

2023년 12월

# 2024년 국내외 주식시장 전망

2023. 12

---

# Executive Summary

## 01 주식시장 전망

- 글로벌 주식시장은 밸류에이션(할인율)과 이익 성장률의 방향성에 따라 움직일 것으로 예상
  - 미국: 2024년 주식시장은 할인율 하락과 견조한 이익 성장을 기인하여 상반기 비중확대 전략을 권고
  - 한국: KOSPI, 할인율(금리) 및 수급 변동성 완화 이후 밸류에이션 및 경기 회복 매력이 부각될 전망
- 

## 02 주식시장 이슈

- 쏠림 현상 : 쏠림 현상 사이클, EX-TOP5 이익 성장세, 섹터간 수익률 괴리를 고려하면 1H24에 쏠림현상 완화 전망 → 과거 쏠림현상이 해소되던 국면에서 S&P500의 성과는 부진했다는 점은 염두
  - 고금리 VS 밸류에이션 하향조정: 상반기에는 금리의 방향성에 주식시장이 민감하게 반응할 것. 하반기에는 견조한 이익 성장 및 완만한 경기 둔화세를 감안하면, 3%후반~4%초반대 수준에도 밸류에이션 하향 조정 폭을 작을 것
- 

## 03 주식 투자전략

- 상반기: 이익 기여도가 주식시장에 미치는 영향력이 높아지는 국면에는 이익 성장과 미래 수익성이 높은 섹터가 유리 (IT, 통신서비스, 헬스케어, 소비재)
- 하반기: 금리 수준이 높을 때는 투입자본 대비 수익율(ROE)이 높은 섹터에 대한 프리미엄이 더 커질 것  
미국 섹터별로도 ROE 차별화가 나타날 전망 (IT, 통신, 산업재, 헬스케어)

---

03

## 주식시장 전망

# 2024년 주식시장의 주요 변수

2분기 이후 이익 기여도는 상승, 3분기 이후 PER 기여도 하락

## 주가지수는 밸류에이션과 이익의 함수: 향후 두 변수 방향성에 따라 주가지수의 방향성도 정해질 것

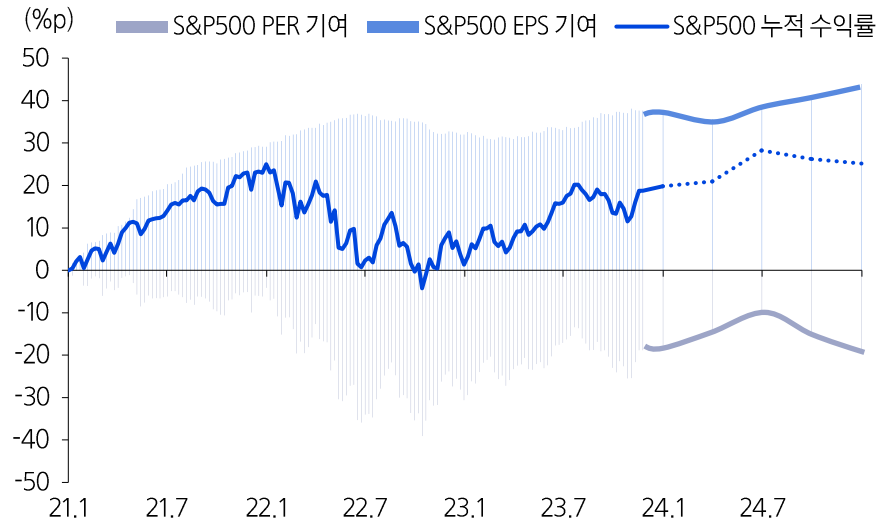
- 2023년 미국 주식시장은 금리 상승에 따른 할인율 상승이 주가의 변동성이 확대되어 이어졌음
- S&P500은 상반기 PER 기여도는 상승(1Q24:19.6배, 2Q24: 20.4배)할 것으로 예상되나, 12MF EPS 기여도(1Q24:235pt, 2Q24: 242pt) 방향성 차이로 1분기 횡보, 2분기 상승 전망
- 하반기에는 12MF EPS 기여도(3Q24: 249pt, 4Q24: 256pt) 상승이 예상되나, PER 기여도(3Q24:19.5배, 4Q24:18.8배) 하락세가 지수에 하방압력을 가할 것

채권 금리 상승으로 주가 변동성이 컸던 2023년



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

S&P500의 수익률 요인 분석 및 2024년 전망치

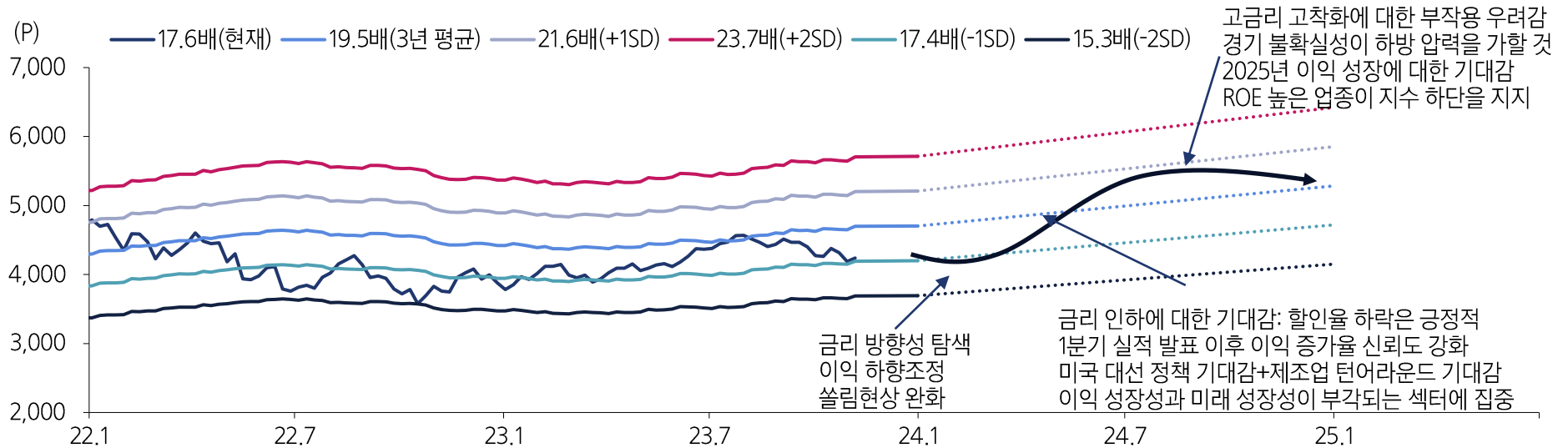


자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

### 2024년 글로벌 주식시장은 상고하저의 흐름을 보일 것으로 전망되는 가운데 2분기의 반등세가 가장 강할 것

- 2024년 고금리 환경에서 시장 참여자들은 적정 밸류에이션에 초점을 맞춰갈 것: 향후 할인율 및 이익 증가율 방향성일 주가 방향성을 정할 것
- 1분기 미국 기업의 이익 하향 조정 및 금리 방향성 탐색 등으로 단기 조정세가 나타날 수 있으나, 2분기에는 1)완만한 금리 하락에 따른 주식 할인을 하락, 2) 美 대선을 앞두고 정책 기대감 강화, 3)1분기 실적 발표 이후 2024년 기업 이익 성장 신뢰도 강화 등이 호재로 작용할 전망
- 하반기에는 연준의 통화정책 완화 강도에 따라 고금리 고착화 우려감과 경기 불확실성 등이 주식시장에 하방압력을 가할 가능성이 높으나 2025년 이익 성장에 대한 기대감이 지수의 하단을 지지할 것으로 예상

2024년 S&P 500 타겟 밴드: 4,600pt~ 4,950pt



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 2024년 주식시장의 주요 변수

연초 이익 기여도는 상승, 3분기 이후 PER 기여도 하락

## KOSPI의 이익 회복세는 지수의 상방 압력 요인; 하반기 밸류에이션 축소 국면에서 지수의 완만한 조정 예상

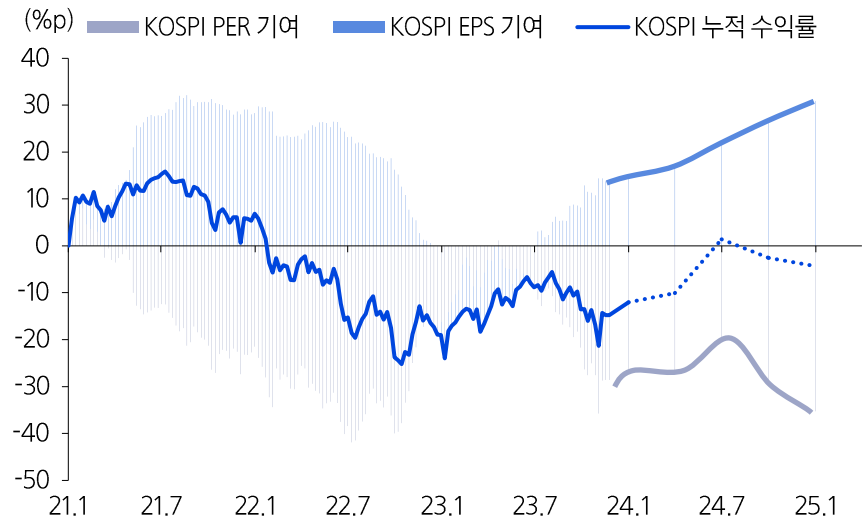
- KOSPI는 금리 급등에 따른 할인율 상승과 개인 수급 변동성 확대가 성장주(2차전지 섹터)의 조정으로 이어짐: 이는 주가 변동성 확대로 이어짐
- KOSPI는 2024년 이익 회복세(2024년 분기별 12MF EPS:245pt→258pt→270pt→282pt)가 지수의 상방압력을 지속할 것으로 전망
- 밸류에이션 확장세가 가장 강한 2분기에 주가 상승도 클 것으로 전망되며, 3분기와 4분기에는 PER기여도 하락세가 지수에 하방압력을 가할 것 (2024년 12MF PER: 10.4배 → 11.1배 → 10.2배 → 9.6배)

KOSPI 시가총액 증감(2차전지 VS EX-2차 전지)



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

KOSPI의 수익률 요인 분석 및 2024년 전망치

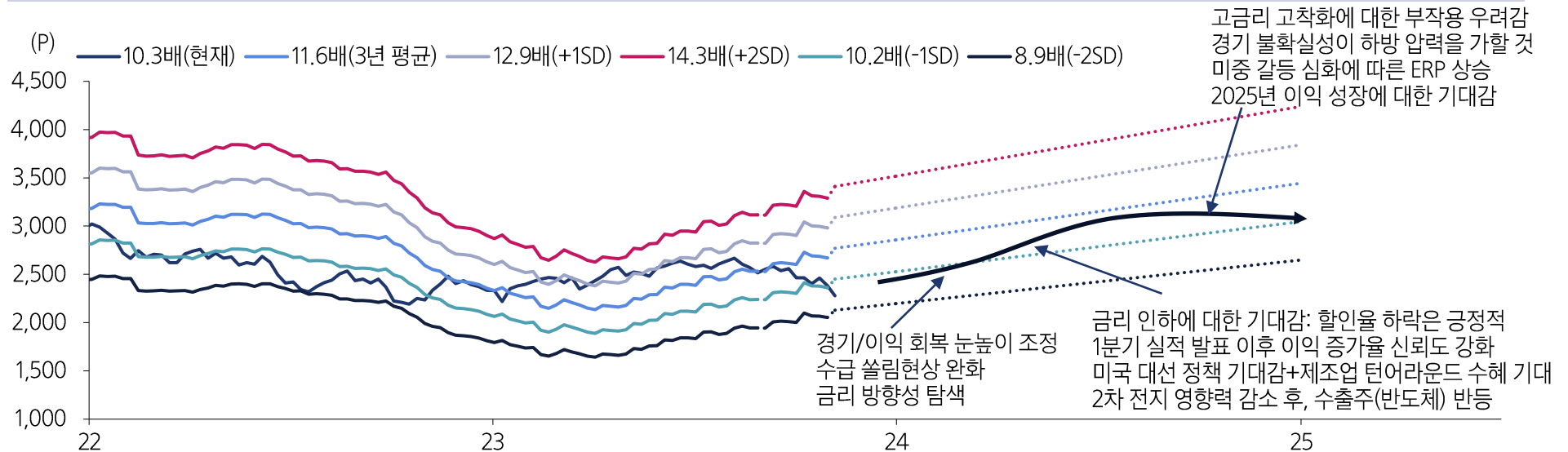


자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

### KOSPI, 할인율(금리) 및 수급 변동성 완화 이후 밸류에이션 매력이 부각될 전망

- 1분기에는 1)한국 수출 및 이익 회복에 대한 눈높이 조정 및 2) 수급 쏠림현상 완화, 3) 금리 방향성 탐색 등으로 KOSPI의 상승 여력 축소
- 다만, 2분기에는 1) 주식시장 내 2차전지 영향력 축소, 2)美 기준금리 인하 기대감이 확대 등으로 한국 주식시장의 밸류에이션 매력이 부각될 것
- 하반기 연준 통화정책 강도에 따라 고금리 고착화 부작용 우려감, 경기 불확실성 확대, 미국 대선 경선 중 미중 갈등 심화 등이 할인율 변동성 확대 로 이어질 수 있어 주가지수의 완만한 하락세 전망

