

2024년 6월

2024년 하반기 국내외 주식시장 전망

2024. 5

Executive Summary

01 주식시장 전망

- 기업 이익은 견조, 3분기 기준금리 인하는 긍정적 요인이나 4분기 경기 하향조정 및 대선 불확실성은 경계
- 1)경기 하방 압력 강화, 2)지정학적 리스크 확대에 따른 유가 상승, 3)금리 변동성 확대 등은 경계
- 글로벌 주식시장은 3분기 밸류 확장으로 고점 기록 예상, 4분기 변동성 장세 예상: 3개월 OW의견
- 국가별로는 실적 성장이 기대되는 국가는 전형적인 실적장세가 나타나며 양호한 수익률을 기록할 전망

02 국가별 주식시장 전망

- 미국(4,900~5,600pt/OW): 대선/경기 불확실성 등에도 불구하고 기업이익 우상향세가 지수에 상방 압력
- 유럽(4,400~5,060pt/OW): 3분기 미국보다 상승 강도는 더 강할 것, 4분기 변동성도 미국 대비 클 것
- 일본(2,490~2,850pt/N): 할인율 하락 여력 축소 및 수급 변동성 확대 등 주식시장의 매력도가 낮아질 것
- 중국(3,400~3,800pt/UW): 밸류에이션 추가 확장은 어려워: 4분기 미국 대선시즌에 지수 조정 예상
- 한국(2,500~3,100pt/OW): 3분기 밸류에이션 확장세는 지속, 4분기 실적/경기 불확실성은 경계

03 주식 투자전략

- 밸류 매력이 부각될 수 있는 국가중에서도 이익 성장이 뚜렷한 국가를 선별: 한국, 인도, 인니, 유로존
- 미국은 주가지수의 방향성을 고려하여 3분기 퀄리티/모멘텀, 4분기 로우볼 스타일 선호
- 정권변경과 무관하게 테크주가 주도주 역할을 유지할 것: 트럼프 당선 시 경기민감주(소비재, 금융, 건설) 선호
- 한국은 이익 기여도 영향력이 높아지는 국면에 이익성장과 수익성이 높은 섹터(반도체, 조선, IT H/W)가 유리

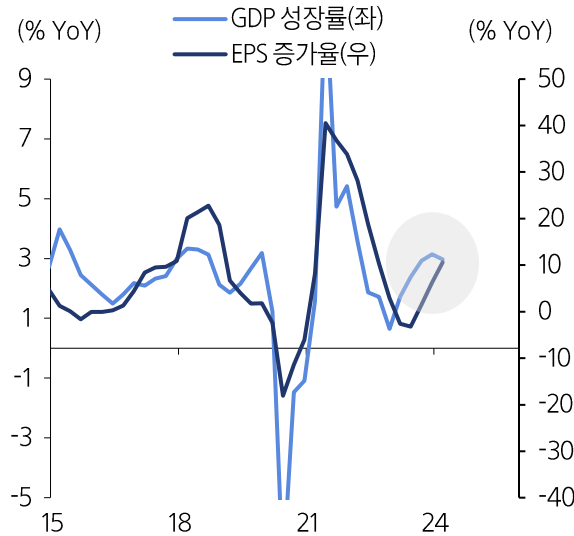
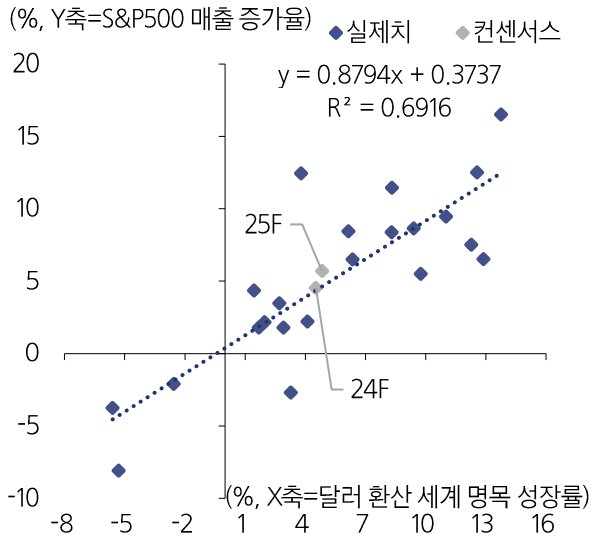
03

주식시장 전망

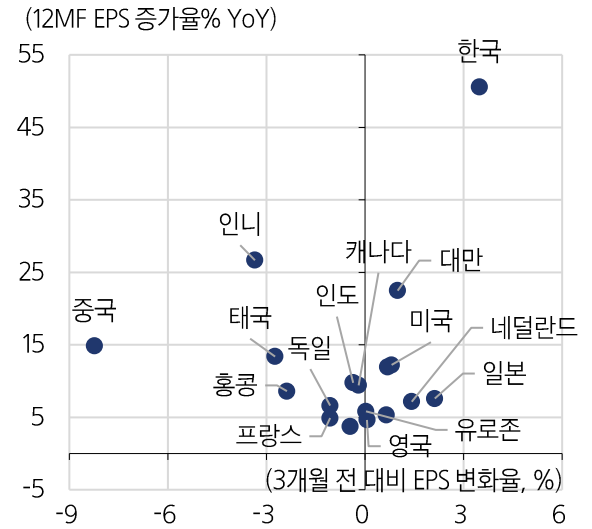
미국을 중심으로 한 글로벌 경기 연착륙이 예상되는 가운데 주식시장의 이익 기여도 하락 우려 강화

- 글로벌 명목 성장률과 미국 기업의 매출 및 이익 증가율은 높은 상관관계를 유지하고 있음
- 2024년 및 2025년 높은 실적 성장세는 주식시장의 하단을 지지하는 요인
- 최근 고용 연착륙에서 시작되는 임금 및 소비 둔화 등 내수시장 침체에 대한 우려가 높아짐: 기업 실적 둔화에 대한 우려 부각
- 국가별로는 모든 국가가 이익 증가세를 유지하고 있으나 이익 조정 방향에서는 차별화가 나타나고 있음
- 중국, 아세안, 독일, 프랑스 등은 이익 하향조정, 한국, 대만, 미국, 일본 등은 상향조정 중

글로벌 수요 증가는 기업의 이익과 매출 증가로 이어져



국가별 기업 이익 성장률 vs 변화율



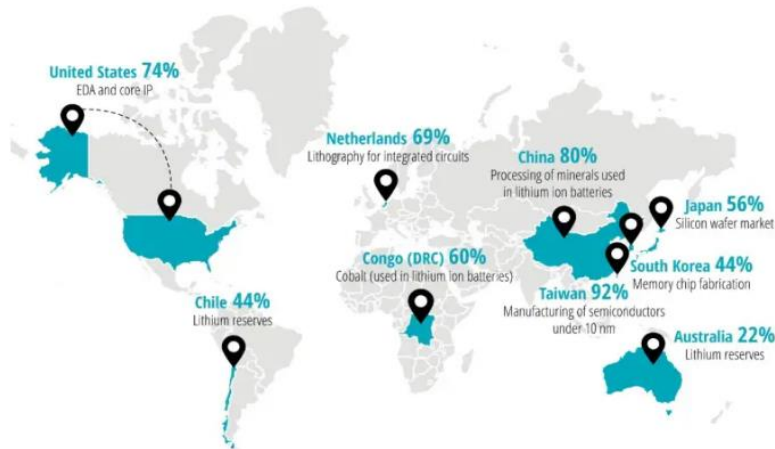
자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

AI 밸류체인 내 이익 로테이션이 관련 국가/섹터의 이익 하단을 지지하는 요인으로 작용할 것

- 글로벌 테크 공급체인의 주요 국가인 미국, 대만, 한국, 일본 등에서 이익 상향 조정세가 나타나고 있다는 점에 주목
- 기업이익 성장을 주도하는 AI는 코로나19사태 이후 나타났던 테크버블과는 다름: AI산업의 밸류체인 확장세가 나타나고 있기 때문
- 하드웨어(반도체) → 소프트웨어(적용 산업) → 하드웨어(온디바이스)등의 밸류체인 내에서의 이익 로테이션은 지속될 것
- 하반기까지는 반도체와 데이터센터를 중심으로 이익 가시화가 지속, 이후 인프라 및 AI툴 관련 밸류체인으로 이익 성장이 확산될 것
- AI산업의 밸류체인 내 이익 로테이션은 AI산업 관련 국가/섹터 이익 하단을 지지하는 요인으로 작용할 것

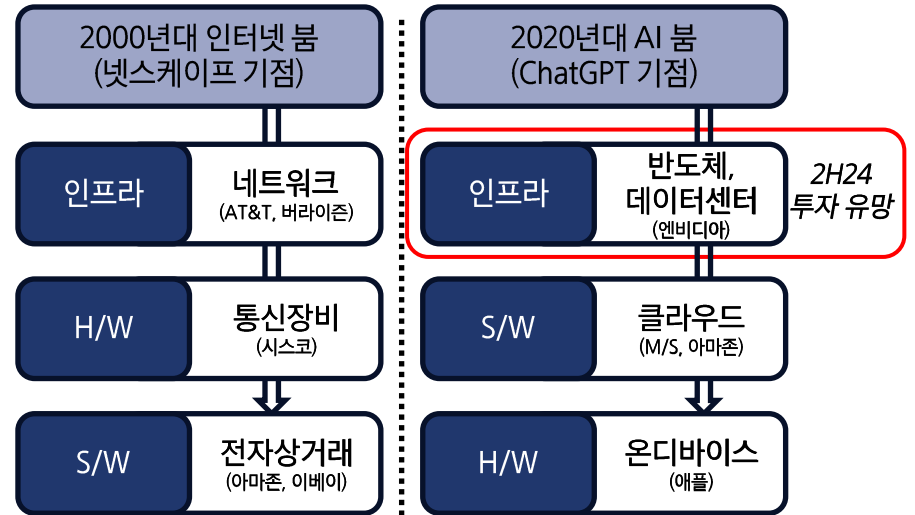
글로벌 테크 공급체인

High concentrations in the global tech supply chain



자료: Deloitte, McKinsey, 삼성자산운용 투자리서치센터

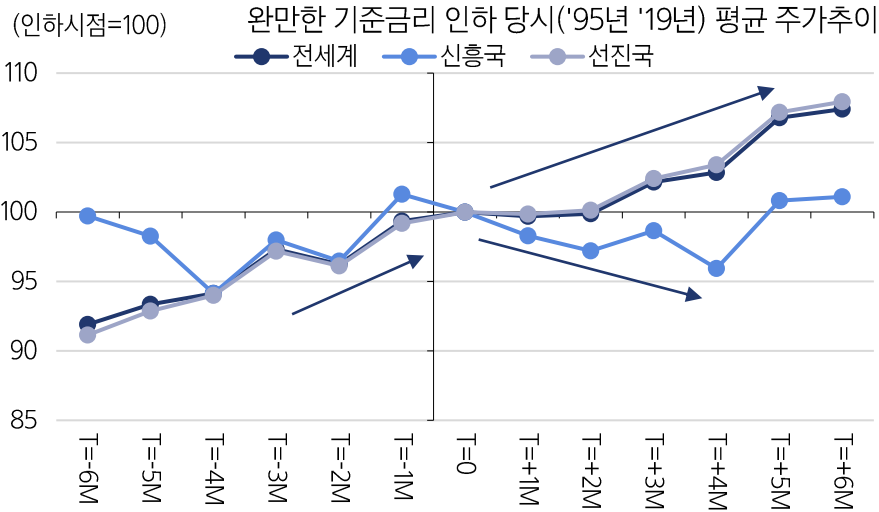
과거와는 다른 테크 사이클: AI 밸류체인 내 이익 확산 전망



과거 금리 인하 속도에 따라 주식시장의 흐름이 달랐음

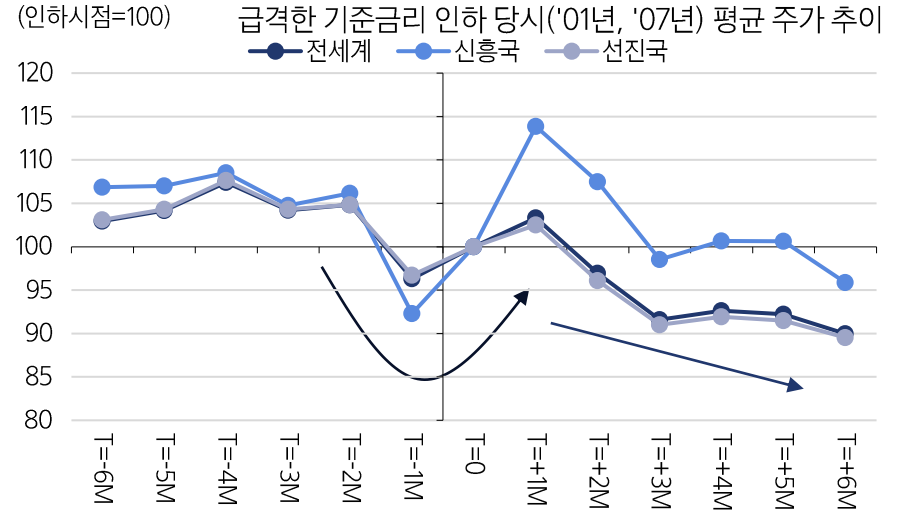
- 1990년 이후 4차례의 금리인하 국면은 ①완만한 금리인하(1995년과 2019년)와 ②급격한 금리인하(2001년과 2007년)로 나눌 수 있음
- 과거 기준금리 인하 전까지 DM 주식시장이 우위. 섹터별로는 퀄리티/모멘텀 성격이 강한 IT의 성과가 우수
- 인하 이후에는 DM과 한국 주식시장이 부각: 섹터별로는 헬스케어, 통신서비스, 필수소비재가 아웃퍼폼
- 당사는 기준금리 인하를 6월로 예상하고 있으며, 완만한 기준금리 인하(25bp씩 인하)를 전망하고 있음
- 이에 기준금리 인하 전까지 미국, 유럽 등 선진국 주식시장에 대한 긍정적 시각 유지

완만한 기준금리 인하 국면의 평균 주가 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

급격한 기준금리 인하 국면의 평균 주가 추이



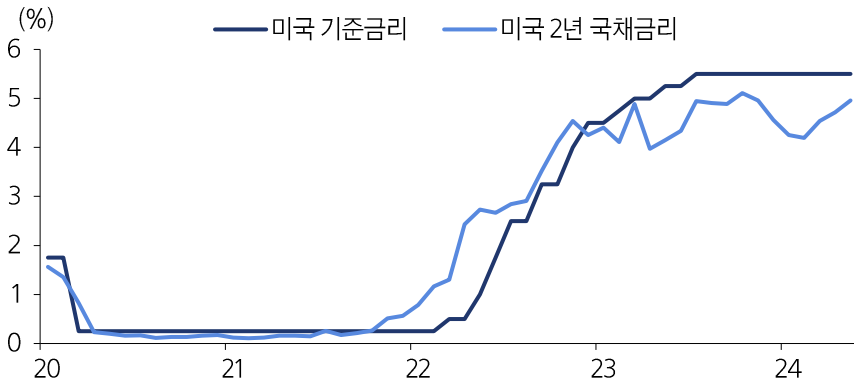
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

글로벌 주식시장 전망

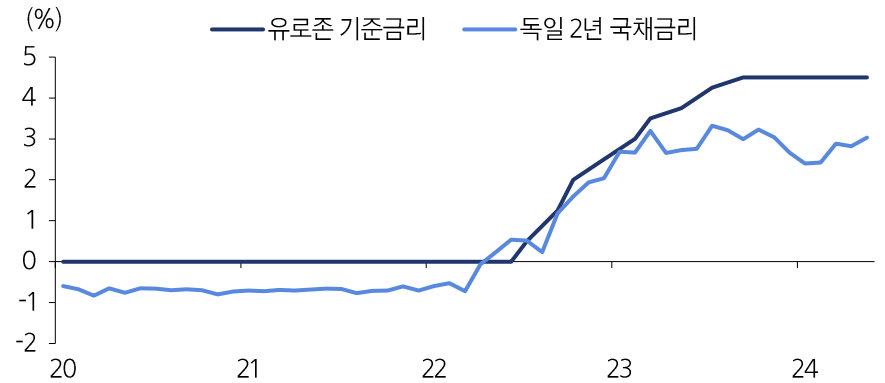
통화정책 차별화가 주식시장의 하반기 고점 도달 시점 차별화로 이어질 것

2024년 하반기 국가별 기준금리 인하시점 및 강도 차별화는 주가의 상승 시점 차별화로 이어질 전망

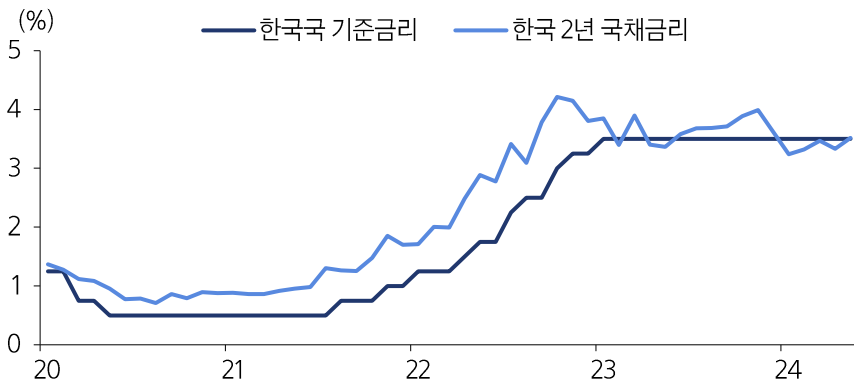
미국 금리인하 기대감 약화(9월 기준금리 인하 전망)



