

2024년 7월

24년 하반기 투자 Playbook

2024. 7. 4

24년 하반기 투자 Playbook

기대 이상을 보여준 주가, 기대에 못 미친 채권

AI라는 확실한 성장 모멘텀과 견조한 미국 경기는 상반기 주가 상승의 동력이었습니다. 주식시장 내 Tech 쏠림은 이제 일상이 되었고 '순환'과 '평균회귀'는 현실에선 작동하지 않는 고전이 되고 있습니다. 한편 채권 수익률은 물가 부담과 금리인하 지연으로 상반기 내내 압박을 받았습니다. 트럼프의 당선 가능성, 높아진 중립금리 수준 등 금리 수준에 대한 논쟁도 하반기 본격화 될 것으로 예상합니다.

하반기는 공격보다 수비가 필요

미국 대선, 금리인하, 경기둔화 등 하반기 금융환경은 만만치 않습니다. 적극적인 수익률 추구보다는 포트폴리오 다각화를 통해 지키는 투자가 필요해 보입니다. 우선 주가와 경기의 리리가 커지고 있는 점이 부담입니다. 기술적 지표는 과도한 쏠림에 대한 경계 신호를 보내고 있습니다. 미국 외에는 대안이 없다는 현실을 감안하더라도 쏠림의 완화가 필요한 상황입니다. 하반기 채권은 금리 인하 전후로 수익률 회복이 가능할 것으로 예상합니다.

주식과 채권간 균형, 주식내 포트폴리오 다변화가 하반기 핵심 전략입니다.

'24년 상반기 리뷰 (1~6월)

주식 강세

- 미국 주도, Tech 중심 상승세 지속
- 5월말 이후 미국/한국/대만/인도 강세
- 유럽 부진 : 유럽의회 선거 극우 약진
* 프랑스 조기 총선(7.7일)
- 미국 섹터 : IT, 커뮤니케이션 강세

국가별 차별화 : 일본/미국 > 한국 > 중국



채권 부진

- 금리인하 기대 후퇴로 금리 상승
* 금리선물 반영된 첫 인하 시점 9월로 후퇴
- 4월말 이후 채권수익률 일부 회복
* 미국장기채 4월말 이후 수익률 3%이상 개선
* 미국 지표 부진 및 물가 예상 하회 영향
- 유로존, 캐나다 금리인하 사이클 진입

금리 상승으로 수익률 부진



대체자산 차별화

- 금, 유가 등 인플레 헷지 자산 상승
- 금 14% 상승, 유가 13% 상승
- 리츠, 금리상승으로 약세 지속되나
4월말 이후 금리 반락하며 일부 회복

원유/금 상승, 리츠/인프라 하락



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터, 6월 30일 기준 수익률

하반기 매크로 House View

미국 9월 금리인하 시작

· 미국 성장률

- 상반기 성장률 부진, 1%대로 둔화 예상
- 24년 성장률 전망 2.4%, 하향조정 위험 커져

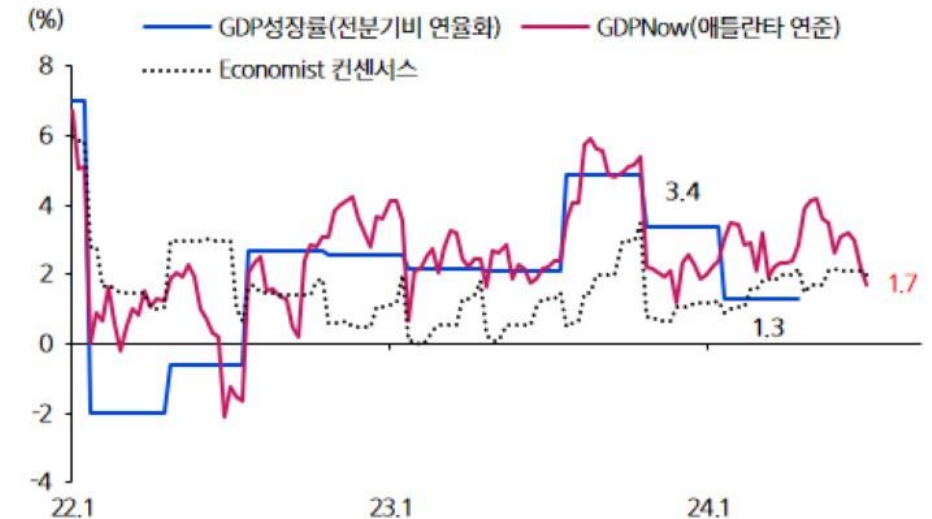
· 미국 물가와 고용

- 물가 : CPI 8월 2%대 진입 후 정체 예상
- 고용 : 고용수요 약화, 실업률 상승 압력 지속

· 미국 통화정책

- 9월 첫번째 인하 시작 (연 2회, 9월/12월)
- 첫 인하 후 속도 및 최종금리 논의 개시

미국 상반기 성장률 감속, 年성장률 하향조정 예상



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

- 미국 1분기 성장률 연율 1.4%로 크게 둔화 (직전분기 +3.2%)
- 2분기 성장률 전망도 연율 1%대로 하향 조정 중
- * 2분기 성장률 전망 : 애틀란타 GDPNow +1.7%, Bloomberg +2.0%
- 상반기 2% 미만의 성장 기록할 경우 현재 2.4%의 연 성장률 전망은 하향 조정될 가능성 높아

