

신흥국 우위의 또 다른 10년

ASSET ALLOCATION & BEYOND



CONTENTS

03 Prologue to DAOL Allocation Strategy

04 I. 경기 사이클과 매크로 지표와의 관계

- I-1. 현 실물경기는 과거 언제와 닮았을까?
- I-2. 과거 플라자 합의 및 코로나 사태 때와 유사한 현 실물경제
- I-3. 금융경기(FICC) 지표는?
- I-4. 과거와 비교해 본 현 금융경기 지표 모습
- I-5. 자산배분은 결국 경기 사이클의 함수

10 II. 자산군 및 매크로 환경 정의

- II-1. 매크로 환경에 따른 자산군 퍼포먼스
- II-2. 경기 호황기 때의 자산시장 동향
- II-3. 경기 불황기 때의 자산시장 동향

19 III. FY25 자산시장 전망

- III-1. 이미 2년 전부터 시작된 불협화음
- III-2. 연준의 확장기조 역사
- III-3. 시장의 기대와는 다른 PIVOT의 실체
- III-4. 리세션 여파가 더 강해지는 이유
- III-5. 최근 곳곳에서 가시화 중인 리세션 징조
- III-6. 연말연초를 기점으로 불가피한 리세션
- III-7. 또 다른 10년 장기 사이클을 위한 준비

27 IV. Appendix : 2025년 불안요인

- V-1. 끝이 안 보이는 글로벌 주요국 재정 문제
- V-2. 제 2의 SVB를 양산할 CRE
- V-3. FED 정책 사이의 엇박자, CET1 자본비율 요건 강화

ASSET ALLOCATION & BEYOND

영원한 건 있을 수 없는 자산시장

글로벌 자산시장은 올해가 FED Pivot의 원년이라는 기대에 한껏 젖어있었다.

이러한 모습은 실물 및 금융경기 지표들의 급등으로 이어져 왔으며, 최근 2년간 역대 가장 빠른 속도로 긴축이 진행됐지만 지금도 여전히 넘쳐나는 글로벌 유동성은 모든 자산군에 걸쳐 "Everything Rally" 현상을 만들고 있다.

본보고서에는 이렇게 정책과 가격이 "디커플링" 현상이 나타날 때마다 자산시장의 주요 변곡점으로 작용해온 것에 초점을 두고 있다. 이를 위해 과거 실제 사례들을 토대로 현재의 국면파악과 이를 바탕으로 앞으로 산적해 있는 다수의 불확실성 속 시나리오 별 대응전략을 도출했다.

현재 글로벌 금융시장은 중요한 변곡점을 맞이했다.

그 동안 가장 강렬했던 긴축을 끝내고 비로서 확장기조로의 전환점을 맞고 있는 것이다. 과거 경험상 FED의 Pivot은 호재보단 악재로 작용했으며, 지금이 바로 이러한 악재로 적용되기 위한 모든 필요충분조건에 부합해 있는 상황이다. 따라서 2025년 한 해를 금융위기 이후 그간 누적되어 온 이번 부채 사이클의 종지부가 될 개연성이 높다는 판단이며, 그 시발점은 가장 버블이 컸기에 가장 취약한 쪽이라 보고 있는 기업부채가 될 것이라고 생각한다. 예컨대, 장기간 지속됐던 제로금리 영향으로 양산된 '좀비기업의 퇴출사이클'로 전망하고 있는 것이다.

이러한 TAIL RISK가 실재 전개된다면 최소 내년 늦은 하반기까진 보수적 자산배분 접근, 내년 연말부터 실물 및 금융경기 반등에 올라 탈 수 있는 자산군으로의 재배분이 절실하다. 이를 위한 장기적 관점에서의 자산배분 전략을 제안하고자 한다.

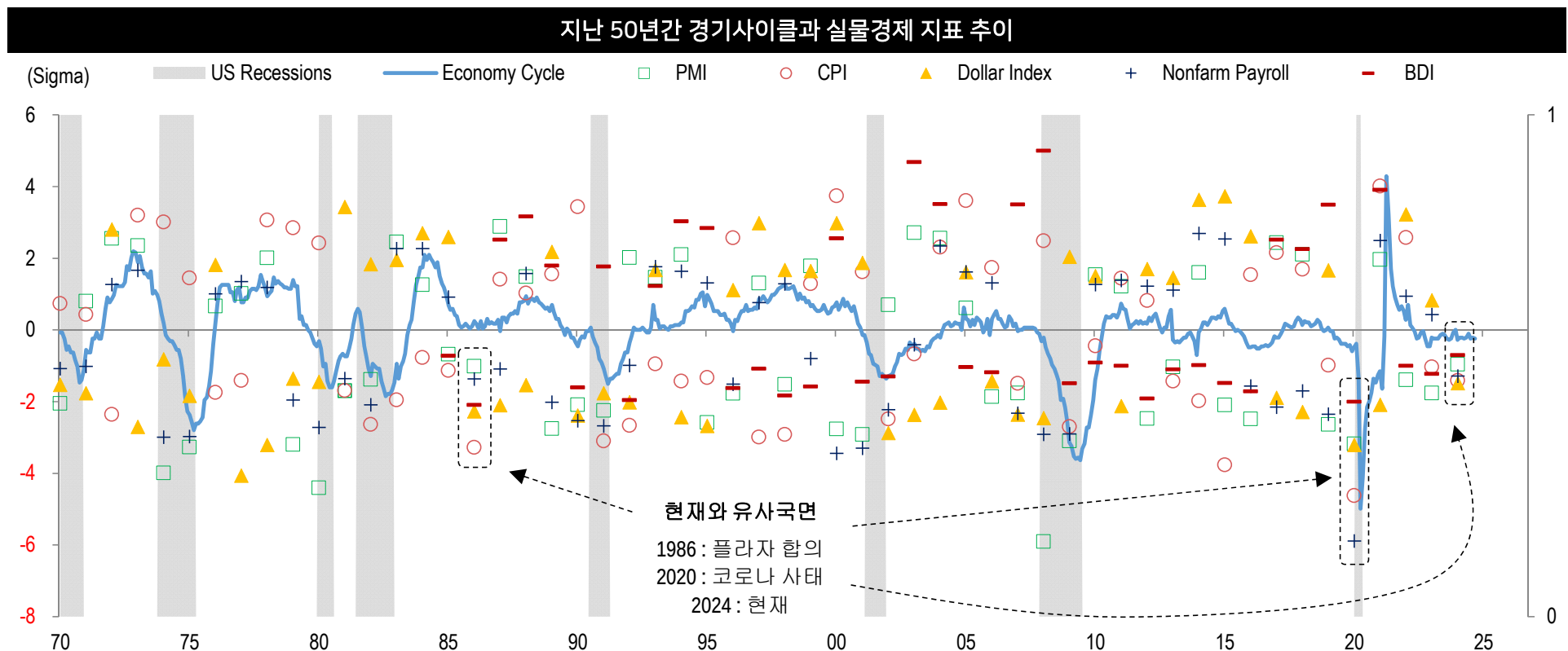
I. 경기 사이클과 매크로 지표간의 관계



경기 사이클과 매크로 지표간의 관계

현 실물경기(Real Economy)는 과거 언제와 닮았을까?

- 아래 차트는 미국의 경기 사이클을 중심으로 변화해온 "PMI, CPI, DOLLAR, PAYROLL, BDI" 등 글로벌 주요 실물경기 지표들의 추이를 도표화
- 변수마다 개별적인 소(小)순환이 경기 사이클이라는 공통의 대(大)순환을 주축으로 존재
- 실물경기 지표들의 현 모습은 모두 경기 사이클을 밀도는 상태로, 이는 1) 플라자 합의 직후인 1986~87년과 2) 코로나가 발병한 2020년과 유사



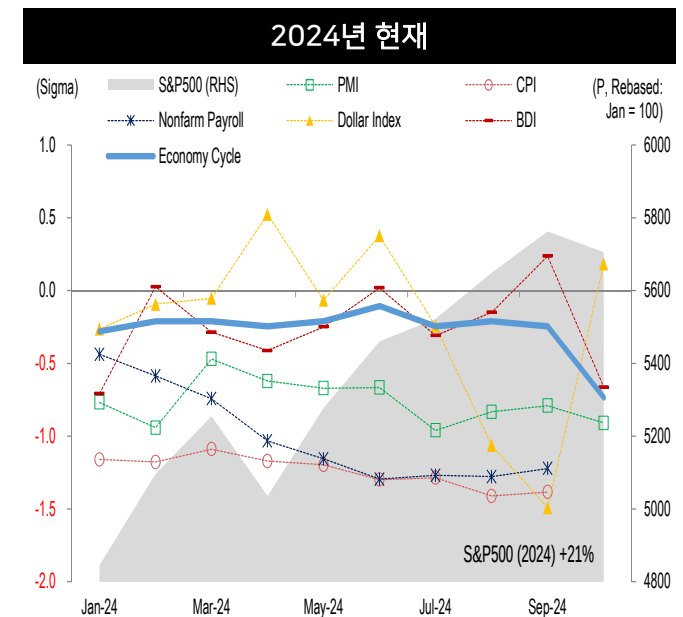
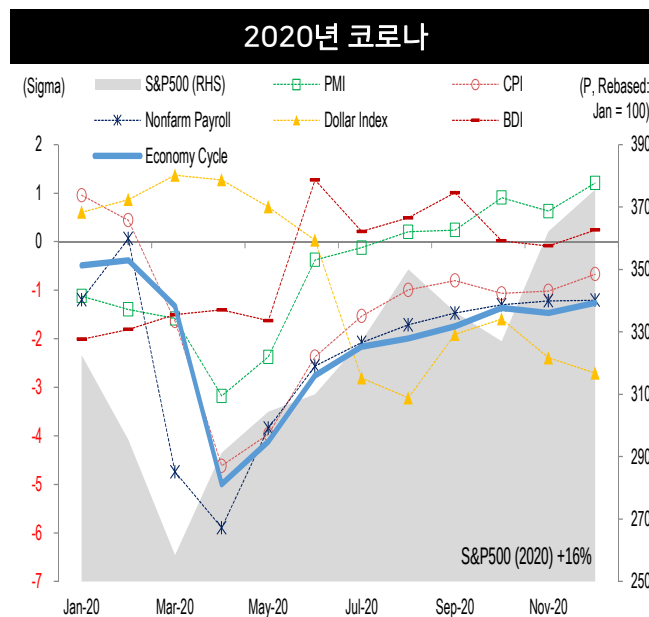
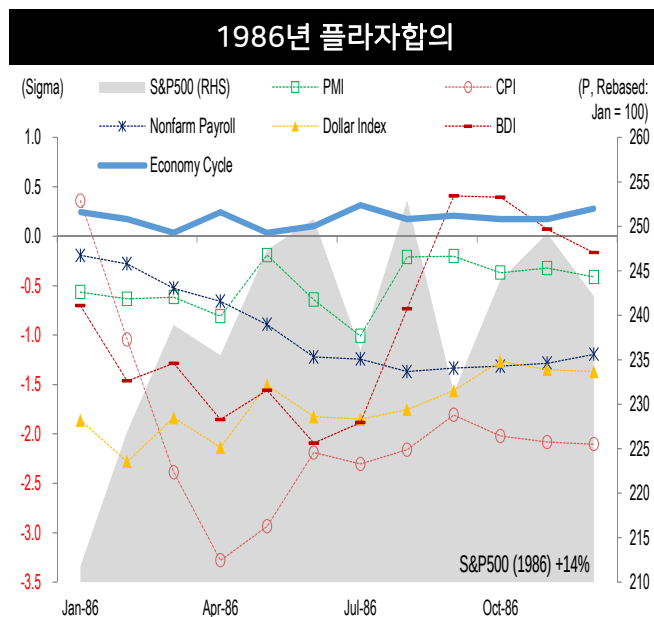
Source: Bloomberg, DAOL투자증권

Note: 각 변수들의 전년동기대비 증가율을 Sigma 값으로 표준화

경기 사이클과 매크로 지표간의 관계

현 실물경기의 모습은 과거 플라자 합의 및 코로나 사태 때와 유사

- 경기 판단에 기준이 되는 “ECONOMY CYCLE” 를 중심으로 현 매크로 지표들 모두 “중립 수준” (i.e. 과거 평균치)을 하회하며 연중 부진한 상태 지속 중
 - 최근 달러의 강세전환을 제외 시 물가, 고용, 제조업 등의 지표 순으로 실물경기 침체 가속화 양상
- 과거 유사국면 중 코로나 발병은 외생변수로 매우 극단적인 상황이었다면, 플라자 합의 때의 거시환경이 지금과 상대적으로 더 비슷하다고 볼 수 있는 대목
- 미국 주식시장은 1986년 연간 14%, 2020년 16%, 2024년 현재 21% 상승하며, 중립 수준을 밑도는 이러한 비우호적인 매크로 환경 속에서도 증시는 우상향