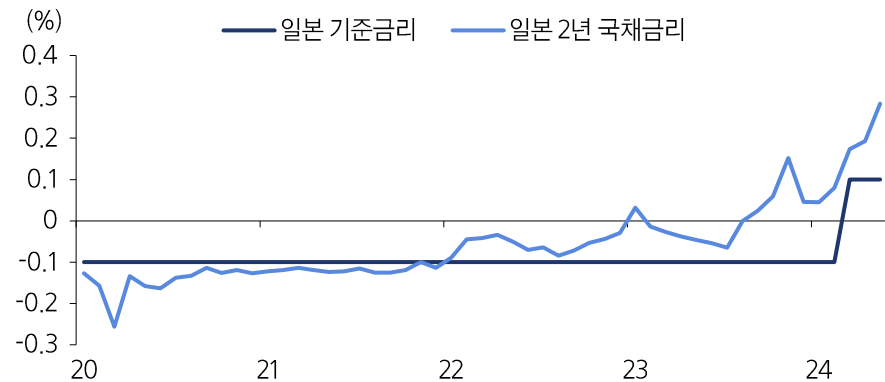
유로존 금리인하 기대 지속(6월 인하 전망)



한국 금리인하 기대 정체 (8월 인하 전망)



일본 긴축적 통화정책 예상

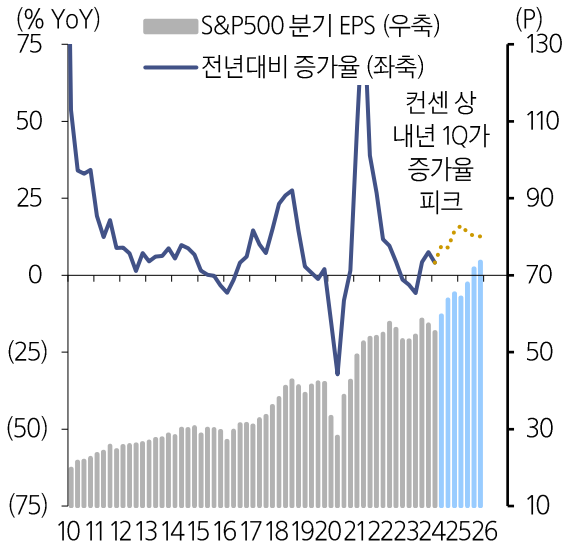


주: 4월 22일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

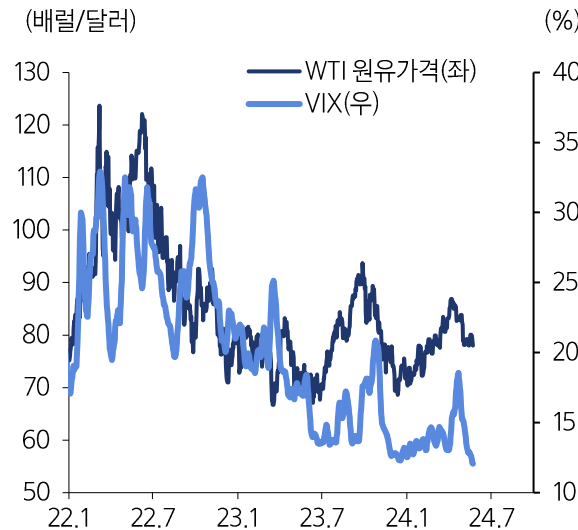
1)경기 하방 압력 강화, 2)지정학적 리스크 확대에 따른 유가 상승, 3)금리 변동성 확대 등은 경계

- 하반기 전망에는 1) 미국 경기의 연착륙, 2) 유가의 하향 안정화, 3) 금리 변동성 완화 등이 선제적으로 가정
- 경기 경착륙 또는 침체 상황에서는 기업 이익의 급격한 하향 조정이 나타날 것
- 중동지역에서의 지정학적 리스크 확산 시 유가 급등이 나타날 수 있음: 이는 물가 및 기업 비용 상승 등 경기/이익 불확실성 확대 요인
- 주식시장의 조정국면은 금리 변동성 확대에서 시작: 9월 인하를 전망하고 있으나, 인하 시점 지연으로 금리 급등 시 주가 변동성 확대 경계

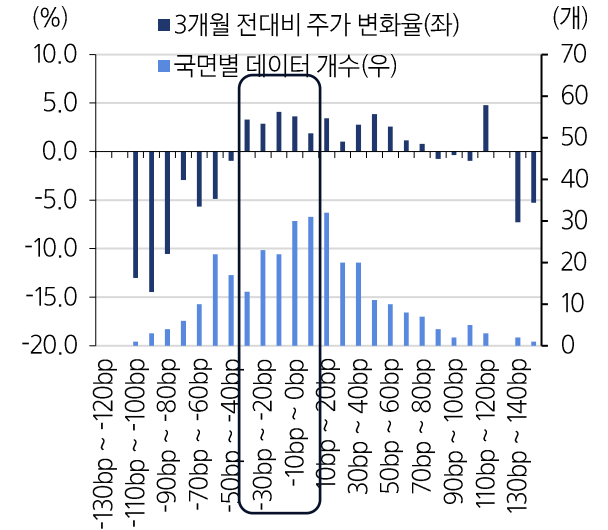
경기 하향 조정에 따른 EPS 피크 아웃



지정학적 리스크 확대에 따른 유가 급등



금리 하향 안정화는 주가에 긍정적



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

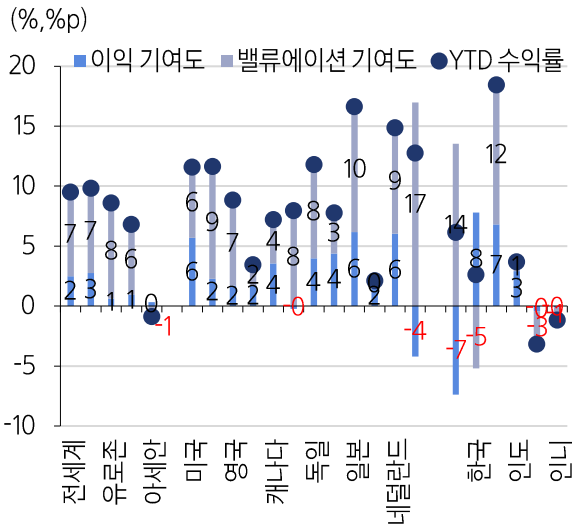
글로벌 주식시장 전망

글로벌 주식시장은 3분기 밸류 확장, 4분기 변동성 장세 예상: 3개월 OW의견

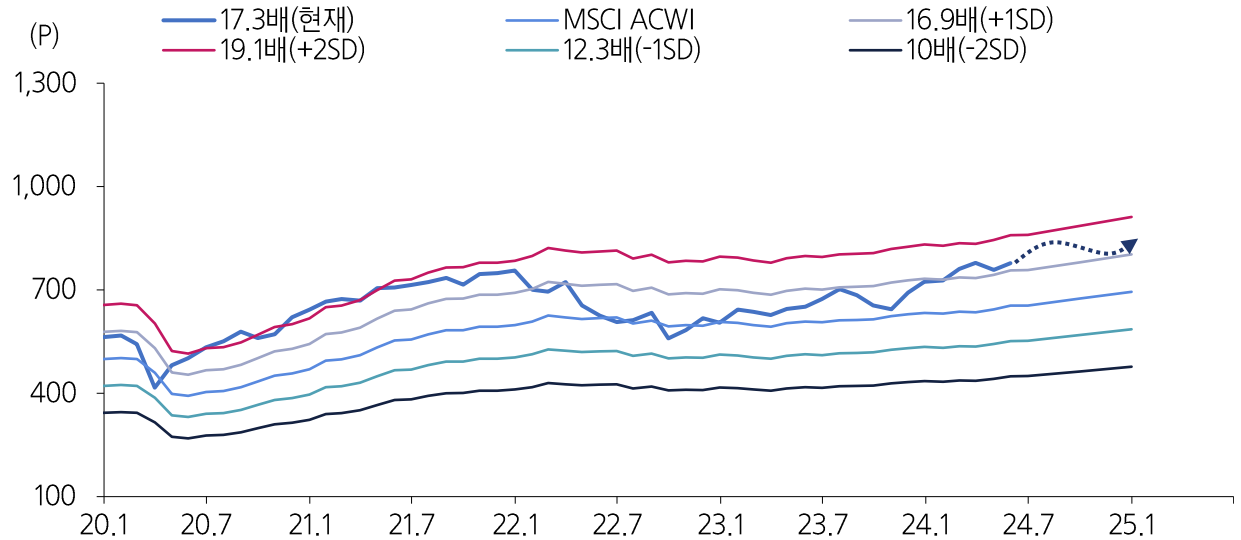
2024년 하반기 글로벌 주식시장은 3분기말/4분기초 고점 기록 예상: 상승 여력은 +8.6%(5월 22일 기준)

- 2024년 상반기에는 AI산업과 관련된 미국, 일본, 네덜란드, 한국, 대만 등의 이익 기여도가 높았던 국가의 주식시장 수익률이 높았음
- 2H24 이익 기여도는 건조: 통화정책 변화가 예상되는 3분기와 대선이 시작되는 4분기에 밸류 기여도 변화가 주가 수익률 차별화로 이어질 것
- 금리 인하 국면엔 3년 평균치의 +2SD인 18.8배가 저항선, 대선 불확실성과 경기 둔화가 부각되는 4분기엔 +1SD인 16.9배가 하단 지지선
- 국가별로는 실적 성장이 기대되는 국가는 전형적인 실적장세가 나타나며 양호한 수익률을 기록할 전망

연초대비 국가별 수익률 요인 분석



MSCI ACWI지수 12개월 선행 PER 밴드



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

03

국가별 주식시장 전망(해외)

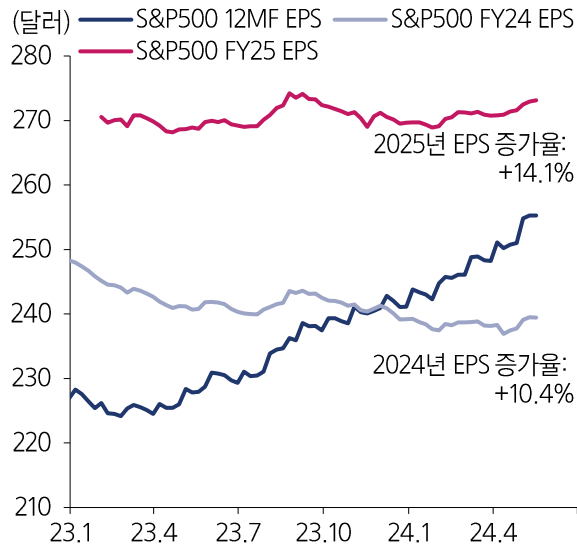
미국 주식시장 전망

고용 연착륙에 따른 경기 둔화 영향이 기업이익에 미치는 영향력 축소

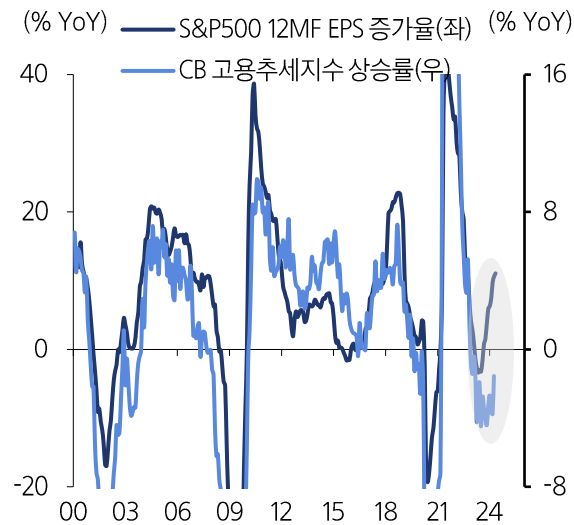
고용 연착륙에서 시작되는 경기/이익 하향조정 우려에도 투자 증가세가 이익 모멘텀을 유지시킬 것

- 미국의 2024년, 2025년 EPS 증가율은 각각 10.4%, 14.1%로 견조한 수준 유지
- 소비 경기로 대변되는 미국 경기는 기업이익의 하향 조정 우려감을 확대: 특히 추세선을 상회하는 서비스 소비 둔화 가능성이 부각
- 최근 부각되는 고용시장 연착륙 우려에도 불구하고 기업이익은 우상향: 과거와는 다르게 고용과 기업 실적의 디커플링이 나타남
- AI를 필두로 기업 비용 구조 변화 및 제조업 경기의 순화적인 반등 및 공급망 재편으로 CAPEX 수요가 자극되며 기업이익도 우상향
- 하반기 주식시장은 1)AI산업 성장 및 건설/설비투자의 이익 성장 추세 지지, 2)제조업지표에서 확인되는 이익성장 속도 가속화 등은 긍정적 요인

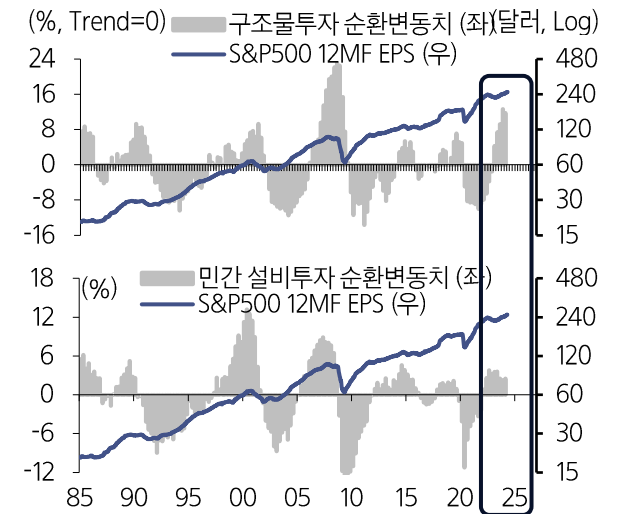
견조한 S&P500 연간 EPS



고용과 기업 실적이 따로 움직인다



투자 증가세가 이익 모멘텀을 유지



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

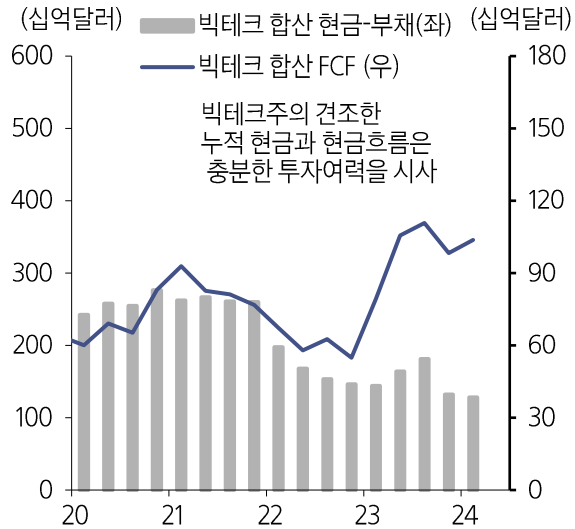
미국 주식시장 전망

빅테크 중심의 투자 증가가 미국 AI산업의 이익 성장을 주도

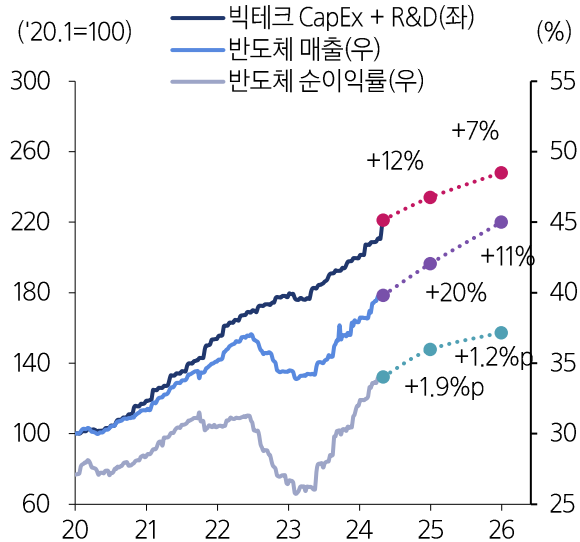
미국 빅테크 기업 주도의 AI 산업에 대한 투자 증가가 AI 모멘텀 강화 및 밸류체인 로테이션을 주도할 것