하반기 매크로 House View

한국 경제, 내수회복의 힘은 약해

· 한국 성장률

- QoQ: 1Q 1.3% 서프라이즈, 2Q 컨센 0.1%
- 4~5월 소매판매 감안, 1Q 내수 반등 일시적

· 한국 물가와 고용

- 물가: 한은 예상물가 수준 하회 가능성
- 고용: 5월 고용 쇼크 (YoY +8만명)

· 한국 통화정책

- 8월 첫번째 인하 가능 (연 2회, 8월/11월)
- 고용 및 경기 연착륙 과정은 순탄치 않을 듯

한국 내수부진 장기화를 시사하는 5월 고용쇼크



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

- 고령자를 제외한 15~59세 취업자수는 대폭감소
- 업종별로는 서비스업 취업자수 증가속도가 대폭 둔화. 내수경기 부진에 따른 자영업자 일자리 수 감소가 배경
 - * 취업자수 YoY 증감: 15~59세 -18.5만명, 서비스업 1.2만명
- 예상치를 하회한 5월 산업활동동향 감안하면, 2Q GDP는 컨센서스(% QoQ +0.1%)를 하회할 가능성도 있음

하반기 자산시장 House View

채권 및 주식 비중확대

· 주식은 3분기 연고점 형성 예상
 추가 상승 시 3분기 중 투자 의견 중립 전환
 상대선호 국가: 미국, 인도, 한국

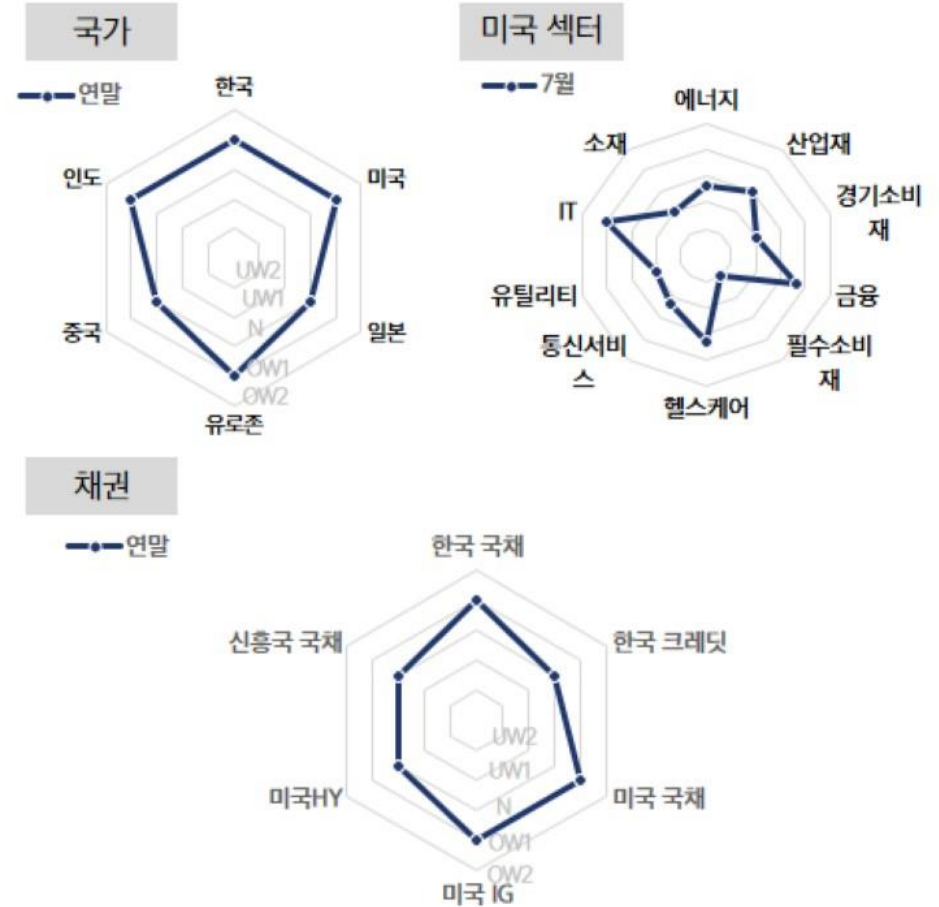
· 미국 섹터

(퀀트 모델) Tech, 금융, 헬스케어 섹터 최선호
 (대선 감안) 헬스케어, 리츠로 다각화

· 국내외 채권

(국내채권) 국채 비중확대, 크레딧 중립
 (해외채권) 미국 국채, IG 중심 비중확대

하반기 자산별 House View



하반기 투자Playbook #1

금리인하 국면에서의 대응

· 미국 첫 금리인하 9월 예상(연 2회)
고용연착륙 + 물가 2%대 진입(8월 지표)

