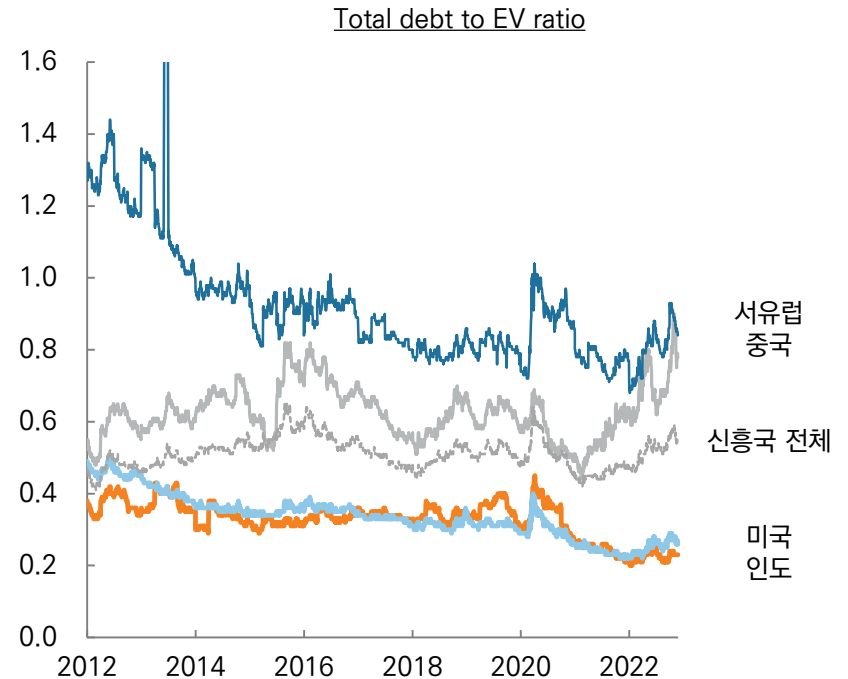
- 인도 기업들 EPS는 미국의 그것만큼이나 안정적으로 상승하는 추세. ROE 변동성이 낮다는 강점이 이를 지지.
- 또, 인도 기업들의 EV 대비 총부채 비율은 미국과 비슷하게 낮게 유지되어, 최근 금리 상승에 따른 부담이 덜함.
- 이런 인도 증시의 특징들은 여타 신흥국 증시와 잘 대비되는 긍정적 투자 포인트.

인도 EPS는 미국처럼 지속 증가 경향, 올해도 견고한 모멘텀 유지



자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

인도 기업들 경제적 가치 대비 총부채 비율 낮은 수준



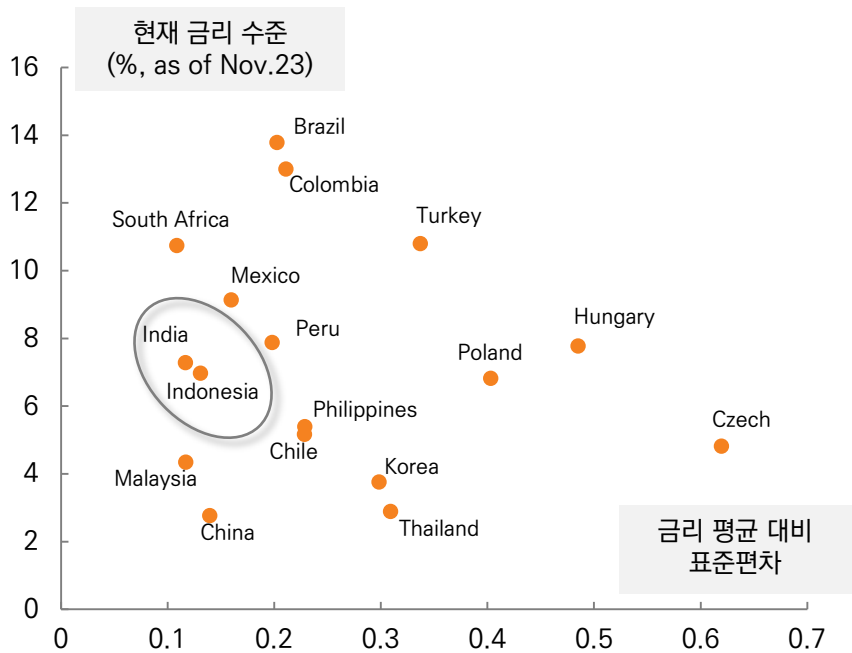
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# Non-US 투자 대안은 아시아 신흥국 (5)