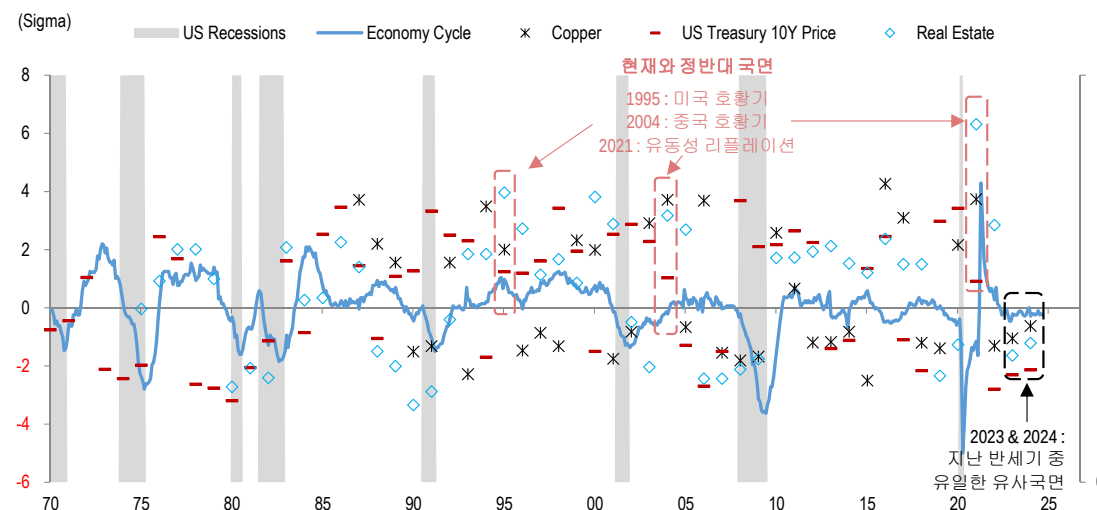
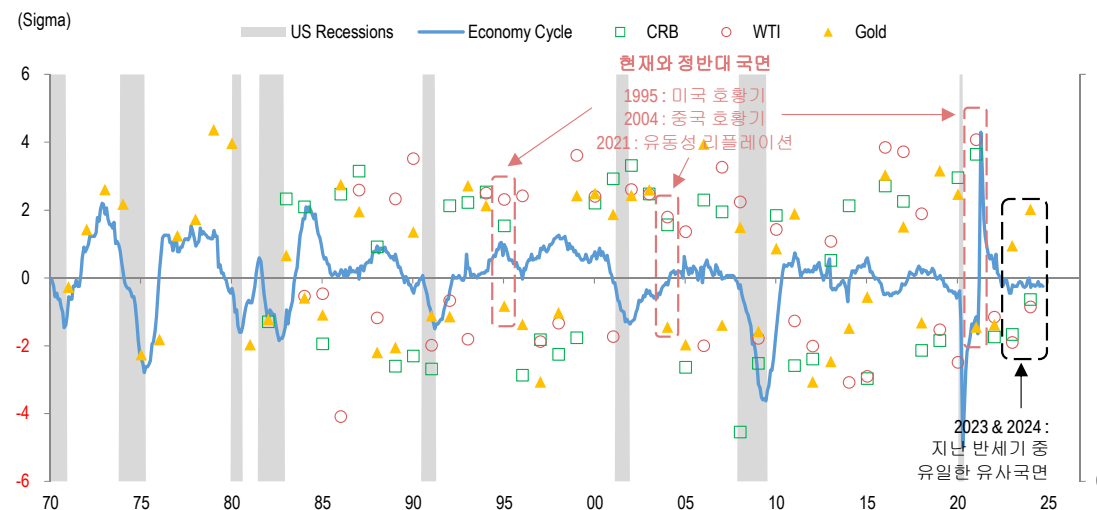
Source: Bloomberg, DAOL투자증권

경기 사이클과 매크로 지표간의 관계

금융경기(Financial Economy) 지표는?

- 앞서 살펴본 실물경기와 같은 방법으로 원자재, 채권, 부동산 등의 FICC금융경기 지표들과 경기 사이클간의 관계를 도표화
- 현재 금융경기 지표들 역시 금을 제외한 모든 변수들이 추세를 밀도는 불황기로, 직전 2023년이 지난 반세기 중 유일하게 찾아 볼 수 있는 유사 케이스
- 이렇게 최근 2년 연속으로 안전자산인 금 가격만 각광을 받고 있는 데에는 그간 패권전쟁 및 지정학적 리스크 등 불안한 국제정세를 반영하고 있기 때문이라는 판단
- 더 나아가 1) 1995년 미국 전성기, 2) 2004년 중국 전성기, 3) 2021년 리플레이션 국면 등은 현재 금융경기 모습과는 정반대인 글로벌 호황기였던 상황. 이는 안전자산 격인 금을 제외한 모든 금융경기 지표들이 추세를 웃도는 “위험자산 선호” 국면에 진입했던 시기라는 공통분모
- 즉, 실물 쪽과 동일하게 금융경기 변수들 역시 경기 사이클이라는 큰 축을 주축으로 각자의 소 사이클을 탄생시키며 등락을 반복해 왔던 모습

지난 50년간 경기사이클과 금융경제 지표 추이

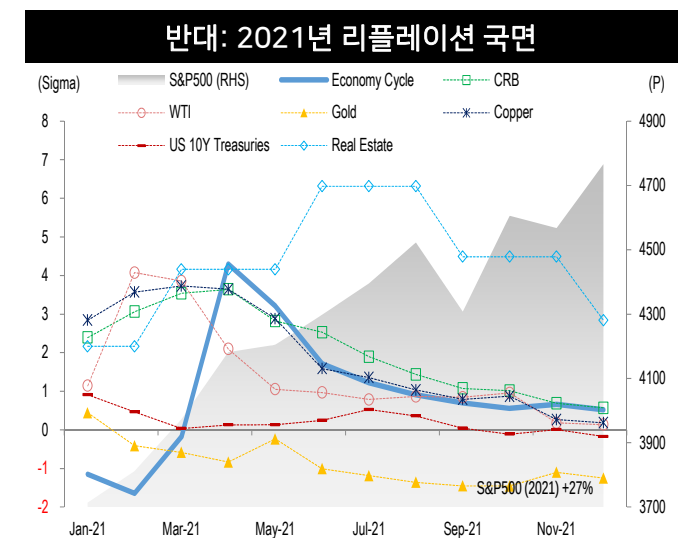
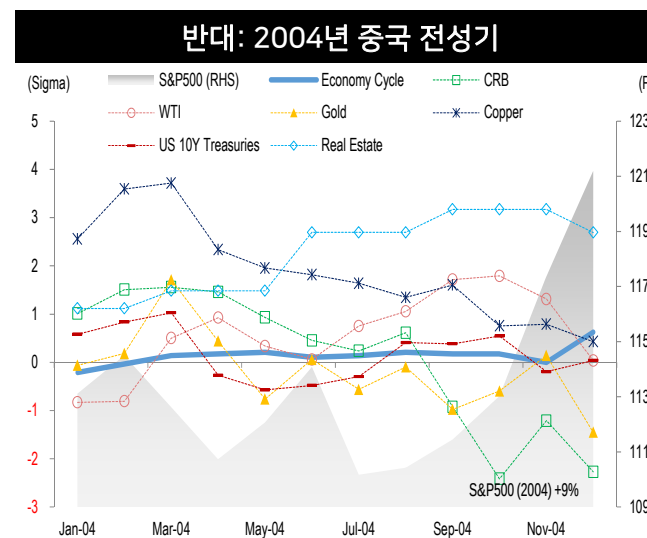
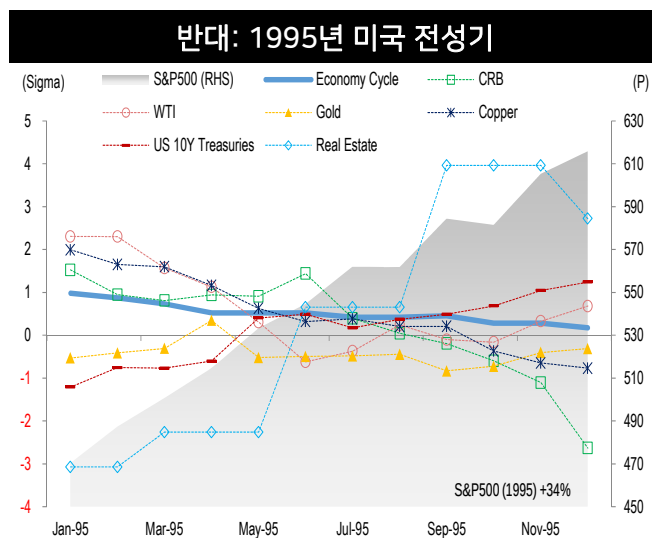
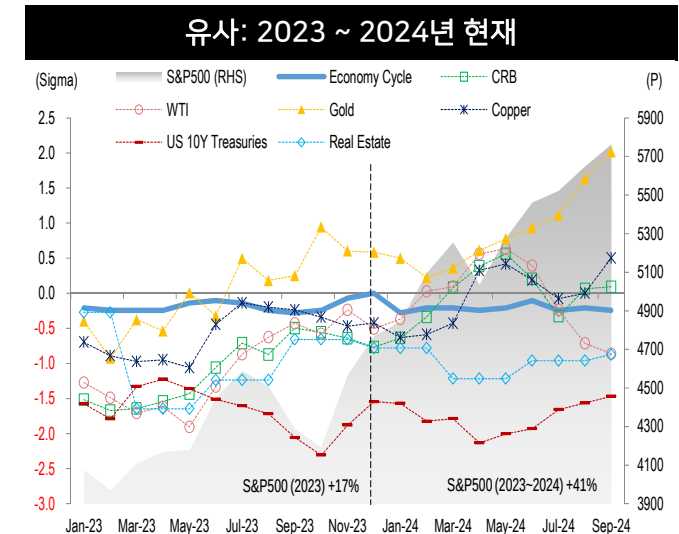


Source: Bloomberg, DAOL투자증권
Note: 각 변수들의 전년동기대비 증가율을 Sigma 값으로 표준화

경기 사이클과 매크로 지표간의 관계

과거와 비교해 본 현 금융경기 모습

- 유일하게 올해와 유사했던 작년의 경우 “불안한 국제정세”가 지속되는 상황에서도 미국 주식은 17% 상승. 이 역시 비우호적인 금융환경 속에서도 증시에는 여전히 강한 **상방압력**이 존재한다는 것 방증
 - 24년 현재 국채, 부동산, 구리를 중심으로 가격반등이 나오고 있는 것에 반해, 유가는 하락 확대 중
- 반면, 1995년, 2004년, 2021년 등 더 잦은 빈도로 찾아볼 수 있는 **지금과 반대의 상황** (i.e. 금을 제외한 나머지 변수 모두 중립수준을 웃도는 호황기)에서는 미 증시가 각각 34%, 9%, 27% 상승
- 정리하자면 앞서 살펴본 “실물경기” 및 “금융경기” 지표 모두 지금과 같이 추세를 밀도는 환경에서도 증시는 우상향했으나, “금융경기” 지표들이 **지금과 정반대의 호황기** 시기에는 평균적으로 2배 이상의 더 큰 상승이 가능했다는 점에서 괄목



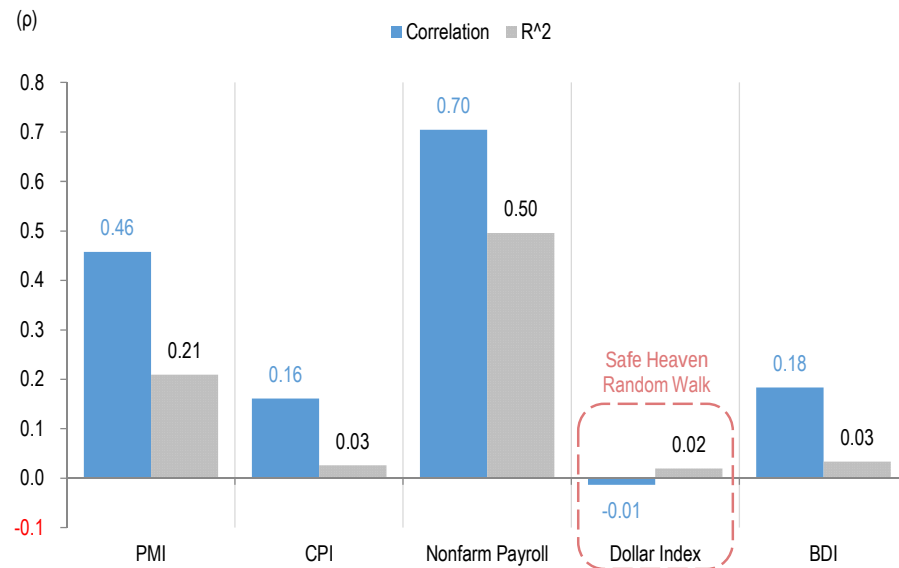
Source: Bloomberg, DAOL투자증권

경기 사이클과 매크로 지표간의 관계

자산배분은 결국 경기 사이클의 함수

- 앞서 지난 반세기간 살펴본 경기 사이클과 주요 매크로 지표간의 통계치를 활용해 각 변수들의 정량화된 움직임 도출
 - 실물경기 지표 대다수가 높은 상관관계로 경기 사이클과 동행하는 것에 비해, 달러의 경우 사이클마다 반복되는 패턴이 있다기 보단 안전자산의 특성상 경기와는 매우 낮은 설명력으로 "RANDOM WALK"의 움직임을 보이는 것이 특징적
 - 금융경기 지표 중 금 역시 달러처럼 안전자산의 성격을 띄는 만큼, 경기 향방과는 무관한 "RANDOM WALK" 형태
 - 반면, 전통자산군 중 경기의 향방과 동행하는 주식과는 다르게 채권가격은 경기 사이클과 상반된 움직임이 뚜렷한 "역의 관계" 확인
- 이러한 각 매크로 변수들의 통계치를 통해 자산배분을 위한 향후 경기 사이클 향방을 가늠해 볼 수 있는 척도로 활용