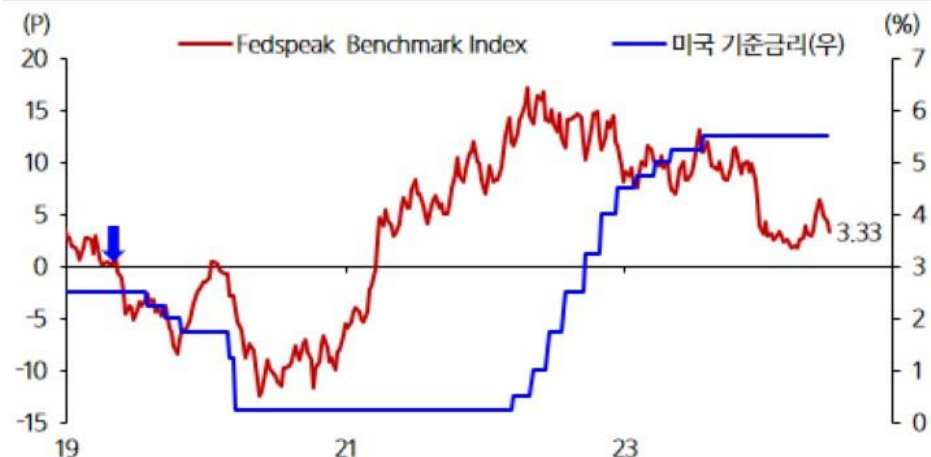
· 과거 금리인하 국면 패턴

- ① 완만한 인하 : 주가 상승, 금리 하락
- ② 경기둔화 동반 : 주가 정체, 금리 하락

[투자 전략]

→ 금리인하 전후 주가 연 고점 형성
(주식 P/F 조정 : 포트폴리오 다각화)
(채권) 금리레벨 감안 투자 (미 10년 4.3% ↕)

미국 금리인하 시그널(Bloomberg LLM 모델)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

- 미국 금리인하에 대한 시장 기대는 급변 (미국 금리인하 횟수 : 연초 6~7회 → 3월 3~4회 → 4월 1~2회 → 6월 2회 → 7월 2회)
- 언어모델 통한 금리인하 신호 예측
*Bloomberg FedSpeak 인덱스 : NLP 알고리즘으로 과거 6200개 연준 위원 speech, 6만개 뉴스 분석. → 마이너스 진입시 인하 시그널 발생
- Bloomberg 언어모델의 경우, 19년 인하사이클에서 금리인하 9주전 인하 시그널 발생

하반기 투자Playbook #2

(주식전략) 3분기 연 고점 형성

· 주식 목표치 근접, 3분기 연고점 예상

- ① 주가와 경기 괴리 확대
- ② 기술적 과열 신호 (솔림, 과매수)
- ③ 빨라진 대선 시계 (정치 불확실성)

[투자 전략]

- 미국 S&P 타겟 5,600 (추가 상승 여력 2%)
상승시 점진적 비중축소 또는 및 P/F 다변화
- * 다변화 섹터 후보군: 금융/헬스케어/리츠

미국 : 주가와 경기 괴리 확대



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

- 미국 주가 상승이 지속되고 있지만 과거와 달리 매크로 지표 (경제지표 서프라이즈지수)와의 괴리는 확대되고 있음
 - * 서프라이즈 인덱스는 미국 경제지표의 예상 상회, 예상 하회 결과를 지수화한 지표. 마이너스는 예상을 하회한 지표가 많아진다는 의미
- Bloomberg 경제지표 서프라이즈지수는 5월 마이너스 진입 이후 마이너스 폭 확대

하반기 투자Playbook #2

(주식전략) 3분기 연 고점 형성

· 주가선행 리스크 지표의 하락

주가 진폭/강도, 위험자산 선호 심리 약화

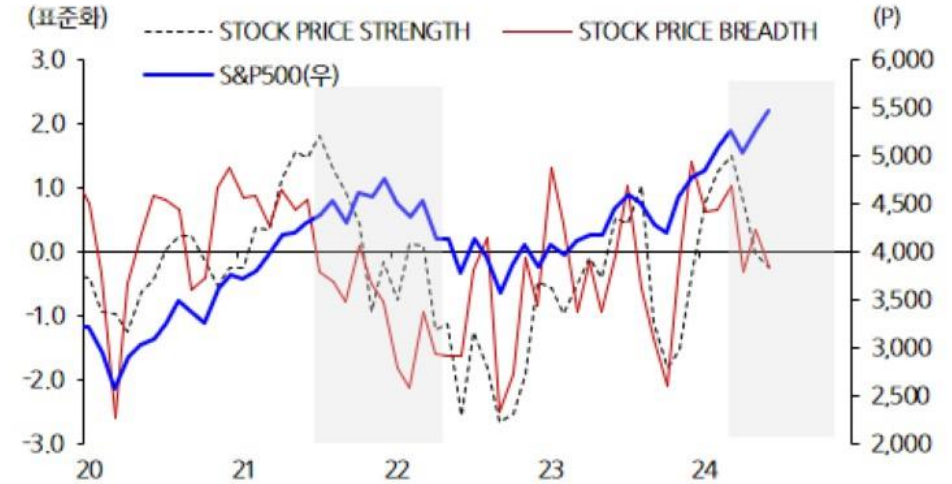
· 쏠림 완화와 기술주 기간 조정

- ① 미국 주식시장 내 상승 종목의 압축 과정
- ② 기술주에 대한 밸류에이션 부담 상승

[투자 전략]