## 인도 (+인도네시아) 채권 투자 매력

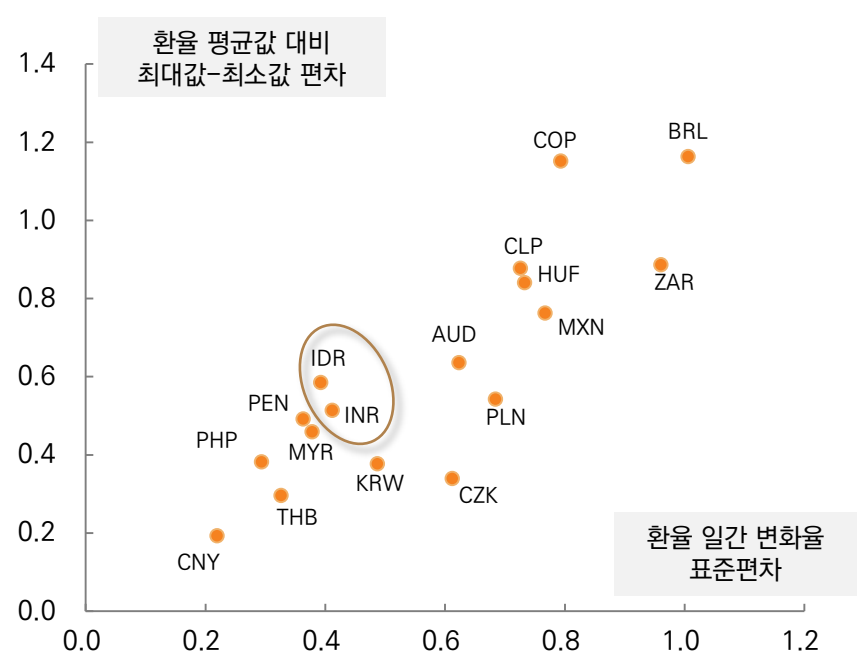
- 인도(+인도네시아) 국채는 10년물이 7% 내외 고금리 매력도를 보유.
- 고금리이면서도 금리 및 환율 변동성이 낮은 편. 인도 루피화 변동성은 신흥국 중간 수준이지만 고금리 국가들 대비로는 가장 낮음.
- 인도 정부부채가 많고 재정적자가 많다는 약점이 있지만, 높은 성장률과 외국인 자금 유입세 덕에 신용 리스크 우려는 크지 않음.

인도와 인도네시아 국채 10년물 금리 변동성 낮은 편



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터  
 주: 2012년 이후 데이터로 평균과 표준편차 추출(오른쪽 그림도 마찬가지로).

인도와 인도네시아 환율 변동성은 신흥국 중간 수준



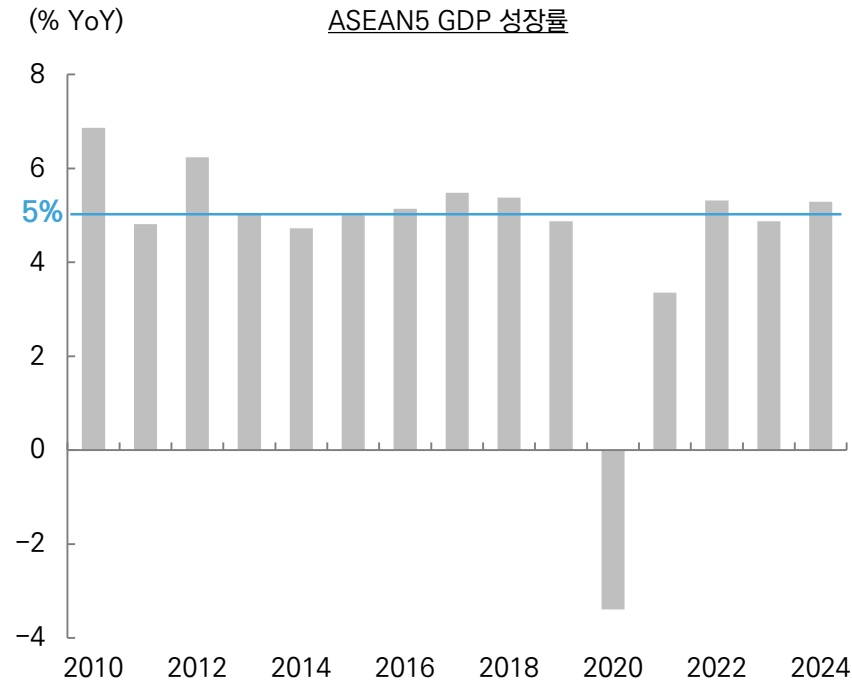
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터  
 주: 왼쪽부터, CNY(중국), PHP(필리핀), THB(태국), PEN(페루), MYR(말레이시아), IDR(인도네시아), INR(인도), KRW(한국), CZK(체코), AUD(호주), PLN(폴란드), CLP(칠레), HUF(헝가리), MXN(멕시코), COP(콜롬비아), ZAR(남아공), BRL(브라질)

