

2023년 7월

국내외 주식시장 전망

2023. 7

01

주식시장 전망(해외, 국내)

Executive Summary

01 글로벌 주식시장 리뷰

- 선진국 및 신흥국 주식시장에서는 AI분야 힘입어 IT, 통신서비스가 BM 대비 아웃퍼폼
- 또한 전기차 산업 성장에 대한 기대감이 부각되며 선진국 시장에서 자유소비재 섹터가 높은 수익률 기록
- 신흥국 주식시장은 대만, 한국, 멕시코, 베트남 등 미국의 우방 제조업 국가의 수익률이 양호

02 글로벌 주식시장 전망

- 3분기 S&P500은 IT 하위 섹터 내 이익 및 주가 디커플링으로 쓸림 현상 완화 전망 → 지수 회복 가능성 ↑
- 미국 기업의 FCF와 CAPEX를 고려 시, 연말에 다가갈수록 대형 퀄리티주에 대한 투자 매력이 부각될 전망
- 美 프렌드쇼어링의 수혜 받을 아시아 제조업 국가에 대한 관심은 지속

03 국내 주식시장 전망

- 매크로는 하반기 소폭 개선 예상(OECD 경기선행지수, 수출 증가율 상승 반전 예상)
- 유동성 여건은 상반기 대비 약화, 미국 QT지속과 ECB 유동성 흡수로 글로벌 유동성(M2) 반등 모멘텀 약화
- 반도체 중심 코스피 이익 사이클 우상향 지속 예상, 단 멀티플 상승 제한 속 PER 배수 장기평균으로 수렴
- 연말까지 코스피는 'N'자 형태의 궤적을 따라갈 전망이며 연말 코스피 타겟은 2,700P 제시

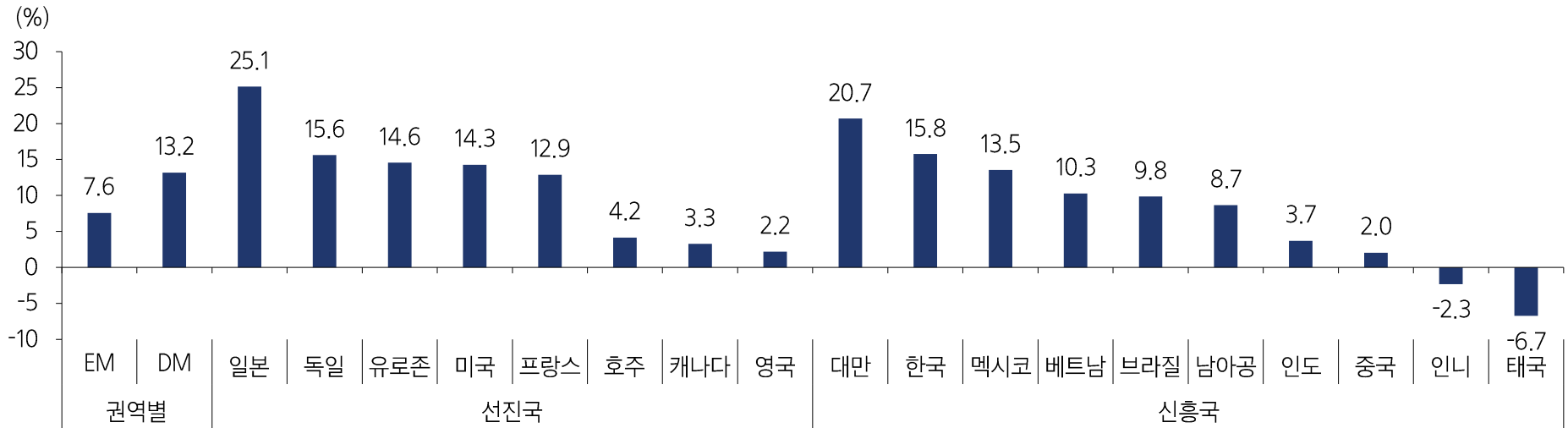
I. 글로벌 주식시장 리뷰

글로벌 주식시장 Review

아시아 제조업 국가 주식시장은 양호한 수익률 기록

- 상반기에는 선진국 주식시장이 신흥국 주식시장을 아웃퍼폼
- 선진국 주식시장은 일본, 유로존, 미국 등이 지수 상승을 견인
- 신흥국 주식시장은 대만, 한국, 멕시코, 베트남 등 미국의 우방 제조업 국가들이 양호한 수익률을 기록

주요 국가별 2023년 상반기 성과



주: 6월 20일 기준, 국가별 주식시장 성과는 대표지수 기준
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