- 사상최고치 갱신으로 지수 레벨 부담 상존
- 포트폴리오 다각화로 쏠림 현상 완화 대비
- 미국 및 Tech의 성장성 유효하나 경기, 대선 불확실성 감안, 국가/섹터 분산 필요

리스크 지표와 주가지수



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

- 최근 주가를 선행하는 일부 리스크 지표들의 하락세가 나타나
- 주가 진폭(breadth)과 강도(strength) 하락 + 주가 상승 국면은 美 주식시장 내 쏠림 현상 강화를 시사
 - Stock Price Breadth : 상승 종목 수와 하락 종목 수 차이의 19DMA와 39DMA 괴리,
 - Stock Price Strength : 신규 52주 최고가 종목 수 - 신규 52주 최저가 종목 수
- 기술주 차익실현 매물 출회에 따른 단기 로테이션 가능

하반기 투자Playbook #3

(채권 전략) 금리수준별 전략 다변화

· 상반기 채권 수익률 부진

미국채 7~10년 수익률 -1.6%

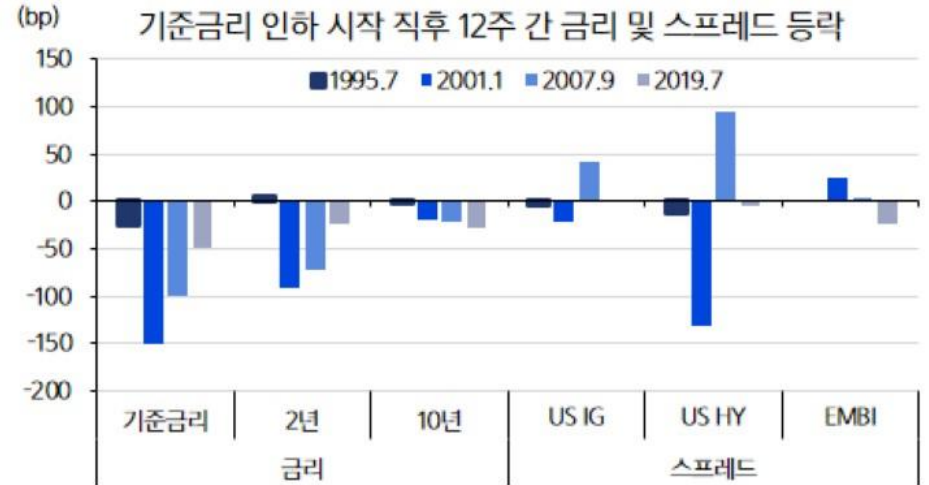
· 하반기 수익률 개선 전망

- ① 미국 금리인하 사이클 진입(9월)
- ② 트럼프 당선 시 재정적자 우려 있으나 미국 성장세 둔화 등 펀더멘탈도 동시 고려

[투자 전략(미국채 10년기준)]

- 4.3%이상에서 장기채 확대로 자본차익 추구
- 4.0%이하에서 단기채 확대로 캐리수익 확보

과거 기준금리 인하사이클 개시 후 금리 흐름



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

- (3분기 전략) 금리인하 사이클 초반 2년과 10년 금리 예상 하락폭 20~30bp. 듀레이션 감안 10년국채 기대수익 더 높아
* 듀레이션은 2년국채 1.9년, 10년 국채는 7.8년
- (4분기 전략) 2년 금리는 25년 인하 반영해 30~50bp 추가 하락 여력, 10년 금리의 하락 여력은 10bp 내외
→ 장기와 단기 국채의 기대수익이 유사
리스크가 낮은 단기 국채 위주 비중 확대