# Non-US 투자 대안은 아시아 신흥국 (6)

## 아세안의 꾸준한 성장세, 가계 구매력 향상

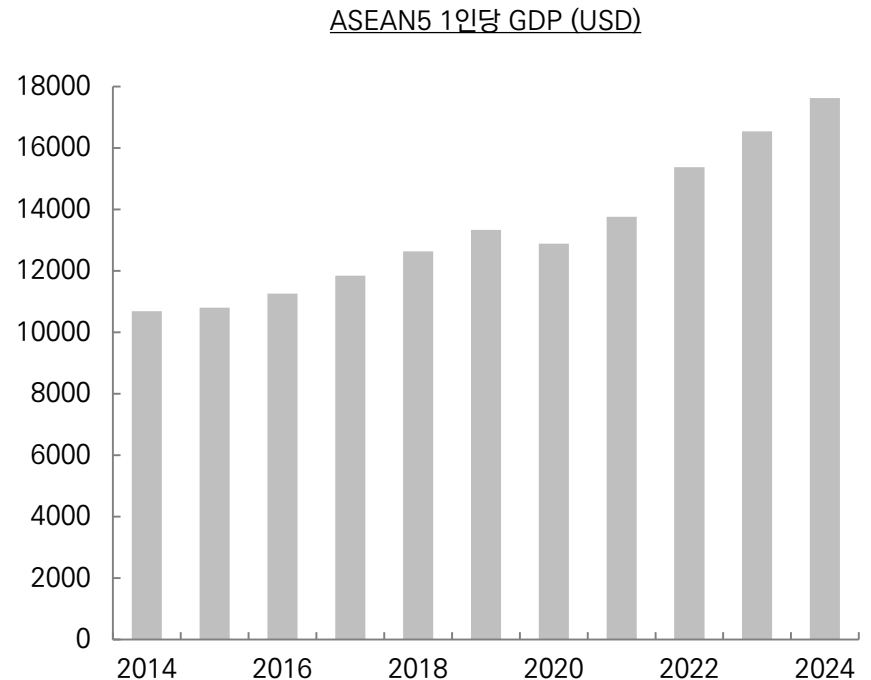
- 아세안5(인도네시아, 말레이시아, 태국, 필리핀, 베트남) 경제의 장점은 큰 부침 없이 5% 내외 성장세를 유지한다는 것.
- 2023년 성장세는 금리인상 및 선진국 경기 부진에 조금 둔화될 것으로 예상되나, 5%에서 크게 이탈하지 않을 것으로 기대됨.
- 1인당 GDP가 1만 달러 수준에서 잠시 정체된 후 다시 증가세를 재개할 것으로 예상되고 있음 → 소비 수준 제고 기대.