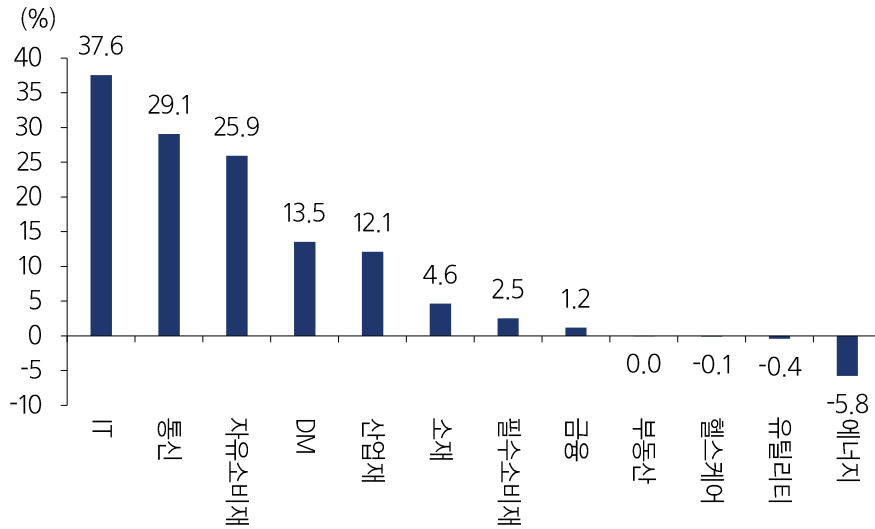
I. 글로벌 주식시장 리뷰

권역별 섹터 수익률

선진국 및 신흥국 주식시장에서 IT, 통신서비스 등 성장주 성격의 섹터가 양호한 수익률 기록

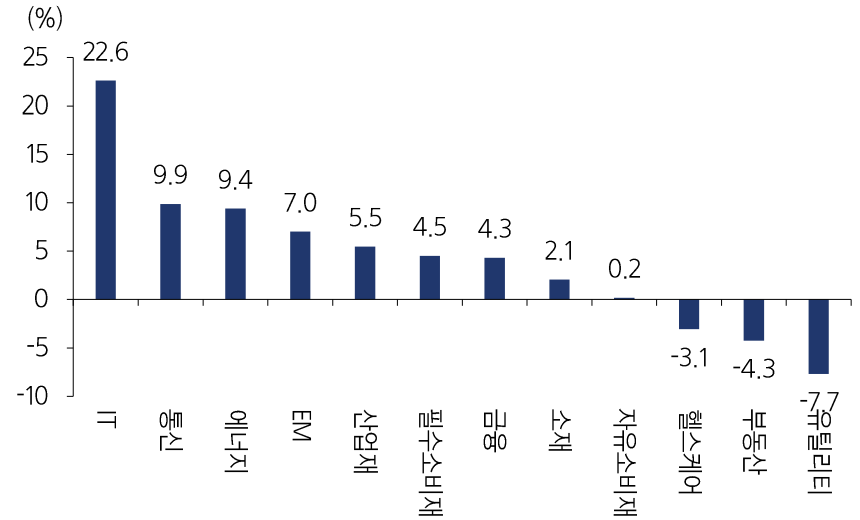
- 선진국 및 신흥국 주식시장에서는 AI분야 힘입어 IT, 통신서비스가 BM 대비 우수한 수익률 기록
- 또한 테슬라를 중심으로 전기차 산업 성장에 대한 기대감이 부각되며 선진국 시장에서 자유소비재 섹터가 양호한 수익률 기록
- 신흥국 주식시장에서는 IT에 대한 쏠림 현상이 나타남