2024년 KOSPI 타깃 밴드: 2,500pt~2,860pt



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

---

01

## 2024년 주식시장 주요 이슈

### ① 쓸림 현상



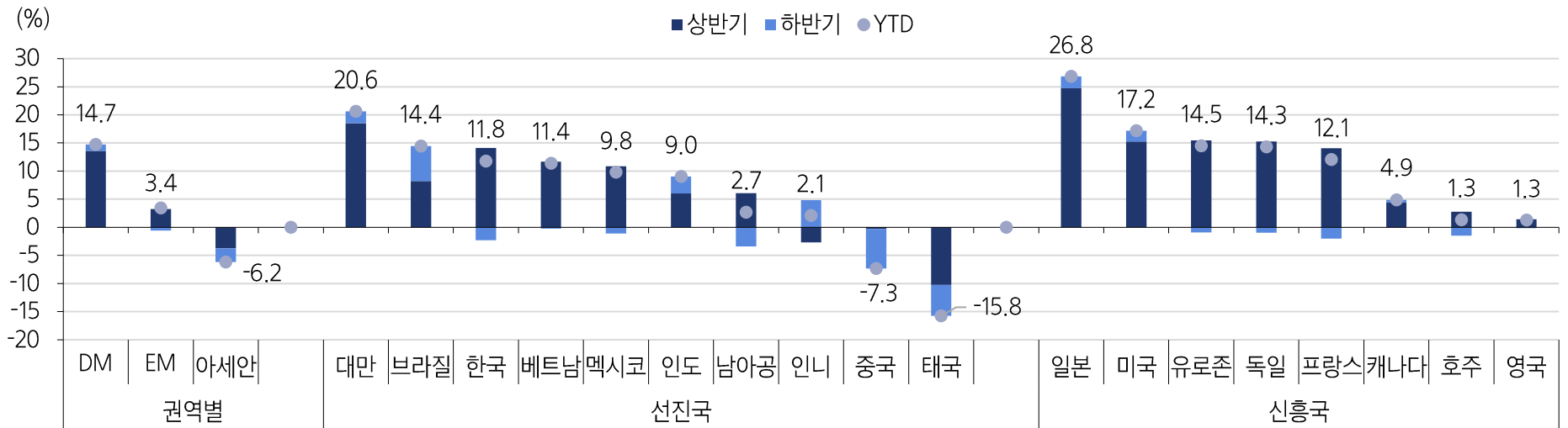
# 2023년에 나타난 국가별 쏠림

## AI 밸류체인과 관련된 국가로의 쏠림 현상

### 2023년 선진국이 신흥국을 아웃퍼폼한 가운데 AI-BOOM으로 인해 AI 공급체인 국가가 우수한 수익률 기록

- 2023년 OPEN-AI가 시장의 주목을 받으며 AI산업의 구조적 성장도 함께 부각: 이에 AI 밸류체인 공급망과 관련된 국가들의 수익률이 우수했음
- 하반기 미국 재무부의 대규모 채권 발행, BOJ의 YCC 수정 가능성 등에 따른 기간 프리미엄이 상승이 금리 변동성 확대 요인으로 작용
- 동일한 악재에도 불구하고 선진국과 신흥국의 수익률은 디커플링이 나타났는데, 이는 경기/이익 모멘텀 디커플링의 영향도 컸기 때문

2023년 주요 권역 및 국가별 성과



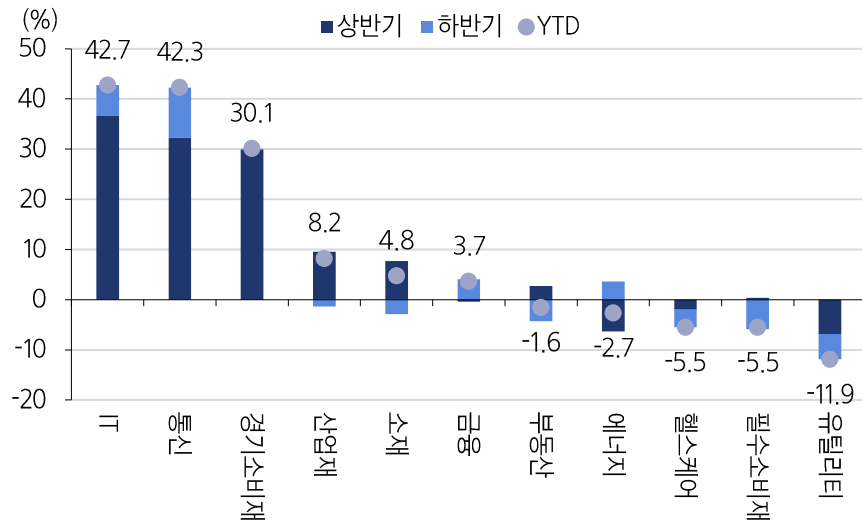
주: 11월 20일 기준, 국가별 주식시장 성과는 대표지수 기준  
 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 성장주에 대한 쓸림현상이 강했던 주식시장 성장주 주도 장세였던 미국 주식시장

미국 주식시장 내에서는 IT, 통신서비스, 경기소비재(전기차) 등 성장주 중심의 수익률 쓸림현상이 나타남

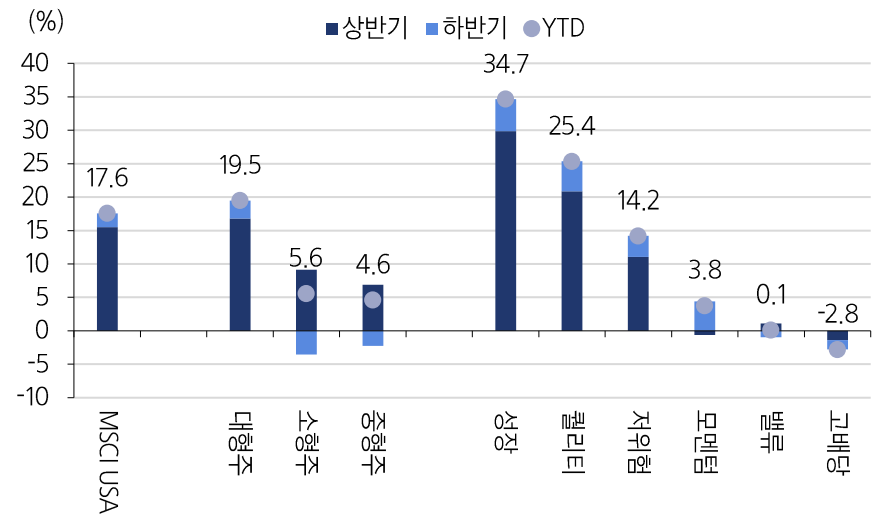
- 2023년 미국 주식시장에서는 IT, 통신서비스(미디어엔터), 경기소비재(전기차) 등 성장주 중심의 섹터간 수익률 디커플링이 나타났음
- 미국 빅테크 주식들의 상승의 배경에는 재정정책의 선별적 유동성 및 이익 쓸림 효과에 기인 했다고 판단
- 작년엔 통과된 CHIPS 법안이 AI 산업의 마중물 역할을 하기 시작했고, 선별적으로 수혜를 보았던 테크기업을 중심으로 주식시장은 상승

2023년 미국 섹터별 수익률



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

2023년 미국 팩터별 수익률



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

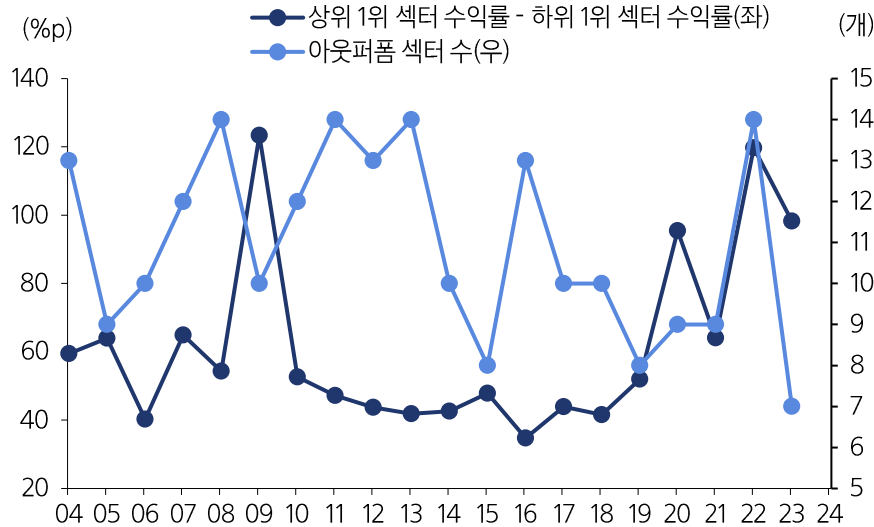
# 쏟림 현상에 따른 주가 피로도 상승

지난 3년간 특정 종목으로의 쏟림이 강했음

## 지난 3년간 미국 주식시장의 또다른 특징은 소수의 특정 섹터/종목으로의 쏟림현상이 강했다는 점

- 1) 수익률 상위 1위 섹터와 하위 1위 섹터의 수익률 괴리, 2) 주가지수를 아웃퍼폼한 섹터 수 기준, 미국 주식시장의 쏟림이 과거 대비 강했음
- 또한 S&P 500 시총 대비 시총 7위 기업 시총은 역대 최고치(33%)를 기록: 한편 영업이익 비중은 22%로 시총과의 괴리는 지속 확대
- 이에 따라 현재 빅테크 기업의 밸류에이션 상승 피로도는 지속 누적되어 왔음

시총 1위 섹터의 시총 비중 추이



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

시총 상위 7개 기업의 시총 및 영업이익 비중



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

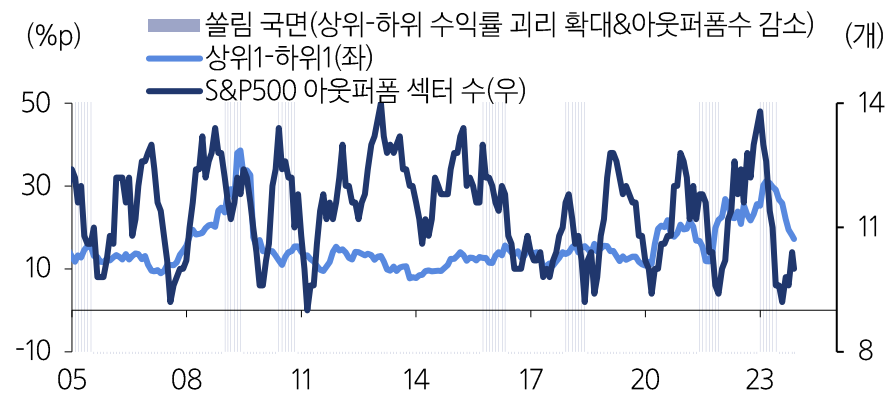
# 연초 쓸림 완화 가능성

## 1분기 쓸림현상 완화로 S&P500지수의 상승은 제한

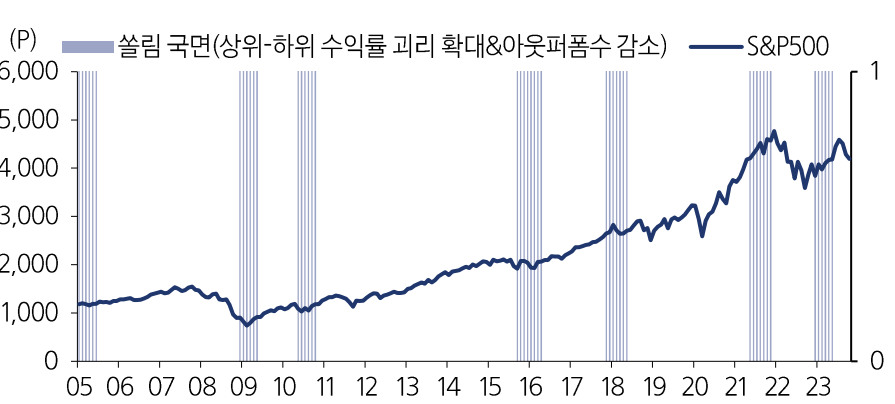
### 쓸림현상 완화 과정에서 2024년 1분기에는 주가 상승 여력은 축소될 전망

- 한편 코로나19사태 이후 1) 쓸림현상의 해소 기간이 짧아지고 있다는 점과 2) ex-top5 이익 성장 모멘텀이 top-5 보다 강하다는 점에서 2023년 3분기 쓸림현상 완화 기간도 길지 않을 전망
- 또한 최근 1) 주가지수를 아웃퍼폼한 섹터의 수가 반등하고 있다는 점과 2) 수익률 상위 1위 섹터와 하위 1위 섹터의 수익률 괴리가 축소되고 있다는 점도 쓸림현상 완화를 시사
- 과거 쓸림현상이 해소되던 국면에서 S&P500의 성과는 부진했다는 점에서 2024년 1분기에는 주가 상승 여력은 축소될 전망