아세안-5는 GDP 성장률 연 5% 수준에서 안정적으로 유지해 왔음



자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

아세안-5 국가들 1인당 GDP는 1만 달러 부근 정체 양상 후 증가세 재개



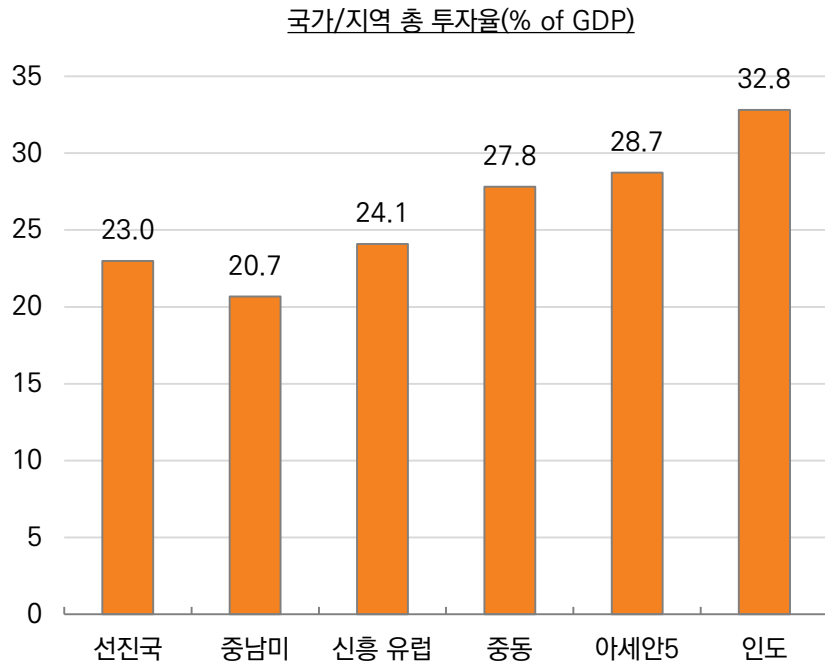
자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

# Non-US 투자 대안은 아시아 신흥국 (7)

## 아세안 경제 성장세는 높은 투자율과 저축률이 뒷받침

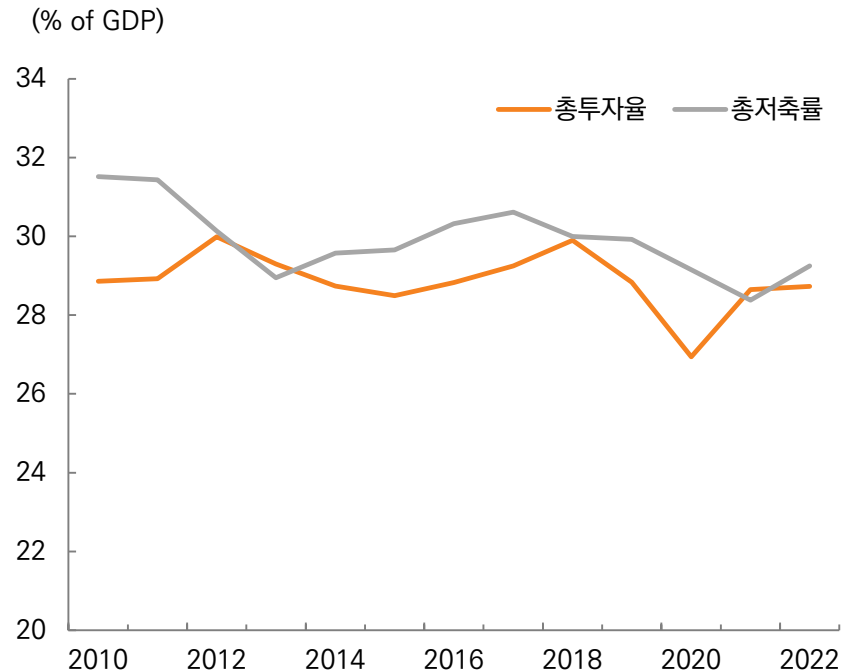
- 아세안5는 비아시아 신흥국 경제권 대비 높은 수준의 투자율을 유지하는 중(중국, 인도보다는 낮음).
- 중국은 지나치게 정부 주도적이고 인도는 저축률 부족으로 외부로부터 파이낸싱을 해야만 한다는 제약 요소들이 있음.
- 아세안5의 투자는 이런 제약 요소들이 덜해, 효율적이면서도 지속 가능성을 높게 볼 수 있음.
- 높은 투자율이 유지되면서 연 5% 내외의 GDP 성장세를 앞으로도 상당 기간 지지해줄 것으로 기대됨.