- 2024년 상반기 미국 빅테크는 글로벌 AI 산업을 주도: 최근 빅테크주들은 AI를 매개체로 매출을 창출/비용 감소 효과가 나타나고 있음
- AI 모멘텀 강화는 하반기에도 지속될 전망이며 AI산업은 밸류에이션 확장국면에 위치에 있기에 지속적인 투자를 필요로 함: 빅테크 기업의 현금자산과 현금흐름은 투자여력일 충분함을 시사
- 하반기 빅테크의 2024년, 2025년 매출 창출 기여도 상승, 데이터센터의 장기적 투자 증가 등을 고려하면 반도체 실적 성장은 지속될 전망
- 하반기 AI 밸류체인 내 하드웨어(반도체)와 인프라를 중심으로 이익 로테이션이 나타날 전망이며 이후 소프트웨어로 이익 성장이 확산될 것

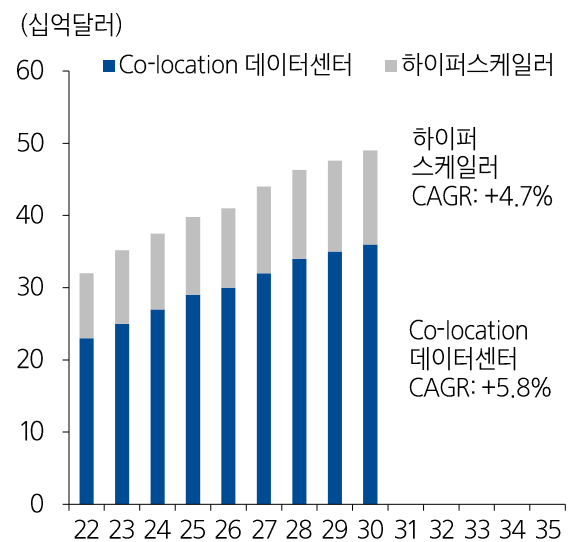
빅테크의 현금 및 FCF 고려 투자여력 충분



빅테크 투자와 및 반도체 실적은 우상향



데이터센터 수요/공급은 건조할 전망



주: 빅테크는 구글, 메타, 아마존, M/S, 애플 기준, 자료: Refinitiv, 삼성전자산용 투자리서치센터

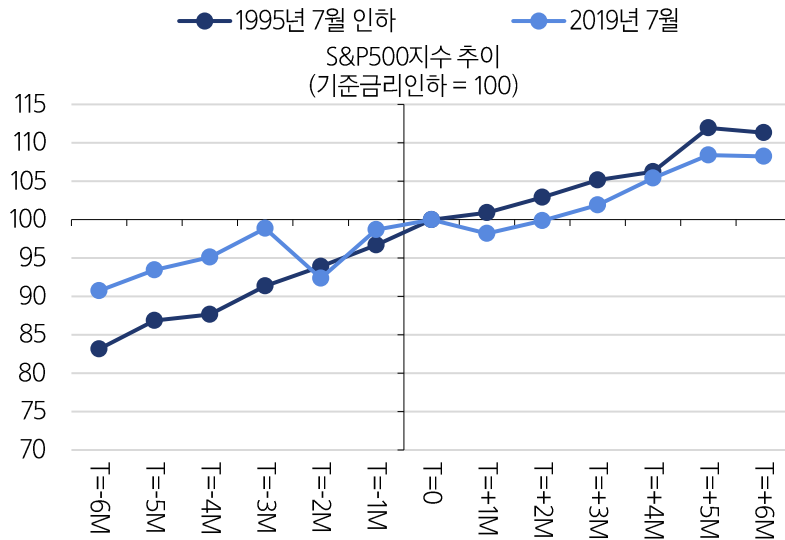
미국 주식시장 전망

3분기 완화적 통화정책은 긍정적, 4분기 경기 및 대선 불확실성은 주의

기준금리 인하는 주식시장의 할인율 하락 및 밸류에이션 확장으로 이어질 것: 경기 및 대선 불확실성은 주의

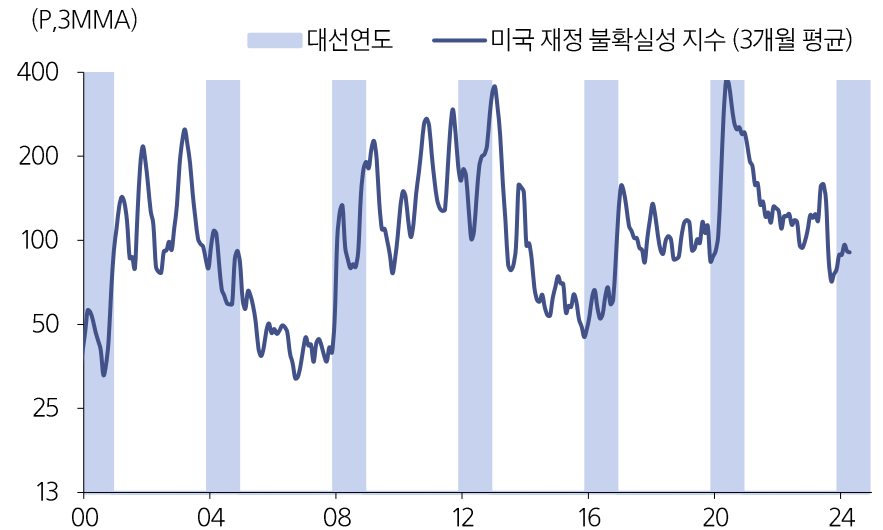
- 완만한 기준금리 인하는 주식시장의 할인율은 낮추는 요인으로 미국 주식시장의 밸류에이션 확장으로 이어질 전망
- 9월 중후반부터는 대선 불확실성을 반영하며 지수 변동성이 확대될 것: 대선시즌 미국 경기를 지지했던 재정정책 후퇴 우려가 부각되기 때문
- S&P500 이익 기여도는 매월 1.0~1.5%p 기록할 전망이며, 3분기 밸류에이션 확장국면 밸류에이션

과거 완만한 기준금리 인하 시점의 S&P500지수 추이



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

대선 시즌에는 재정 불확실성 확대가 지수 변동성을 키울 것

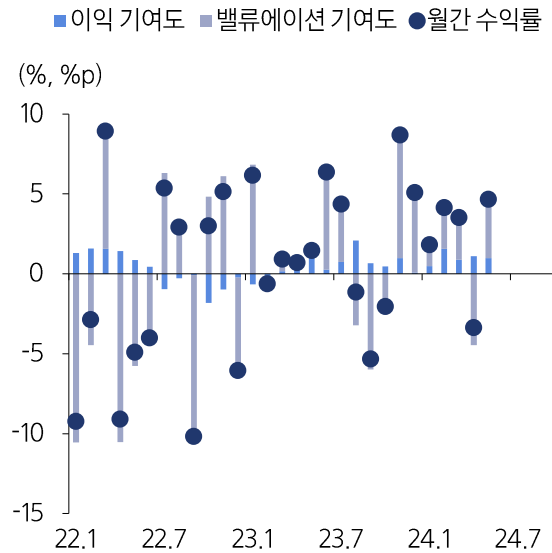


자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

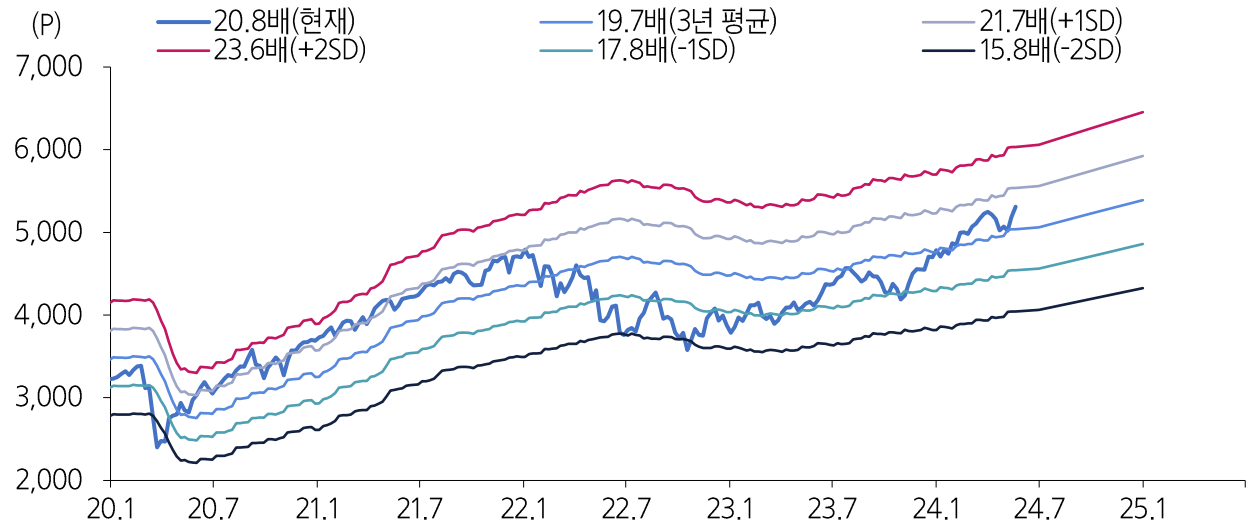
S&P500은 3년 평균 P/E의 +1표준편차까지 상승 예상되어 밴드 상단을 5,600pt로 제시

- 대선 및 경기 불확실성 등에도 불구하고 기업이익의 우상향세가 지수의 방향성을 지지할 전망
- 상단은 3분기 12MF EPS 263달러, 12MF PER은 21배(3년 평균치의 +1표준편차 소폭 하회한 수준)를 적용한 5,600pt 하단은 연말 12MF EPS인 273달러, 12MF PER은 18배(3년 평균치의 -1표준편차 수준)를 적용한 4,900pt

S&P500의 월간 수익률 요인 분석



S&P500 12개월 선행 PER 밴드: 4,900~5,600pt 제시(5월 26일 기준: 5,305pt)



주: 2024년 5월 22일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

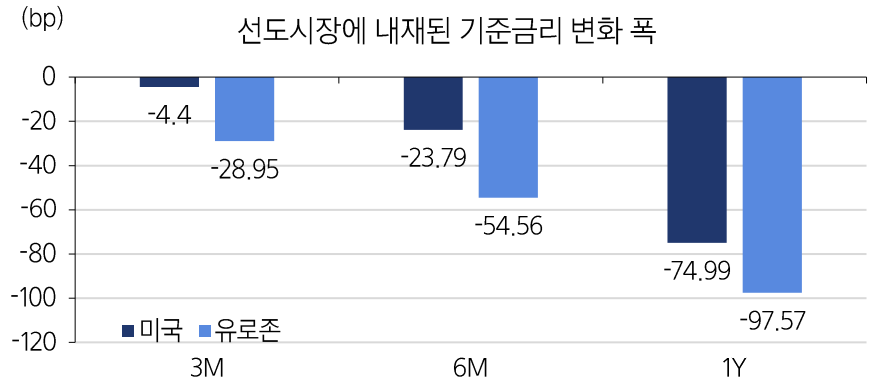
유럽 주식시장 전망

미국 보다 빠르고 강한 완화적 통화정책은 주식시장에 긍정적 요인

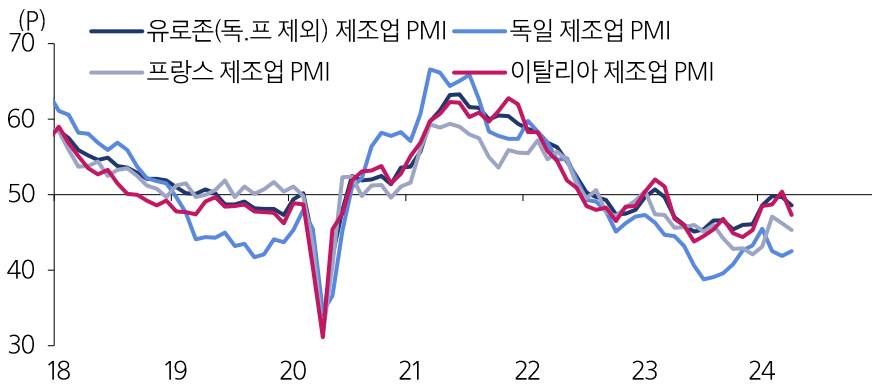
경기/이익 턴어라운드 및 선제적 기준금리 인하로 3분기 상승 예상

- 유럽의 경기/이익이 바닥을 다지고 있는 가운데 미국 보다 선제적으로 완화적인 통화정책을 단행한다는 점은 긍정적
- 미국 보다 빠르게 강한 완화적 스탠스를 유지한다는 점에서 유럽은 미국보다 주가 상승 강도가 상대적으로 강할 전망

미국 보다 빠르고 강한 완화적 통화정책은 예상

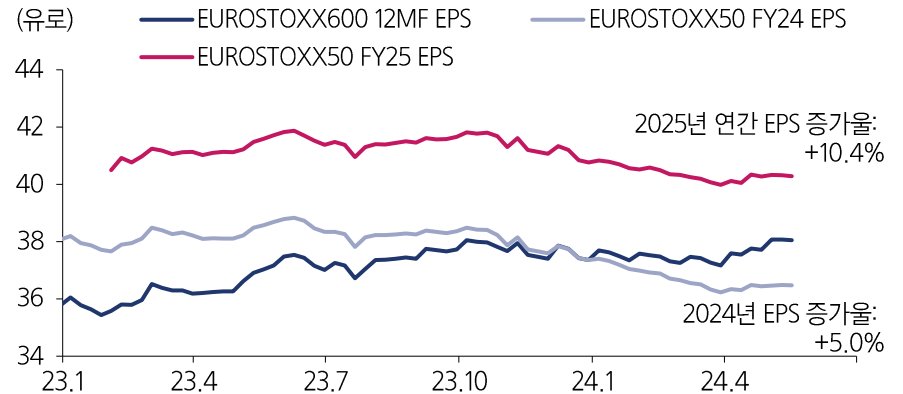


유로존 경기 및 이익 증가율 추이



주:4월 22일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

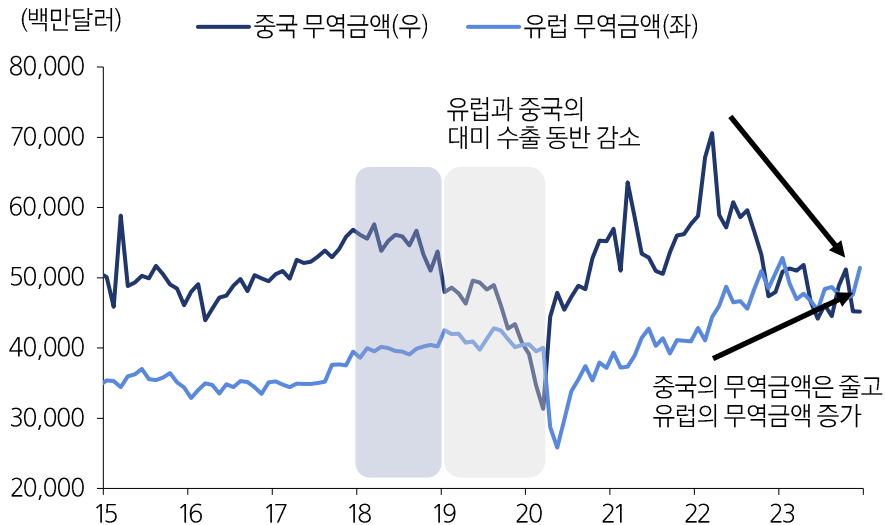
유로존 기업 이익



유럽의 무역금액 증가는 트럼프의 對유럽 무역을 제재할 가능성을 높이는 요인

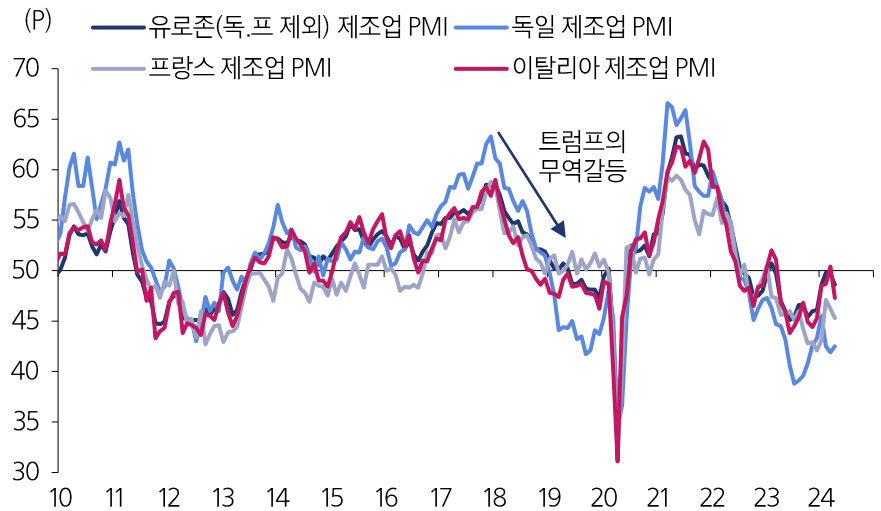
- 트럼프 당선 직후 중국의 대미 수출이 감소했고, 순차적으로 유럽의 무역금액 증가율도 둔화. 유럽 제조업 국가의 PMI는 하락 전환
- 바이든 당선 이후 중국의 대미 무역금액은 트럼프 당선보다 낮은 수준, 유럽의 무역금액은 지속 우상향하여 트럼프 당선 당시 보다 높은 수준
- 이는 트럼프가 유럽과의 무역을 제재할 수 있게 만드는 요인
- 미국과 유럽의 관계 악화 및 유럽 제조업センチ멘트 악화 가능성이 높음