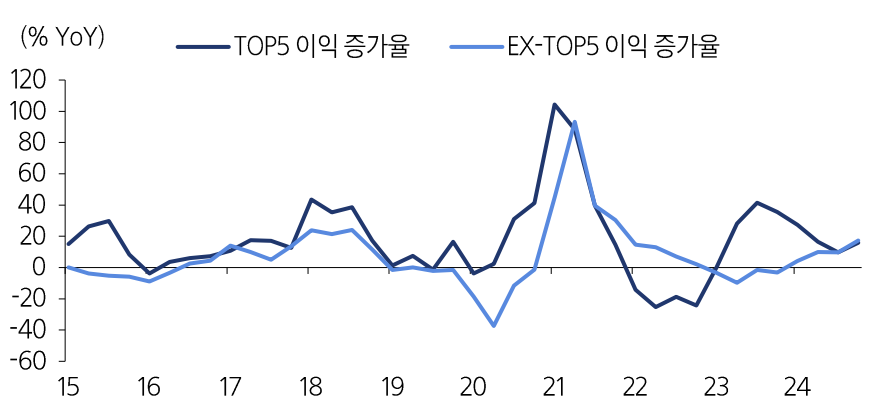
### 현재 쓸림 현상이 강한 국면에 위치



### 쓸림 국면 이후 지수의 상승은 제한된 바 있음



### EX TOP-5 이익성장률



자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

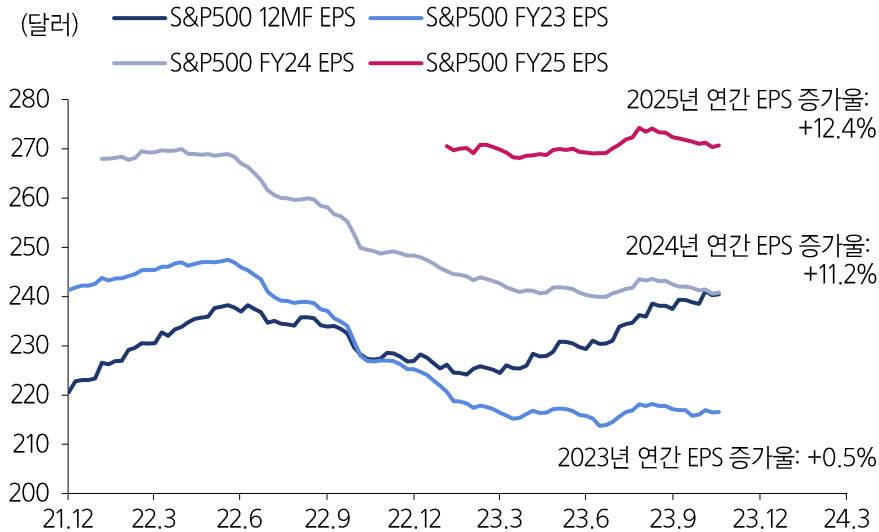
# 견조한 이익 성장세

하반기, 구조적 성장세에 기인하여 IT 산업으로의 완만한 쏠림현상 예상

## 밸류에이션 기여도 축소 국면에도 이익 기여도 상승이 주가 하락 폭을 제한할 전망

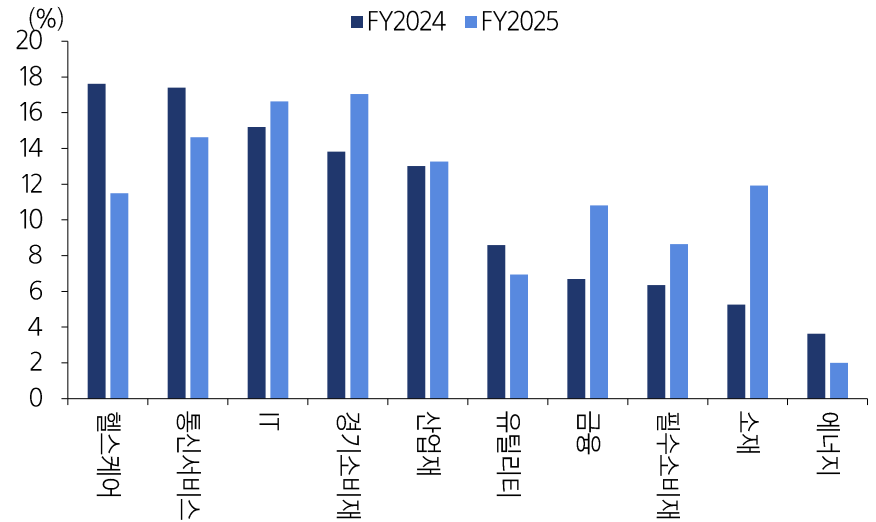
- 밸류에이션의 급격한 축소가 나타나지 않을 것으로 예상되는 가운데 미국 기업의 견조한 이익 성장이 지수의 하단을 지지할 전망
- 밸류에이션의 영향력이 제한되는 가운데 이익 성장이 기대되는 섹터로의 수익률 쏠림이 나타날 수 있는 시점이라고 판단
- 특히 AI 밸류체인을 중심으로 IT산업의 구조적 성장세가 기대되고 있다는 점에서 하반기 IT 산업으로의 완만한 쏠림현상 예상

S&P500 EPS 증가율 추이



주: 11월 20일 기준  
자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

2024년 및 2025년 S&P500 섹터별 이익 증가율



주: 11월 20일 기준  
자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

03

2024년 주식시장 주요 이슈

② 고금리 = 밸류에이션 하향조정?

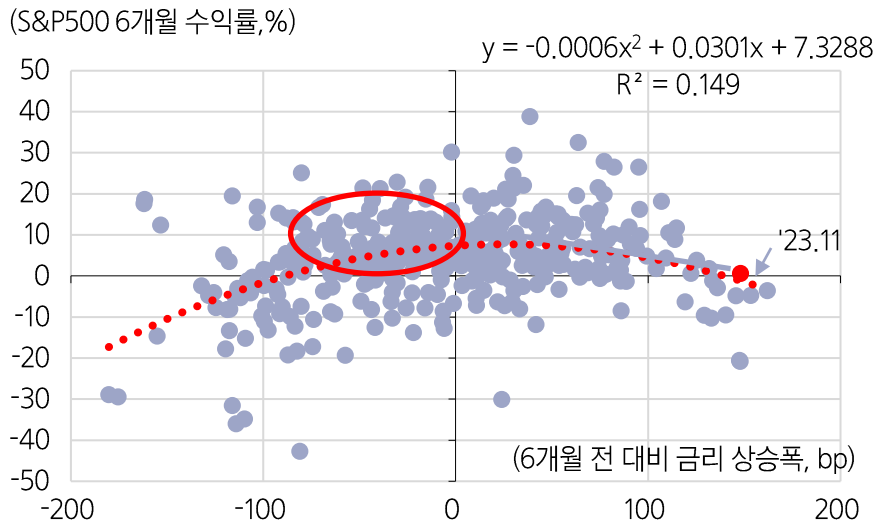
# [상반기] 변수 방향성이 중요

## 금리 하락은 밸류에이션 확장으로 이어질 전망

### 완만한 금리 하락은 주식시장에 긍정적인 요인으로 작용할 가능성이 높음

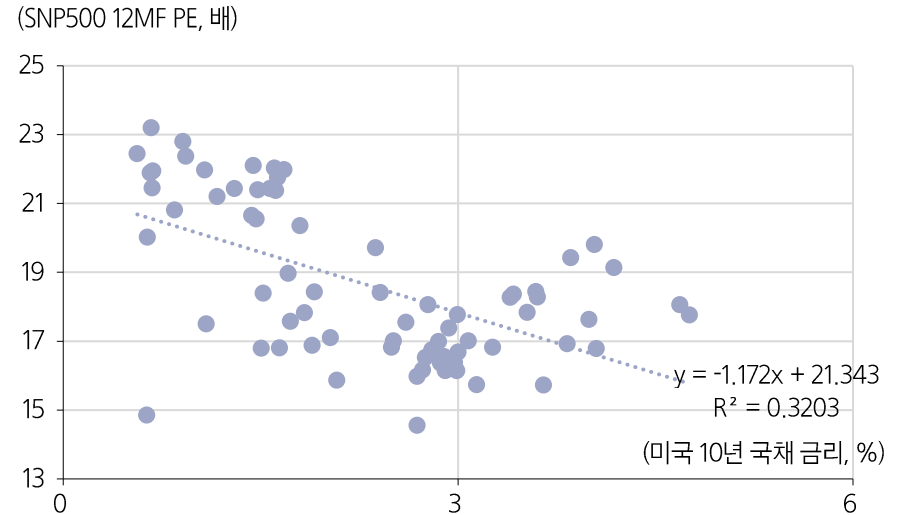
- 과거 금리 급락 사례만 아니면 금리 하락 국면에서 미국 주식시장 (+)의 수익률을 기록
- 할인율에 더 민감하게 반응했던 2023년 미국 주식시장은 10년물 금리와 명확한 (-) 상관관계를 유지해 왔음
- 2024년 상반기, 기준금리 인하 기대감에 금리 하락이 예상되는 가운데 주식시장은 할인율 하락을 긍정적으로 해석할 가능성이 높음

#### 금리 급락을 제외하면 금리 하락은 양의 주가 수익률로 이어져



주: 1991년 이후 월간 데이터  
자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

#### 금리 하락은 밸류에이션 상향 조정으로 이어질 가능성이 높음



주: 2018년 이후 월간 데이터  
자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 금리 하락 국면의 과거 평균 수익률 미국과 성장 팩터가 주식시장을 견인한 바 있음

금리 하락기에는 경기 국면에 따라 수익률에 차이는 있었으나, 일반적으로 미국 및 성장주가 지수 상승을 견인  
 금리 하락 국면에서는 미국, 성장 관련 섹터 및 팩터가 지수를 아웃퍼폼

		국면일	금리 상승/하락	선진국	신흥국	미국	유로존	일본	중국	인도	한국	베트남
국 가	평균	723	-259	-5.7	-7.9	6.1	-5.9	-26.0	-0.4	-9.3	-20.1	-16.2
	MIN	184	-367	-42.0	-49.2	-40.3	-48.9	-50.9	-54.9	-42.9	-60.8	-69.5
	MAX	1383	-160	20.0	105.7	52.2	52.4	1.9	54.0	43.3	10.4	29.0

		국면일	금리 상승/하락	S&P500	에너지	소재	산업재	경기소비재	필수소비재	헬스케어	금융	IT	통신서비스
섹 터	평균	723	-259	6.1	-4.5	-6.4	2.5	7.2	19.1	19.9	5.6	9.6	9.9
	MIN	184	-367	-40.3	-49.8	-44.5	-41.6	-45.6	-12.5	-25.4	-66.8	-67.4	-64.5
	MAX	1383	-160	52.2	38.9	16.0	35.3	54.1	50.6	91.2	51.0	90.8	89.8

		국면일	금리 상승/하락	MSCI USA	모멘텀	퀄리티	성장	가치	로우볼	고배당	대형주	중형주	소형주
팩 터	평균	723	-259	6.3	17.6	13.2	8.6	2.8	5.5	-2.8	3.0	-3.3	-4.8
	MIN	184	-367	-40.3	-37.1	-30.0	-46.9	-42.9	-29.3	-35.7	-38.6	-47.9	-44.1
	MAX	1383	-160	54.6	77.7	69.3	67.5	40.5	28.4	18.0	55.5	26.2	18.0

주: 1990년 1월 이후, 국가별 주식시장 성과는 대표지수 기준, 섹터는 S&P500 기준, 팩터는 MSCI USA 기준  
 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터



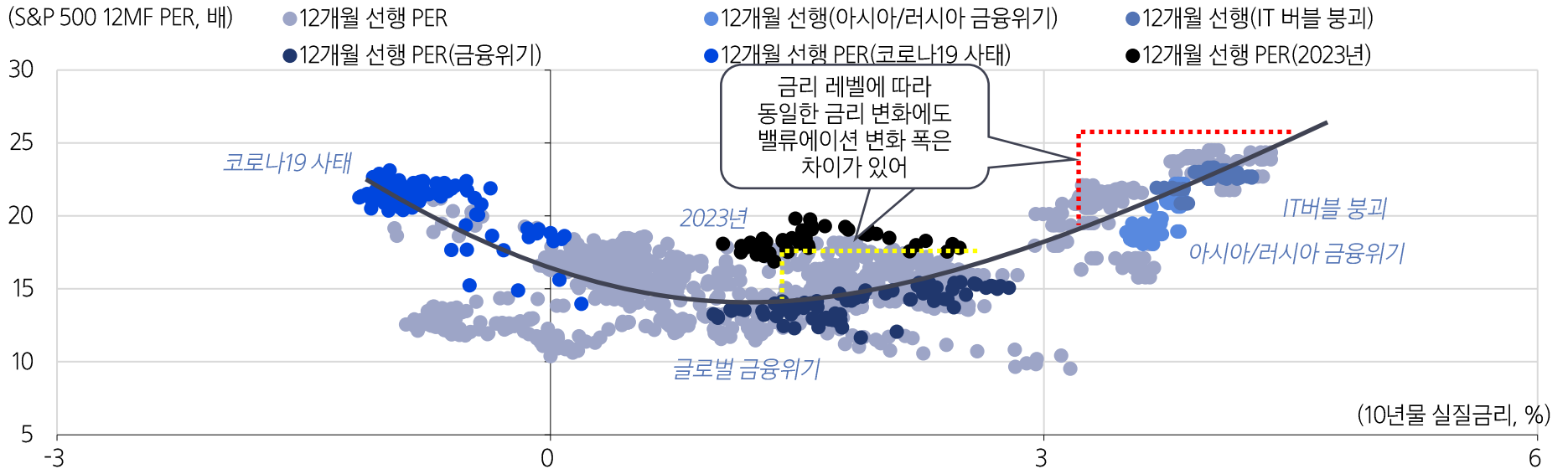
# [하반기] 금리 레벨에 대한 우려감

밸류에이션의 급격한 축소는 나타나지 않을 전망

견조한 이익 성장 및 완만한 경기 둔화세를 감안하면, 현 금리 수준에도 밸류에이션 하향 조정 폭을 작을 것

- 과거 주식시장은 (-) 실질금리 구간에서 높은 밸류에이션에서 등락: 실질금리가 4%를 상회하는 구간에서도 20배 이상 S&P500 PER을 유지
- 중요한 점은 실질금리의 수준보다는 최근 실질금리의 상승 원인: 강한 경기 반영인지 유동성 축소 반영인지에 따라 결과가 다를 전망
- 현재 주식시장이 과거 버블장세가 아니고 최근 금리 상승이 유동성 축소에 기인한다면, 현 금리 수준에도 밸류에이션 하향조정 폭을 작을 것
- 또한 견조한 이익 모멘텀과 상대적으로 완만한 경기 둔화세를 감안하면, 밸류에이션의 급격한 축소는 나타나지 않을 전망

실질 금리 VS 주식시장 밸류에이션: 현재 실질금리 수준을 고려하면 금리 하락이 밸류에이션에 미치는 영향은 제한적



주: 1997년 2월 ~ 2023년 11월 9일 기준  
 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