### 아세안-5 총 투자율 30%에 근접



자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

### 아세안-5의 높은 투자율은 높은 총저축률이 받쳐 주면서 지속 가능



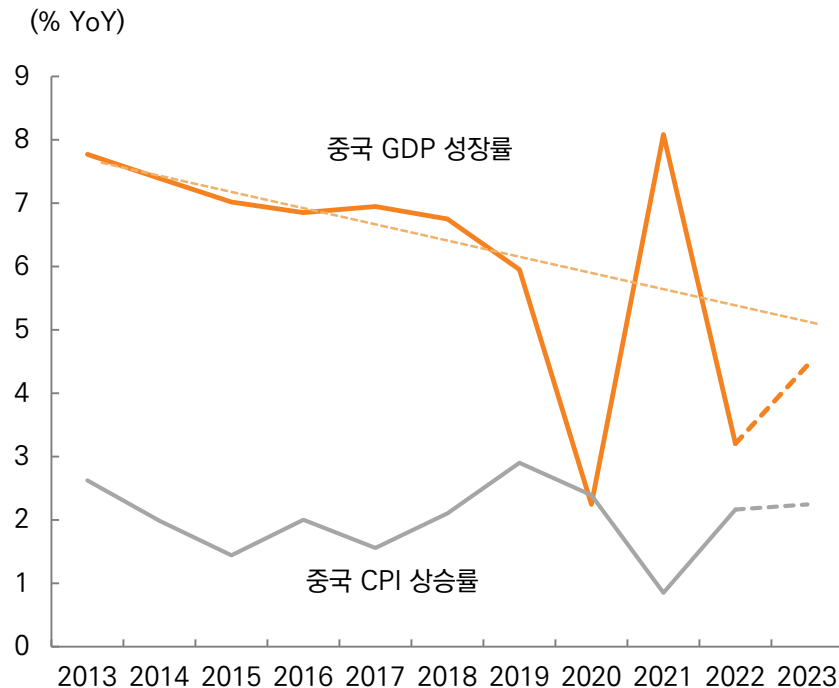
자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

# Non-US 투자 대안은 아시아 신흥국 (8)

## 중국, 변화를 기대

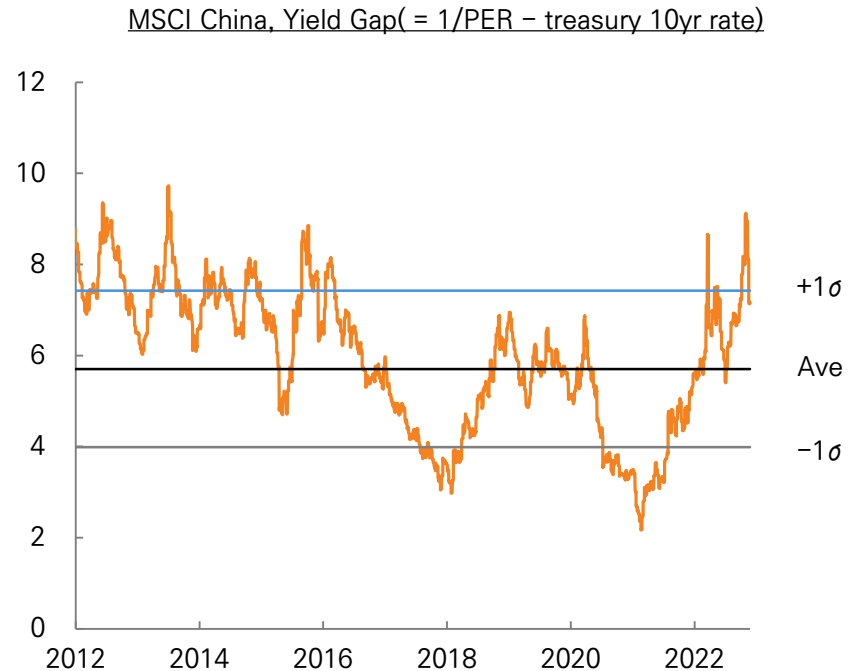
- 중국은 코로나 봉쇄 반복되면서 2022년 3%대 낮은 성장률 기록. 기존 성장 추세를 크게 하향 이탈.
- 2023년은 코로나 봉쇄 완화되면서 내수 상황 개선을 기대해 볼 수 있을 전망.
- 중국 상황 개선에 대해 강한 확신은 없으나, 어찌됐든 주식 저평가 메리트는 상당히 높아졌기 때문에 중립 관점에서 대응 가능.