바이든 집권기간 동안 유럽의 무역금액(수출+수입)은 늘어



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

트럼프와의 무역갈등으로 유로존의 제조업センチ멘트 악화 사례



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

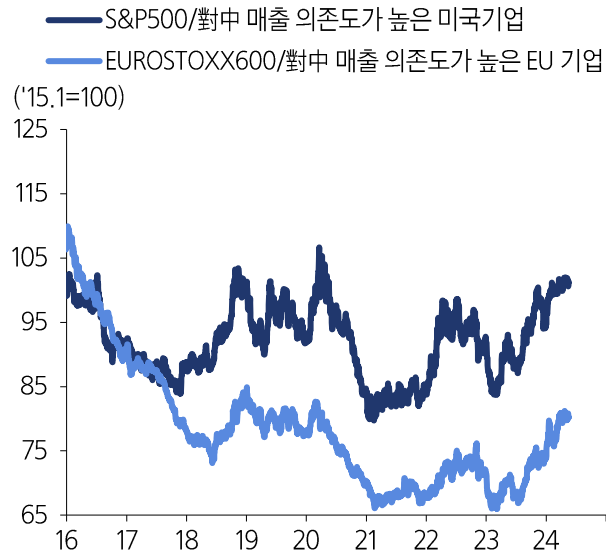
미국 주식시장

높은 유럽의 미국 의존도와 미국의 내수시장 의존도

유럽 기업들의 미국 의존도가 높아 트럼프 당선 시 유럽 기업에 미치는 영향은 더 클 전망

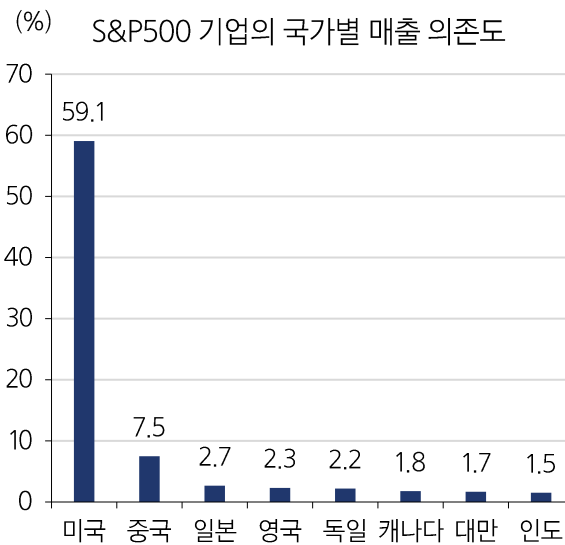
- 트럼프는 이미 언론을 통해 당선 시 NATO 탈퇴를 선언하며 유럽 자동차 및 수입품에 대한 관세 부과를 주장
- 미국과의 무역거래가 사상 최고치를 기록한 상황에서 유럽의 미국 의존도는 여전히 높은 수준
- EUROSTOXX600 기업의 매출 의존도는 20%를 상회하고 있어 트럼프 당선 시 유럽 기업들에 미치는 영향은 더 클 전망
- 미국 기업은 내수시장을 중심으로 매출을 창출하고 있다는 점에서 무역갈등의 영향은 제한적일 가능성이 높음

대중 의존도가 높은 기업의 상대지수



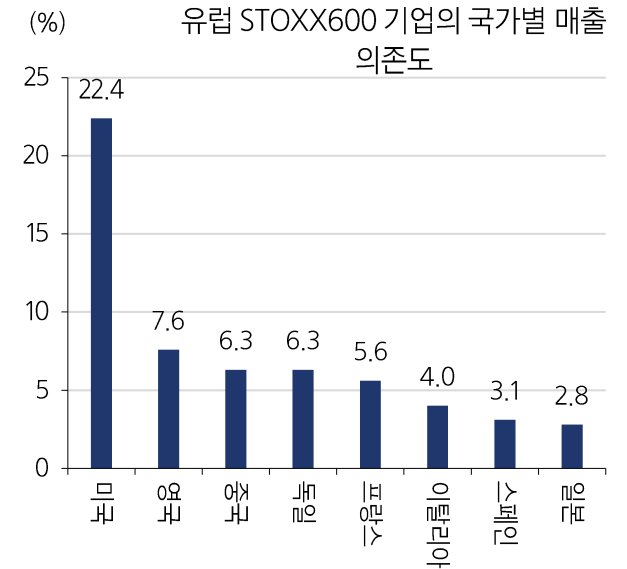
자료: Thomson Reuters

유럽 기업의 국가별 매출 의존도



자료: Thomson Reuters

유럽 기업의 국가별 매출 의존도



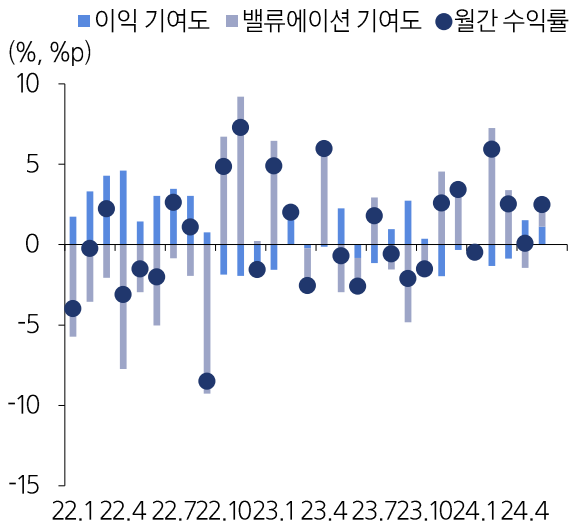
유럽 주식시장 전망

3분기 OW1의견으로 상향조정

3분기 미국보다 지수 상승 강도는 더 강할 것으로 예상되나, 4분기 조정국면에서의 변동성도 미국 대비 클 것

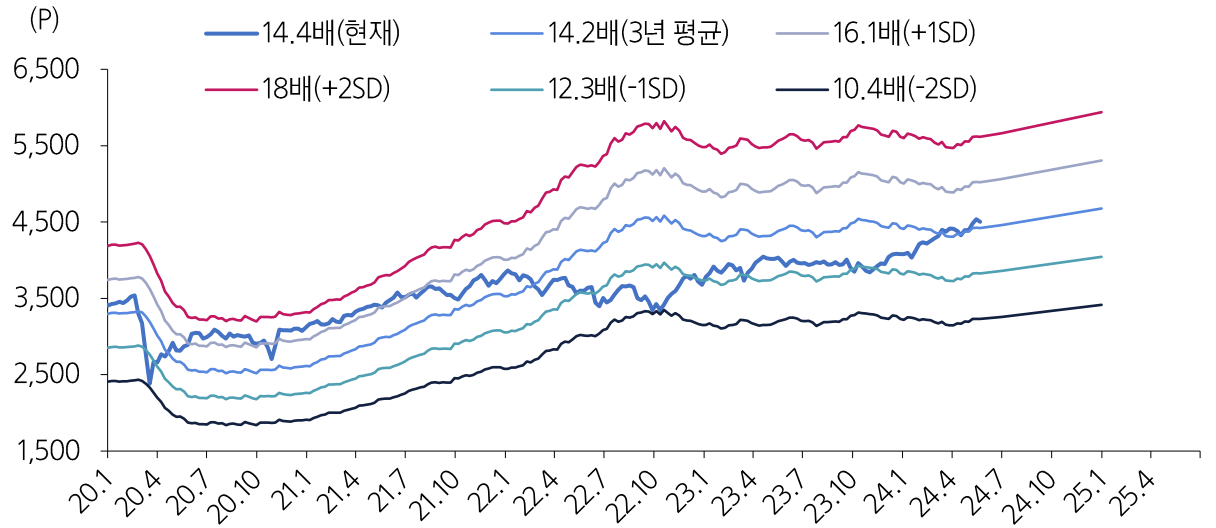
- ECB의 완화적 통화정책 시작이 연준보다 빠를 것으로 전망(6월 vs. 9월)되며, 완화 강도도 미국 보다 강할 것으로 예상
- 한편 미국 대선 시즌에는 높아져 있는 유럽 기업의 미국 의존도와 유로존의 대미 수출 의존도 등을 고려하면 미국 통상 정책의 타격이 클 것
- 3분기 미국 대비 상대 매력도는 높을 것으로 예상되나 4분기 조정 폭도 미국 대비 클 것
- 상단은 3분기 평균치 12MF EPS 317유로, 12MF PER은 16.1배(3년 평균치의 +1표준편차 수준)를 적용한 5,050pt
하단은 연말 12MF EPS인 273유로, 12MF PER은 13.3배(2023년 이후 평균치)를 적용한 4,400pt

EUROSTOXX50의 월간 수익률 요인 분석



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

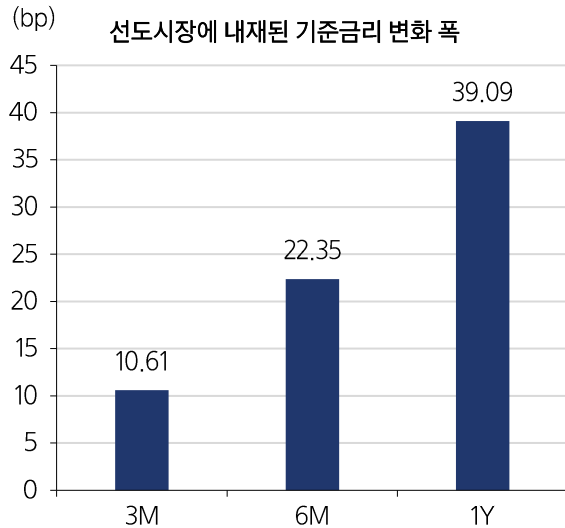
EUROSTOXX50 PER BAND: 4,400~5,060pt (5월 26일 기준: 5,035pt)



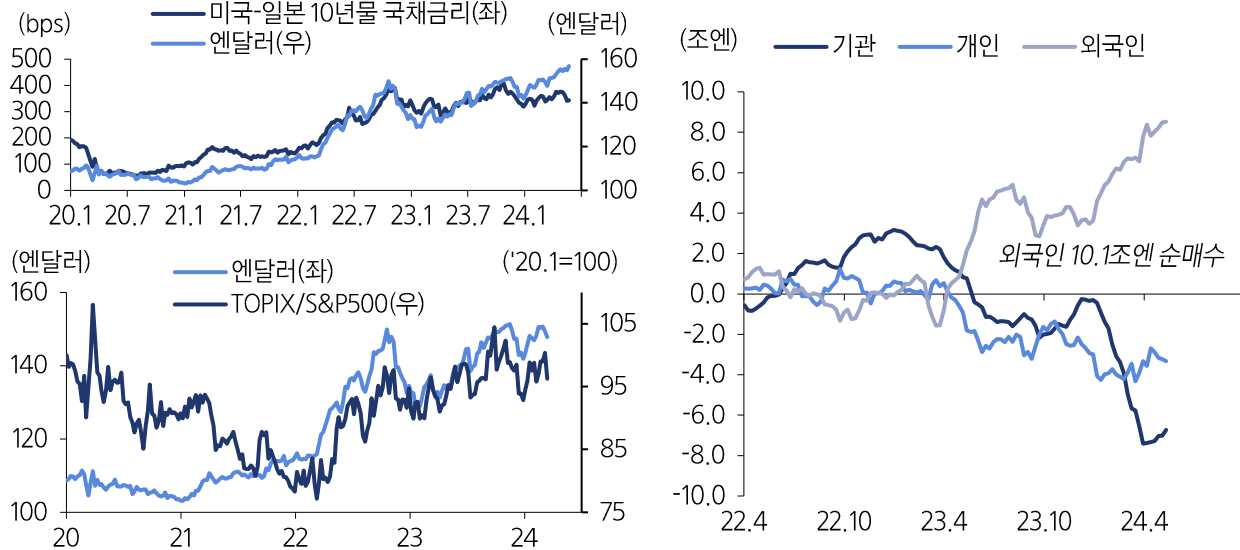
타 선진국과의 디커플링적 통화정책은 밸류에이션 확장 국면에 상승 강도 약화 요인

- 일본 중앙은행은 장기 디플레 국면에서 탈피하는 과정에서 타 선진국과는 다르게 긴축적 통화정책을 단행할 것
- 동 과정에서 대미 금리차는 축소될 것으로 예상되어 엔화 약세 기조는 둔화될 것: BOJ의 엔화 안정화를 위한 구두개입도 지속될 것
- 엔화 약세 기조 둔화는 미국 대비 상대 성과 부진으로 이어질 것
- 일본 주식시장의 상대적 매력 약화 및 엔화 약세 둔화는 최근 10.1조엔 순매수한 외국인 차익실현 욕구를 자극할 전망
- 타 선진국과의 디커플링적 통화정책은 밸류에이션 확장이 예상되는 3분기에 상대 수익률 저조로 이어질 것으로 예상

타 선진국과는 다른 긴축적 통화정책 예상



엔저 기조 약화 = 日 주식시장의 상대적 매력도 약화 : 외국인의 차익실현 매물 출회 가능



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

일본 주식시장 전망

내수 시장은 둔화 + 수출 증가율 상단 제한 = 이익 성장 여력 축소

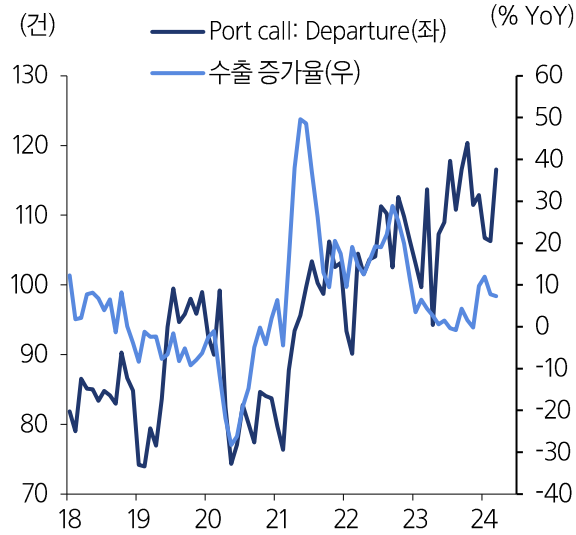
일본의 실질임금 상승 둔화로 내수시장 및 엔저에 따른 수출 증가율 둔화 등은 이익 성장 여력을 축소

- 일본은 올해 춘투 임금협상 과정에서 높은 임금 증가율을 기록했으나 실질임금 상승세가 뚜렷하지 않아 내수시장 활성화는 부재
- 한편 수출 증가율은 엔저효과에 힘입어 2023년 하반기를 저점을 반등했으나, 최근 포트콜 흐름을 고려하면 증가율의 추가 상승은 어려울 전망
- 한편 일본 기업의 이익성장률은 한자릿수로 타 선진국 대비 낮은 수준이라는 점도 고려해야

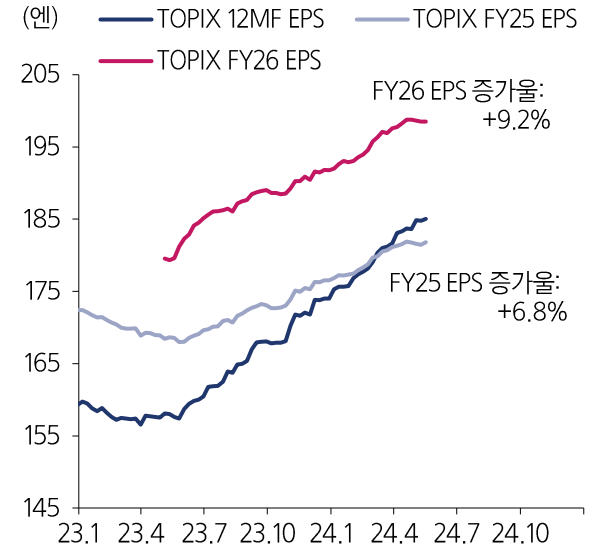
소매판매는 지속 하락



포트콜 증가에도 수출 증가세는 약해



FY26(25.3~26.3)의 이익 하향 조정 가능성



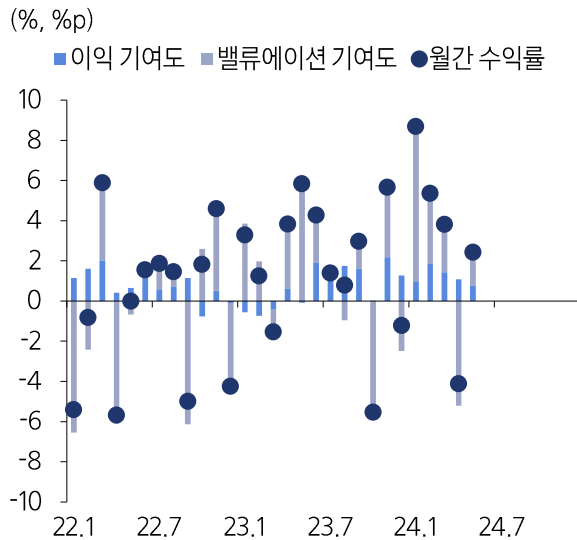
자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