---

03

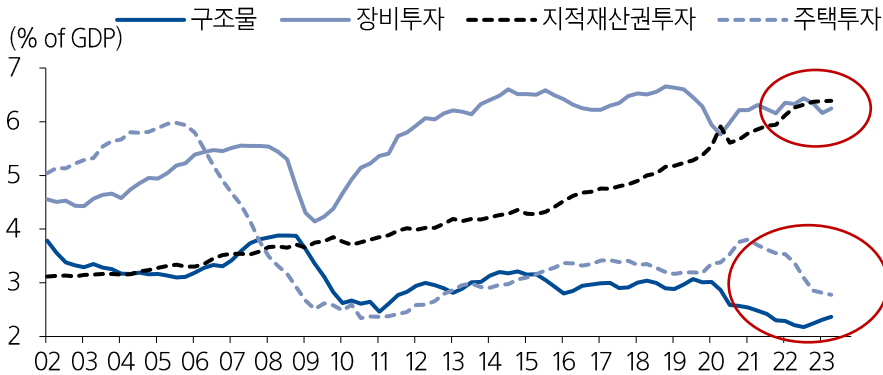
## 주식 투자전략

# [상반기] 이익과 성장성이 부각되는 시점

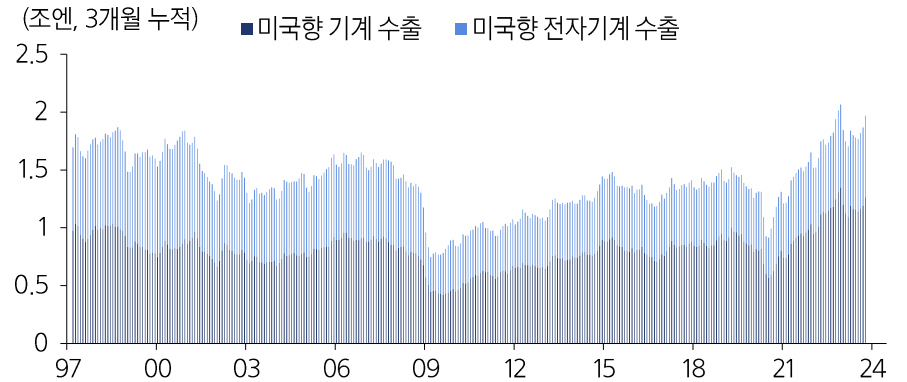
## CAPEX 지출 확대에 대한 기대감 유효

### 상반기 제조업 턴어라운드와 이익 성장에 기반하여 CAPEX 지출 확대를 통한 수익성 제고 기대감 형성

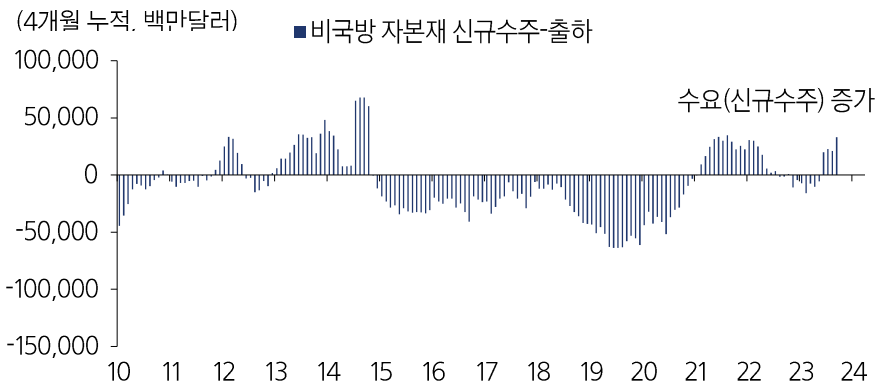
구조물, 주택 등의 건설 투자는 축소, IP 및 장비 투자는 확대



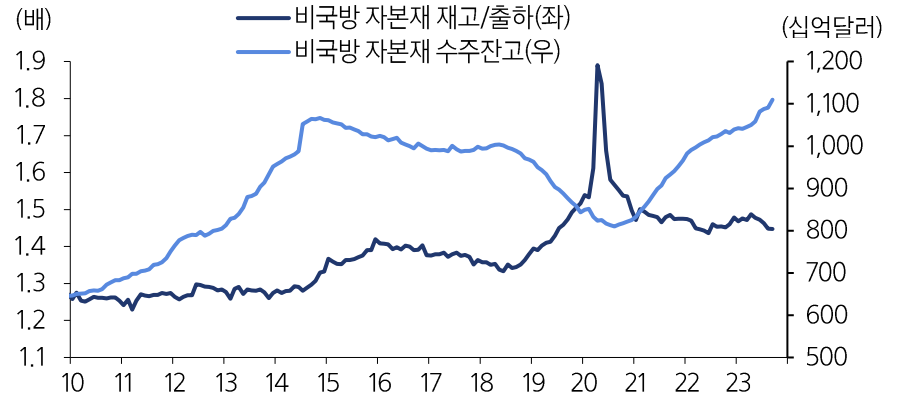
일본 미국향 기계/전자기계 수출



미국 수요 증가 대응을 위한 Capex 증가 사이클 진입 가능성 ↑



수주 잔고는 축적, 재고/출하 비율은 낮아



자료: Bloomberg, CEIC, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

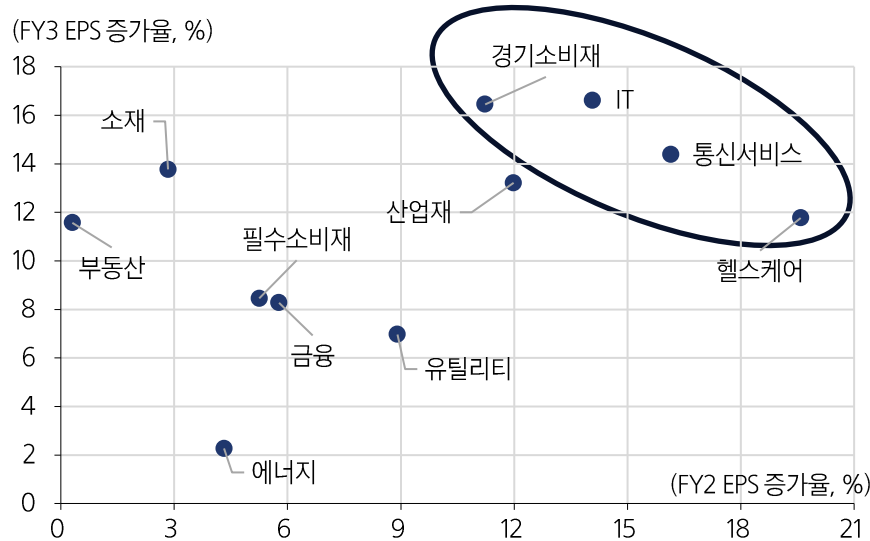
# CAPEX 투자 여력이 높은 섹터에 주목

IT/통신서비스/소비재/헬스케어

## 이익 기여도가 주가지수에 영향력이 높아지는 국면에는 이익 성장과 미래 수익성이 높은 섹터가 유리

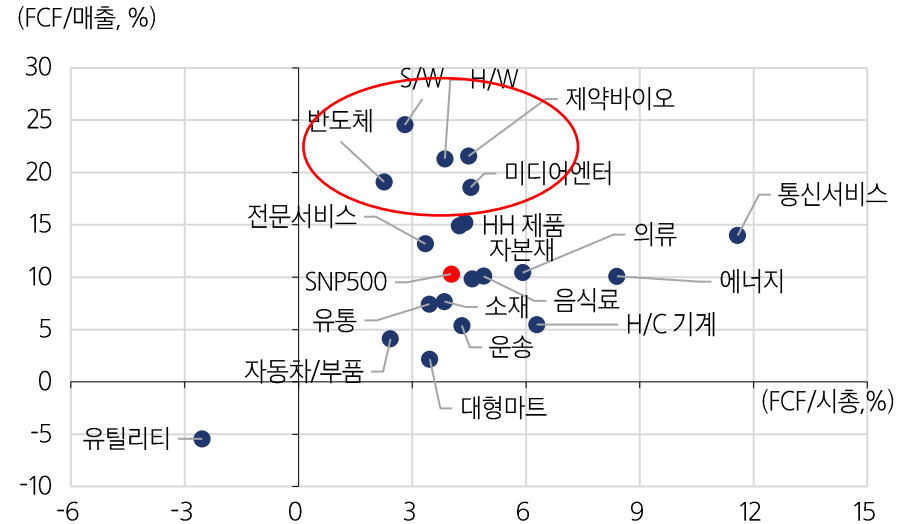
- 상반기 금리 하락과 미국 이익 성장에 포커싱이 맞춰질 것으로 예상되는 가운데 이익 성장과 미래 수익성이 높은 섹터의 초과 성과 기대
- 이는 이익성장이 높은 섹터로의 쏠림 현상이 나타날 수 있는 시점이라고 판단: 특히 IT, 통신서비스, 헬스케어, 소비재의 성장세 부각
- 또한 미래 수익성은 CAPEX 투자에서 비롯된다는 점에 주목: 현금 창출능력이 높아 생산성 및 수익성 제고가 가능한 섹터가 유망할 전망

2024년 및 2025년 S&P500 섹터별 이익 증가율



주: 11월 20일 기준  
자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

업종별 투자 여력: IT, 헬스케어, 통신서비스(미디어) 등이 우위



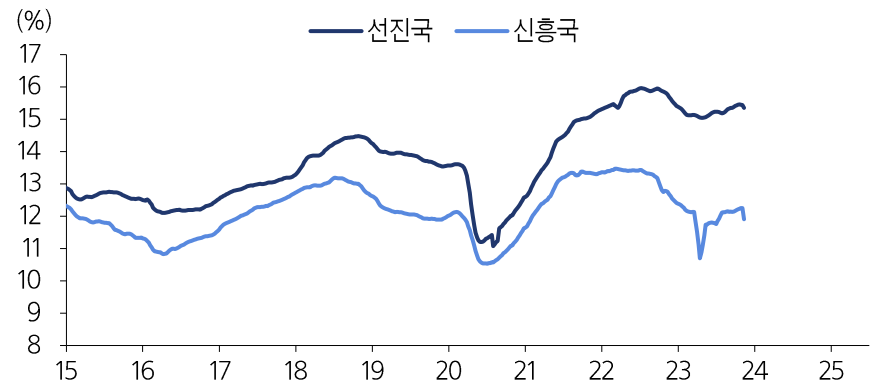
주: 11월 20일 기준, FCF 및 매출은 12MF 기준  
자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

# [하반기] ROE 개선에 따른 차별화 주주가 갖고 있는 지분에 대한 이익의 창출 정도에 집중될 것

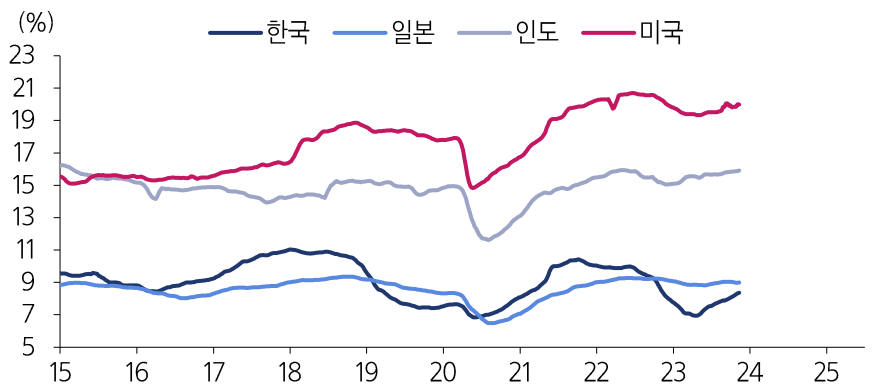
높은 금리에 대한 우려감이 커질 때는 투입자본 대비 수익률이 높은 섹터에 대한 프리미엄이 더 커질 것

- ROE는 자기자본이익률로, 기업의 퀄리티를 나타내는 핵심: 주주가 갖고 있는 지분에 대한 이익의 창출 정도를 의미함
- 투자자 입장에서는 ROE가 최소한 국채 수익률보다는 높아야 기업투자자의 의미가 있음: ROE가 낮을 시 은행에 예금하는 것이 더 낫기 때문
- 하반기 고금리 고착화에 대한 우려감이 확대되면 ROE가 투자 판단의 핵심지표의 역할을 수행할 전망
- 선진국에서는 유로존 보다는 미국과 일본이 신흥국 내에서는 인도와 한국이 양호한 수익률을 기록할 전망

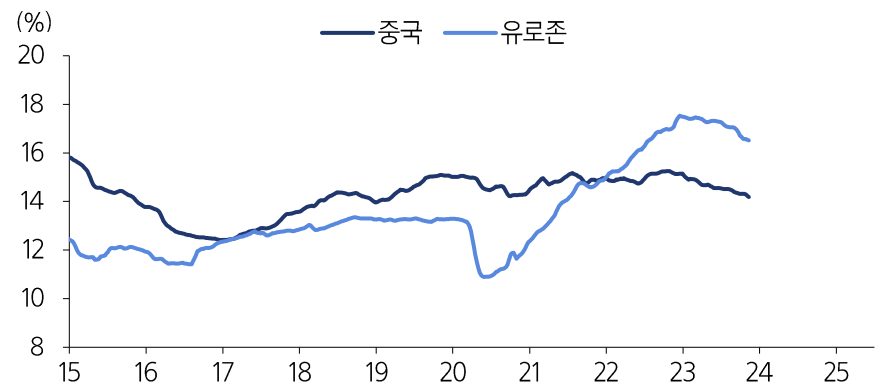
선진국과 신흥국의 ROE 차별화



ROE 개선 국가: 미국, 일본, 한국, 인도



ROE 악화 국가: 중국과 유로존



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

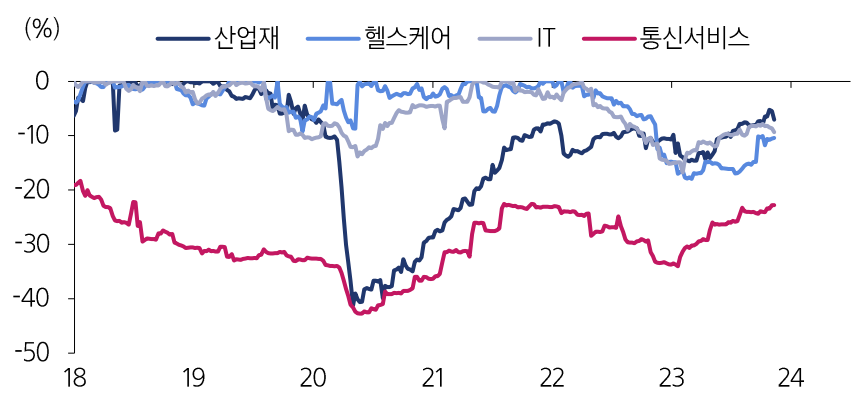
# 섹터별 ROE 차별화

미국 섹터별로도 ROE 차별화가 나타나: IT, 통신, 산업재, 헬스케어

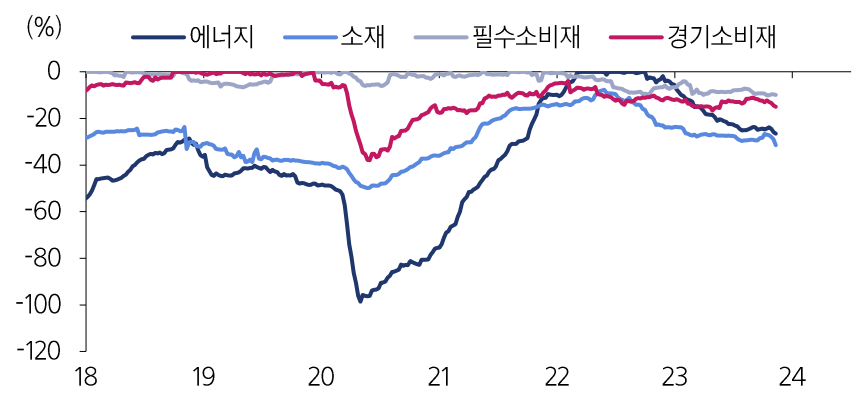
미국 섹터별로는 IT/통신/산업재/헬스케어 섹터의 초과 성과가 기대

- 섹터별로는 ROE가 개선되고 있는 IT, 통신서비스, 산업재, 헬스케어에 대한 관심 필요
- 한편, 소비재, 에너지, 소재 등의 ROE는 지속 악화되고 있다는 점에서 상대적으로 부진할 전망이다