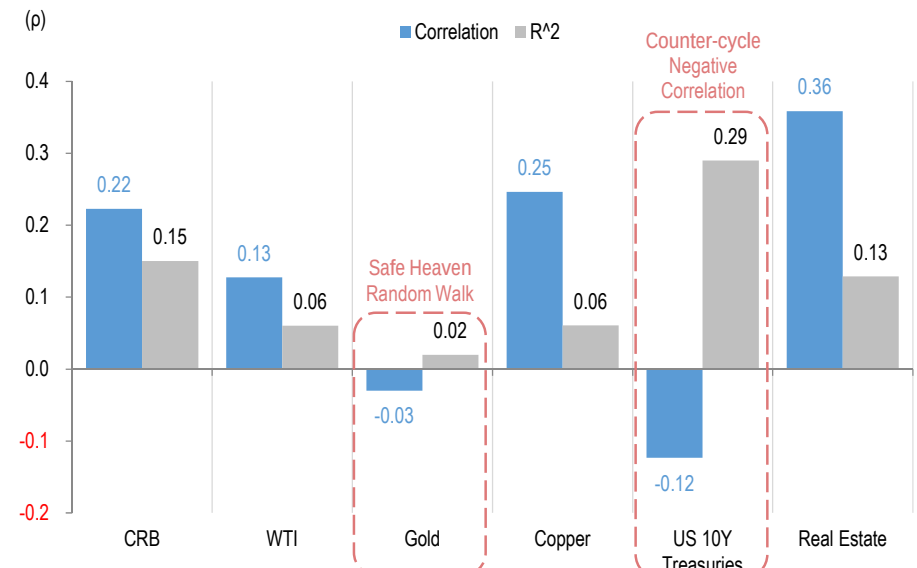
실물경기의 동행성 및 설명력 통계



Source: Bloomberg, DAOL투자증권

Note: 지난 50년간 경기 사이클에 대한 각 변수들의 동행성(Correlation) 및 설명력(R²) 수치

금융경기의 동행성 및 설명력 통계



Source: Bloomberg, DAOL투자증권

II. 개별 자산군 및 매크로 환경 정의



자산군 및 매크로 환경 정의

2025년 자산배분을 위한 시작

- 투자처로 활용할 자산군 대상을 4가지 자산성격으로 구분 :

1. 전통자산 - 주식, 채권
2. 대체자산 - 부동산, 비트코인
3. 원자재 - CRB, WTI, 밀, 구리
4. 안전자산 - 달러, 금

- 자산배분을 위한 4가지 경기 사이클 국면 정의 :

1. 실물경기 호황기 : $PMI + CPI + PAYROLL + BDI > 0$ & $DOLLAR \leq 0$ (제조업, 물가, 고용, 물동량 증가 & 달러 약세)
2. 실물경기 불황기 : $PMI + CPI + PAYROLL + BDI < 0$ & $DOLLAR \geq 0$ (제조업, 물가, 고용, 물동량 감소 & 달러 강세)
3. 금융경기 호황기 : $CRB + WTI + COPPER + RE > 0$ & $US\ T-BOND + GOLD < 0$ (원자재, 유가, 구리, 부동산 상승 & 국채, 금 약세)
4. 금융경기 불황기 : $CRB + WTI + COPPER + RE < 0$ & $US\ T-BOND + GOLD > 0$ (원자재, 유가, 구리, 부동산 하락 & 국채, 금 강세)

- 각 국면판단은 경기 사이클과 매크로 변수간의 동행성 및 설명력 통계치(pg. 9)의 가중평균 값을 적용한 것으로,

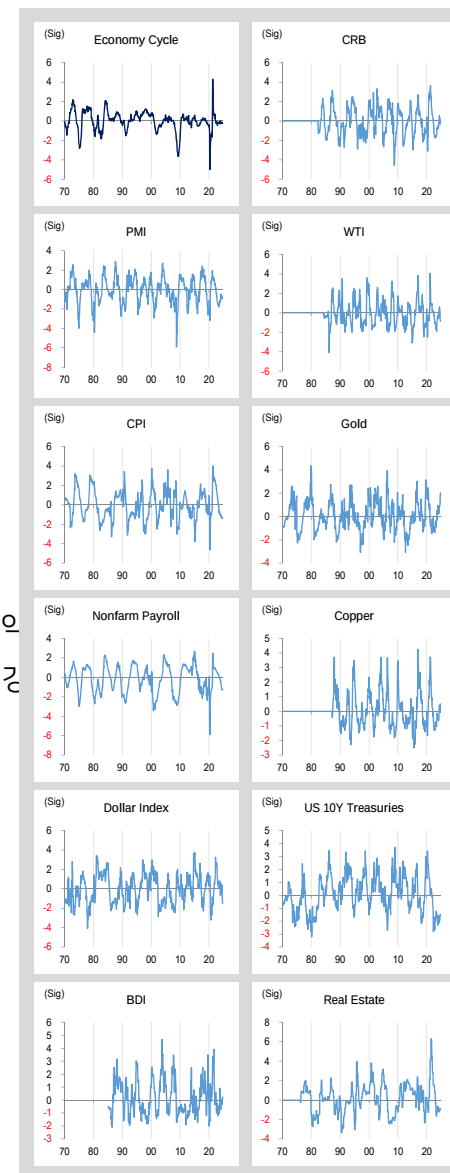
1. 호황기 : 변수 설명력 > 0 및 동행성 $> +0.1$
2. 불황기 : 변수 설명력 > 0 및 동행성 < -0.1
3. 제외 : 변수 설명력 = 0 또는 동행성 $-0.1 \leq X \leq +0.1$

FYI, 현재 글로벌 자산시장은 EVERYTHING RALLY 현상 지속 중 위의 경기 사이클 국면 정의 상 "실물경기 불황기"에 해당

2024년 10월 기준 가중평균 값 :

실물경기 **-0.46** → 불황기

금융경기 **-0.06** → 제외

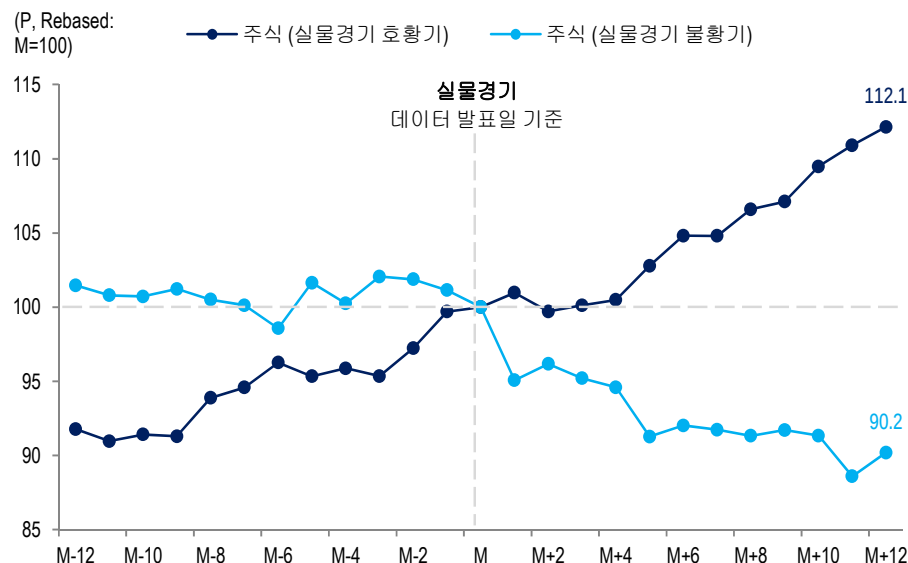


자산군 및 매크로 환경 정의

매크로 환경 변화에 따른 자산군별 성과

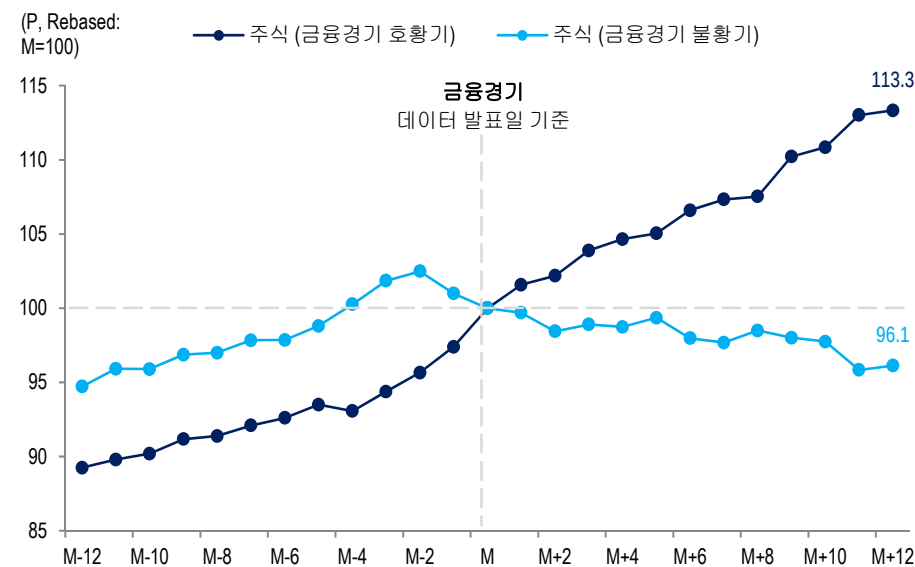
- 매크로 환경을 실물 및 금융경기로 구분하는 데에는 국면마다 실제 자산가격에 반영되기까지 시차가 존재하기 때문
 - 예컨대, 경기를 살리기 위한 정부의 부양 효과는 일반적으로 금융경기에 보다 빨리 반영
 - 다만, 이러한 호재 이후 시간이 경과되면서 나타나는 추세적인 가격 상승은 실물경기의 개선 때가 압도적
- 이러한 관점에서 다음 차트들은 앞서 정의한 매크로 환경별 지난 반세기간 자산군별 퍼포먼스 추이
 - 데이터 관찰구간은 1970년 이후 실물경기 호황기 14번, 불황기 17번 그리고 금융경기 호황기 29번, 불황기 23번의 케이스에 해당
 - 차트 내 "M"은 각 변수들의 데이터 발표일을 의미하며, 이를 전후한 12개월 동안의 자산가격 움직임 도표화

실물경기 국면별 주식



Source: Bloomberg, DAOL투자증권
Note: 1970년 이후 실물경기 호황기 14차례, 불황기 17차례 기준

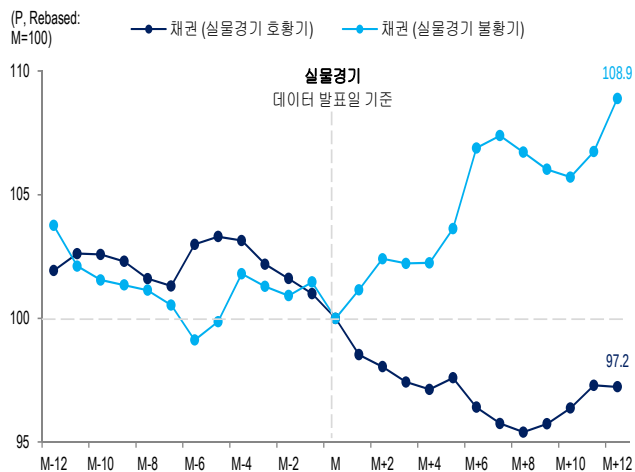
금융경기 국면별 주식



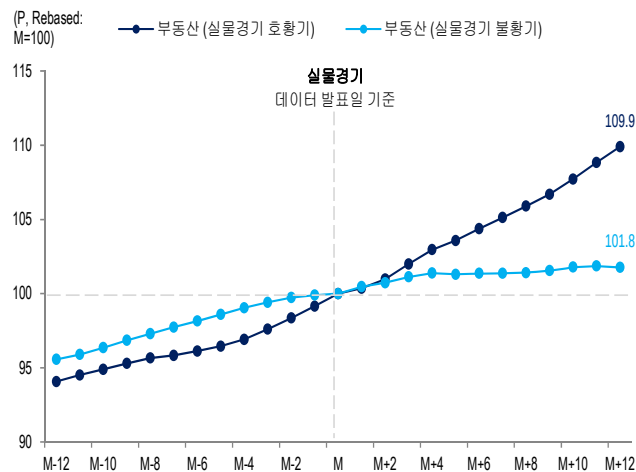
Source: Bloomberg, DAOL투자증권
Note: 1970년 이후 금융경기 호황기 29차례, 불황기 23차례 기준