일본 주식시장 전망 타 선진국 주식시장 대비 밸류에이션 및 이익 기여도 확대 여력이 낮아 중립 의견

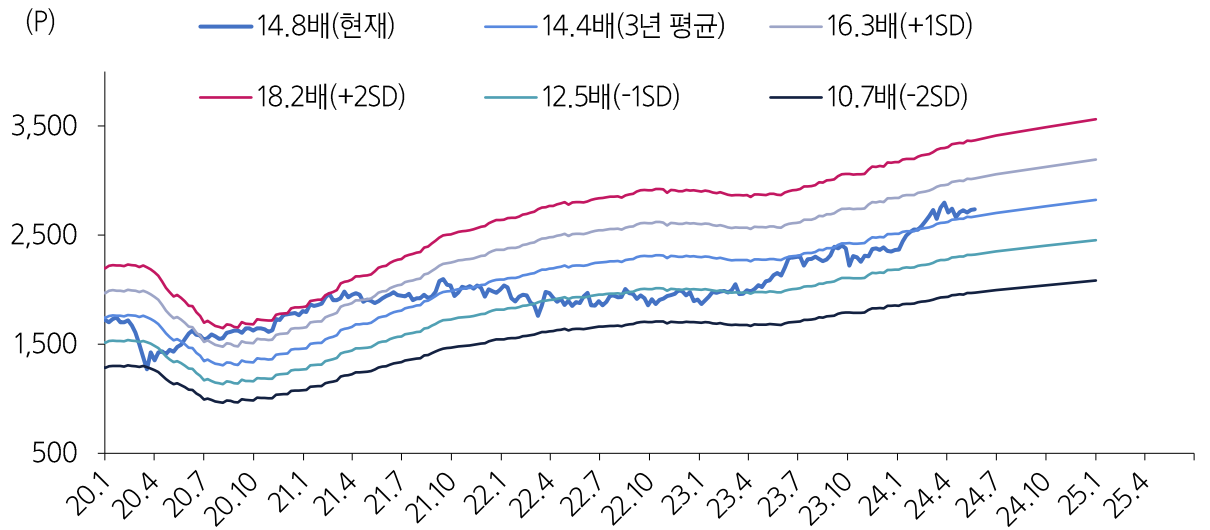
할인율 하락 여력 축소 및 수급 변동성 확대 등 주식시장의 매력도가 낮아질 전망

- 일본의 통화정책과 환율 흐름을 고려하면 할인율 하락 여력 축소 및 수급 변동성 확대가 예상되고 있어 일본 주식시장의 저조한 성과로 이어질 것
- FY26 증가율이 9.2%라는 점을 고려 CY2024 3Q EPS는 194.3엔으로 추정, 12MF PER 3년 평균치인 14.4배를 적용한 2,850pt를 상단으로 제시
CY2024말 기준 EPS인 194.3엔과 기간 조정장세였던 22년 상반기 밸류에이션인 12.5배를 적용한 2,490pt를 하단으로 제시
- 3개월 투자의견은 주가지수의 상단이 막혀있다는 점에서 중립의견 제시

TOPIX의 월간 수익률 요인 분석



TOPIX지수 PER 밴드: 2,490~2,850pt (5월 27일 기준: 2,766pt)

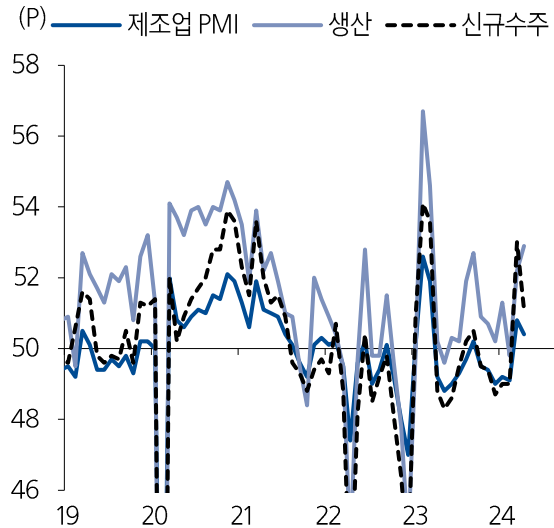


자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

중국의 소프트/하드 데이터 반등이 확인되고 있는 가운데 기업 이익 반등 여부에 관심

- 제조업 PMI는 50pt를 상회하며 확장국면에 위치: IT제품 중심의 제조업 재고 반등 조짐이 제조업センチ먼트에 긍정적으로 작용
- 한편 중국 기업이익은 2023년 2분기 이후 지속 하향 조정 중: 제조업センチ먼트 강화가 이익 반등으로 이어질 수 있다는 기대감 상승

제조업 PMI는 반등

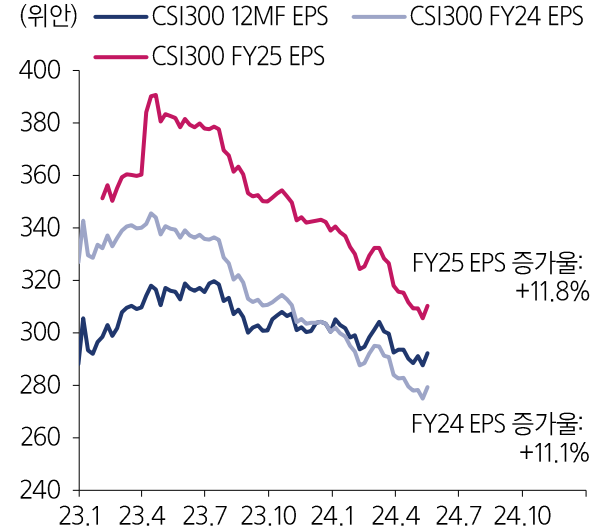


자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

중국 제조업재고는 바닥을 다지고 있어



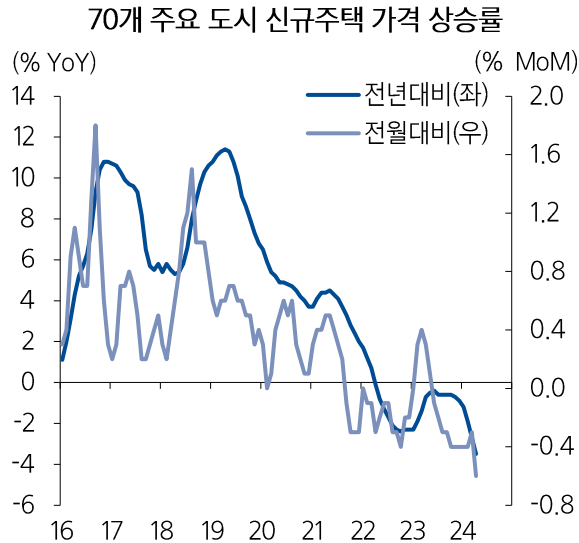
CSI300지수의 연간 기업이익 증가율



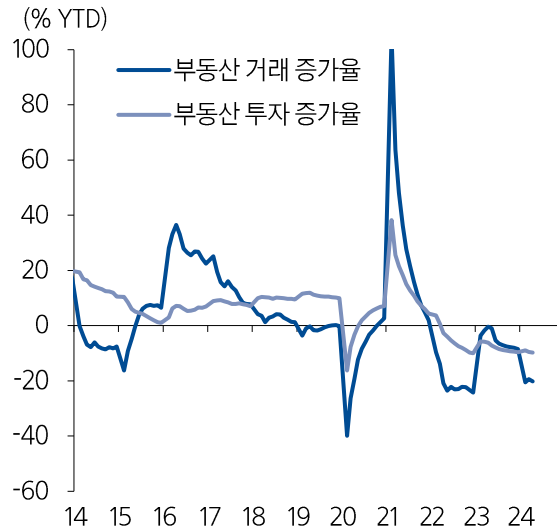
중국의 장기 침체 요인인 부동산 지표는 정부의 강력한 부양책에도 회복 시그널이 부재

- 중국 장기 경기 둔화에 대한 우려감은 부동산 지표의 부진에 기인: 부동산 시장 악화가 소비 심리 악화 및 투자 위축으로 이어지기 때문
- 중국 정부는 '공동부유'를 골자로 하는 부동산 정책을 단행함에 따라 부동산 거래/투자/건설 등의 지표는 지속 악화
- 특히 디레버리징 정책은 중국 아파트 재고 증가로 이어졌음
- 부동산 시장 활성화를 위한 다양한 정책이 발표된 가운데 최근 중국 정부는 부양책의 최종점이라고 할 수 있는 직접 매수를 선택
- 동 정책의 실효성이나 확산성이 확인되기까지는 시간이 필요하다고 판단

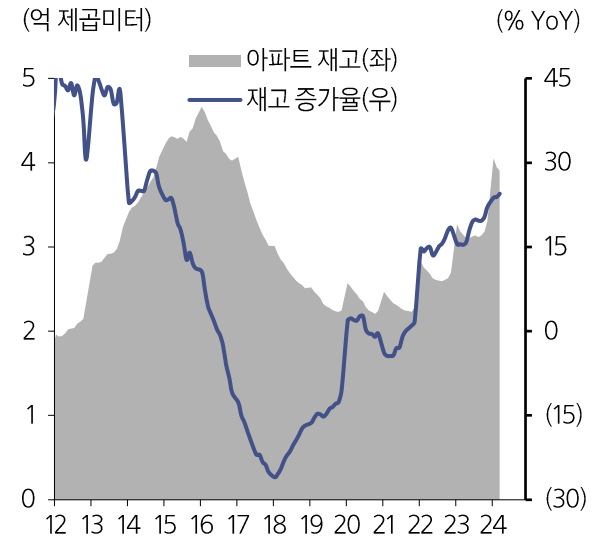
부동산 시장은 아직도 상황이 좋지 않음



부동산 거래 및 투자 증가율



디레버리징 정책으로 아파트 재고 증가

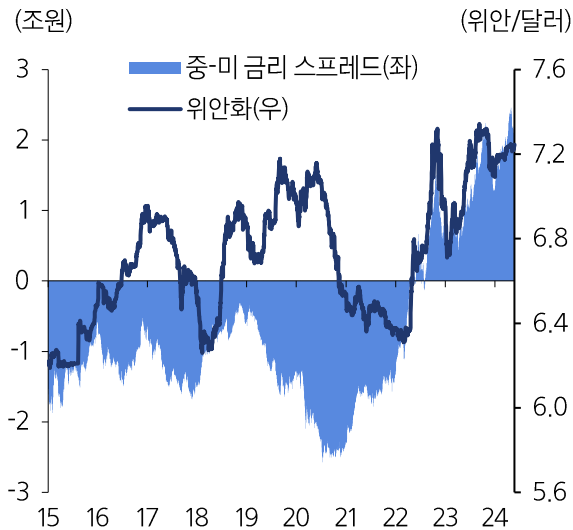


자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

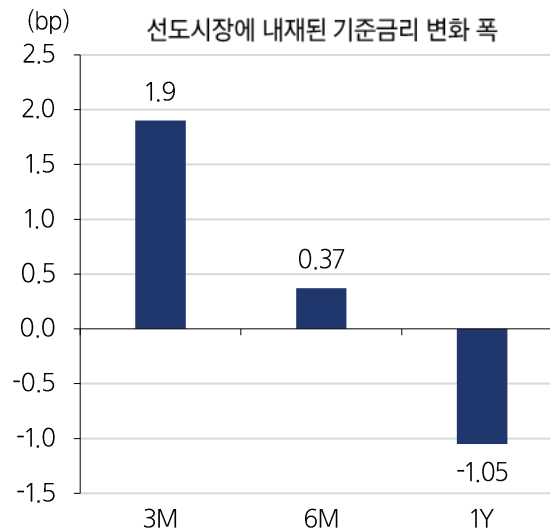
통화정책 여력도 크지 않으며 시장 유동성 공급 효율성도 낮음: 재정정책을 통한 부양책에 시장은 반응할 것

- 하반기 중국정부는 통화정책보다는 재정정책에 집중할 가능성이 높음: 최근 대미 금리 스프레드 확대로 환율 부담이 커졌기 때문
- 선도시장에 내재된 기준금리 변화 폭도 현재 경제상황과는 다른 게 보합권
- 효과적인 재정정책이 부재하고 통화정책의 여력도 크지 않아 현재 시장에 풀어진 유동성도 기대치보다 적음
- 최근 악화되고 있는 신용자극지수가 반등하기 전까지는 중국 주식시장의 추가 상승여력은 크지 않다고 판단

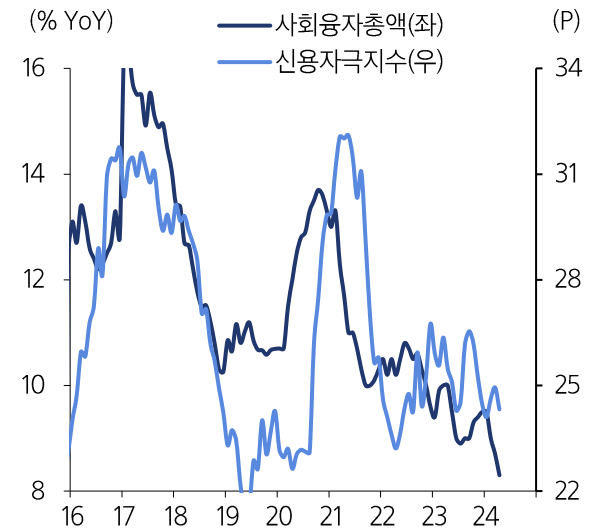
미중 금리 스프레드 사상 최고치



中 인민은행의 통화정책 변화 기대감 낮아



사회용자총액 및 신용자극 지수

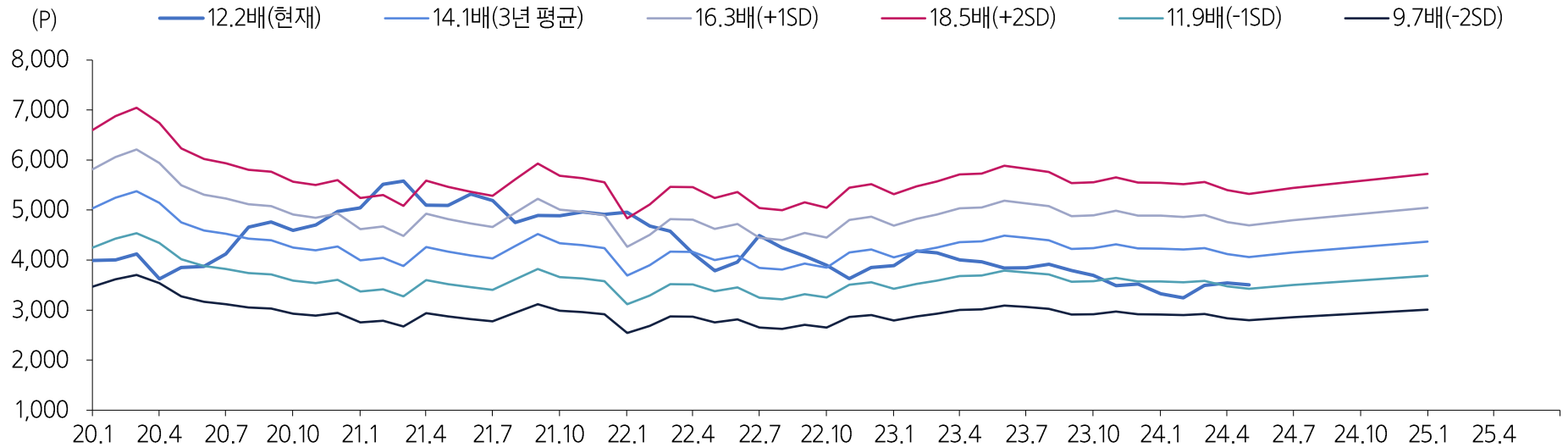


자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

주식시장의 밸류에이션 추가 확장이 나타나기는 어려워: 4분기 미국 대선시즌에 지수 조정 예상

- 3분기 제조업 및 부동산시장 회복 강도 확인하는 과정에서 좁은 박스권 예상.
7월 정치국 회의를 앞두고 반등 가능하나 정책 실망감에 조정세가 나타날 것: 미국 대선 후보의 대중 정책 언급 시마다 가격 조정도 염두
- 4분기 정책 모멘텀 약화, 미국 대선 전후 변동성 확대로 지수 조정이 나타날 가능성이 높음
- 상단은 3분기 12MF EPS 307위안(3Q24전망치에서 5% 상향), 12MF PER은 12.4배(부양책 고려 3년 평균치의 -1표준편차 소폭 상회)를 적용한 3,800pt
하단은 연말 12MF EPS인 310위안, 12MF PER은 11배(2024년 상반기 평균 PER)를 적용한 3,400pt
- 3개월 투자의견으로 대선을 앞둔 미중 갈등 여론전, 경기 부양책 의구심 등을 고려 UW의견 유지