### 중국 저성장-저인플레이션 국면, 2023년은 회복세 기대



자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

### 중국 주식, 가격 매력도 충분히 회복한 상황



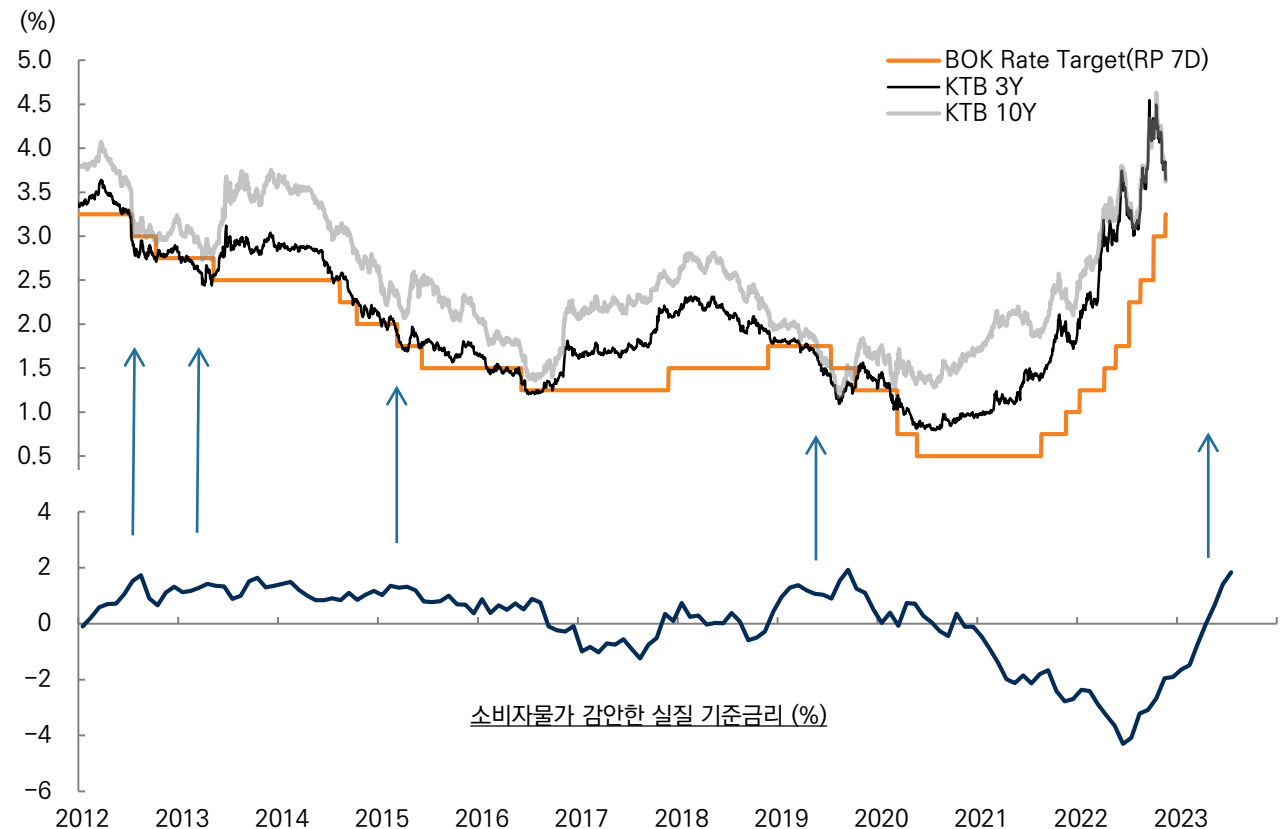
자료: Bloomberg, Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터  
 주: 2008년 이후 데이터로 장기 평균값 및 표준편차 추출.

# 한국 채권 긍정 관점 유지

## 2023년은 금리인하가 기회요인으로

- 단기적으로는 2022년 가을 이후 금리 하락세가 크게 이루어져 가격 메리트 약화.
- 하지만, 미국과 달리 기준금리 인상 막바지에 진입했기 때문에 안전한 투자 대안으로서 가치가 있음.
- 경기 위축에 2023년 하반기로 갈수록 국채 금리가 기준금리 아래로 안착할 가능성이 높아질 전망.