선진국 섹터별 수익률



주: 6월 20일 기준, MSCI 기준
 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

신흥국 섹터별 수익률

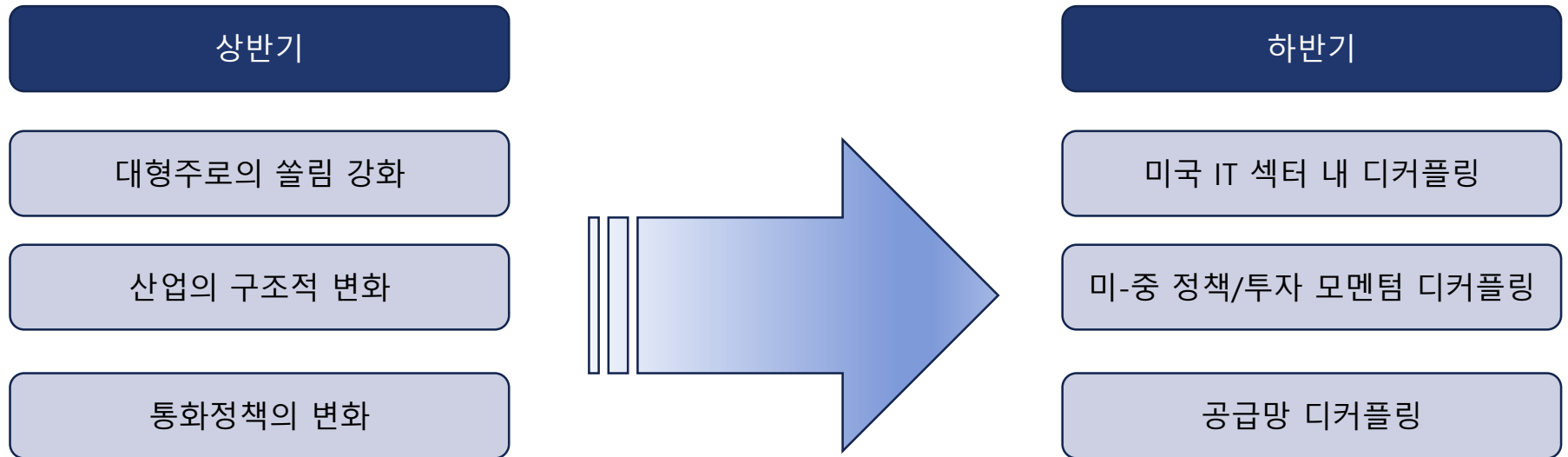


주: 6월 20일 기준, MSCI 기준
 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

2H23에는 1)미국 IT 섹터 디커플링, 2)미-중 정책/투자 디커플링, 3)글로벌 공급망 디커플링이 나타날 전망

- 1) 미국 IT 섹터 디커플링: IT 하위 섹터 내에서의 이익 모멘텀 디커플링으로 쓸림현상 완화 전망 → 3분기 S&P500의 횡보세 예상
- 2) 미중 투자 디커플링: 미국 기업의 FCF와 CAPEX를 고려하면 연말에 다가갈 수록 대형 퀄리티주에 대한 투자 매력이 부각될 전망
- 3) 글로벌 공급망 디커플링: 美 프렌드쇼어링의 수혜국에 대한 관심은 지속. 한편, 中 생산자국화 기조가 지속되어 생산망 이전 수혜국은 제한적

2023년 하반기 주식 전략 요약



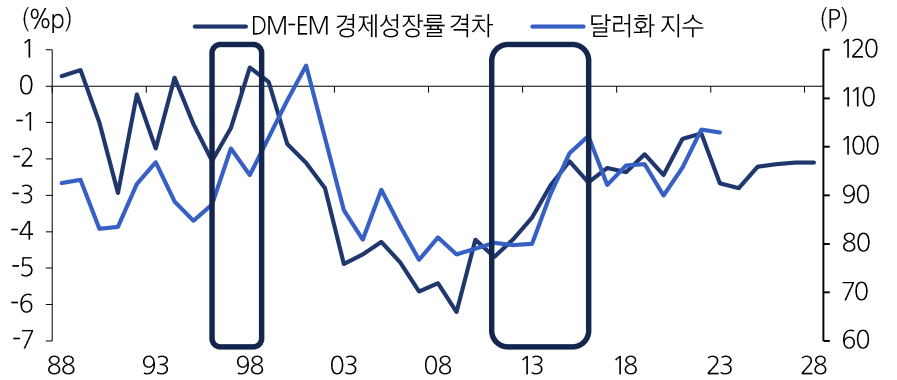
II. 쓸림의 차별화

매크로 환경: 신흥국 보다는 선진국에 우호적

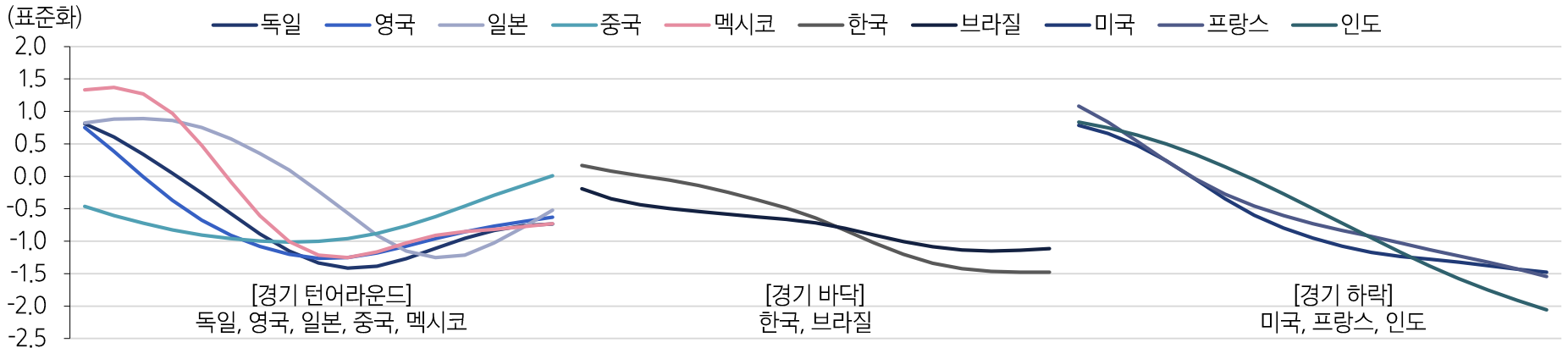
국가 및 권역별 경기 모멘텀 차별화는 지속 : 선진국 주식시장에 우호적인 매크로 환경