CSI300 PER 밴드: 3,400~3,800pt (5월 27일 기준: 3,635pt)



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

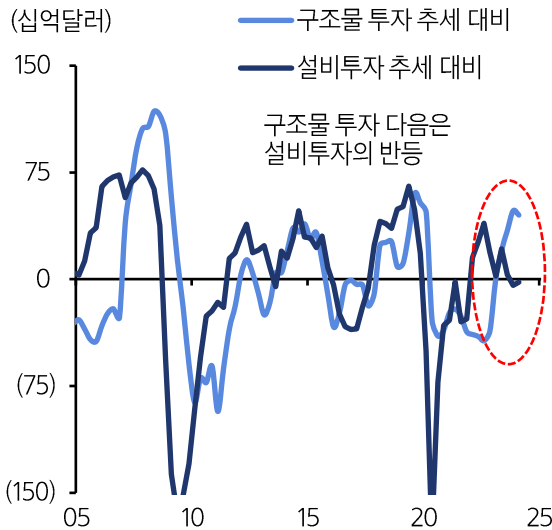
03

국가별 주식시장 전망(국내)

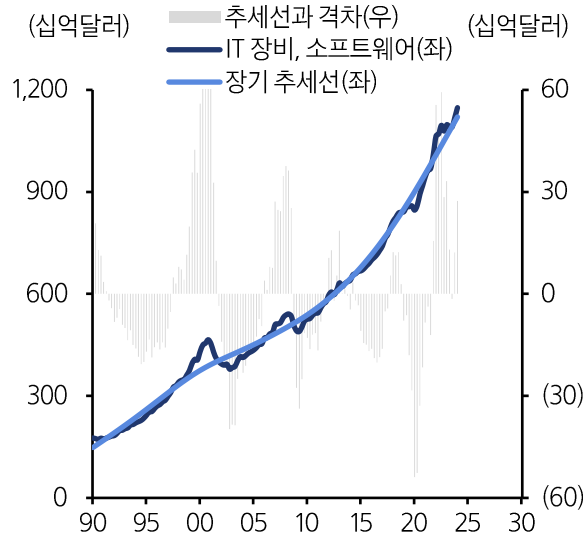
미국의 설비투자 및 중국의 반도체 수요 증가 등은 한국의 수출 경기를 지지하는 요인

- 바이든 정부의 미국의 제조업 헤게모니 변화에 있어 한국의 미국향 수출은 구조적으로 늘어나: 미국 향 수출 주도 품목인 기계, AI반도체에 관심
- 건설투자 사이클 피크 우려에도 설비투자가 이어질 것으로 예상되기 때문에 한국의 대미 통상 위치 및 핵심 밸류체인 경쟁력은 유지될 것
- 한편 중국향 수출은 축소되었으나 서버교체용 반도체를 중심으로 수출 증가세가 나타난다는 점도 한국 수출에 긍정적 요인

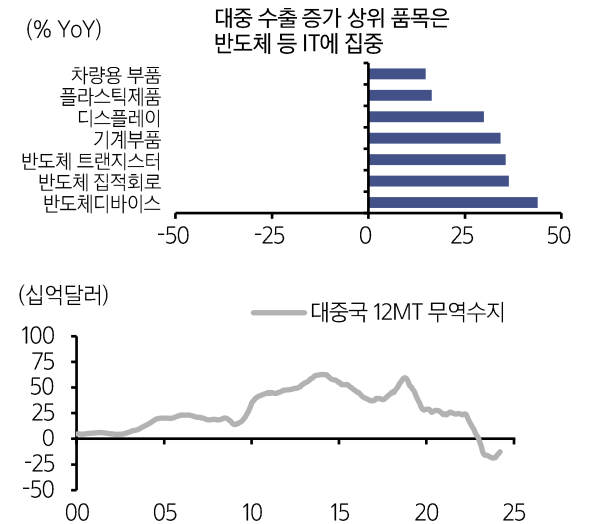
미국 설비투자 증가가 예상되는 미국



미국 설비투자 증가의 수혜가 예상



中 반도체 수요 증가 수혜

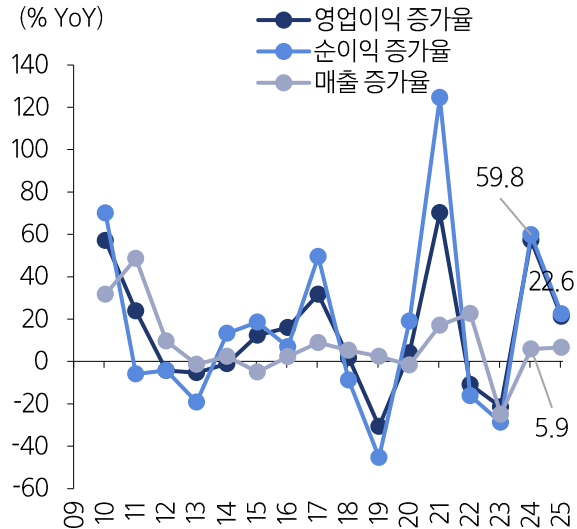


자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

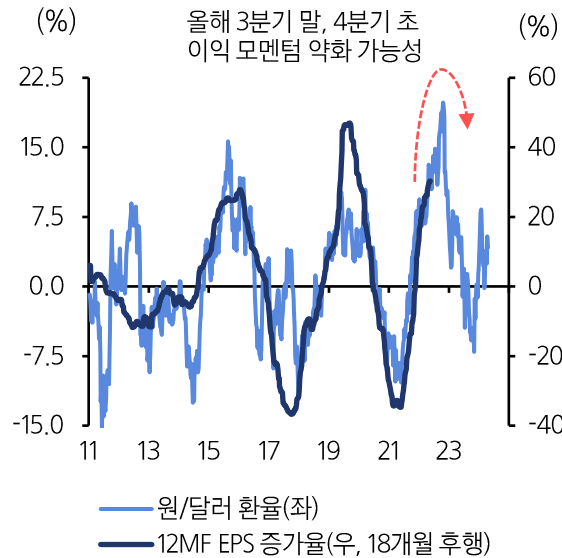
원화 약세 기조로 한국의 이익 모멘텀이 3분기말/4분기초 약화될 가능성 염두

- 한편 12MF EPS는 환율과 시차를 두고 궤를 같이하고 있는데, 이 시차를 고려하면 3분기 초중반 이후 반락 가능
- 환율은 EPS 수준보다는 모멘텀에 영향을 미친다는 점에 주목: 높은 EPS 수준은 유지될 것으로 예상되나 4분기 이익 모멘텀 약화도 고려해야
- 한편 원화 약세는 외국인 투자자의 차익실현 욕구를 자극할 수 있다는 점도 경계해야

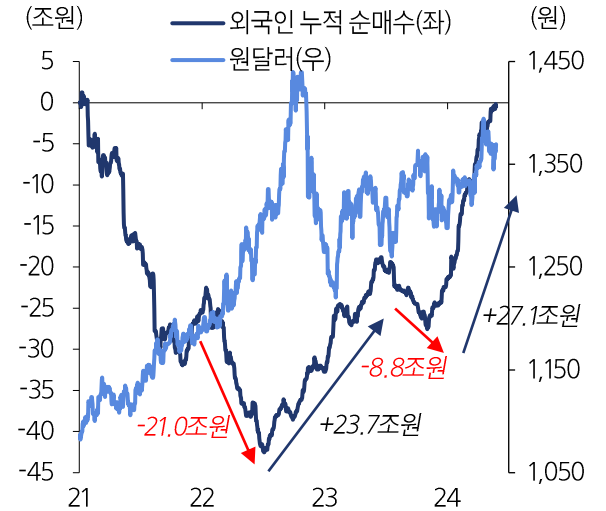
연간 EPS 증가율 추이



12개월 선행 EPS 증가율 VS 환율



원화약세에 따른 외국인 차익실현은 주의



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

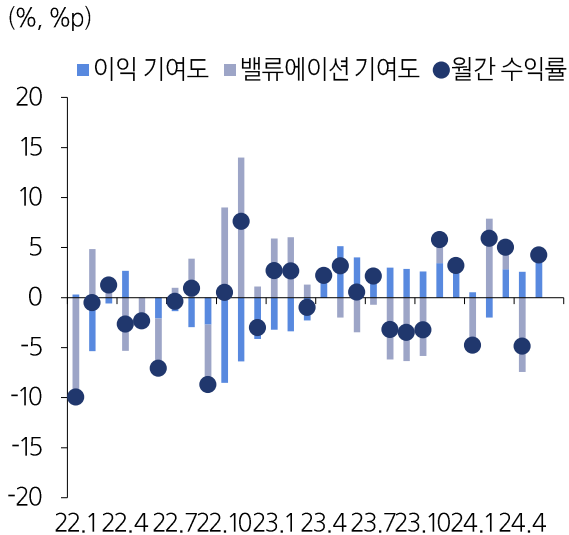
한국 주식시장 전망

3분기 반등, 4분기 조정 예상: 3개월 OW의견 상향 조정

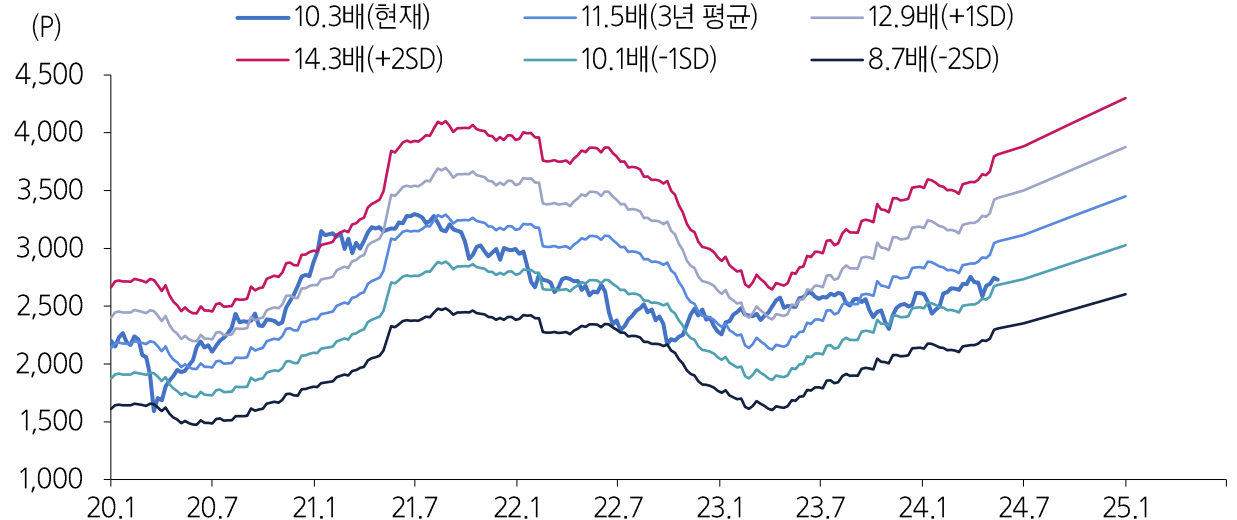
3분기 밸류에이션 확장세는 지속될 것: 2024년 하반기 밴드로 KOSPI 2,550~3,100pt 제시

- 3분기 실적 개선 확인, 제조업 재고 업사이클 지속, 미국향 수출 증가 및 중국향 반도체 수출 증가, 한은 기준금리 인하 등은 밸류에이션 확장 요인
- 4분기 실적 모멘텀 둔화, 미국 대선시즌 정책 불확실성, 미국 중심의 글로벌 경기 둔화 우려 등은 경계
- 하반기 코스피 밴드로 2,550~3,100pt 제시하며 3분기 고점 예상
- 상단은 3분기 12MF EPS 275(3Q24 전망치 평균), 12MF PER은 11.5배(3년 평균치)를 적용한 3,100pt
하단은 연말 12MF BPS인 2,770, 12MF PBR은 0.91배(2022년 이후 하단 지지선)를 적용한 2,550pt

KOSPI의 월간 수익률 요인 분석



코스피 PER BAND: 2,550~3,100pt (5월 27일 기준: 2,723pt)



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

03

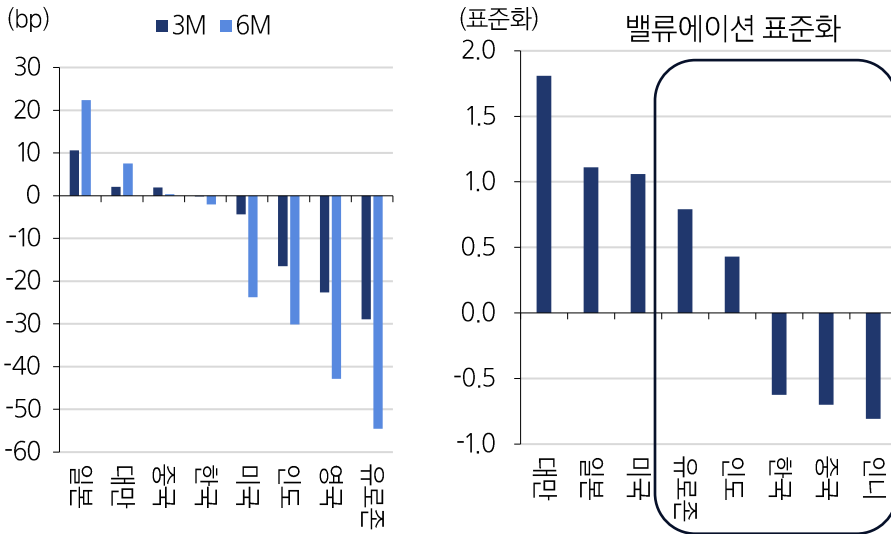
주식 투자전략

2024년 하반기 투자전략 ① 금리 인하 차별화에 따른 키 맞추기: 실적 개선이 뚜렷한 국가에 집중

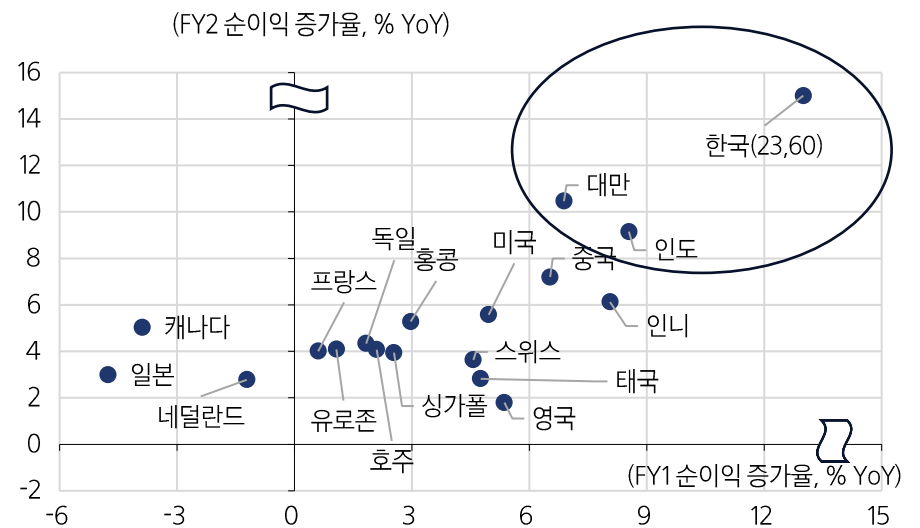
미국이 쉬어갈 때는 밸류에이션 매력도와 이익성장이 부각되는 국가의 지수 키 맞추기 전망

- 미국의 완화적 통화정책 시행 시, 고용 연락처에 따른 경기 하향조정세가 나타날 수 있음: 미국 외 국가의 주가 키 맞추기가 나타날 가능성
- 통화정책 다변화로 통화정책 완화시기/강도에 따라 미국 주식시장 대비 상대적으로 저조한 수익률을 기록했던 국가의 상대적 강세 예상
- 표준화된 밸류에이션 기준 미국 대비 유로존, 인도, 한국, 중국, 인니 등의 밸류에이션 매력도는 높아
- 밸류에이션 매력이 부각될 수 있는 국가중에서도 이익 성장이 뚜렷한 국가를 선별: 한국, 인도, 인니, 유로존에 대한 긍정적 시각 유지