자산군 및 매크로 환경 정의

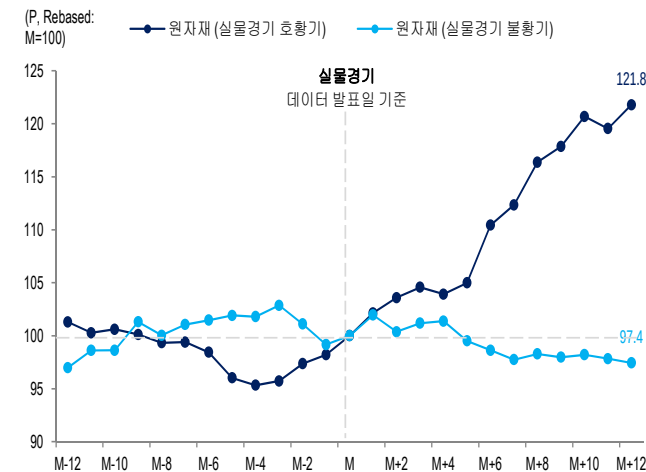
실물경기 국면별 채권



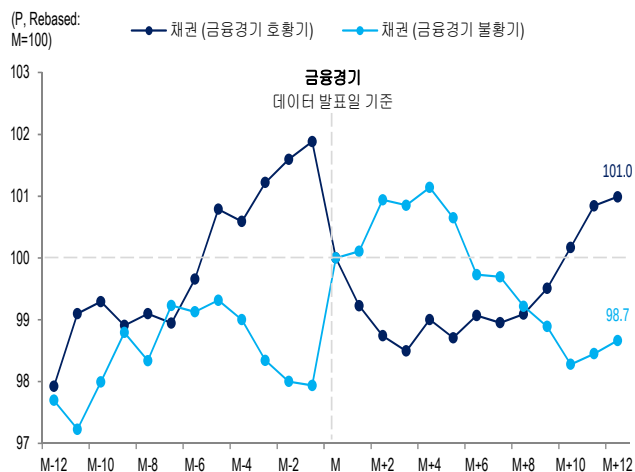
실물경기 국면별 부동산



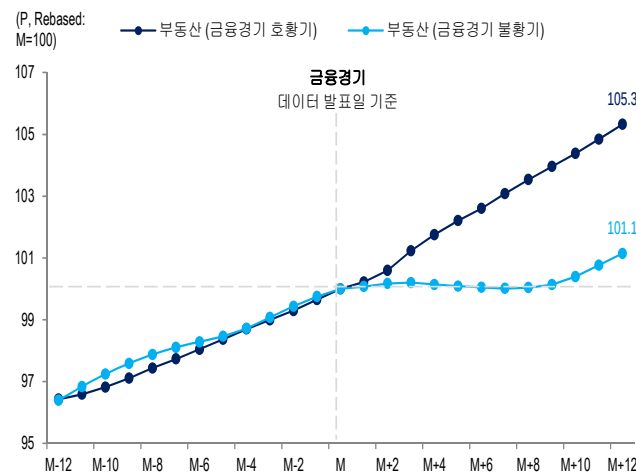
실물경기 국면별 원자재



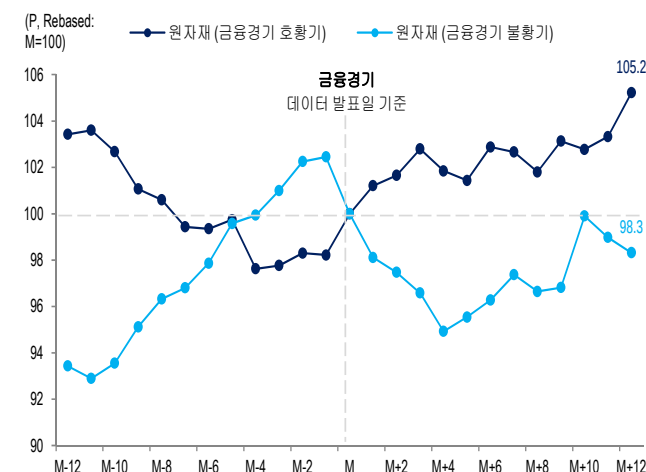
금융경기 국면별 채권



금융경기 국면별 부동산



금융경기 국면별 원자재

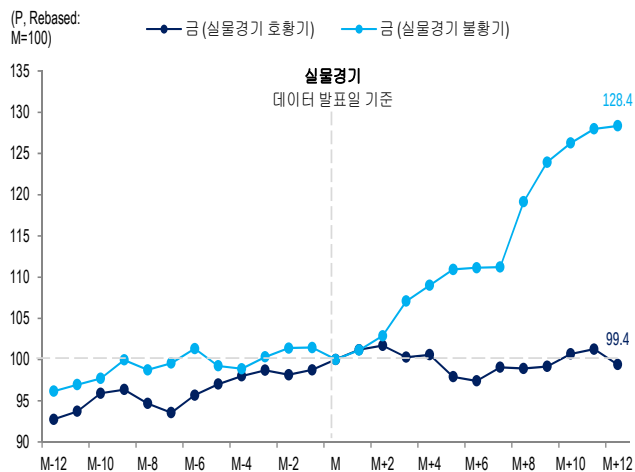


Source: Bloomberg, DAOL투자증권

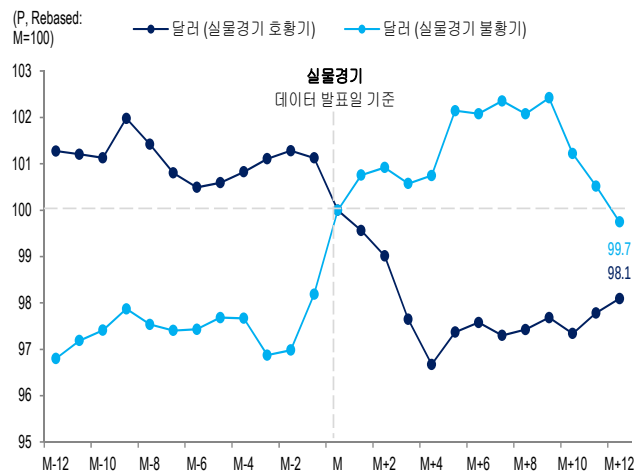
Note: 19070년 이후 실물경기 호황기 14차례, 불황기 17차례 기준 / 금융경기 호황기 29차례, 불황기 23차례 기준

자산군 및 매크로 환경 정의

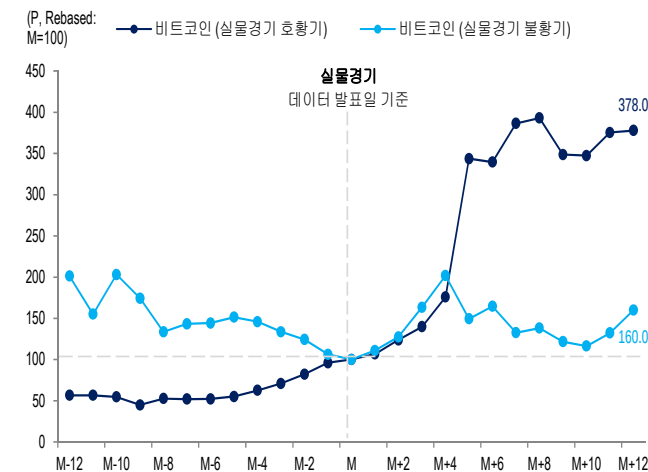
실물경기 국면별 금



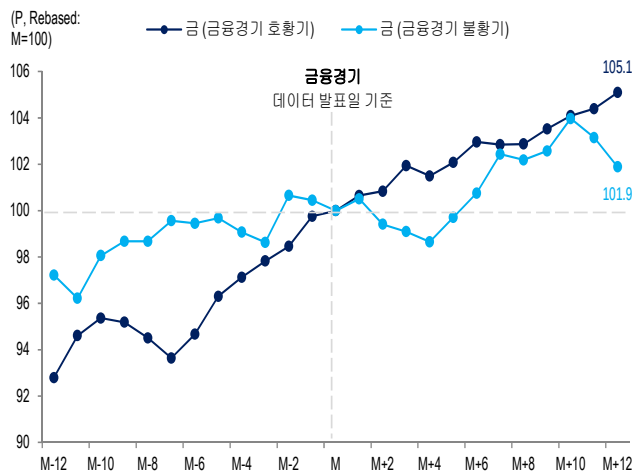
실물경기 국면별 달러



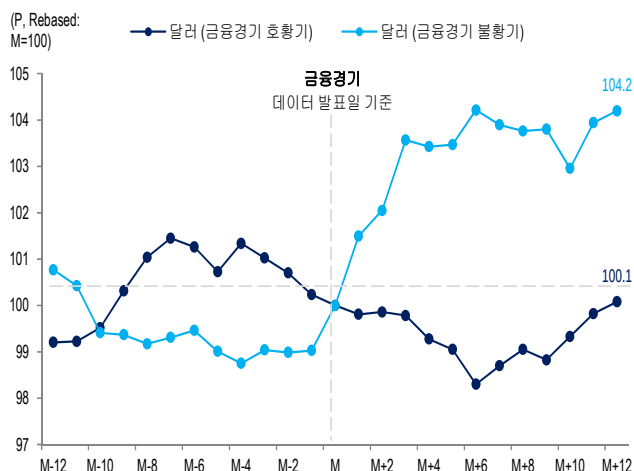
실물경기 국면별 비트코인



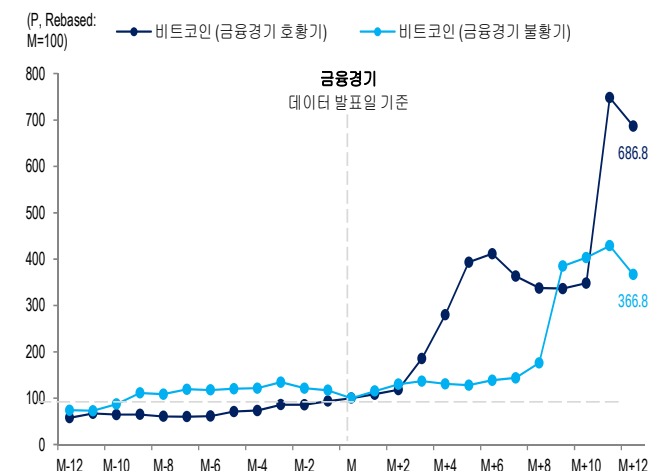
금융경기 국면별 금



금융경기 국면별 달러



금융경기 국면별 비트코인

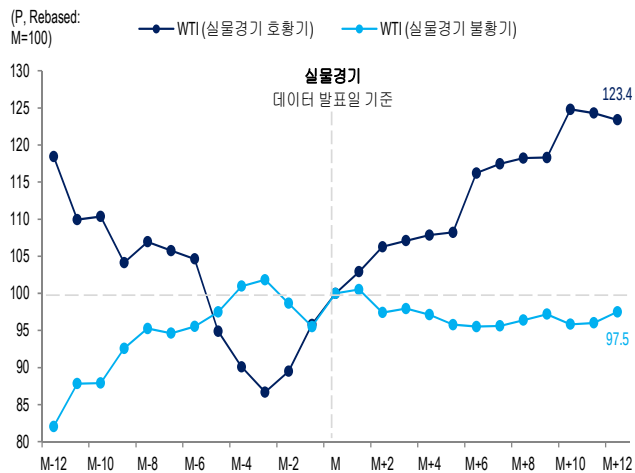


Source: Bloomberg, DAOL투자증권

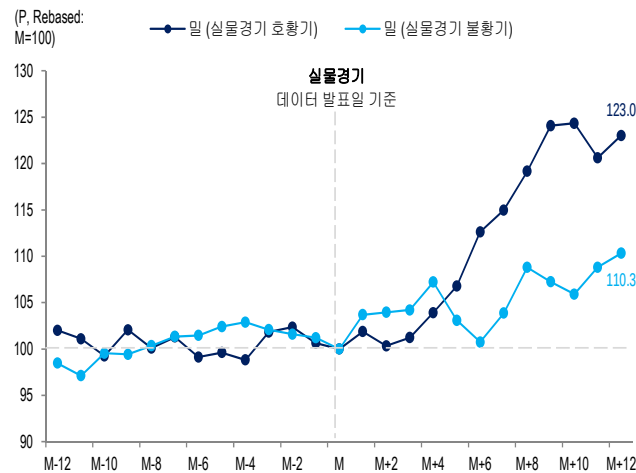
Note: 19070년 이후 실물경기 호황기 14차례, 불황기 17차례 기준 / 금융경기 호황기 29차례, 불황기 23차례 기준