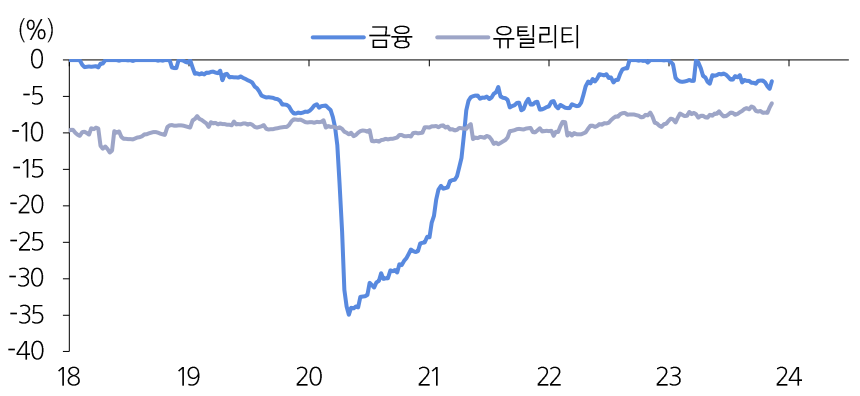
ROE 개선 섹터: IT, 통신, 산업재, 헬스케어



ROE 악화 섹터: 에너지, 소재, 필수소비재, 경기소비재



ROE 횡보 섹터: 금융, 유틸리티



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

### 2024년 반기별 투자전략

	주가 방향성	주요 변수 및 시장 초점	투자 유망 국가	투자 유망 팩터	투자 유망 섹터
상반기	1분기 횡보 2분기 상승	할인을 방향성의 영향력이 확대될 것  쓸림 완화 국면에서 지수 상승 제한	미국, 한국	모멘텀, 퀄리티, 로우볼	IT, 통신서비스, 헬스케어, 소비재
하반기	3분기 횡보 4분기 하락	장단기 금리 스프레드의 영향력 확대 고금리 고착화에 대한 우려감은 약화  ROE 차별화	미국, 일본, 한국, 인도	성장, 퀄리티, 대형주	IT, 통신서비스, 산업재

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

---

03  
**APPENDIX**

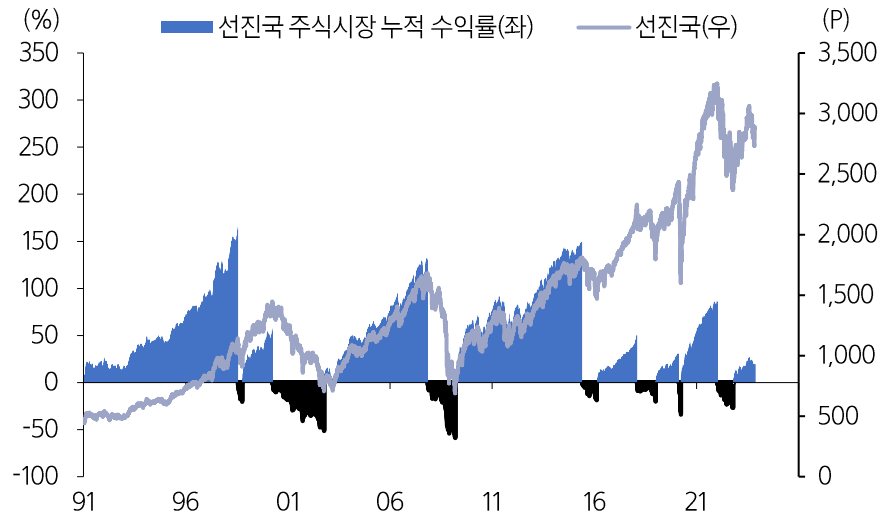


# [별첨1] BULL/BEAR 국면

# [APPENDIX] 과거 BULL/BEAR 국면 (권역)

### 선진국 주식시장 BULL/BEAR 국면

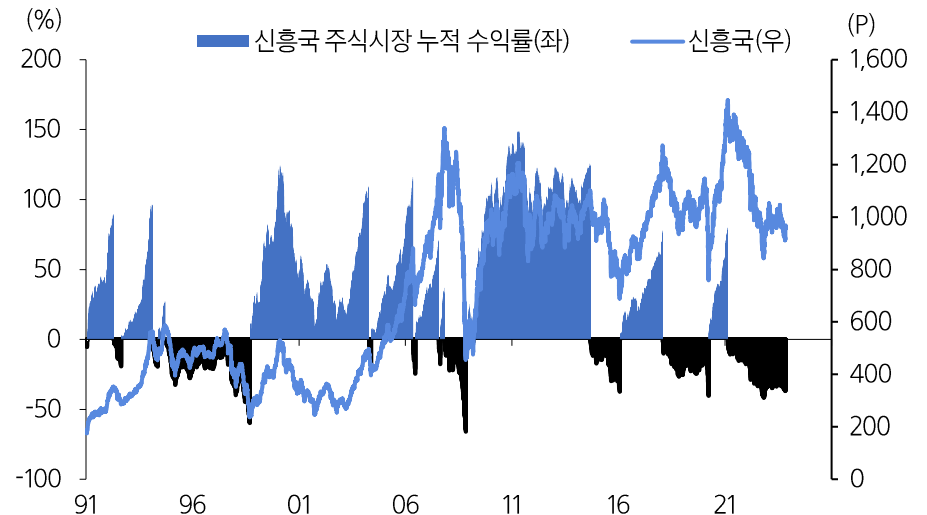
	지속 기간(일)	지속 기간(개월)	평균 누적 수익률	평균 연환산 누적 수익률
BULL	1,199.8	약 3년 3개월	96.9	31.8
BEAR	310.7	약 0년 10개월	-29.6	-80.7
현재 (BULL)	392.0	약 1년 0개월	19.4	18.0



주: MSCI WORLD 기준, 1974년 이후  
 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

### 신흥국 주식시장 BULL/BEAR 국면

	지속 기간(일)	지속 기간(개월)	평균 누적 수익률	평균 연환산 누적 수익률
BULL	754.0	약 2년 0개월	82.7	69.8
BEAR	402.9	약 1년 1개월	-31.3	-103.2
현재 (BEAR)	995.0	약 2년 8개월	-33.8	-12.4



주: MSCI EM 기준, 1991년 이후  
 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

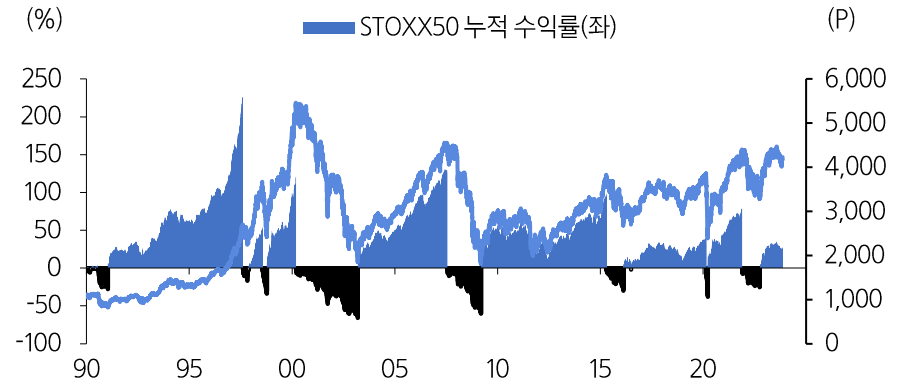
# [별첨1] BULL/BEAR 국면

## [APPENDIX] 과거 BULL/BEAR 국면 사례 (선진국)

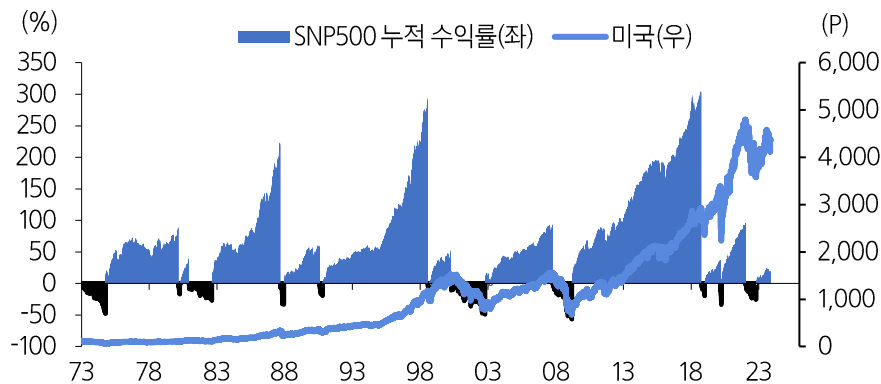
유로존 주식시장 BULL/BEAR 국면

국가	국면	지속 기간 (일)	지속 기간 (개월)	평균 누적 수익률	평균 연환산 누적 수익률
미국	BULL	1,263.4	약 3년 5개월	108.9	34.6
	BEAR	307.7	약 10개월	-31.8	-99.4
	현재 (BULL)	392.0	약 1년 0개월	18.5	17.2
유로존	BULL	1,072.1	약 2년 11개월	86.4	36.7
	BEAR	336.5	약 11개월	-37.4	-113.9
	현재 (BULL)	405.0	약 1년 1개월	27.5	24.7
일본	BULL	882.5	약 2년 4개월	73.0	39.2
	BEAR	475.5	약 1년 3개월	-33.7	-60.0
	현재 (BULL)	609.0	약 1년 7개월	27.6	16.5

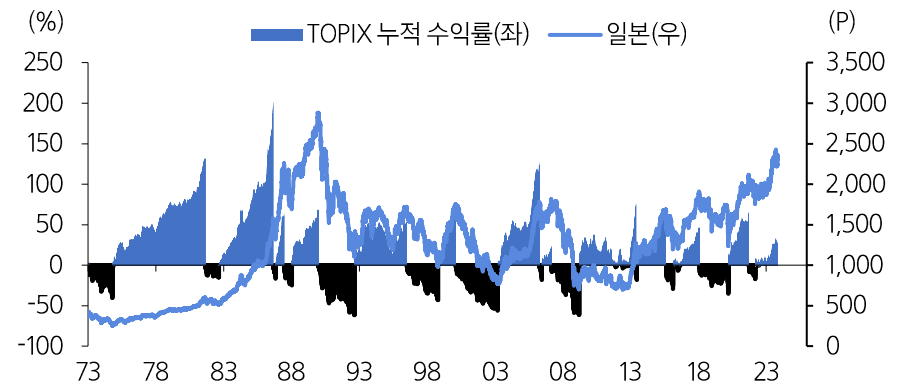
유로존 주식시장 BULL/BEAR 국면



미국 주식시장 BULL/BEAR 국면



일본 주식시장 BULL/BEAR 국면



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

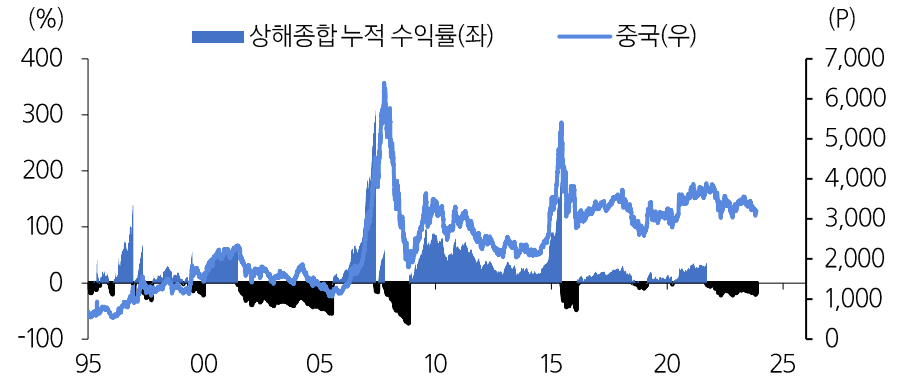
# [별첨1] BULL/BEAR 국면

## [APPENDIX] 과거 BULL/BEAR 국면 사례 (신흥국)

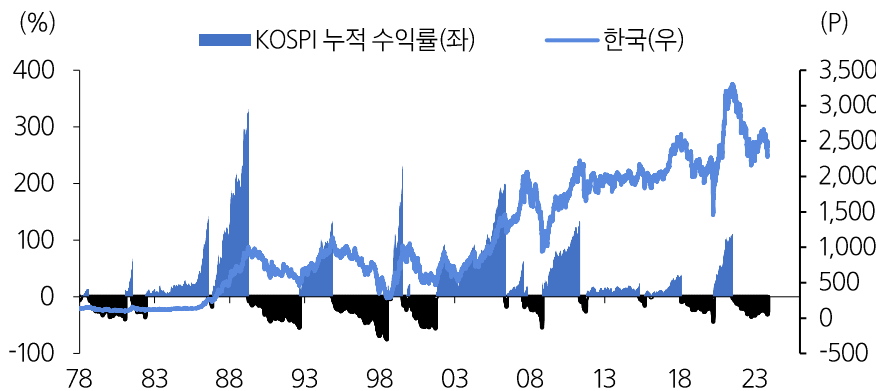
유로존 주식시장 BULL/BEAR 국면

국가	국면	지속 기간 (일)	지속 기간 (개월)	평균 누적 수익률	평균 연환산 누적 수익률
한국	BULL	703.2	약 1년 11개월	109.1	75.6
	BEAR	490.1	약 1년 4개월	-36.1	-70.2
	현재 (BEAR)	856.0	약 2년 4개월	-26.6	-11.3
중국	BULL	859.1	약 2년 4개월	114.0	102.6
	BEAR	404.9	약 1년 1개월	-35.0	-137.2
	현재 (BEAR)	788.0	약 2년 1개월	-18.2	-8.4
인도	BULL	615.6	약 1년 8개월	85.8	67.5
	BEAR	197.2	약 0년 6개월	-28.5	-153.6
	현재 (BULL)	508.0	약 1년 4개월	26.5	19.1