통화정책 다변화: 밸류에이션 매력도가 부각되는 국가에 집중



밸류에이션 매력 부각 국가 중 이익 성장이 뚜렷한 국가를 선별해야



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

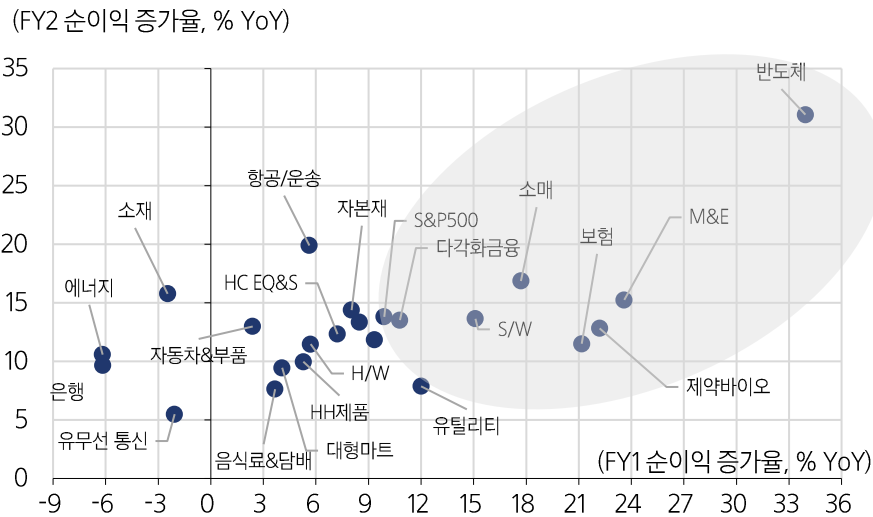
미국 선호 섹터

IT/통신서비스/산업재/금융

3분기 밸류에이션 확장국면에서 이익성장과 투자 여력이 뚜렷한 섹터의 초과성과가 기대

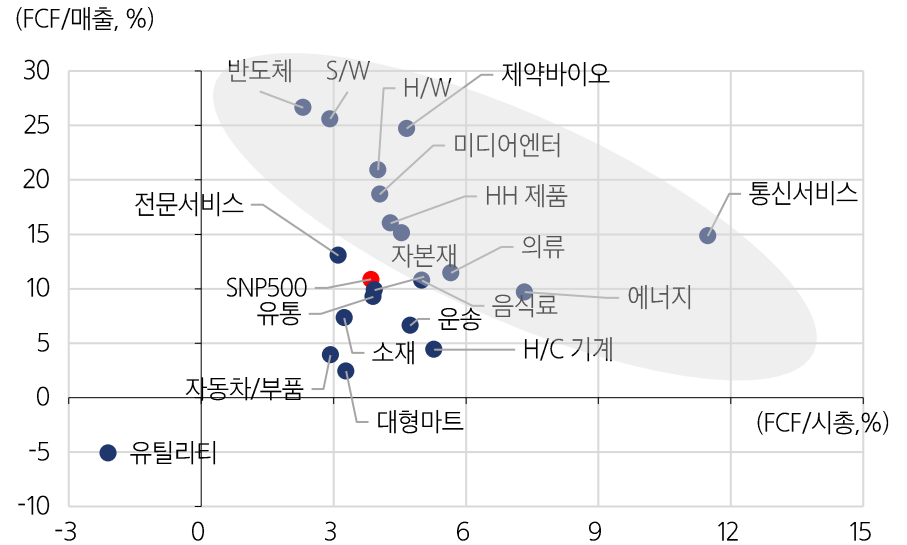
- 3분기 미국 주식시장의 상승이 예상되는 가운데 이익 성장과 투자 여력이 충분한 섹터의 초과 성과가 기대
- 반도체, 통신서비스, 산업재, 금융 섹터에 대한 긍정적 시각 유지

2024년 및 2025년 S&P500 섹터별 이익 증가율



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

업종별 투자 여력: IT, 통신서비스, 산업재, 금융 등이 우위



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

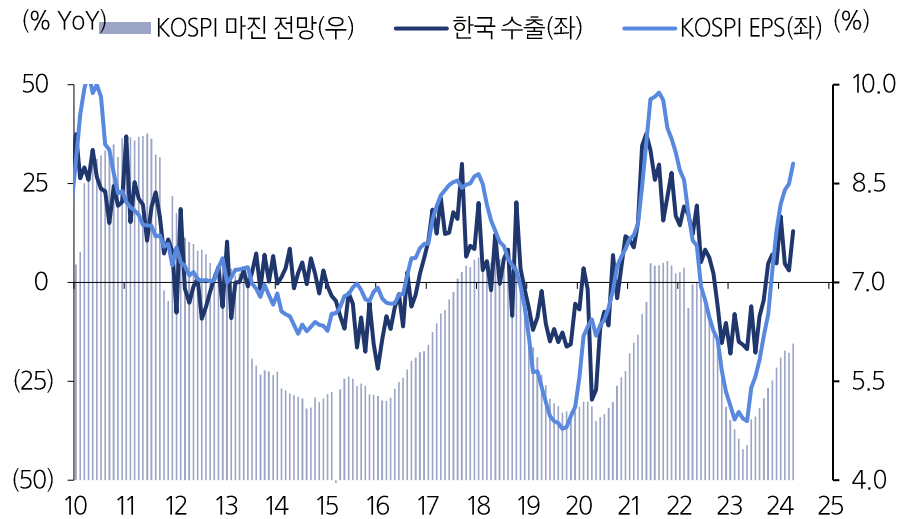
한국 선호 섹터

반도체, 조선, IT 하드웨어 등이 한국 유망 섹터

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

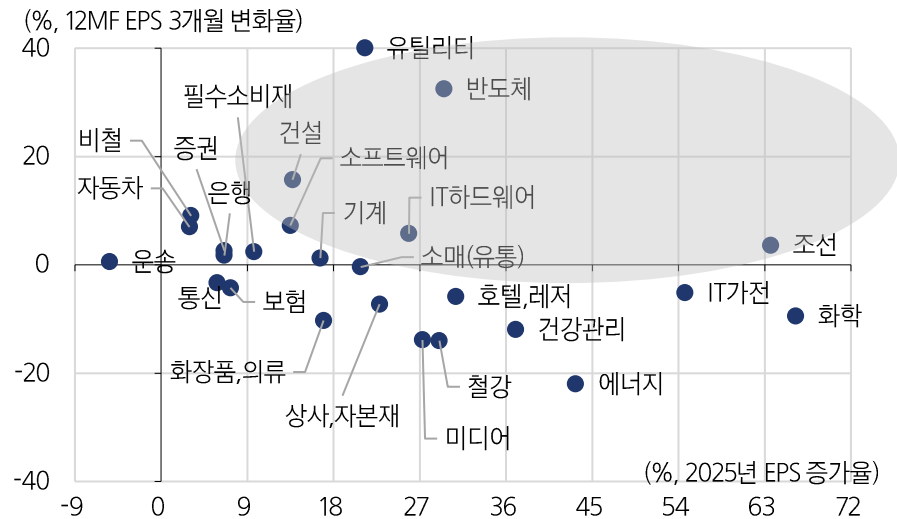
- 한국 이익 모멘텀 정점은 수출 증가율과 일치: 작년 4분기 수출 기저 고려시 수출과 이익 정점은 3분기말/4분기초 로 추정
- 이익 모멘텀은 3분기까지 유질 될 것으로 예상되는 가운데 이익 모멘텀이 강한 업종을 선별하는 전략 유효
- 2025년 이익 증가율 및 최근 변화율(12개월 선행 EPS 3개월 변화율) 상위 업종일수록 이익 모멘텀 강화 신뢰도가 높을 것
- 반도체, 조선, 유틸리티, IT 하드웨어 등을 유망섹터로 선별

한국은 수출 증가에 힘입어 실적 장세가 나타날 전망



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

실적 장세에서는 이익 증가 및 상향조정 되는 섹터에 집중



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

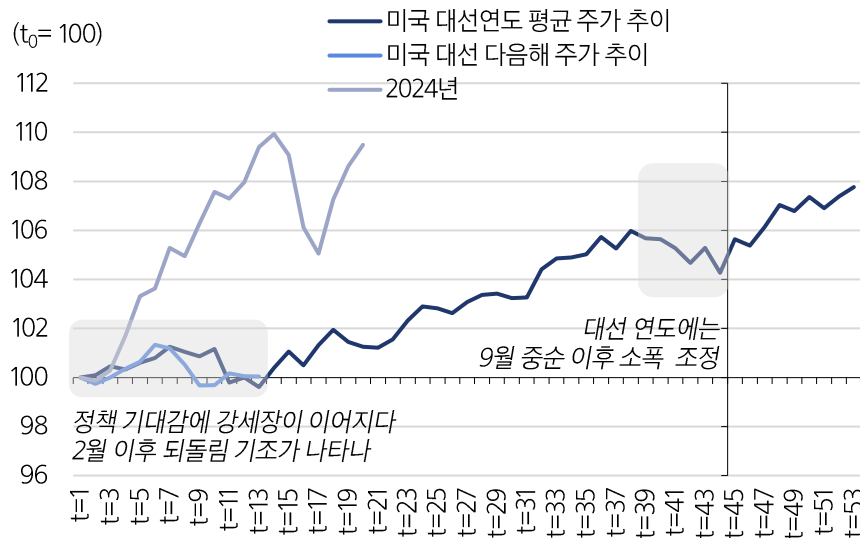
2024년 하반기 투자전략 ②

경기 및 대선 불확실성에 대비할 필요

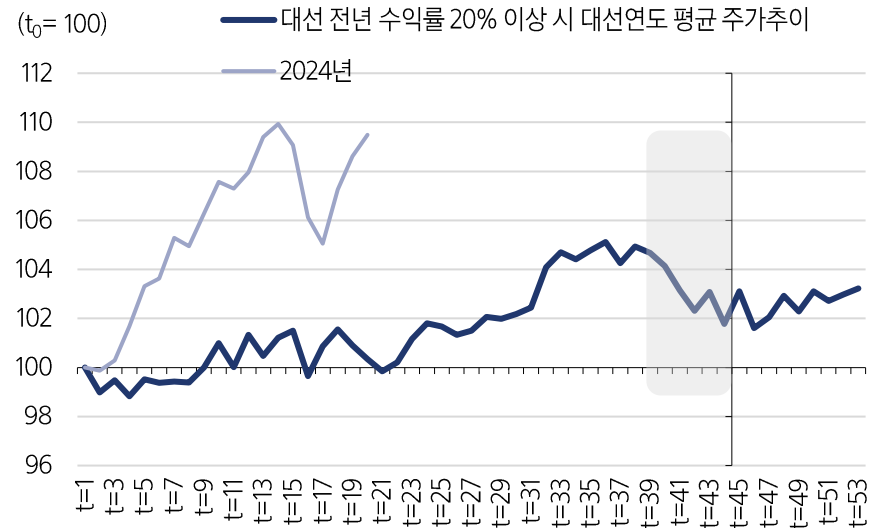
대선에 가까워질 수록 주가 조정세가 나타날 수 있으나, 그 기간은 길지 않을 전망

- 대선연도에는 일반적으로 정책에 대한 기대감에 우상향세를 지속
- 대선 2~3개월전부터는 공약 및 정책 불확실성으로 주가 변동성이 확대
- 과거 대선 전년 수익률이 20% 이상일 시 대선 연도의 주가 변동성은 높지 않음
- 미국 주식시장은 빅테크 강세에 힘입어 높은 상승률 기록. 대선에 가까워질 수록 주가 조정세가 나타날 수 있으나, 그 기간은 길지 않을 전망

과거 미국 대선연도에는 대선일 기준 2개월 전부터 변동성 확대: 대선 전년 수익률이 20% 이상일 시 대선 연도 주가 변동성은 높지 않았음



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

바이든 당선 시 정책 기조는 1기와 비슷할 가능성이 높음

- 바이든 대통령의 재임 시나리오에서는 CHIPS, IRA, IJIA 등의 주요 정책의 시계열은 8년이기 때문에 2기 정책 기조가 유지될 가능성이 높음
- 동맹/파트너국의 역할을 강조, 친환경정책 기조 지속, 중국과의 하이테크 산업 디커플링 등이 주요 기조일 전망
- 산업별로는 반도체, 자동차(하이브리드), 헬스케어 등이 산업 육성 정책의 수혜를 받을 전망

바이든 주요 이슈 및 공약/입장

주요 이슈	바이든 공약
대중국 전략	[디리스크] 저가 공상품 수입 혜택 + 기술경쟁 우위 - 대중 현행 관세 유지 - 공급망 전환·안정화 우선 - 수출통제 강화(첨단분야 한정, 동맹 동참)
공급망 정책	[온쇼어링 + 프랜쇼어링] 동맹/파트너국 역할 증대
통상 정책	[동맹국 중심의 다자간무역] 인도태평양 파트너십 확대
환경정책	[탈탄소] 기후변화 적극 대응
제조업 보조금	[생산] CHIP 보조금 확대 및 IRA 생산 인센티브 유지 [소비] IRA 전기차 보조금 유지 및 인프라 투자 확대
외교 및 안보	[국제주의 및 동맹 연계 협력] 중국 및 러시아 견제 - 러·우 전쟁 장기 지속 - 우크라이나 NATO 편입

바이든 재집권 시 주요 산업별 영향

산업	수출입	투자
반도체	대중국 수출 감소	보조금 지급으로 투자 추가 확대
자동차	현행 자동차 관세 유지 이차전지 현지 생산 확대	하이브리드 관련 투자 확대 IRA 보조금 현행 유지
철강	CBAM, GSSA 등에 대한 비관세 장벽 강화	친환경 정책 강화
화학	비관세 장벽 점진적 강화	친환경 정책 강화
헬스케어	중국 견제 기조 지속	대미 제조 투자 확대
방위산업	방위비 분담 인상폭 제한 군비 증강 추세로 수요 증가	-

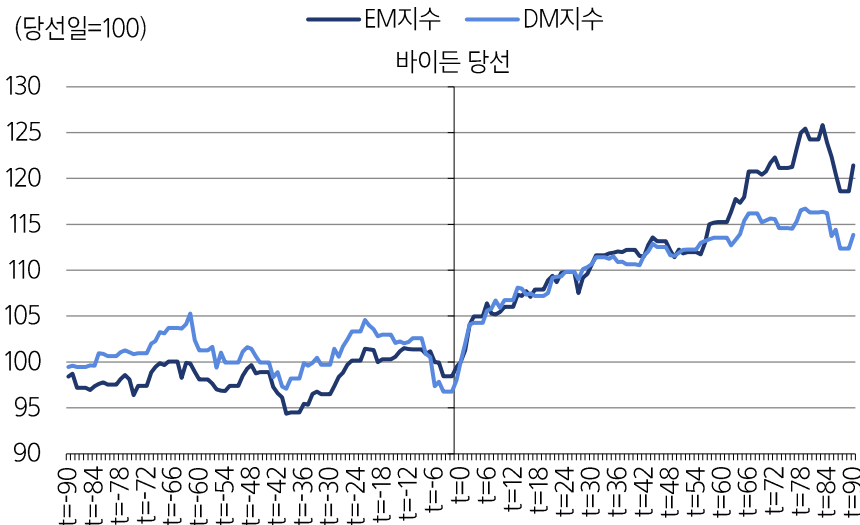
주: CBAM는 탄소국경세, GSSA는 지속가능 철강·알루미늄
자료: 산업연구원, 삼성자산운용 투자리서치센터

자료: 산업연구원, 삼성자산운용 투자리서치센터

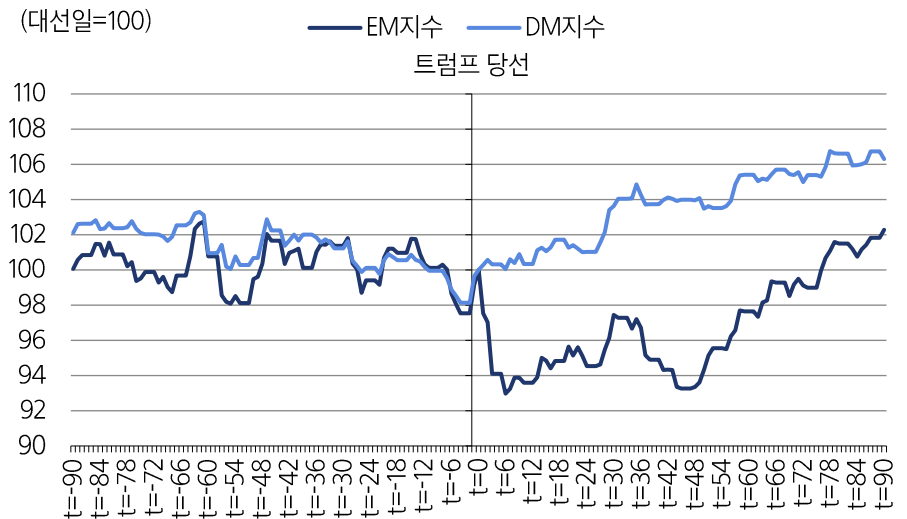
트럼프 당선은 EM과 DM의 디커플링으로 이어진다는 점에서 주식시장에 미치는 임팩트는 더 클 것

- '20년 당시 바이든 당선 전까지 정책 불확실성에 선진국과 신흥국 주식시장의 변동성이 확대되는 모습: 이후 정책 기대감에 우상향세가 나타남
- 2016년은 바이든 당선 당시와는 다른 양상을 보임: 트럼프 당선 이후 선진국과 신흥국의 디커플링이 나타남
- 공급망 재개편 정책으로 신흥국이 타격을 입을 것이라는 우려감이 반영되었기 때문
- 공약과 정책을 고려하면 바이든과 트럼프 당선 시나리오에서는 트럼프의 당선이 주식시장에 미치는 영향이 더 클 전망