자산군 및 매크로 환경 정의

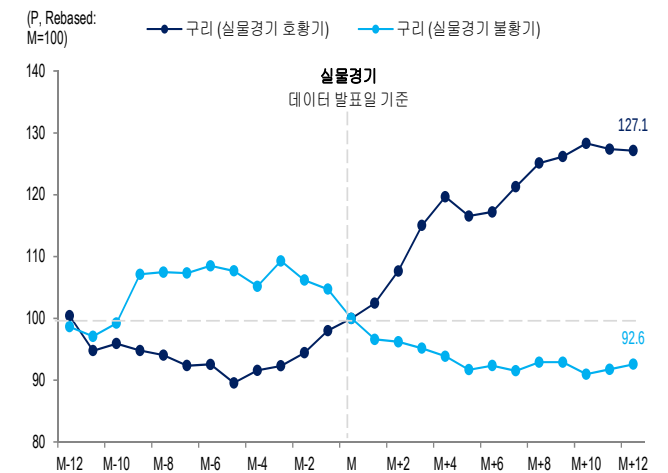
실물경기 국면별 WTI



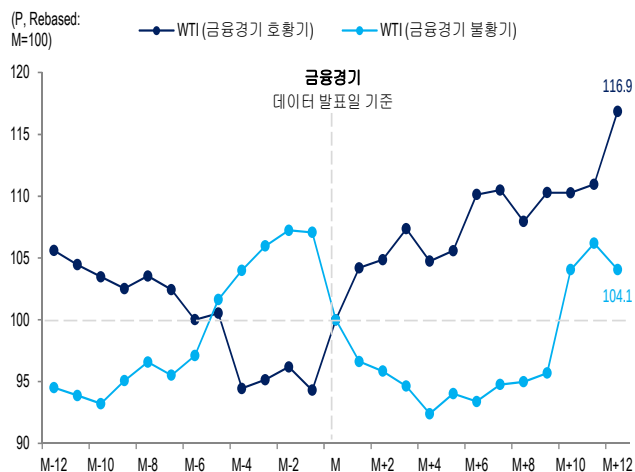
실물경기 국면별 밀



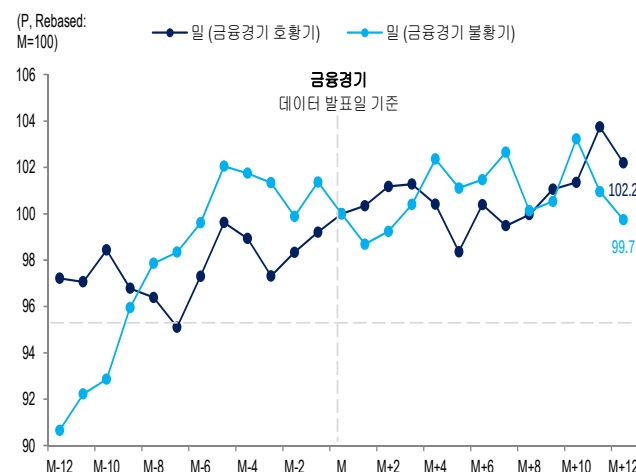
실물경기 국면별 구리



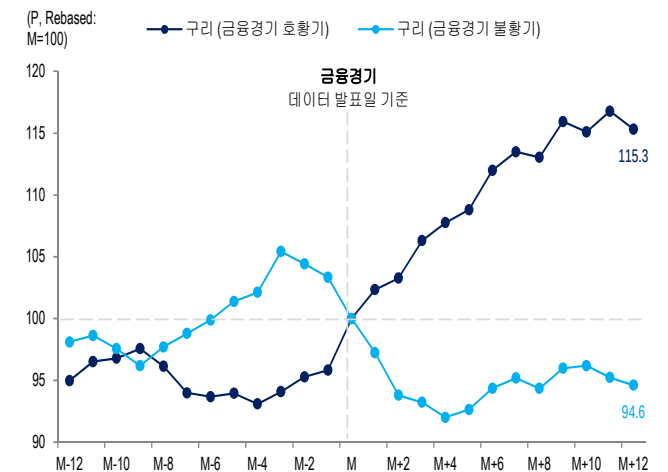
금융경기 국면별 WTI



금융경기 국면별 밀



금융경기 국면별 구리



Source: Bloomberg, DAOL투자증권

Note: 19070년 이후 실물경기 호황기 14차례, 불황기 17차례 기준 / 금융경기 호황기 29차례, 불황기 23차례 기준

자산군 및 매크로 환경 정의

경기 호황기 때의 자산시장 동향

- 아래 표는 앞서 살펴본 매크로 환경 별 자산가격 동향을 히트맵으로 도표화한 것으로 각각의 이벤트 발생을 전후로 영향 점검
 - 자산군들의 방향성은 실물 및 금융경기 불문 대체적으로 유사한 전개 속 그 강도는 실물경기 호황기 때 더 강한 모습 재차 확인
 - 이 중 실물 및 금융경기 호황기 모두 통계적 유의도 (i.e. 지속성)가 높은 유의미한 가격상승은 주식, 부동산, 원자재 등에서 발견

지난 50년간 경기 호황기 때의 자산군별 퍼포먼스 히트맵

자산군 \ 매크로 환경		실물경기 호황기								금융경기 호황기							
		M-12	M-9	M-6	M-3	M+3	M+6	M+9	M+12	M-12	M-9	M-6	M-3	M+3	M+6	M+9	M+12
전통 자산	주식	8.9	9.5	3.9	4.9	0.1	4.8	7.1	12.1	12.0	9.7	8.0	5.9	3.9	6.6	10.2	13.3
	채권	-1.9	-2.2	-2.9	-2.1	-2.6	-3.6	-4.3	-2.8	2.1	1.1	0.3	-1.2	-1.5	-0.9	-0.5	1.0
대체 자산	부동산	6.3	4.9	4.0	2.4	2.0	4.4	6.7	9.9	3.7	3.0	2.0	1.0	1.2	2.6	4.0	5.3
	비트코인	-7.1	-7.0	-3.7	17.1	-1.1	-0.8	4.7	18.7	4.9	-9.8	-6.0	-6.6	-0.8	1.1	17.2	21.1
원자재	CRB	-1.3	-0.1	1.6	4.5	4.6	10.4	17.9	21.8	-3.3	-1.1	0.7	2.3	2.8	2.9	3.1	5.2
	WTI	-15.6	-4.0	-4.4	15.4	7.1	16.2	18.3	23.4	-5.3	-2.5	0.0	5.1	7.4	10.1	10.3	16.9
	밀	-2.0	-2.0	0.9	-1.8	1.2	12.6	24.1	23.0	2.9	3.3	2.8	2.8	1.3	0.4	1.1	2.2
	구리	-0.4	5.5	8.1	8.3	15.0	17.2	26.2	27.1	5.3	2.5	6.7	6.3	6.3	12.0	15.9	15.3
안전 자산	달러	-1.3	-1.9	-0.5	-1.1	-2.4	-2.4	-2.3	-1.9	0.8	-0.3	-1.2	-1.0	-0.2	-1.7	-1.2	0.1
	금	7.8	3.8	4.5	1.3	0.3	-2.6	-0.8	-0.6	7.8	5.1	5.6	2.2	1.9	3.0	3.5	5.1

Note: 붉은색 상승, 초록색 하락, 단위 %

Source: Bloomberg, DAOL투자증권

자산군 및 매크로 환경 정의

경기 불황기 때의 자산시장 동향

- 경기 불황기 환경에서 자산군들의 움직임은 앞서 살펴본 호황기 때 보다 소극적인 경향
- 특히, 실물이나 혹은 금융경기나에 따라 동일 자산 내에서도 서로 엇갈리는 움직임을 보이며 통계적 유의도가 부재
 - 대표적으로 실물경기 불황기 때 채권가격은 상승(+)하는 반면, 금융경기 불황기에선 약보합(-) 추이
 - 금 역시 실물경기 불황기에서 강한 상승(++)이 금융경기 불황 국면에선 강보합(+) 수준 전환
 - 특히, 비트코인의 경우 매크로 경기 호황 및 불황기 모두 강한 상승세를 보이는 만큼, 인과관계를 추적할 수 없는 주요 자산 중 하나

지난 50년간 경기 불황기 때의 자산군별 퍼포먼스 히트맵

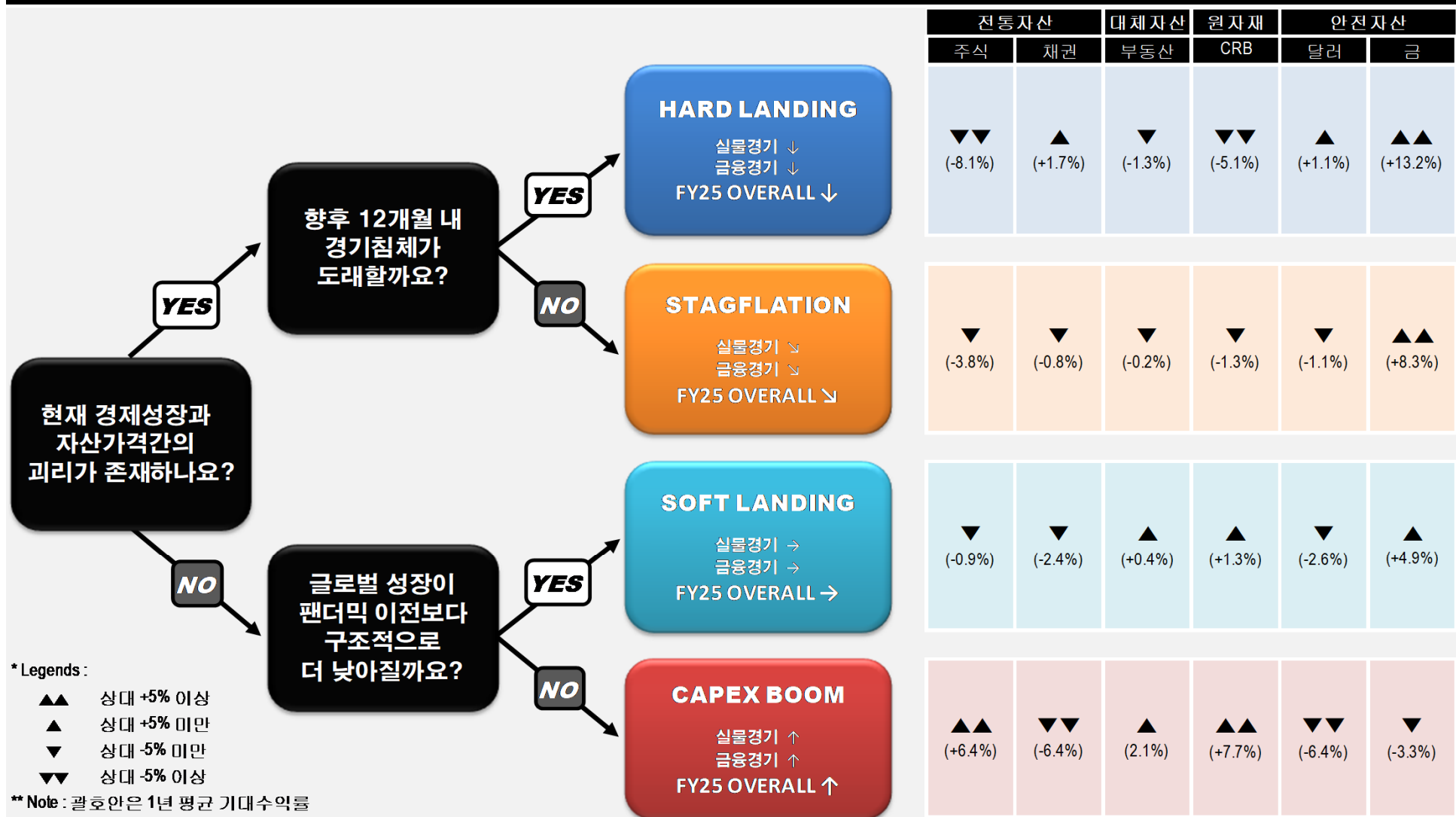
자산군		매크로 환경	실물경기 불황기								금융경기 불황기							
			M-12	M-9	M-6	M-3	M+3	M+6	M+9	M+12	M-12	M-9	M-6	M-3	M+3	M+6	M+9	M+12
전통 자산	주식		-1.4	-1.2	1.4	-2.0	-4.8	-8.0	-8.3	-9.8	5.6	3.2	2.2	-1.8	-1.1	-2.0	-2.0	-3.9
	채권		-3.6	-1.3	0.9	-1.3	2.2	6.9	6.0	8.9	2.4	1.2	0.9	1.7	0.9	-0.3	-1.1	-1.3
대체 자산	부동산		4.6	3.3	1.9	0.6	1.1	1.4	1.6	1.8	3.7	2.5	1.7	0.9	0.2	0.0	0.1	1.1
	비트코인		-33.6	-13.8	-34.2	-23.4	7.2	8.0	13.3	9.2	46.5	48.9	24.5	-2.5	9.7	8.6	11.0	11.9
원 자 재	CRB		3.1	-1.3	-1.5	-2.8	1.2	-1.4	-2.0	-2.6	7.0	5.1	2.2	-1.0	-3.4	-3.7	-3.2	-1.7
	WTI		21.9	8.0	4.7	-1.8	-2.0	-4.5	-2.8	-2.5	5.8	5.2	3.0	-5.6	-5.4	-6.6	-4.3	4.1
	밀		1.6	0.6	-1.4	-2.0	4.2	0.7	7.2	10.3	10.3	4.2	0.4	-1.3	0.4	1.5	0.5	-0.3
	구리		1.4	-6.6	-7.8	-8.5	-4.8	-7.7	-7.1	-7.4	1.9	4.0	0.1	-5.1	-6.8	-5.6	-4.0	-5.4
안 전 자 산	달러		3.3	2.2	2.6	3.2	0.6	2.1	2.4	-0.3	-0.8	0.6	0.5	1.0	3.6	4.2	3.8	4.2
	금		4.0	0.0	-1.3	-0.3	7.1	11.1	23.9	28.4	2.9	1.3	0.6	1.4	-0.9	0.8	2.6	1.9