하반기 투자Playbook #4

트럼프 당선 시나리오에 대한 대비

· 트럼프 당선 가능성 상승

민주당 후보교체론 + 트럼프 사법리스크 완화

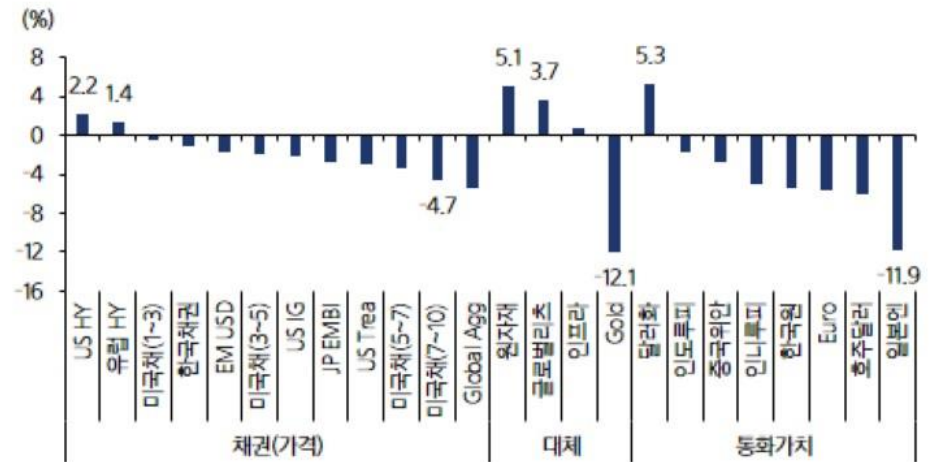
· 트럼프 트레이드 (2016년 11~12월)

- ① 주식(+7.4%), 금리(+66bp), 달러(+5.3%) 동반 상승
- ② 금융(규제완화), 통신(망중립), 산업재 강세

[투자 전략]

- 2016년과 다른 금리 수준 및 매크로 환경과 트럼프 트레이드 동시 고려
- 2024년 트럼프 트레이드
: 헬스케어(IRA폐지), 금융/리츠(인하사이클)

트럼프 트레이드 (2016년 사례)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

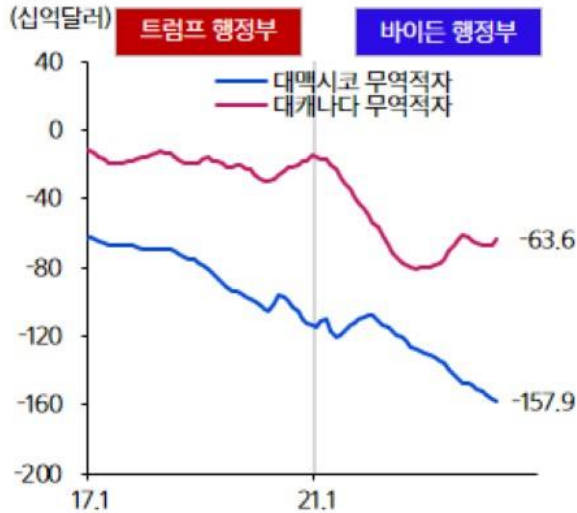
하반기 투자Playbook #4

트럼프 당선 시나리오에 대한 대비

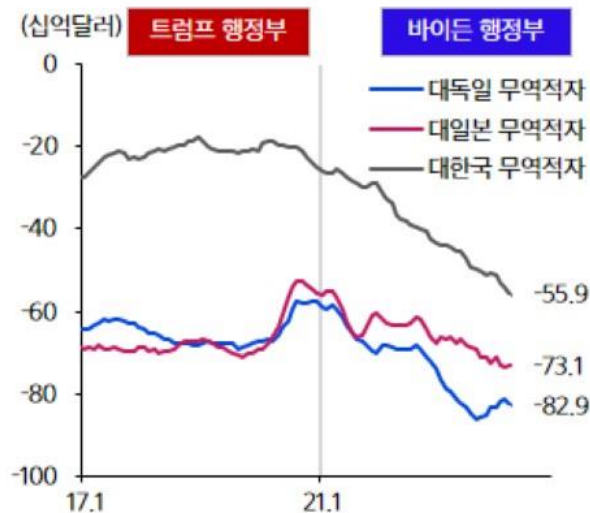
금리인하 압박, 무역적자 해소(관세, 환율, 통상) 집중

- 무역적자 해소(보편관세 부과), 공정무역(환율압박)
- ① 무역적자 확대 : 멕시코, 한국 ⇨ UCMCA/한미FTA 압박
- ② 환율약세국 : 일본 (24년 상반기 환율관찰국 재지정)