DM-EM 디커플링, 주가 조정 강도 등을 고려하면 트럼프 당선이 주식시장에 미치는 임팩트가 더 클 것: 트럼프 당선 시나리오 심층 분석 이유



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

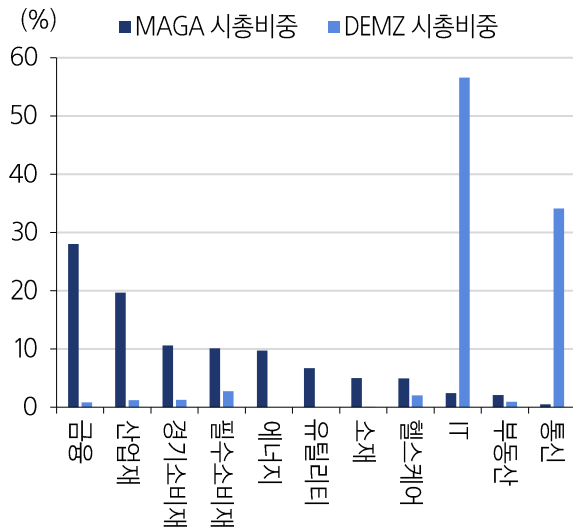


자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

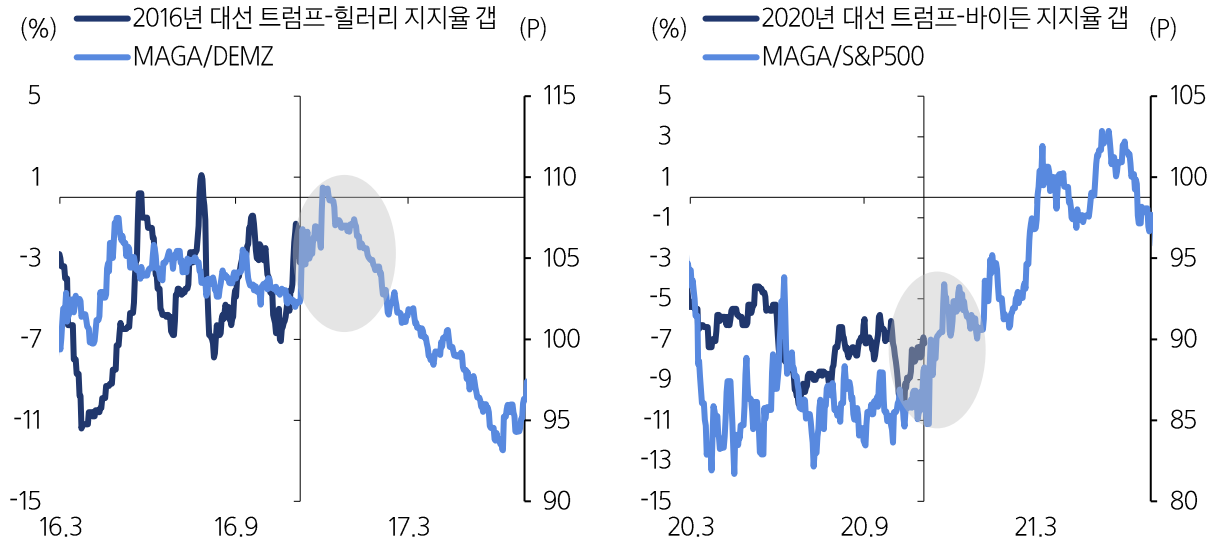
공화당 관련주는 대선 경합국면에서 트럼프의 지지율과 동행, 대선 이후 단기적으로 상승세 전망

- 기업 임직원이 공화당 후보를 적극 지지하는 기업으로 구성된 MAGA ETF는 금융, 산업재, 에너지 등의 섹터 비중이 높음
- MAGA와 유사하게 임직원이 민주당 후보를 적극 적으로 지원하는 DEMZ ETF는 IT, 통신서비스 비중이 높음
- 2016년과 2020년 대선 사례로 보아, MAGA와 DEMZ의 상대지수는 대선 후보의 지지율에 따라 움직이는 모습
- 한편 대선 결과가 나온 이후, 누가 대선에서 승리함과 상관없이 MAGA가 아웃퍼폼하며 지수 상승을 견인: 이번 대선에도 비슷한 흐름 전망

MAGA지수 시총 비중



'16년과 '20년 트럼프 지지율 및 MAGA지수: 트럼프 당선 여부와 상관없이 MAGA는 강세

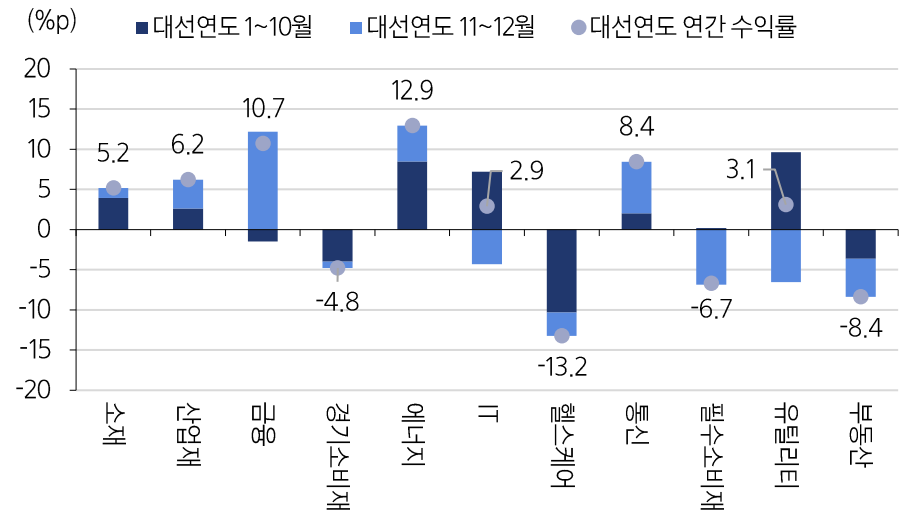
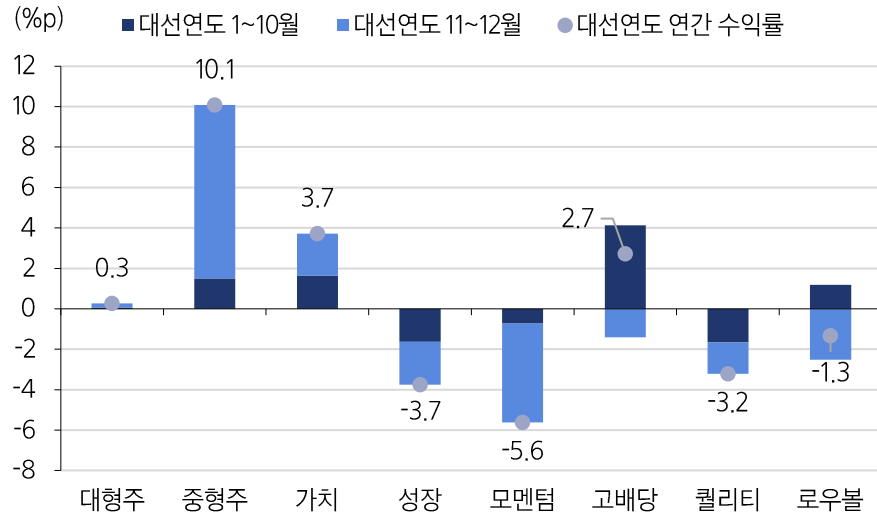


주: 2024년 5월 10일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

대선 경합과정에서 중형주 중심의 가치주가 아웃퍼폼

- 1~10월까지의 고배당/로우볼 스타일이 아웃퍼폼, 이후 중형주 중심의 가치주가 초과성과 기록
- 섹터별로는 1~10월까지 누적 수익률 기준 소재, 산업재, 에너지, 유틸리티 등 인플레이 관련 섹터와 기술주가 아웃퍼폼
- 11~12월에는 작은 정부 기대감에 금융, 통신 등이 초과성적을 기록했으나, 1~10월 강세를 나타냈던 IT, 유틸리티 등은 언더퍼폼

2016년 대선연도 수익률



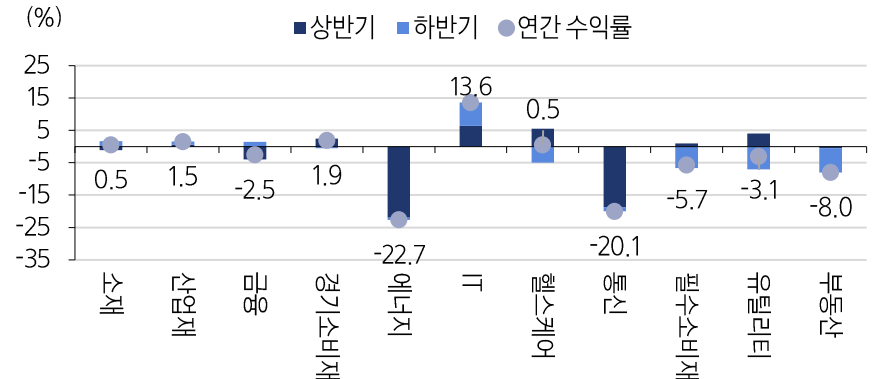
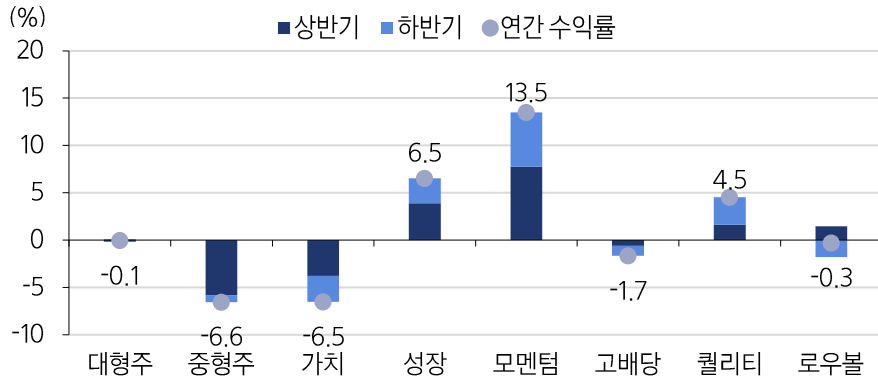
자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 주식시장

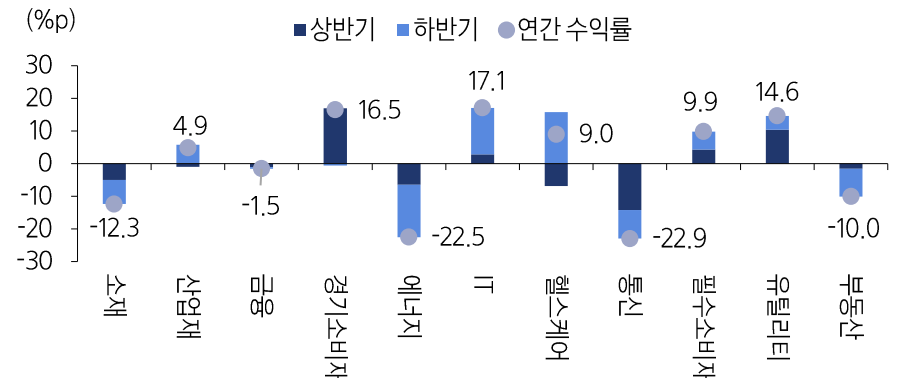
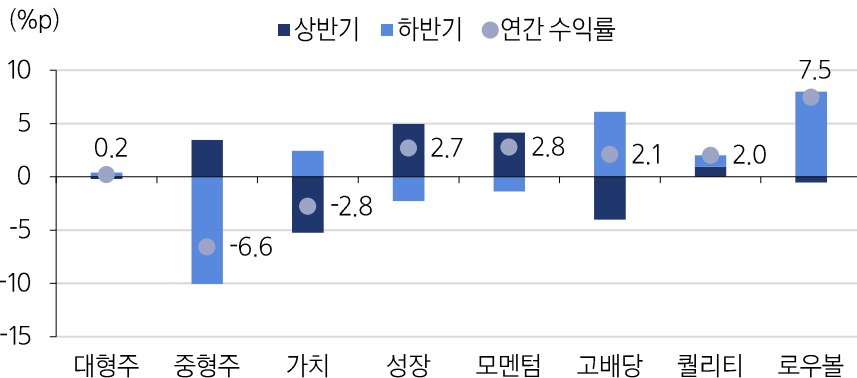
과거 대선 이후 섹터별 수익률

작은 정부 기대감 국면에는 모멘텀성격의 IT가, 무역갈등 심화 국면에서는 내수주와 기술주가 초과성과 기록

대선 다음해인 2017년은 작은 정부 기대감에 모멘텀/퀄리티 스타일이 초과 수익률 기록: 섹터별로는 IT, 헬스케어 등이 강세



2018년 3월부터 시작된 미중 갈등 심화로 대형 로우볼 스타일이 아웃퍼폼: 섹터별로는 IT, 소비재 등 내수주 및 기술주가 초과성과 기록



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

무역 갈등 피해주와 내수주의 디커플링 예상. 테크섹터는 주도주 역할을 유지할 전망

- 트럼프의 산업 육성 정책은 美 주식시장에 긍정적으로 작용할 것으로 예상되나 불확실성이 높은 외교 정책에 따른 변동성 확대는 염두할 필요
- 저유가 선호 정책은 에너지 산업에 중장기적으로 부정적이지만 원유 시추를 위한 연방 정부 소유 토지 리스 제한 해제가 업스트림단에서 수혜
- 미중 무역갈등 심화에 따른 무역량 감소로 화학, 운송, 상사 등이, IRA 폐지로 신재생 에너지 등은 부정적
- 내수주(필수소비재, 금융, 건설)가 트럼프 정책의 수혜 예상
- 트럼프가 반도체 공장 건설에 적극적이라는 점에서 테크섹터는 정권변경과 관련없이 주도주 역할을 유지할 전망

AGENDA 47 중 주요 산업 정책

산업	주요 내용
에너지	- 에너지 자급자족을 위해 자국 원유/천연가스 개발 - 석탄/수력발전소, 송유관, 항만, 정유시설 등 인프라 건설 투자
인프라	- 교통/운송 혁신, 수직 이착륙 운송 수단 투자 확대 및 규제 완화 - 항공 모빌리티 기술 혁신 유도 - 전국 10개 자유도시 건설
제조업	- 경제적 소외지역에 적극적 제조업 유치
자동차	- 내연차 산업의 중심지였던 러스트벨트의 재건 - 전기차 지원 등 뉴딜 정책 중단
헬스케어	- 약가인하를 위한 바이오시밀러 도입 - 필수 의약품의 자국 생산

자료: 산업연구원, 삼성자산운용 투자리서치센터

트럼프 당선 시, 주요 산업별 영향

산업	수출입	투자
에너지	미국의 원유 생산량 확대	친환경 정책 퇴조
철강	전통적 관세 쿠퍼 강화	인프라 투자 확대에 따른 철강 제품 수요 확대
반도체	ICT 제품 고관세 유지	보조금 수혜 추가 투자 가능
자동차	추가 관세 부과 가능성 2차 전기 무역 장벽 강화	하이브리드 내연차 비중 확대 IRA 지원 규모 축소 우려
헬스케어	약가 인하(바이오시밀러 도입) 中 제품 배제 하, 내수 시장 개방	대미 제조 투자 확대
방위산업	방위비 분담 확대 러-우 전쟁 조기 종료	방산협력 후퇴 및 원자재 수급 차질

자료: 산업연구원, 삼성자산운용 투자리서치센터

결론

	이슈	전망	투자전략	
			선호 국가/ 밴드	섹터/스타일
해외	<ul style="list-style-type: none"> 경기 둔화 vs. 이익 성장 기준금리 인하 시작 시점에 따른 국가별 주식 할인율 하락 차별화 美 대선에 따른 주가 ERP 상승 	<ul style="list-style-type: none"> 美: 기준금리 인하 기대감에 3분기말 고점, 경기 및 대선 불확실성에 4분기 기간조정 예상 유: 3분기 미국보다 지수 상승 강도는 더 강할 것이나, 4분기 조정국면에서의 변동성도 미국 대비 클 것 일: 통화정책 및 수급 불확실성 확대 등 주식시장의 매력도 약화 中: 3분기 효과 불확실성에 포함, 4분기 미중 갈등으로 조정 예상 	<ul style="list-style-type: none"> 미국, 유로존, 인도, 한국 S&P500: 4,900 ~ 5,600pt 유로스톡: 4,400 ~ 5,060pt TOPIX: 2,490 ~ 2,850pt CSI300: 3,400 ~ 3,800pt 	<ul style="list-style-type: none"> 기술주, 은행, 경기민감주 3분기 퀄리티/모멘텀, 4분기 로우볼
국내	<ul style="list-style-type: none"> 실적 장세 경기 불확실성 및 미중 갈등 심화 밸류업 프로그램 영향력 	<ul style="list-style-type: none"> 이익 모멘텀이 강한 3분기말까지는 실적 장세가 이어질 전망 4분기에는 미국 대선, 제조업 사이클 정점 통과 등으로 조정 예상 	<ul style="list-style-type: none"> 2,550~3,100pt 	<ul style="list-style-type: none"> 반도체, IT 하드웨어, 조선

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.