Note: 붉은색 상승, 초록색 하락, 단위 %

Source: Bloomberg, DAOL투자증권

자산군 및 매크로 환경 정의

DECISION TREE - "MAKE UP YOUR MIND"



III. FY25 자산시장 전망

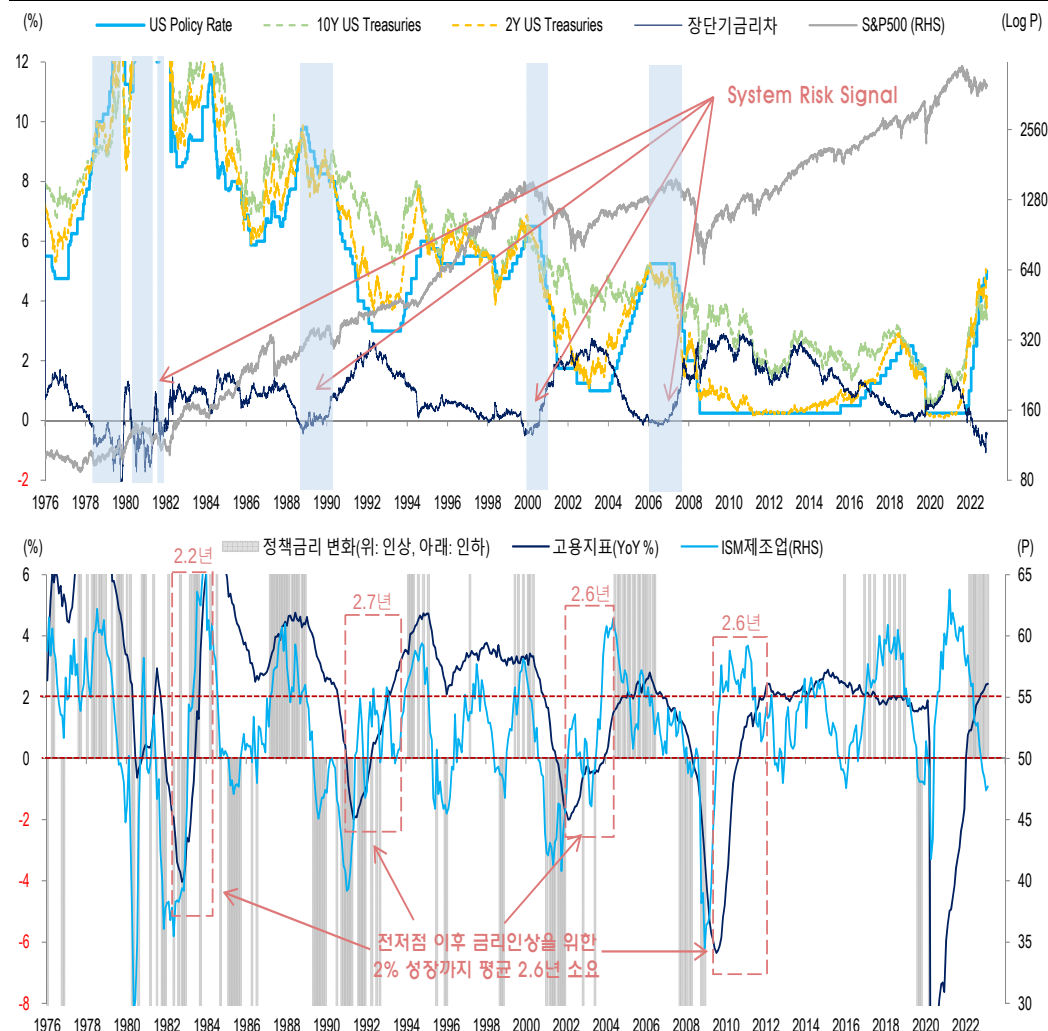


FY25 자산시장 전망

이미 2년 전부터 시작된 '장조'

- 2022년 7월 5일부터 시작된 이번 장단기금리차역전은 과거 빈번히 목격된 일시적인 현상과는 달리 실제 SYSTEM RISK 도래 전 나타나는 장기적인 관점에서의 시그널 일 개연성
- 과거 경험상 이러한 금리역전 현상이 최소 1년 이상 장기화된 이후 FED의 확장기조로의 통화정책 변경은 리세션에 대한 전주곡 역할
 - 1982 Reagan Recession, 1990 Oil Shock, 2000 IT Bubble, 2008 GFC etc.
- FED의 정책금리 의사결정은 선행성격의 ISM제조업지표와 후행성격의 고용지표증가율이 핵심
 - 예컨대, 금리 인상은 두 실물지표 모두 동시에 UPPER BAND (i.e. ISM 55P, 고용 2%)를 상회할 때,
 - 인하 결정은 둘 중에 하나라도 LOWER BAND (i.e. 50P, 0%)를 하회할 때 단행
- 이를 고려한 2022년의 상황은 두 실물지표 모두 정책금리 인상을 위한 UPPER BAND 기준에 부합하지 못할 뿐만 아니라, 추세적으로 지속 둔화 중이었던 ISM제조업지표가 50P를 밑돌 것이라는 당시 계산
 - 이는 본격적인 실물경기와 통화정책간의 괴리확대를 의미
- 최근 FED의 PIVOT을 앞둔 2024년 9월, 792일이라는 역대 최장기간의 역전 현상을 깨고 시장금리 정상화. 현재는 "본게임" 도래 전 유예기간

간과해서는 안될 이번 장단기금리차 역전 현상



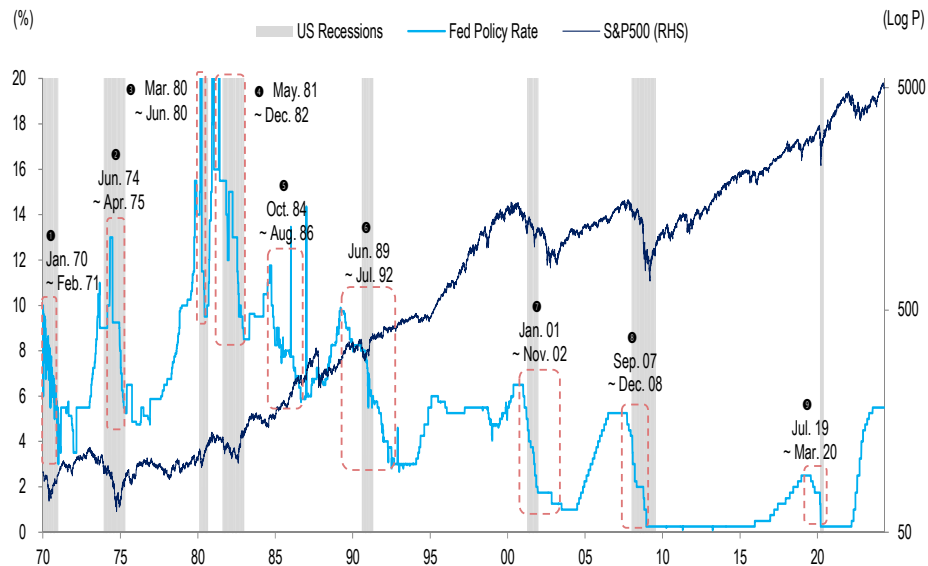
Note: 2022년 7월 14일 발간자료 발췌
Source: Bloomberg, 다올투자증권

FY25 자산시장 전망

연준의 확장기조 역사

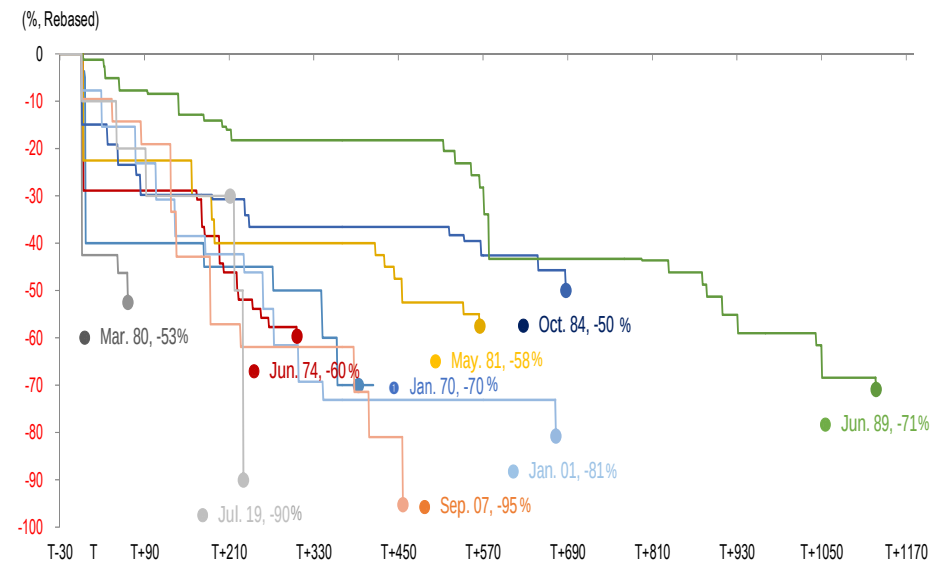
- 지난 반세기간 FED의 추세적인 확장기조 사이클은 총 9차례 단행됐으며, 각각의 구간 동안 인하 폭과 지속기간이 상이
- 이는 구간마다 매크로 환경이 변화해 온 만큼, FED 또한 이에 걸맞은 통화정책 속도를 조절해 왔다고 해석 가능
- 특히, 1984년 10월 의 금리인하 구간을 제외한 모든 확장기조로의 전환은 경기침체를 동반했던 조치였다는 점에서 주의가 필요
- 2년 6개월 만에 시작되는 이번 2024년 9월 PIVOT에서는 과거 경험처럼 RECESSION이 실제 도래하게 될까?, 아니면 시장의 NO LANDING 혹은 SOFT LANDING 기대처럼 과연 이번에는 정말 다를까?

지난 반세기간 FED의 정책금리와 미국 경기침체기



Source: Bloomberg, DAOL투자증권

동구간 총 9번 발생한 금리인하 사이클의 지속기간 및 확장강도



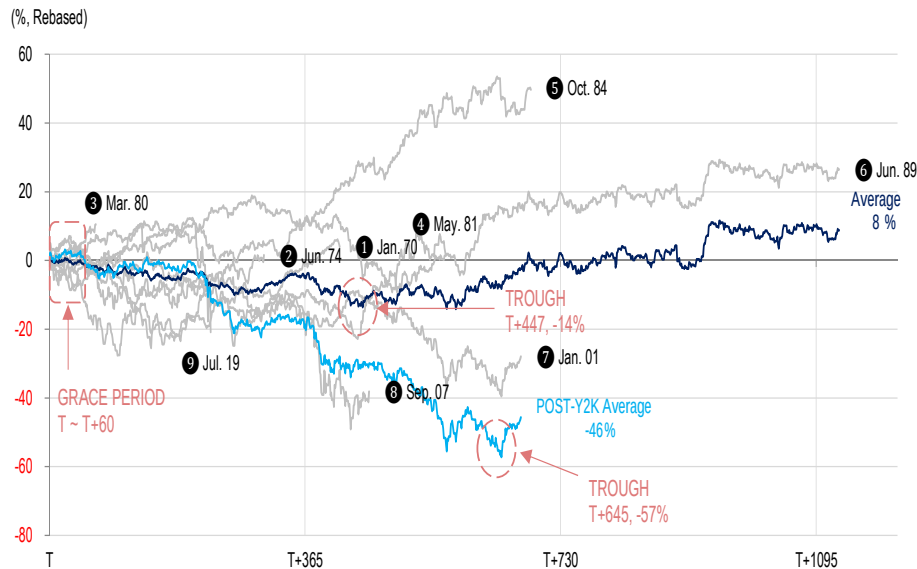
Source: DAOL투자증권

FY25 자산시장 전망

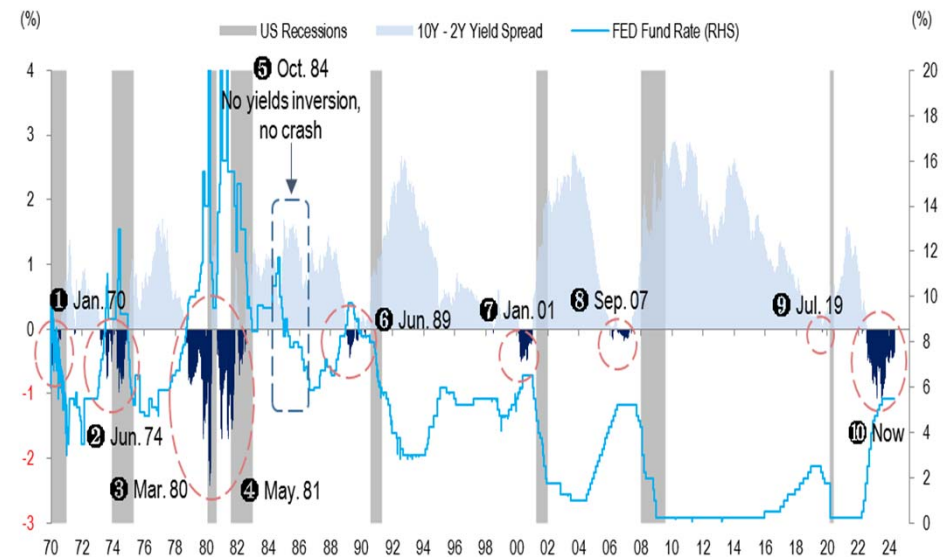
시장이 기대하는 것과는 다른 PIVOT의 실체

- 아래 그림은 과거 50년 동안 연준의 금리인하 시작일, T를 기준으로 각 사이클의 종료일까지 S&P500의 주가 추이
- PIVOT 직후 증시가 하락했다기 보단 평균적으로 60일 동안의 횡보 유예기간이 존재했으며, 과거 대비 최근 증시의 하락 강도 및 지속기간이 길어져 온 모습
 - 1990년대 이후 발생한 근래 RECESSION에 대한 유예기간은 270일로서, 이는 최근 큰 정부의 인위적인 부양 및 개입의 결과물이라는 판단
- 특히, 앞서 언급한 경기침체가 부재했던 1984년 10월 의 경우, 리세션이 도래하기 위한 전제조건이라 볼 수 있는 시장금리 역전현상이 부재
- 현재 미국의 공공부채 규모는 \$36조를 육박하며 역대 최고치를 매일 경신 중에 있으며, 9월 PIVOT 이후 지난 2년 넘게 지속되어 온 금리차의 정상화