과거 기준금리와 국채 금리 역전 사례: 실질금리 플러스 상황에서 기준금리 인하 기대감이 커졌을 때



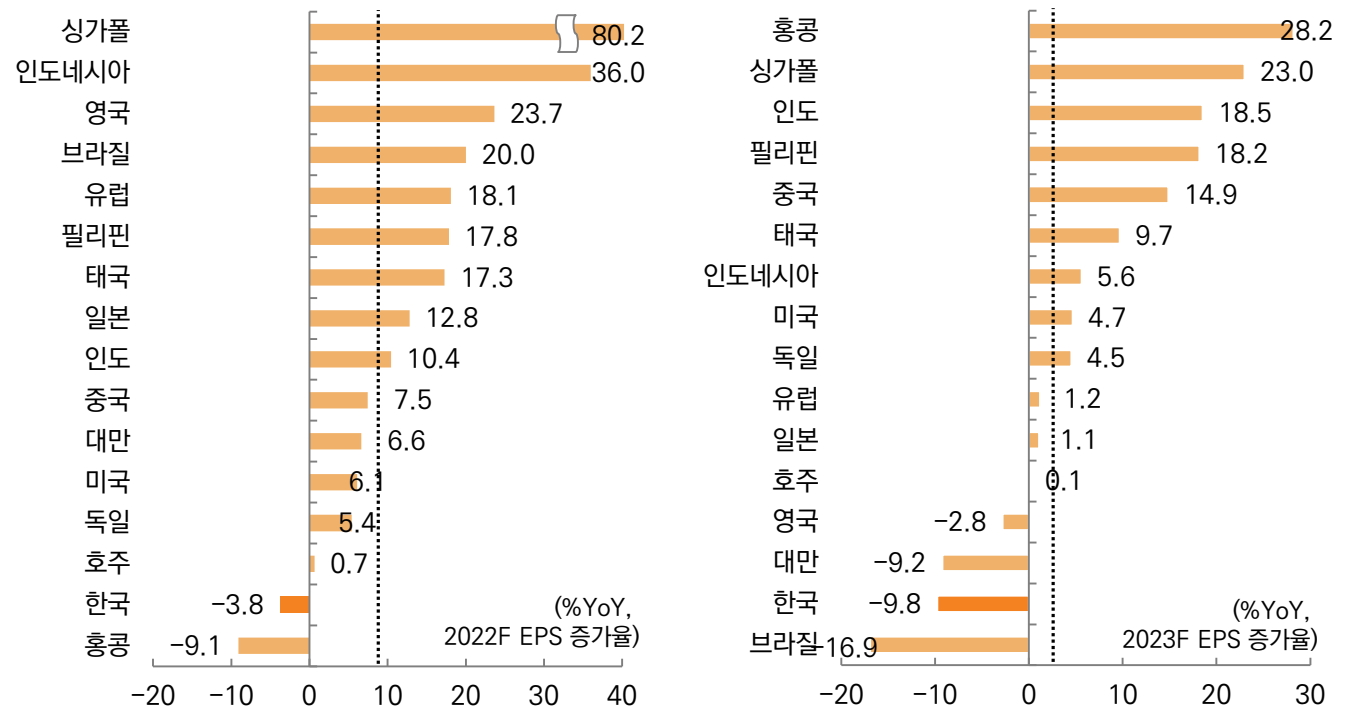
자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

# 한국 주식은 기업실적 상대 열위

## EPS 2년 연속 감소, 감소폭 확대 가능성

- 한국 기업들 2022년 실적 부진: 2022년 EPS 전년비 감소, 최하위권.
- 2023년 실적도 그다지 개선될 것으로 기대되지 않음: 재고 부담이 큰 데다가 수출 감소 본격화 반영. 실적 하향 조정이 계속될 위험도 감안해야 함.
- 매크로 변수에서 상대적으로 긍정적인 변화(가령 금리인하)가 동반되거나 후년도(2024년) 강한 실적 개선 기대감이 있어야만 한국 증시에 대해 상대적으로 좋은 평가가 가능해질 것.