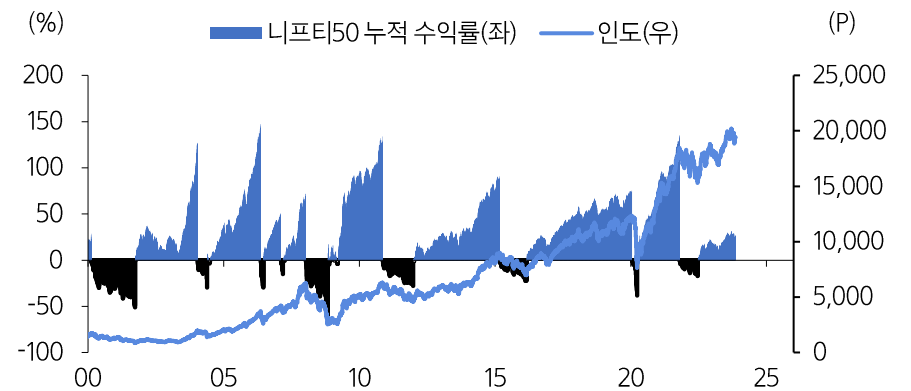
중국 주식시장 BULL/BEAR 국면



한국 주식시장 BULL/BEAR 국면



인도 주식시장 BULL/BEAR 국면



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

## [별첨2] 금리 방향성 국면 분석    금리 방향성과 주가 성과 (국가)

과거 금리 하락기에는 경기 국면에 따라 수익률에 차이는 있었으나, 미국 주식시장의 성과가 가장 좋았음

금리 사이클별 국가 평균 수익률

		국면일	금리 상승/하락	선진국	신흥국	미국	유로존	일본	중국	인도	한국	베트남
금리 상승	평균	651	222	32.4	51.0	31.4	34.3	40.7	31.4	79.6	57.4	125.4
	MIN	125	135	3.5	-2.4	-1.4	-1.5	-6.0	-22.1	-16.4	-7.2	13.0
	MAX	1460	413	77.8	207.2	60.6	95.4	98.8	160.3	311.1	206.9	581.0
금리 하락	평균	723	-259	-5.7	-7.9	6.1	-5.9	-26.0	-0.4	-9.3	-20.1	-16.2
	MIN	184	-367	-42.0	-49.2	-40.3	-48.9	-50.9	-54.9	-42.9	-60.8	-69.5
	MAX	1383	-160	20.0	105.7	52.2	52.4	1.9	54.0	43.3	10.4	29.0

주: 1990년 1월 이후, 권역은 MSCI 기준, 국가는 대표지수 기준  
 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

## [별첨2] 금리 방향성 국면 분석 금리 방향성과 주가 성과 (섹터)

미국 섹터별로는 금리 하락기에 IT, 통신서비스, 헬스케어, 필수소비재의 성과가 지수를 아웃퍼폼

금리 사이클별 섹터 평균 수익률

		국면일	금리 상승/하락	S&P500	에너지	소재	산업재	경기소비재	필수소비재	헬스케어	금융	IT	통신서비스
금리 상승	평균	651	222	31.4	44.6	35.6	33.5	36.5	12.7	21.6	30.1	62.0	12.1
	MIN	125	135	-1.4	-2.9	6.9	0.7	-6.9	-2.6	5.2	-9.5	13.6	-17.4
	MAX	1460	413	60.6	155.0	88.1	61.0	63.4	34.1	48.3	54.0	168.1	60.2
금리 하락	평균	723	-259	6.1	-4.5	-6.4	2.5	7.2	19.1	19.9	5.6	9.6	9.9
	MIN	184	-367	-40.3	-49.8	-44.5	-41.6	-45.6	-12.5	-25.4	-66.8	-67.4	-64.5
	MAX	1383	-160	52.2	38.9	16.0	35.3	54.1	50.6	91.2	51.0	90.8	89.8

주: 1990년 1월 이후, S&P500 기준  
 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

## [별첨2] 금리 방향성 국면 분석    금리 방향성과 주가 성과 (팩터)

성장주와 퀄리티 섹터의 강세: 금리 방향성과 성장주 성과의 연결고리는 작동하지 않음

금리 사이클별 팩터 평균 수익률

		국면일	금리 상승/하락	MSCI USA	모멘텀	퀄리티	성장	가치	로우볼	고배당	대형주	중형주	소형주
금리 상승	평균	651	222	32.1	35.5	32.6	39.8	25.0	27.2	24.1	35.2	44.6	41.9
	MIN	125	135	-0.6	-5.6	4.2	7.4	-0.7	10.7	8.1	6.2	7.0	-2.1
	MAX	1460	413	60.1	89.3	66.3	82.7	61.6	37.9	42.1	62.5	91.1	85.0
금리 하락	평균	723	-259	6.3	17.6	13.2	8.6	2.8	5.5	-2.8	3.0	-3.3	-4.8
	MIN	184	-367	-40.3	-37.1	-30.0	-46.9	-42.9	-29.3	-35.7	-38.6	-47.9	-44.1
	MAX	1383	-160	54.6	77.7	69.3	67.5	40.5	28.4	18.0	55.5	26.2	18.0

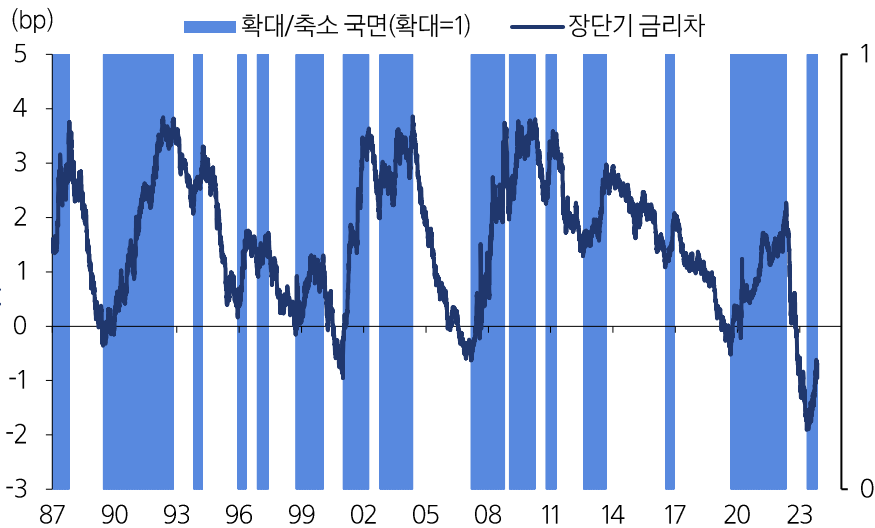
주: 1990년 1월 이후, MSCI USA 기준  
 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

# [별첨3] 장단기 스프레드 국면 분석 통화정책과 경기 방향성을 반영하는 장단기 금리 스프레드

## 순환적 성격을 지닌 장단기 금리 스프레드는 향후 확대 국면(불 스티프닝)으로 진입할 전망

- 하반기에는 금리의 레벨 보다는 시장은 통화정책과 경기의 방향성에 초점을 맞출 가능성을 염두
- 연준의 완화적 통화정책이 경기침체 방어를 위한 정책인지 정책의 정상화인지에 따라 주식시장의 방향성은 차이가 있을 것
- 이는 장단기 금리 스프레드에 반영될 가능성이 높으며, 순환적 성격을 지닌 장단기 금리차는 향후 확대국면(장기 하락>단기 하락)

미국의 유동성, 물가, 경기 표준화



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

변수별 주식시장과의 상관관계

장단기 금리 스프레드	YC 변화	장기/단기 금리	통화정책/경기
확대	불 스티프닝	단기 하락 > 장기 하락 (단기 하락의 영향이 큼)	기준금리 인하 경기 둔화 국면
	베어 스티프닝	단기 상승 < 장기 상승 (장기 상승의 영향이 큼)	경기 확장 국면
축소	불 플래트닝	단기 하락 < 장기 하락 (장기 하락의 영향이 큼)	경기 둔화 국면
	베어 플래트닝	단기 상승 > 장기 상승 (단기 상승의 영향이 큼)	기준금리 인상

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

## [별첨3] 장단기 스프레드 국면 분석

## [APPENDIX] 과거 장단기 금리 확대/축소 국면

### 과거 장단기 금리 확대/축소 국면 정리

장단기 금리차 확대 케이스

국면 번호	시작	종료	기간 (일)	장기금리	단기금리	YC 형태
1	1987-01-02	1987-10-28	299	상승	횡보_하락	Bear S
3	1989-06-09	1992-11-06	1246	하락	하락	Bull S
5	1993-10-15	1994-04-04	171	상승	상승	Bear S
7	1995-12-05	1996-05-03	150	상승	횡보_하락	Bear S
9	1996-11-08	1997-05-30	203	횡보_상승	횡보_하락	Bear S
11	1998-09-22	2000-01-24	489	상승	상승	Bear S
13	2000-12-28	2002-04-02	460	횡보_상승	하락	Bull S
15	2002-10-07	2004-05-13	584	상승	하락	Bear S
17	2007-02-27	2008-10-14	595	횡보_하락	하락	Bull S
19	2008-12-30	2010-04-05	461	상승	횡보_상승	Bear S
21	2010-10-07	2011-04-11	186	상승	횡보_하락	Bear S
23	2012-07-24	2013-09-05	408	상승	횡보_하락	Bear S
25	2016-07-08	2016-12-15	160	상승	횡보_상승	Bear S
27	2019-08-28	2022-05-06	982	상승	하락	Bull S
29	2023-05-03	2023-11-03	184	상승	횡보_상승	Bear S
평균	불 스티브닝		821			
	베어 스티브닝		300			

자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

장단기 금리차 축소 케이스

국면 번호	시작	종료	기간 (일)	장기금리	단기금리	YC 형태
2	1987-10-29	1989-06-09	589	하락	상승	Bear F
4	1992-11-06	1993-10-15	343	하락	횡보_하락	Bull F
6	1994-04-04	1995-12-05	610	하락	상승	Bear F
8	1996-05-03	1996-11-08	189	하락	횡보_상승	Bull F
10	1997-05-30	1998-09-22	480	하락	횡보_하락	Bull F
12	2000-01-24	2000-12-28	339	하락	횡보_상승	Bull F
14	2002-04-02	2002-10-07	188	하락	횡보_하락	Bull F
16	2004-05-13	2007-02-27	1,020	횡보_하락	상승	Bear F
18	2008-10-14	2008-12-30	77	하락	횡보_하락	Bull F
20	2010-04-05	2010-10-07	185	하락	횡보_하락	Bull F
22	2011-04-11	2012-07-24	470	하락	횡보_상승	Bull F
24	2013-09-05	2016-07-08	1,037	하락	횡보_상승	Bull F
26	2016-12-15	2019-08-28	986	하락	상승	Bear F
28	2022-05-06	2023-05-03	362	횡보_상승	상승	Bear F
평균	불 플랫폼닝		368			
	베어 플랫폼닝		713			

자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터



## [별첨3] 장단기 스프레드 국면 분석

스프레드 변화 시 초과 성과를 기록한 국가 및 섹터

과거 장단기 금리 스프레드 확대 국면에서는 미국/한국, 성장/퀄리티, IT/경기소비재/산업재가 아웃퍼폼

- 완만한 경기 모멘텀 둔화와 완화적 통화정책이 단행되는 일드 스티프닝에서는 주식시장은 양호한 수익률을 기록
- 장단기 금리 스프레드 확대 국면에는 미국/일본/한국/인도 등이, 성장/퀄리티 성격의 주식/섹터 등이 주가를 아웃퍼폼
- 고금리가 유지되던 1995년 6월~ 1998년 10월에는 미국, 대형 성장주 중심의 랠리가 있었다는 점도 주목할 필요

24년 금리 스프레드 변화에 따른 주식 투자 전략

	국 가	팩 터	섹 터
장단기 금리 스프레드 축소	미국, 유로존, 중국	모멘텀, 퀄리티, 로우볼, 대형주	헬스케어, 필수소비재, 통신서비스
장단기 금리 스프레드 확대	미국, 일본, 한국, 인도	성장, 퀄리티, 모멘텀, 중소형주	IT, 경기소비재, 소재, 산업재
특이 시점 (‘95.6-’98.10)	미국, 유로존, 선진국	퀄리티, 성장, 대형주	헬스케어, 필수소비재, 통신서비스, IT

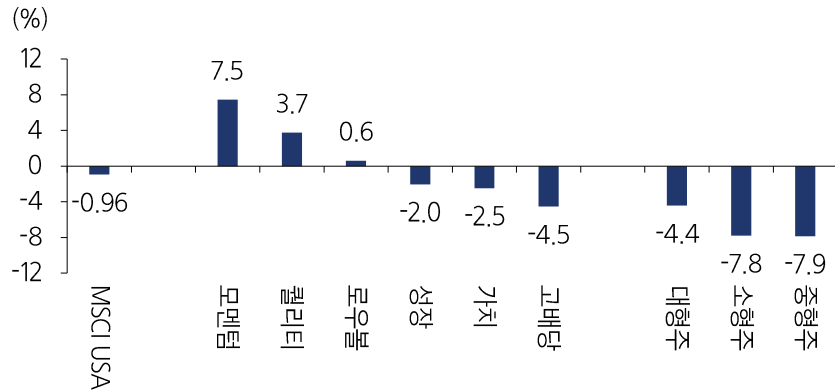
주: 국가별 주식시장 성과는 대표지수 기준, 섹터는 S&P500 기준, 팩터는 MSCI USA 기준  
 자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