지난 50년간 FED의 PIVOT마다 발생한 S&P500 급락



통화정책 변경 전 시장금리 역전현상은 경기침체에 대한 필수조건

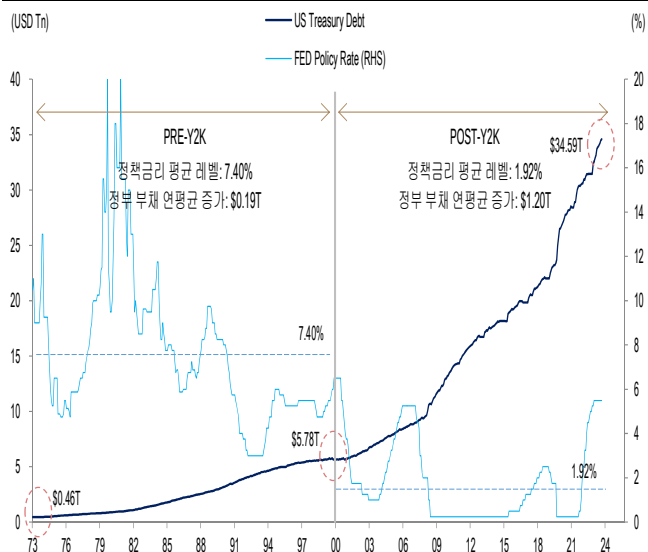


FY25 자산시장 전망

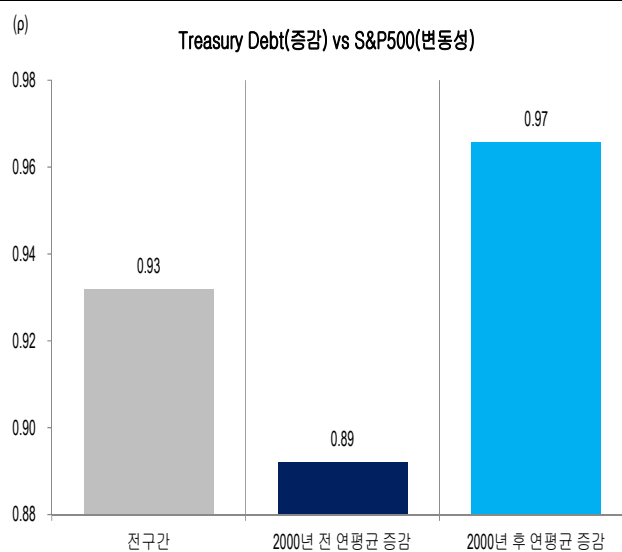
RECESSION의 여파가 더 강해지는 이유

- 2000년을 전후한 미국 정부의 확연한 경기 부양책 변화, 큰 정부로의 전환
 - 정부의 연간 부채는 이전 \$0.19조에서 이후에는 \$1.2조로 매년 빠르게 증가, 현재 역사적 최고점인 \$36조 부근
 - FED의 정책금리 수준 또한 2000년 전후로 4배 이상 하락, 제로 금리 장기화
- 이러한 큰 정부의 역할은 시장의 정책 의존도를 높이는 악순환의 결과를 양산. 결국 부채의 증가는 RECESSION 강도를 강화시키는 요인
 - 정부의 부채 증가 속도가 빨라진 2000년 이후 증시 변동성 확대
 - 금리와 역으로 움직이는 주가는 2000년 이후 추세적으로 내려온 금리 수준을 반영하듯, 이에 대한 주가 등락의 민감도 역시 확대

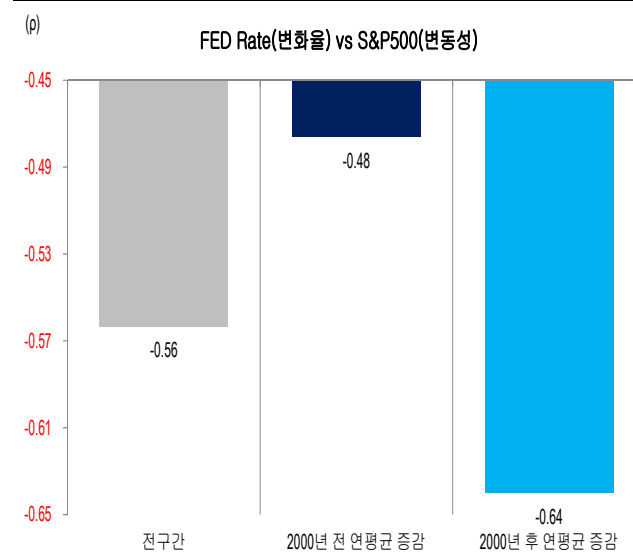
2000년을 전후한 미국정부의 변화



더 높아진 재정정책 의존도



확장적 통화정책 역시 변동성 확대 요인



Source: Bloomberg, DAOL투자증권

FY25 자산시장 전망

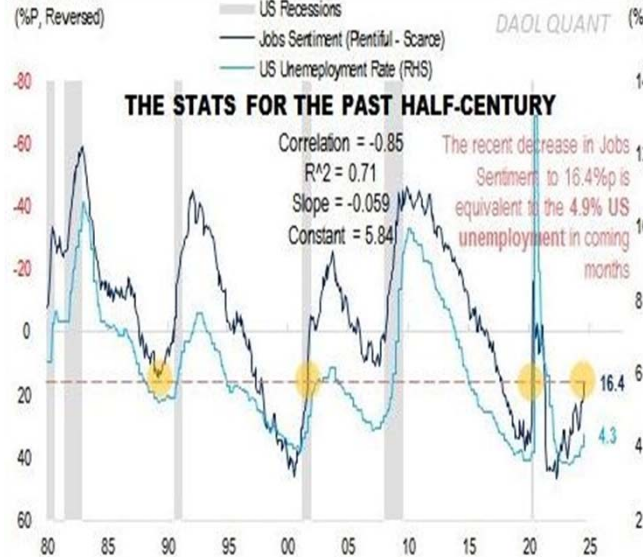
최근 곳곳에서 가시화 중인 리세션 징조

- 아래 첫 번째 차트는 미국 고용시장의 구인건수와 그간 밀접하게 동행해 온 주식시장간의 추이
 - 2022년을 기점으로 이 지표간의 역대급 디커플링이 발생하며, 펀더멘털 대비 고평가된 자산시장을 대변
 - 이는 정부의 부양책이 실물경기보단, 자산시장으로 대다수 유입됐다는 것을 방증
- 두 번째 차트 또한 미국의 고용センチ먼트 및 실업률간의 동행관계를 도표화한 것으로 최근 급락한 현 고용センチ먼트(역축)는 과거 코로나, IT 버블, 블랙먼데이 수준으로 둔화됐으며, 이는 실업률 최소 4.9% 이상을 의미. 추세적으로 움직이는 고용 데이터 특성상 향후 실업률의 추가 상승 요인으로 작용
- 마지막은 BOJ 정책금리, 엔, 그리고 리세션간의 관계. 17년 만의 단행된 올해 첫 뒤흔은 금리인상은 향후 엔의 정상화 및 압박한 경기침체를 의미

2000년을 전후한 미국정부의 변화



더 높아진 재정정책 의존도



확장적 통화정책 역시 변동성 확대 요인

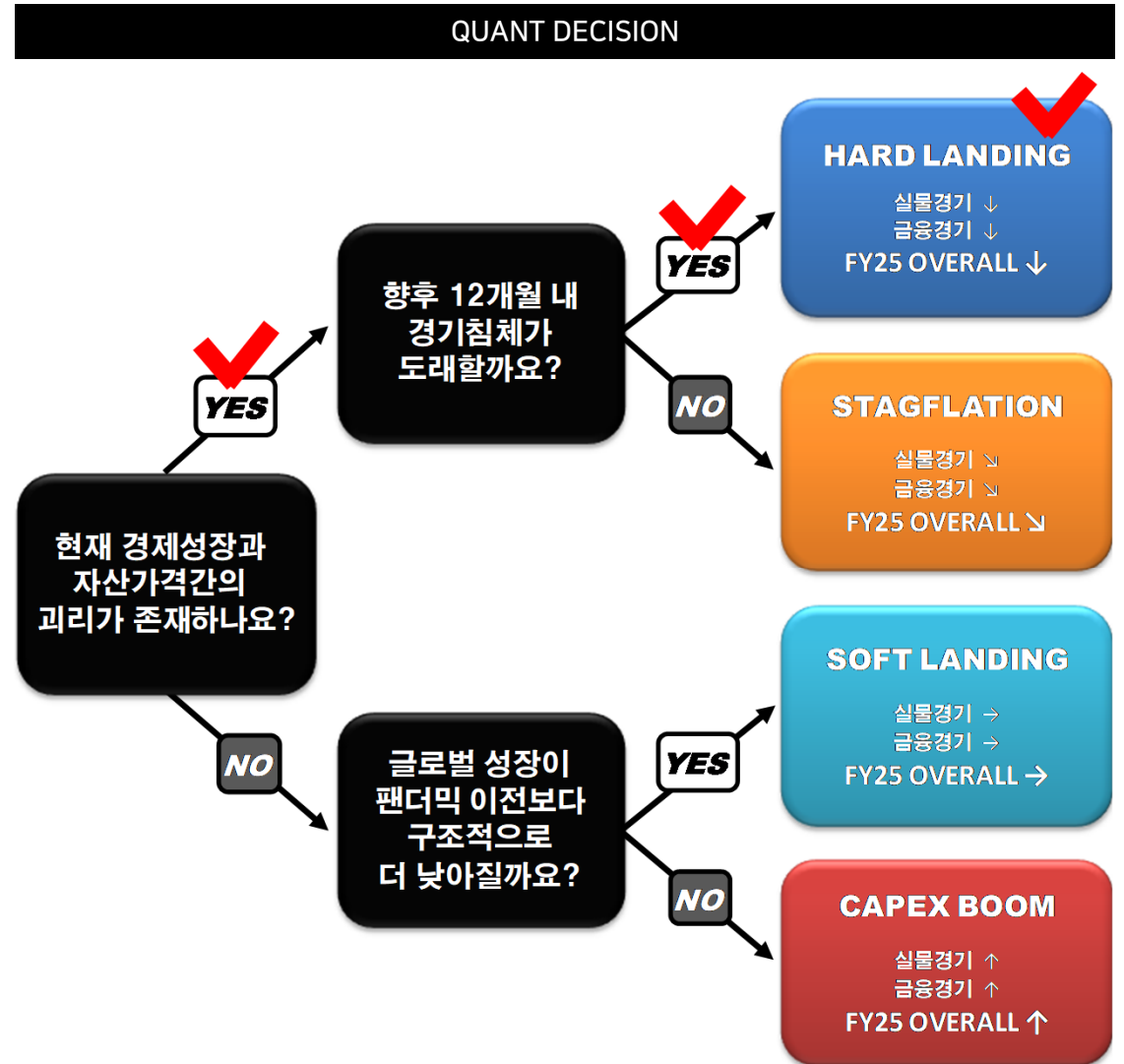


Source: Bloomberg, DAOL투자증권

FY25 자산시장 전망

내년을 리세션 발생 가능 구간으로 간주

- 지금까지 분석한 내용을 종합해보면 하드랜딩 급에 준하는 경기 침체는 불가피하다는 판단
 - 리세션의 전제조건인 금리역전 현상 장기화
 - 실제 침체는 역전기 때가 아닌 정상화 때 이뤄진다는 점에서 9월 FOMC 회의에서의 PIVOT 이후가 본게임
 - 그간 글로벌 부채 증가와 비례해 온 리세션 후폭풍 여파
 - PIVOT 후 2개월의 유예기간(최근 늦어진 6개월)을 거쳐 침체가 가시화된 점을 감안시, 빠르면 올 11월 대선 이후 또는 내년 1월 미국의 부채 한도에 의한 신용등급 강등 이슈, 혹은 늦어질 경우 내년 상반기가 트리거 포인트
- 따라서 실제 경기침체가 닥친다면, HARD LANDING 시나리오에서 우리의 자산을 지켜줄 수 있는 채권16%, 달러 10%, 금 74%의 비중으로 대응할 것을 권고
- 더 나아가 올해가 "상고하저"였다면, 내년은 "상저하고"의 전망 속에서 내년 늦은 하반기 혹은 연말부터 CAPEX BOOM과 같은 시나리오로 갈아타는 전략 유효 판단. 이는 주식 36%, 부동산 14%, 원자재 50% 비중으로의 로테이션을 의미