인접국 대미 무역흑자 확대



리쇼어링 결과, 대미 무역흑자 확대



미국 우선주의와 엔화 약세



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

하반기 투자Playbook #5

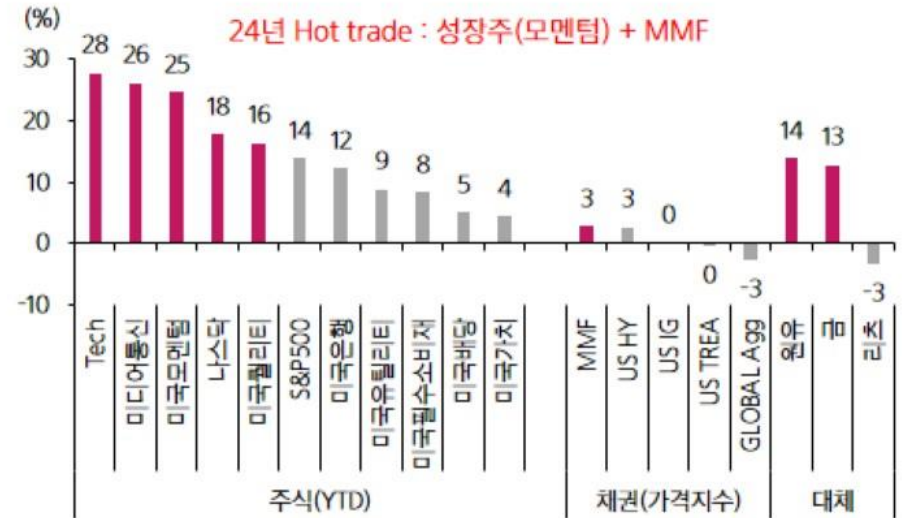
상반기 Hot Trade와 하반기 유망P/F

· 상반기 수익률 상위 자산

Tech + 모멘텀 + Gold + 일본 + MMF

- ① Tech : 이익마진 확대 지속 + AI발 성장
- ② 모멘텀 : Tech 다수 포함, 쏠림 현상의 단면
- ③ Gold : 인플레이 및 대선 불확실성 헷지
- ④ 일본 : 밸류업 + 외국인매수 + 엔 약세
- ⑤ MMF : 금리 상승위험 회피, 높은 수익률

상반기 Hot Trade



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

- 연간 전망 통해 **Core** 투자 섹터로 기술주를, 로테이션 업종 후보군으로 헬스케어 섹터를 제시
- 상반기 미국 주식시장에서는 기술주 마진 확대, AI 밸류체인 확장 기대감 등으로 IT 및 미디어&엔터(M&E) 섹터, 모멘텀 스타일 관련 종목 강세

하반기 투자Playbook #5

상반기 Hot Trade와 하반기 유망P/F

· 하반기 유망 포트폴리오 조합

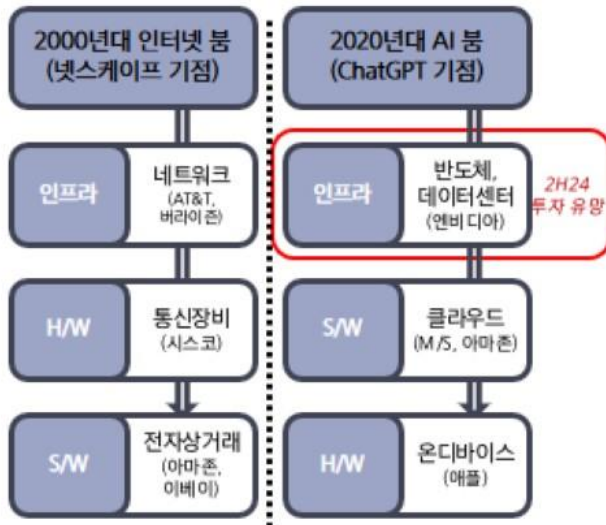
Tech(AI) + 헬스케어 + 리츠 + 채권(장/단기)

하반기 유망 자산

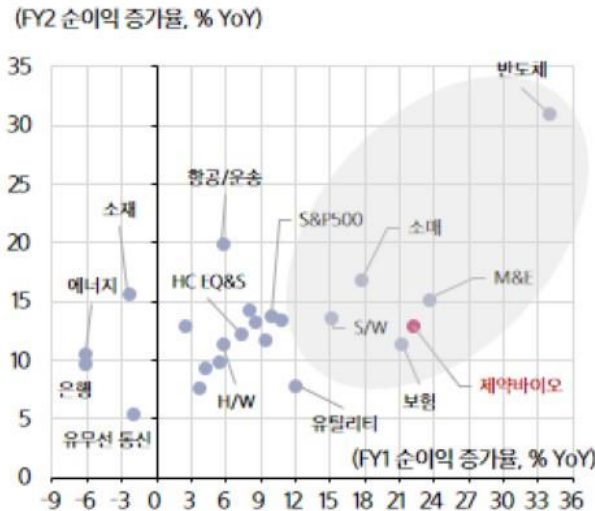
· 하반기에는 경기 및 대선 불확실성에 대비

- ① AI 밸류체인 내 AI 인프라 관련 섹터를 Core 섹터로 유지
- ② Sollim 완화, 포트폴리오 분산 관점에서 헬스케어 유망
(높은 이익마진, 25년 이익전망, 트럼프 당선시 IRA 폐지)
- ③ 금리인하 진입 감안시 리츠도 포트폴리오 다각화 대상

Tech : Core로 유지(압축)