# [별첨3] 장단기 스프레드 국면 분석

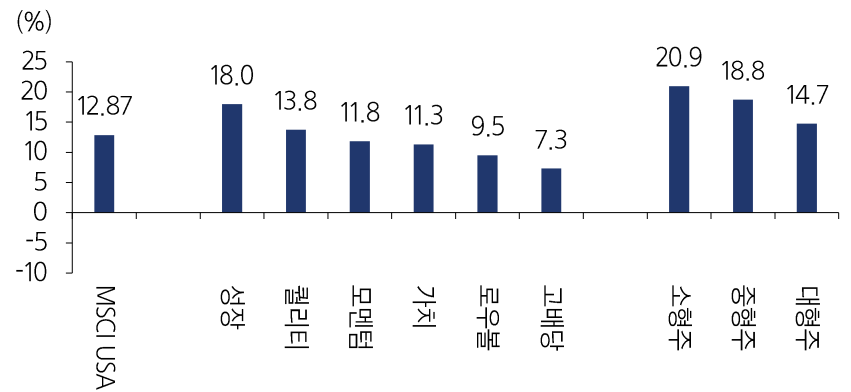
# [APPENDIX] 과거 스프레드 확대/축소 사례 비교 (팩터)

금리 확대 국면에서는 성장, 퀄리티 팩터가 지수를 아웃퍼폼

장단기 금리차 축소 구간에서 팩터별 성과



장단기 금리차 확대 구간에서 팩터별 성과



과거 축소 사례별 팩터별 성과

장단기 금리 축소	MSCI USA	모멘텀	퀄리티	성장	가치	로우볼	고배당
연환산 수익률(%)	-0.96	7.46	3.75	-2.04	-2.48	0.59	-4.53
연환산 변동성(%)	22.1	24.4	22.6	24.8	21.5	20.5	22.4
리스크 조정성과	-0.04	0.31	0.17	-0.08	-0.12	0.03	-0.20

	대형주	중형주	소형주
연환산 수익률(%)	-4.41	-7.87	-7.80
연환산 변동성(%)	24.4	26.6	27.0
리스크 조정성과	-0.18	-0.30	-0.29

과거 확대 사례별 팩터별 성과

장단기 금리 축소	MSCI USA	모멘텀	퀄리티	성장	가치	로우볼	고배당
연환산 수익률(%)	12.9	11.8	13.8	18.0	11.3	9.5	7.3
연환산 변동성(%)	21.5	23.3	21.3	23.0	21.6	18.5	21.9
리스크 조정성과	0.60	0.51	0.65	0.78	0.52	0.51	0.33

	대형주	중형주	소형주
연환산 수익률(%)	14.7	18.8	20.9
연환산 변동성(%)	21.9	23.3	23.7
리스크 조정성과	0.67	0.80	0.89

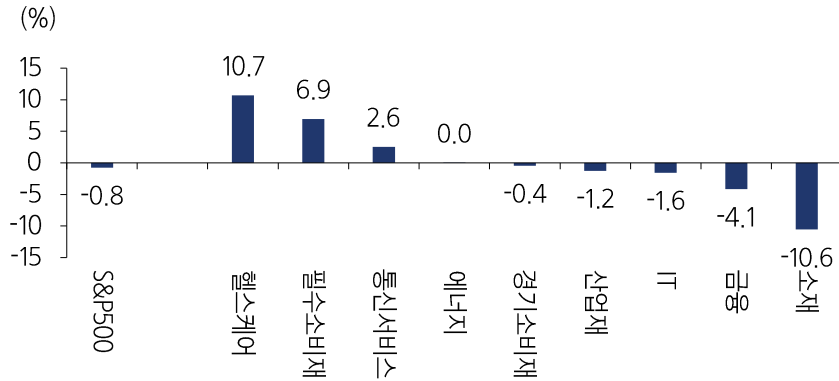
주: 1987년 이후, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

# [별첨3] 장단기 스프레드 국면 분석

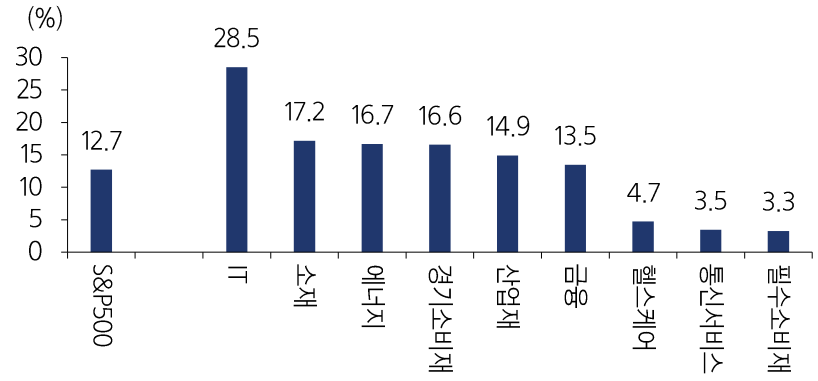
# [APPENDIX] 과거 스프레드 확대/축소 사례 비교 (섹터)

섹터별로는 스프레드 확대 국면에서 IT 및 경기민감업종이 아웃퍼폼

장단기 금리차 축소 구간에서 업종별 성과



장단기 금리차 확대 구간에서 업종별 성과



과거 축소 사례별 업종별 성과

장단기 금리 축소	S&P500	에너지	소재	산업재	경기 소비재	필수 소비재	헬스케어
연환산 수익률(%)	-0.78	0.03	-10.57	-1.25	-0.43	6.95	10.71
연환산 변동성(%)	22.42	31.47	27.53	24.38	26.13	19.28	24.05
리스크 조정성과	-0.03	0.00	-0.38	-0.05	-0.02	0.36	0.45

	금융	IT	통신 서비스				
연환산 수익률(%)	-4.15	-1.59	2.56				
연환산 변동성(%)	29.74	33.14	26.71				
리스크 조정성과	-0.14	-0.05	0.10				

과거 확대 사례별 업종별 성과

장단기 금리 축소	S&P500	에너지	소재	산업재	경기 소비재	필수 소비재	헬스케어
연환산 수익률(%)	16.70	17.19	14.92	16.58	3.26	4.74	16.70
연환산 변동성(%)	29.40	26.14	23.94	25.12	18.37	22.01	29.40
리스크 조정성과	0.57	0.66	0.62	0.66	0.18	0.22	0.57

	금융	IT	통신 서비스				
연환산 수익률(%)	13.48	28.52	3.46				
연환산 변동성(%)	32.87	32.09	26.15				
리스크 조정성과	0.41	0.89	0.13				

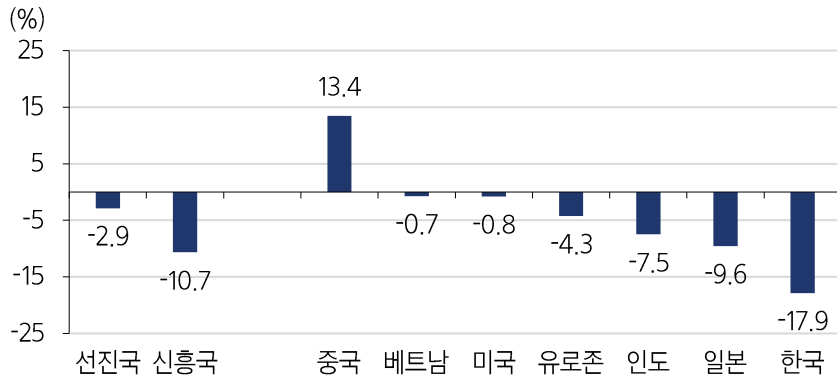
주: 1987년 이후, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

## [별첨3] 장단기 스프레드 국면 분석

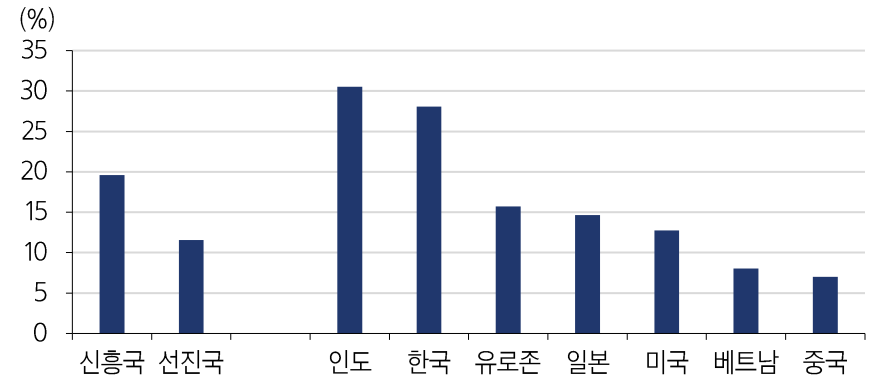
## [APPENDIX] 과거 스프레드 확대/축소 사례 비교 (국가)

스프레드 확대 국면에는 연환산 수익률은 신흥국이 아웃퍼폼했으나, 리스크 조정성과는 선진국이 아웃퍼폼

장단기 금리차 축소 구간에서 국가별 성과



장단기 금리차 확대 구간에서 국가별 성과



과거 장단기 금리 스프레드 축소 사례별 국가별 성과

장단기 금리 축소	선진국	신흥국	미국	유로존	일본
연환산 수익률(%)	-2.88	-10.67	-0.78	-4.26	-9.58
연환산 변동성(%)	18.7	22.7	22.5	26.5	24.6
리스크 조정성과	-0.15	-0.47	-0.03	-0.16	-0.39

	중국	인도	한국	베트남
연환산 수익률(%)	13.43	-7.49	-17.88	-0.71
연환산 변동성(%)	40.6	26.0	30.9	26.9
리스크 조정성과	0.33	-0.29	-0.58	-0.03

과거 장단기 금리 스프레드 확대 사례별 국가별 성과

장단기 금리 축소	선진국	신흥국	미국	유로존	일본
연환산 수익률(%)	11.6	19.6	12.7	15.7	14.6
연환산 변동성(%)	17.9	34.9	21.2	29.1	26.6
리스크 조정성과	0.65	0.56	0.60	0.54	0.55

	중국	인도	한국	베트남
연환산 수익률(%)	7.0	30.5	28.1	8.0
연환산 변동성(%)	30.6	35.7	29.1	37.8
리스크 조정성과	0.23	0.85	0.96	0.21

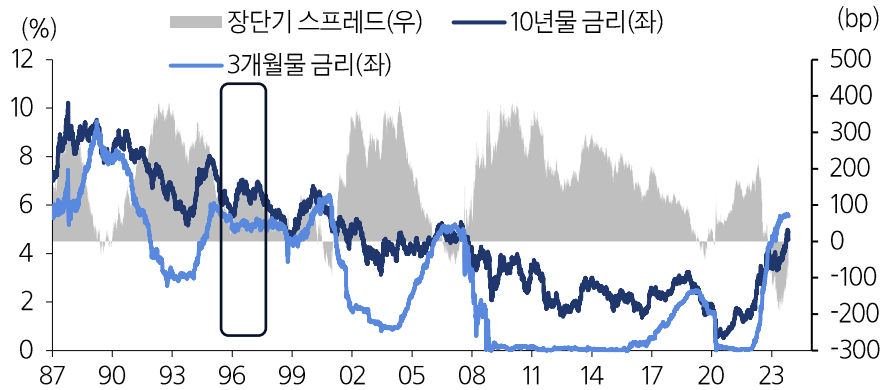
주: 1987년 이후, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