### 2022년, 23년 모두 한국 기업 EPS 증가율이 글로벌 평균 대비 낮은 쪽



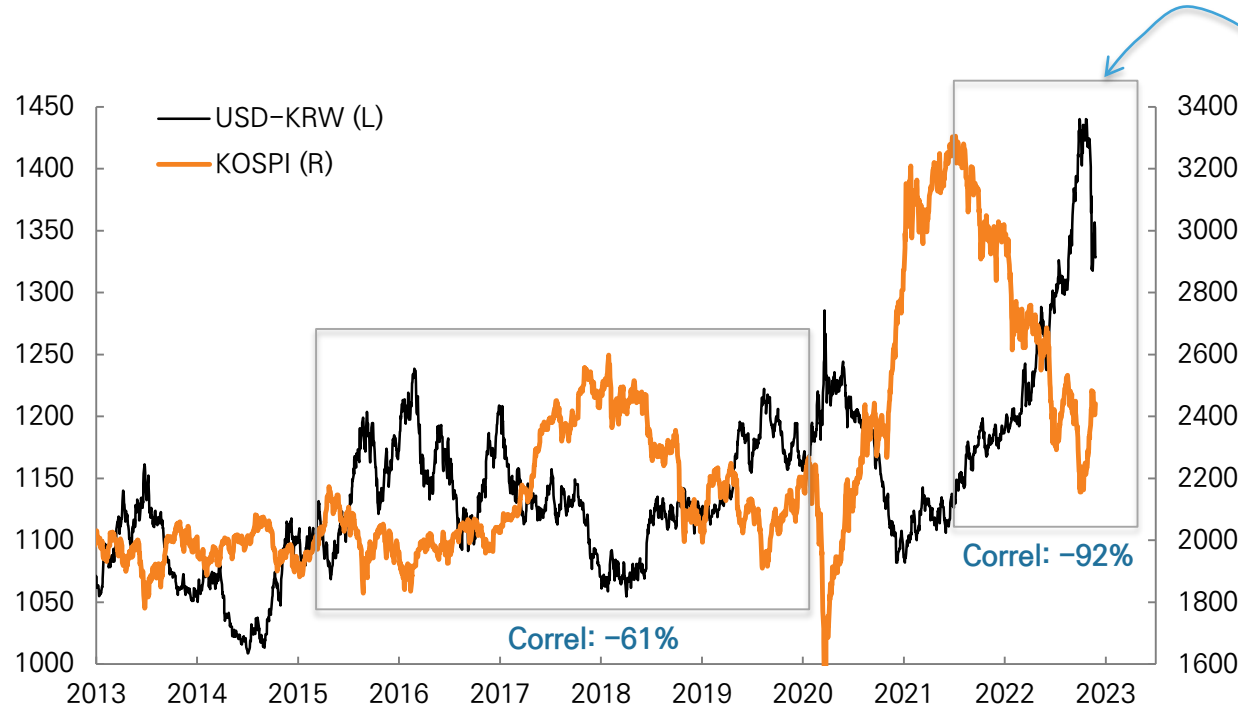
자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 데이터는 11월 29일 기준, 그림에서 점선은 글로벌 평균 수준을 나타낸 것임.

# 한국 주식, 달러 약세가 주가 회복 핵심 조건

## 연준이 바뀌기 전까지 코스피 의미 있는 반등 어려움

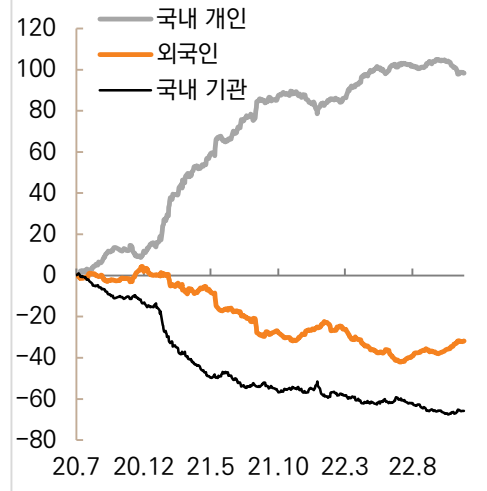
- 금리인상, 부분적 신용 경색 등으로 국내에서 주식 매수 여력 크게 축소 → 외국인 자금 순수출입에 민감한 장세.
- 이에 따라, 달러 환율과 코스피간 -90%대에 달하는 역상관관계 형성.
- 2023년에도 한동안 국내 유동성 여건 개선 기대되지 않아, 환율과 코스피 사이의 높은 역상관관계 지속될 것.
- 결론적으로, 달러 약세가 지속되어야만 코스피 회복세 유지 가능. 하지만 연준이 바뀌려면 시간이 많이 남았음.

### 2021년 하반기 이후 달러 환율과 코스피 사이에 극단적으로 높은 역상관관계 형성



### 코스피는 국내 매수 부족으로 외국인 의존도가 크게 높아짐

코스피 누적 순매수 (2020년 7월 이후, 조 원)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# Compliance Notice

---

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.