포트폴리오 다각화: 헬스케어



리츠 고점대비 큰 폭 조정



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

하반기 투자Playbook #6

자산배분 전략

· 하반기 자산배분으로 P/F 방어력 제고

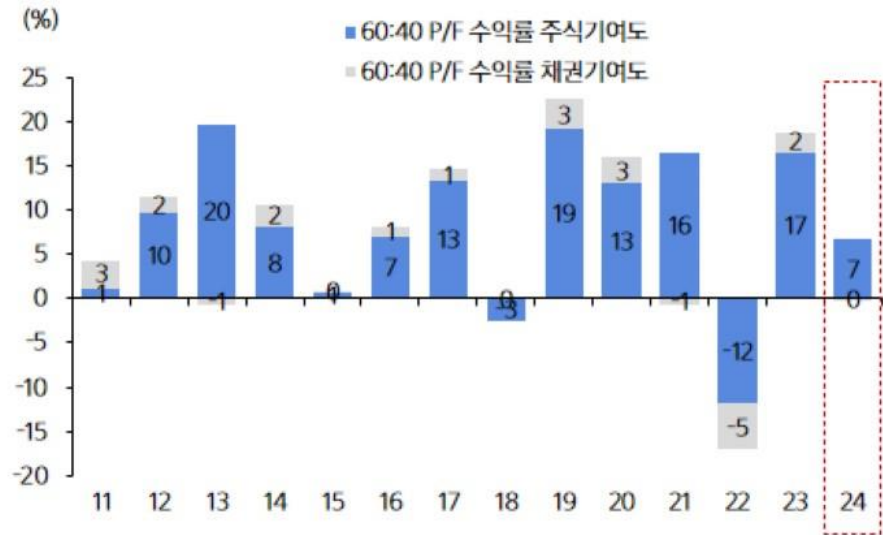
· 60:40(주식:채권) 자산배분 수익률

- ① 24년 상반기 60:40 수익률: +7.2%
- ② 기여도 기준, 주식 6.8% + 채권 0.3%

[투자 전략]

- 3분기에는 TAA 전략 차별화 :
채권 장기물, 주식 P/F 다변화 (국가/섹터)
- 4분기에는 P/F 방어력 확대 :
주식비중 중립 + 섹터분산/단기채/달러

주식60%, 채권40% 수익률(글로벌 자산배분 P/F)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

- 달러화 강세 기조는 지속 (3분기 인하시클 진입으로 일시 약세)
- 3분기 중 주식 연고점 형성, 채권 비중 확대
* 주식, 금리인하 선반영 및 대선 불확실성 대비
- 4분기 주식 축소(중립), 채권 비중확대 유지(중기채→단기채)
* 대선 및 경기 불확실성 반영, 주식 조정/채권 상승

하반기 투자Playbook #7

중장기 유망 국가

· 중장기 유망 국가 미국, 인도, 한국

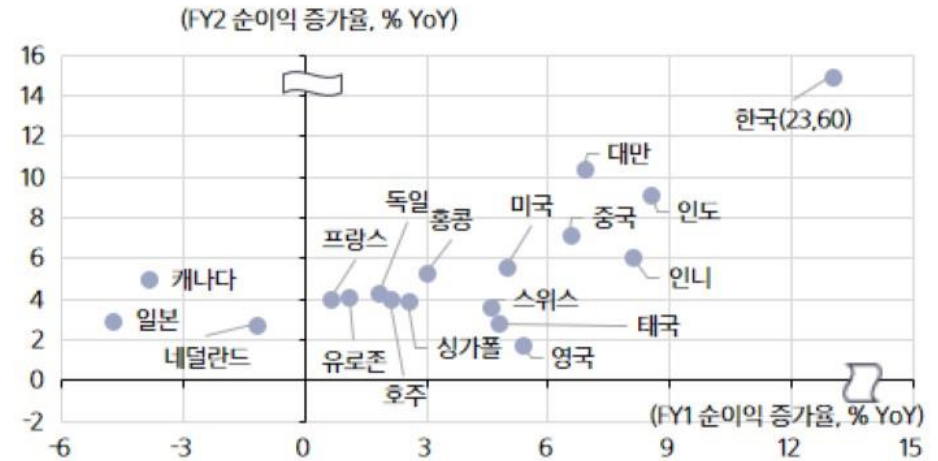
· 이익 성장과 글로벌 제조업 공급망 재편

- ① 선진국 내 AI를 주도하는 미국
- ② 신흥국 내 공급망 재편 수혜국인 한국, 인도

[투자 전략]

- 이익 성장이 뚜렷한 국가를 선별:
미국, 유로존, 한국, 인도
- 헤게모니 변화(AI&제조업 개편) 주도국인
미국, 한국, 인도의 중장기적 매력은 충분

하반기 투자 매력이 높은 국가



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

- 실적 성장이 기대되는 국가는 전형적인 실적장세가 나타날 것
- 글로벌 AI산업을 주도하며 기업이익 우상향세를 지속하고 있는 미국은 중장기 투자 매력도가 높다고 판단
- 신흥국 내에서는 반도체 업사이클의 수혜를 받을 것으로 예상되는 한국의 밸류에이션 확장 여력이 높다고 판단
- 미국 대선 이후 글로벌 제조업 공급망 재편의 수혜를 받을 것이라고 예상되는 인도에 대한 긍정적 시각 유지

하반기 투자Playbook #7

중장기 유망 국가 (Bull/Bear signal)

· 24년 연초 대비 국면 전환 국가는 없음
중국을 제외한 모든 국가가 Bull국면에 위치

· 국가별 Bull국면 위치 차별화

- ① 일본, 한국, 인도는 BULL 국면 후반
- ② 미국, 유로존은 국면 중후반

[투자 전략]