# [별첨3] 장단기 스프레드 국면 분석

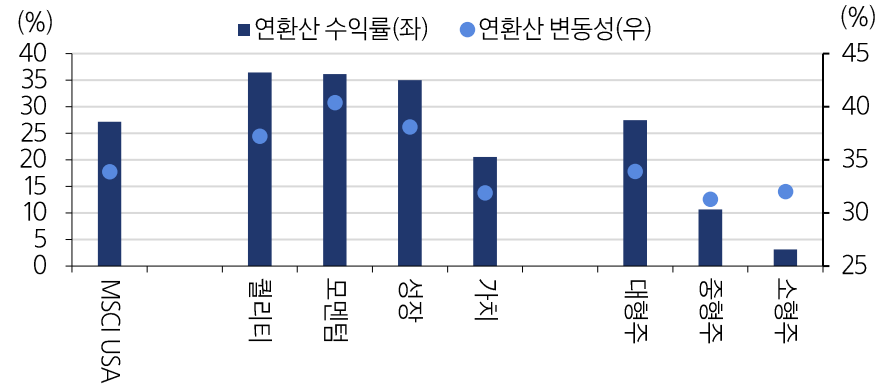
# [APPENDIX] 고금리가 유지되던 시기('95~'98)의 성과

고금리 고착화 국면('95-'95)에는 퀄리티 팩터 및 헬스케어/IT 업종이 우수한 수익률을 기록

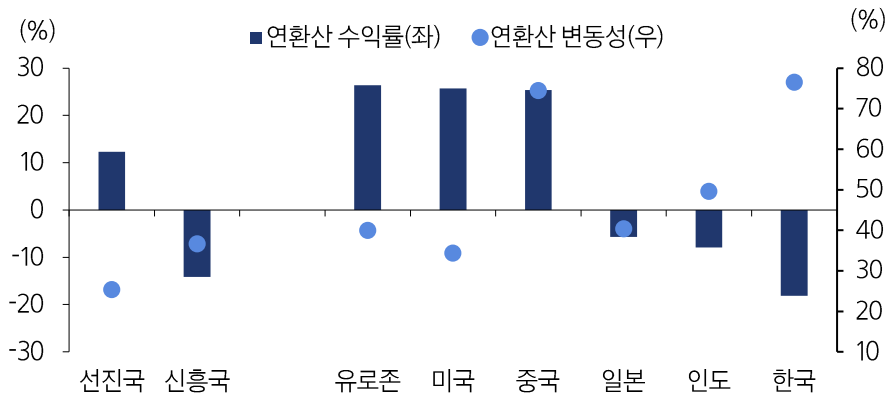
고금리가 유지되었던 1995년~1998년



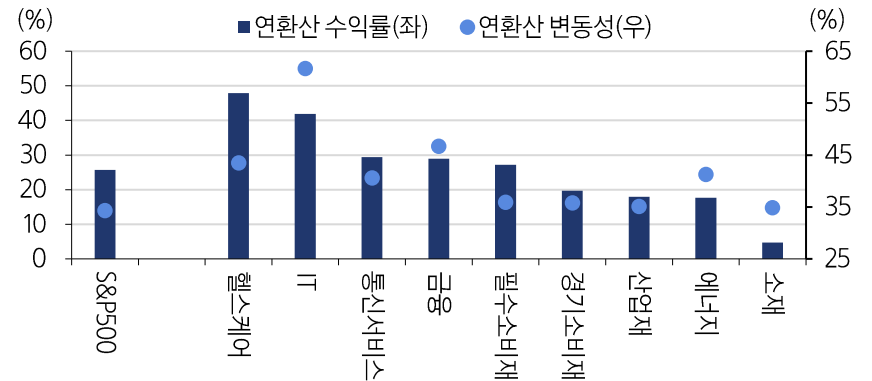
1995~1998년 팩터별 성과



1995~1998년 국가별 성과



1995~1998년 업종별 성과

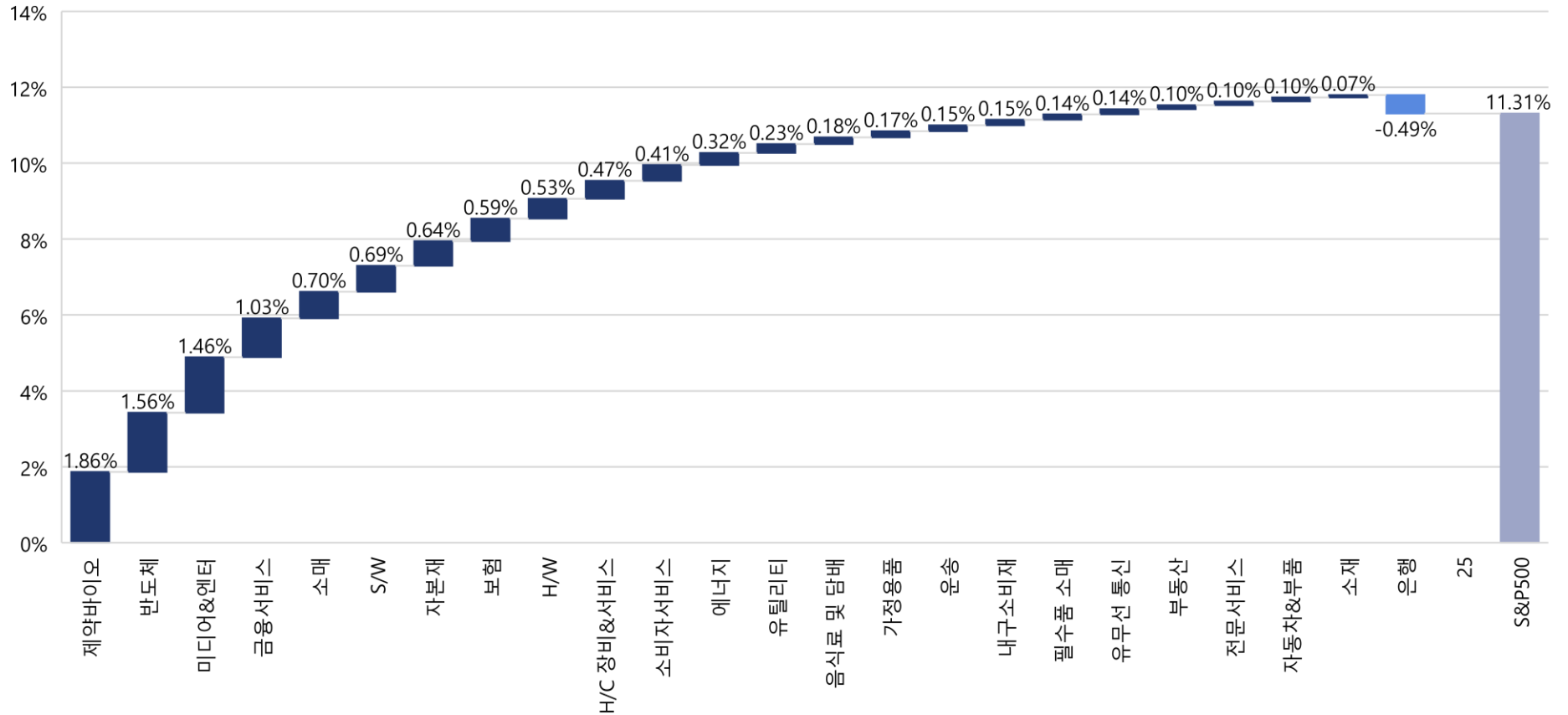


자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

# [별첨4] 연간 순이익 기여도

AI산업 밸류체인 하단에 위치한 반도체 중심의 이익 성장 기대

2024년 이익 성장 기여도: 성장주의 이익 성장세는 지속될 전망



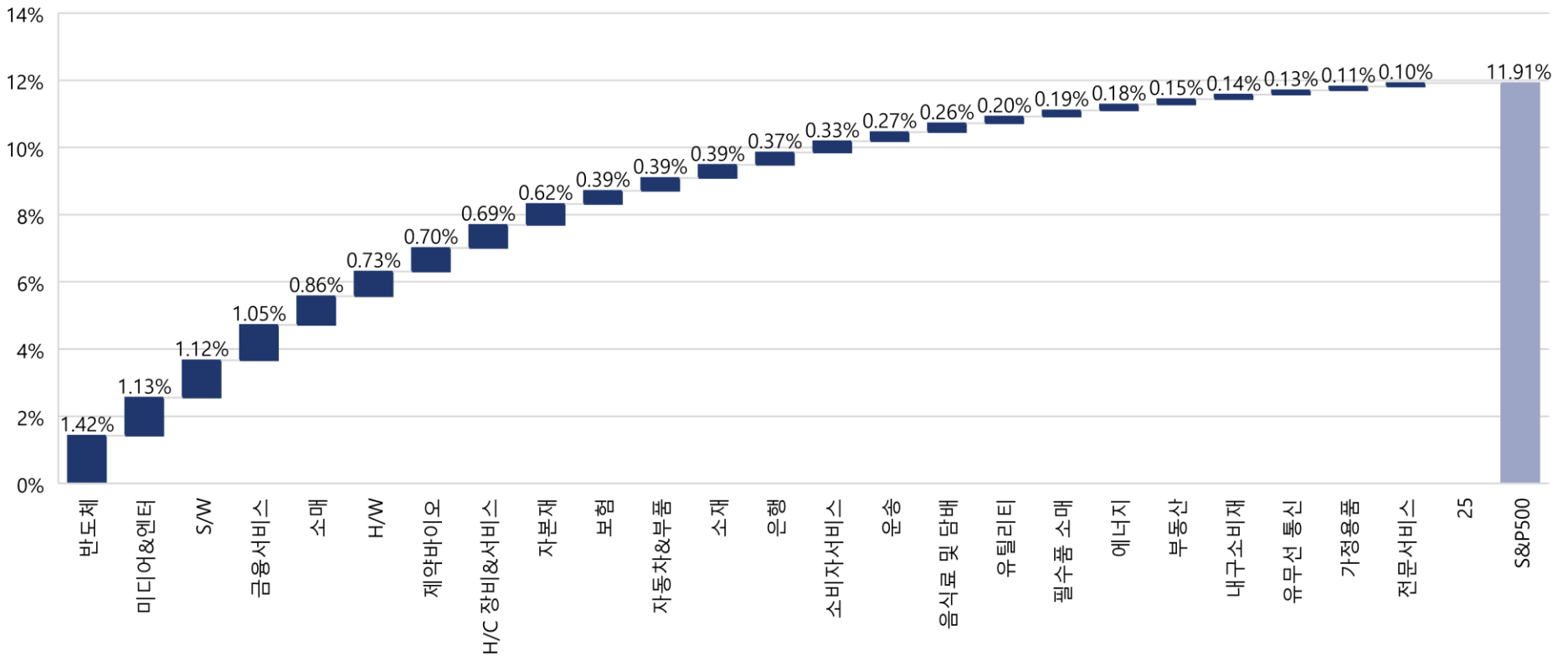
주: 11월 20일 기준  
 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

# [별첨4] 연간 순이익 기여도

2025년도에도 AI 밸류체인의 이익 성장세는 지속될 전망

2025년도에도 AI 밸류체인 전반의 이익 성장세는 지속될 것: 주식시장은 12MF을 반영한다는 점도 주목할 필요

2025년 이익 성장 기여도: 성장주의 이익성장세는 지속될 전망

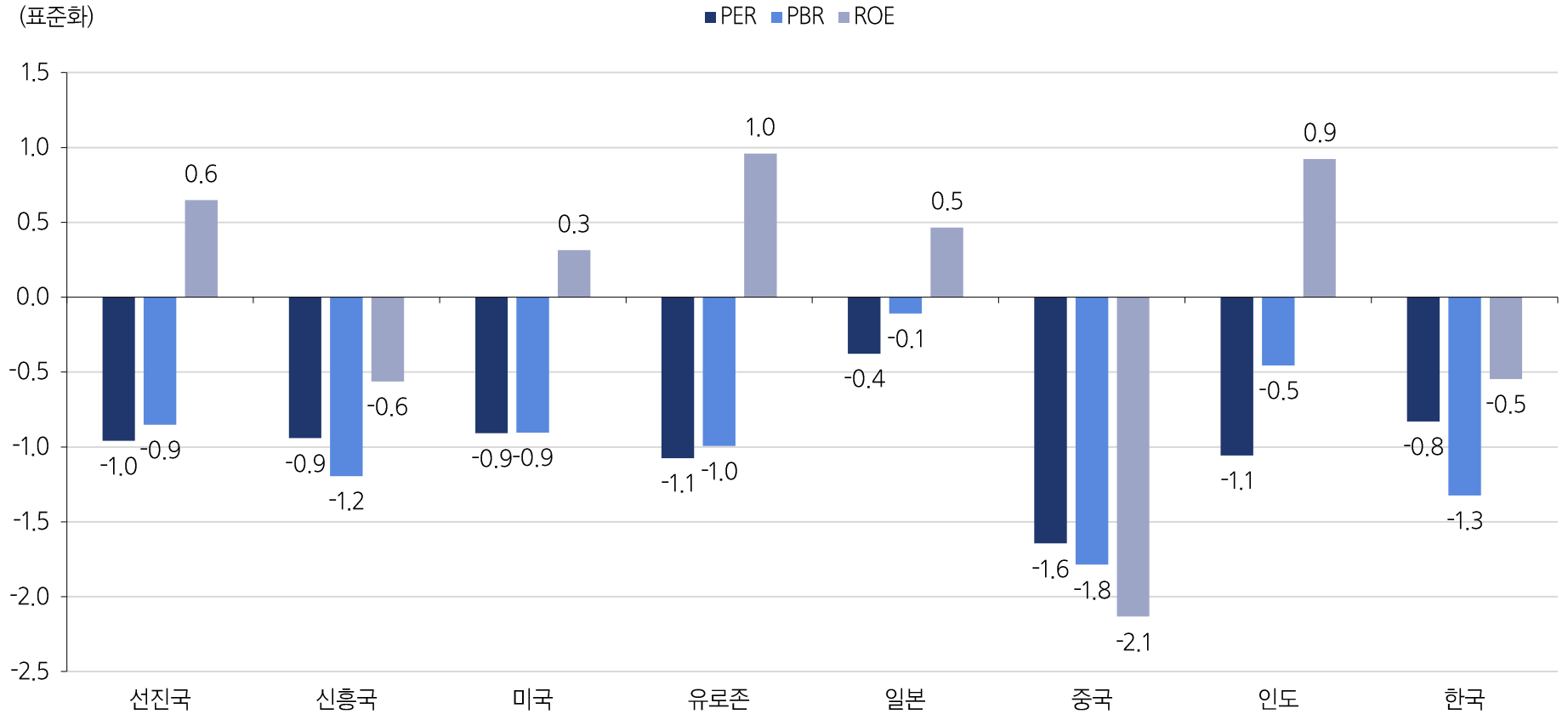


주: 11월 20일 기준  
 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

# [별첨4] 국가별 밸류에이션 수준

밸류에이션 부담은 경감된 상황

현재 국가별 밸류에이션은 과거 평균치 대비 낮아져 있는 상황



주: 11월 20일 기준  
 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터



---

# Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 투자전략 및 투자프로세스는 현재의 시장상황을 감안하여 참고용으로만 제시된 것이므로, 시장상황의 변동이나 당사 내부기준의 변경 또는 기타 사정에 의하여 별도의 고지 절차 없이 변경될 수 있습니다.
- 당사는 관련법령에 허용된 범위내에서 투자전략 및 투자프로세스를 결정하므로, 본 자료에 기재된 사항 중 관련법령 및 계약서의 내용과 상이한 것은 효력이 없습니다.
- 본 자료는 참고 자료로 신뢰할 수 있다고 판단되는 각종 자료와 통계자료를 이용하여 작성된 것이나 본 자료의 내용이 향후 결과에 대한 보증이 될 수 없으며, 본 자료를 본래의 용도 이외의 목적으로 사용했을 때 삼성자산운용은 이에 대해 법적 책임을 지지 않습니다.
- 본 자료를 삼성자산운용 이외의 자로부터 입수하였을 경우, 자료 무단 제공 및 이용에 대한 책임은 전적으로 해당 제공자 및 이용자에게 있습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

삼성자산운용 준법감시인 승인필 제231130-24호