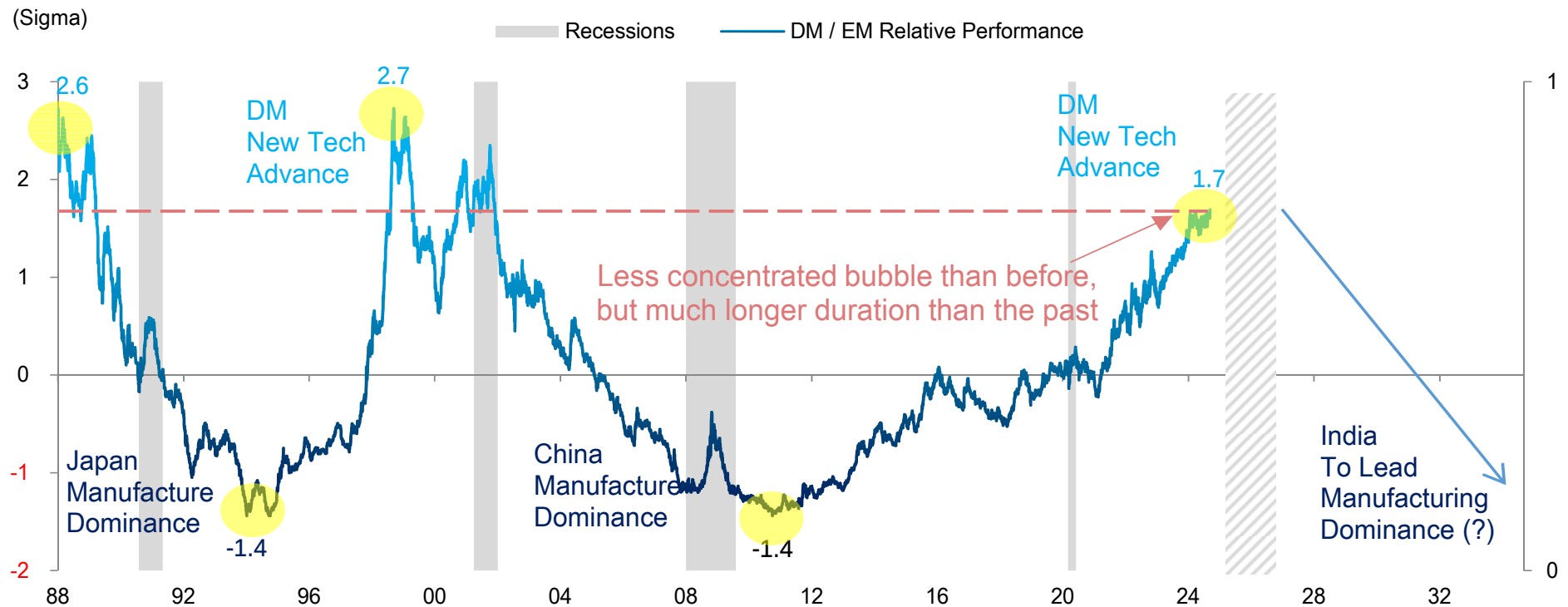
Source: DAOL투자증권

FY25 자산시장 전망

또 다른 10년 장기 사이클을 위한 준비

- 과거 경험적으로 인류 삶의 패러다임 쉬프트가 발생할 때마다 선진국의 신기술 개발과 개발도상국가들의 해당 기술 상용화 패턴이 반복
 - 이러한 현상은 DM과 EM간의 상대 주가강도 측면에서 여실히 나타나며, 통상적으로 10년 장기 사이클로 표출
 - 2011년 부터 시작된 이번 DM 우위 사이클은 최근 AI라는 신기술을 탄생. 과거 평균과열 수준 만큼은 아니지만, 보다 장시간 이어왔던 차이점
- 현재 임박한 리세션 이후 향후 10년을 우위에 있을 쪽이 EM이라면, CAPEX BOOM 시나리오 속 주식, 부동산, 원자재 등 주요 자산군들의 EM 배치는 필수적

지난 50년간 경기사이클과 실물경제 지표 추이



IV. Appendix : 2025년 불안요인



Appendix : 2025년 불안요인

끝이 안 보이는 글로벌 주요국 재정 문제

- 미국 2023년 6월 디폴트 위기 탈출을 위해 부채한도 상향했으며, 2025년 1월 재조정 예정으로 아직 사라지지 않은 불안감
- EU국가들도 심각한 상황으로 재정 적자가 GDP의 3%를 넘지 않고, 공공 부채는 GDP의 60%를 넘지 않도록 규제하는 마스트리히트 조약 위반 중
- COFIN 이사회의 실질적인 시정 명령이 이뤄진 2009년 그리스, 2010년 스페인, 포르투갈 때 보다는 나은 상황이지만, 과도한 부채에 대한 글로벌 경계 필요

주요 국가의 GDP대비 재정적자와 공공부채 비율					
국가	GDP (\$bn)	재정적자 (\$bn)	적자 비율 (%)	공공부채 (\$bn)	공공부채 비율 (%)
일본	4,941	-385	-7.8	12,460	252
이탈리아	2,200	-81	-3.7	3,029	138
미국	26,500	-1,500	-5.7	31,400	118
프랑스	3,850	-154	-4.0	4,266	111
스페인	1,760	-62	-3.5	1,917	109
중국	19,370	-860	-4.4	14,700	76
독일	4,533	-113	-2.5	2,883	64
한국	1,731	-51	-2.9	933	54
그리스 (2009)	300	-45	-15.4	380	127
포르투갈 (2010)	280	-31	-11.2	263	94
스페인 (2010)	1400	-154	-11.0	841	60

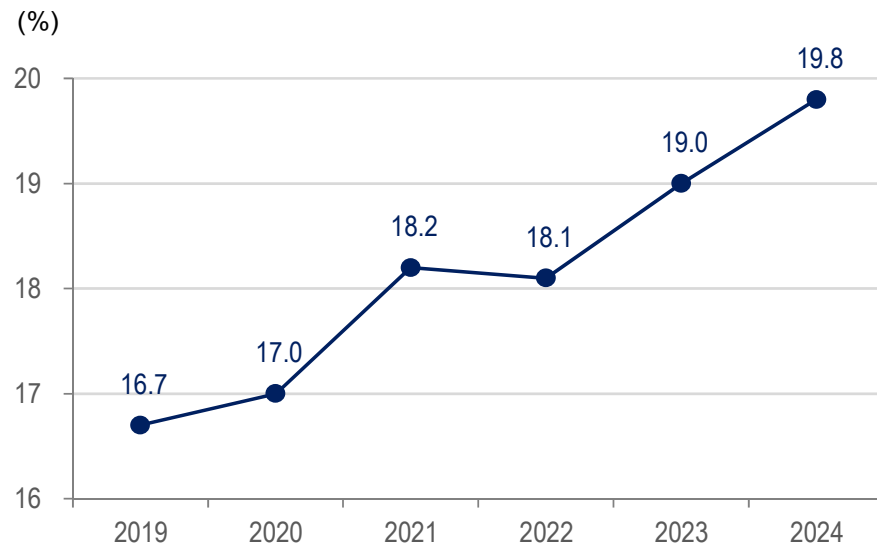
Source: IMF, 각국 중앙은행, DAOL투자증권

Appendix : 2025년 불안요인

제 2의 SVB를 양산할 CRE 문제

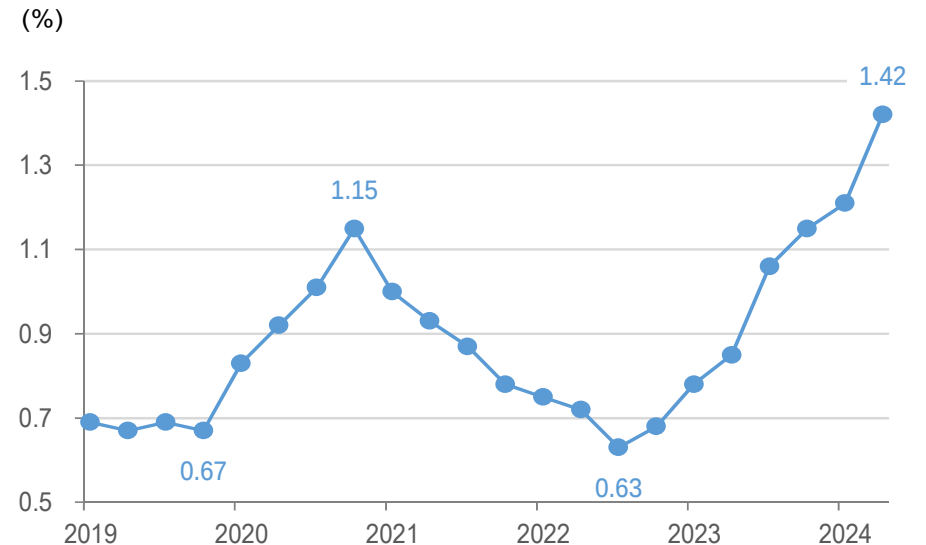
- 임대형 부동산 펀드의 수익은 임대소득과 부동산 자산 가치 상승으로부터 발생
- 공실률 증가하면 자연스럽게 임대 수익 감소 구조
- 문제는 수익률 하락과 기준금리 인상으로 대출 상환 불가
- 은행 대출 연체율 상승. 특히, 중소 지역은행은 중,후 순위 펀드 소유 가능성 큰 만큼, 손실 시 더 큰 타격 불가피

코로나 사태 이후 지속중인 미국 상업용 부동산 공실율



Source: MoodyS, DAOL투자증권

미국 상업용 부동산 대출 연체율



Source: FRED, DAOL투자증권

Appendix : 2025년 불안요인

FED 정책 사이의 엇박자, CET1 자본비율 요건 강화

- CET1 자본비율 기준 :
 - 바젤 III 규제(4.5%) + 자본보전(Capital Conservation Buffer) 완충 + 시스템적 중요 금융기관(SIFI) 완충 + 스트레스 자본(Stress Capital Buffer, SCB) 완충
- 2024년 9월 10일 연준 부의장 Michael S. Barr의 발언에 따르면 바젤 III 협정 규제에 관한 것으로 요건을 기존 4.5%에서 9%로 인상
- 코로나 팬데믹 특수성으로 자본완충을 일시적 완화하여 현재 요건 미만인 은행도 많으나, 요건 강화 시 추가 자본 확충에 대한 부담 심화
- CET1 자본비율 요건 변화로 대형은행이 추가로 평균 656억달러 자본 확보 필요. 이는 자본 조달 비용 증가와 수익성 저하 요인
- FED의 통화정책 완화기조와 자본비율 요건 강화는 실제 시장의 신용창출 관점에서 상충되는 결과

미국 주요 상업은행들에 대한 CET1 완충자본비율 요건 강화

Bank	CET1 자본비율 (%) 2023.06 기준	CET1 요건 (\$) 2023.06 기준	변경 예정 (%) 2024.09.10 발표	차이 (%p)	추가 자본 필요 (\$bn)
JPMorgan Chase	12.5	11.4	15.9	3.4	57.5
Bank of America	9.1	10.4	14.9	5.8	95.7
Citibank	9.7	10.5	15.0	5.3	63.6
Wells Fargo	8.1	10.7	15.2	7.1	88.8
Goldman Sachs	8.5	13.4	17.9	9.4	56.4
Morgan Stanley	10.6	13.0	17.5	6.9	31.7

Source: FRED, Bloomberg, DAOL투자증권

리서치본부장

상무
김현
hyunkim@daolfn.com

기업분석

조선 · 기계 · 방산
최광식
gs.choie@daolfn.com

건설 · 부동산
박영도
ypark@daolfn.com

자동차
유지웅
jwyoo@daolfn.com

제약 · 바이오
이지수
jislee@daolfn.com

금융
김지원
jiwonkim@daolfn.com

반도체 · 소부장
고영민
ym.ko@daolfn.com

화장품 · 의료기기
박종현
alex.park@daolfn.com

인터넷 · AI · 플랫폼
김하정
hajkim@daolfn.com

게임 · 엔터 · 레저
김혜영
hyyy@daolfn.com

투자전략

투자전략
조병현
bhcho@daolfn.com

계량분석
김경훈
aimhigh2027@daolfn.com

채권분석
허정인
jeongin@daolfn.com

시황분석
김지현
jeehyun12@daolfn.com

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL **다올투자증권**

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.