- 선진국: 과거 평균기간 비교 시 미국과 유로존의 국면 지속 여력 충분
- BULL 국면에 위치한 한국과 인도는 국면 후반부에 위치하고 있다는 점은 부담

국가별 Bull/Bear signal

	국가	지속기간		누적수익률(%)	
		과거평균	현재	과거평균	현재
BULL	선진국	약 3년 2개월	약 1년 8개월	94.6	46.7
	미국	약 2년 11개월	약 1년 8개월	95.3	50.1
	유로존	약 2년 4개월	약 1년 9개월	82.1	47.9
	일본	약 2년 3개월	약 2년 3개월	69.9	56.1
	신흥국	약 1년 7개월	약 1년 8개월	79.5	27.9
	한국	약 1년 9개월	약 1년 8개월	96.2	25.9
	인도	약 1년 8개월	약 2년 0개월	91.7	57.2
BEAR	중국	약 0년 7개월	약 2년 8개월	-35.4	-17.9

- 과거 통계상 일본, 한국, 인도는 Bull국면의 후반부에 위치
- 미국, 유럽은 Bull 국면의 중 후반부에 위치
- Bear 국면에 위치한 중국은 과거 평균 지속기간을 크게 상회

* Bull/Bear signal 활용 : 국면 전환 신호는 후행적(2년 고점 달성 시, 전저점 시점부터 현재까지 불 국면으로 전환되기 때문). 국면 전환 신호보다는 국면 지속 기간과 과거 동일 국면의 평균 지속기간을 활용, 현 국면의 지속성을 판단 하는 데 활용

하반기 투자Playbook #8

퀀트모델로 본 유망 국가 (업데이트)

· 연초 매력도 상위 국가: 한국, 중국, 미국

한국: 2.6%, 중국: 5.0%, 미국: 11.2%

· 하반기 정량 평가 매력도 상위 국가

인도, 한국, 미국 상위권

매크로 점수 상향으로 인도 매력도 상승

[투자 전략]

→ 3분기 이익 성장과 밸류 확장 여력 감안 시
한국, 미국, 유로존, 인도 선호

→ 국가별 상승 여력은 차이 (미국 목표치 근접)

하반기 정량 평가 기준 유망 국가 후보군

		Valuation				Momentum				Growth				Macro		순위		YTD
		Earning Yield		Div Yield		이익		가격		이익		매출						
		연간 전망	당월	연간 전망	당월	연간 전망	당월	연간 전망	당월	연간 전망	당월	연간 전망	당월	연간 전망	당월	연간 전망	당월	
선진국	미국					4	1								3	3	11.2	
	유로존	1	3								5	3	4	2	4	4	11.9	
	일본														5	5	16.9	
신중국	중국										4	6	1	6	2	6	5.0	
	인도												6	1	6	1	5.5	
	한국					6	4					2	5	1	2	2.6		

자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

- 연초대비 변화: 인도 매력도 상승, 중국 매력도 하락
- 미국: 가격 모멘텀 측면에서 상대적 우위 지속
- 한국: 밸류, 모멘텀, 성장성 점수가 높아 매력도 상위 포진
- 중국: 경기 부양책이 지속 발표되고 있으나, 매크로 턴어라운드 확인이 필요해 보수적 접근 필요

하반기 투자Playbook #9

퀀트모델로 본 유망 섹터 (업데이트)

· 연초 매력도 상위 섹터: IT, 금융, H/C

IT: 18.7%, 금융: 10.3%, H/C: 5.7%

· 하반기 정량 평가 매력도 상위 섹터

섹터 정량평가는 연초 이후 변동 미미
IT, 금융, 에너지, 헬스케어 상위 포진

[투자 전략]

→ 2024년 하반기 AI 밸류체인 확장으로
모멘텀 및 Growth 평가 점수가 높은
IT섹터에 긍정적 시각 유지

→ 4분기 주가 조정 가능성이 높다는 점은 고려

하반기 정량 평가 기준 유망 섹터 후보군

	Valuation				Momentum				Growth				Macro		순위		YTD
	Earning Yield		Div Yield		이익		가격		이익		매출				순위		
	연간 전망	당월	연간 전망	당월	연간 전망	당월	연간 전망	당월	연간 전망	당월	연간 전망	당월	연간 전망	당월	연간 전망	당월	
에너지						10	4						6	5	5	3	8.4
산업재															4	5	9.0
경기소비재	10	6					5	9							8	9	0.7
금융															2	2	10.3
필수소비재									7	9					10	10	8.0
헬스케어					7	10					4	3			3	4	5.7
통신서비스															6	6	21.2
유통리테일	4	5			6	9							7	8	6	8	12.3
테크놀로지									3	1					1	1	18.7
소재			4	7	10	5									9	7	6.5

자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

- 연간전망 당시 스코어링이 높았던 기술주 강세 지속(통신/IT)
- 로테이션 후보군이었던 헬스케어/산업재 양호한 수익률 기록
- 현 매크로 국면에서 수익률 양호했던 섹터는 IT, 금융