- 권역별 경제성장률 격차를 고려하면 선진국이 신흥국 대비 우호적
- 또한 달러화 지수의 하방 압력도 강하지 않을 것으로 예상된다는 점도 선진국 주식시장을 선호하는 이유
- 국가별 경기 모멘텀은 유로존 > 신흥국 > 미국 순으로 경기 국면 차별화가 나타나고 있어

DM-EM 경제 성장률 격차 축소 전망: DM에 우호적



국가별 경기 국면 차별화: 경기 모멘텀은 유로존 > 신흥국 > 미국 순



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

II. 쓸림의 차별화

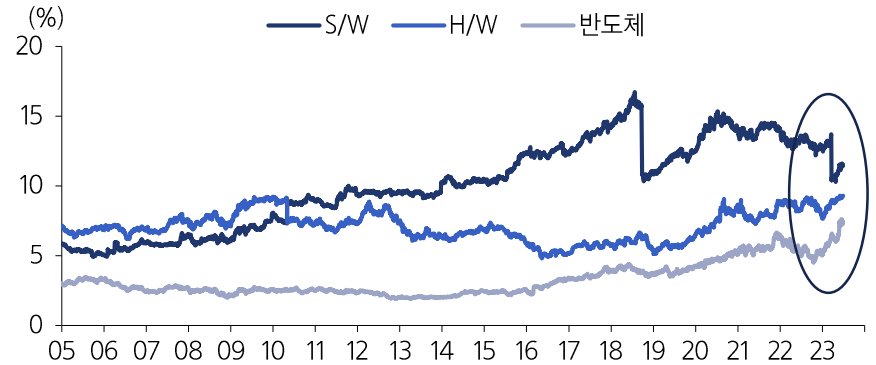
미국 주식시장 내 시분은 쓸림현상 강화로 이어져

美 주식시장에서 IT섹터로의 쓸림현상 강화: 특히 시가총액 상위 5개 기업의 시총 비중은 사상최고치에 인접

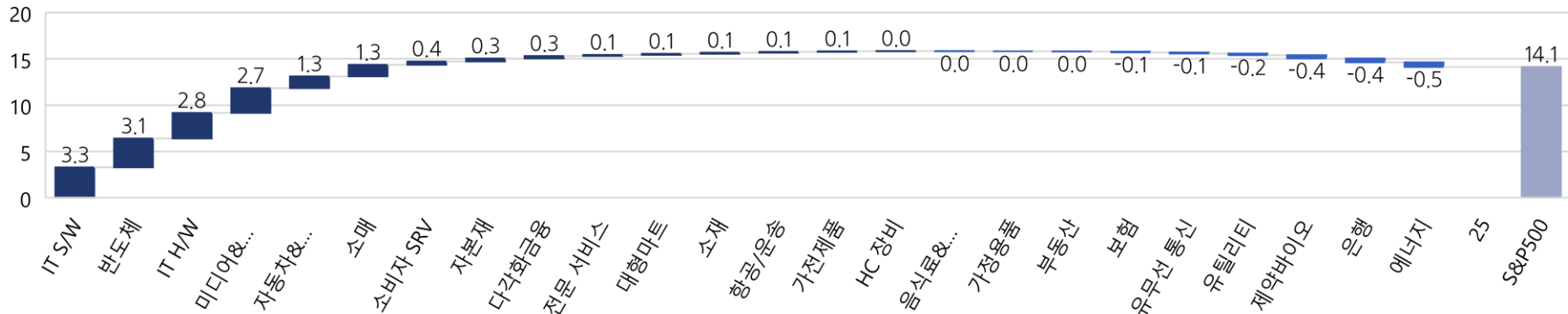
시가총액 상위기업으로의 쓸림 현상



S&P500 내 IT 시가총액 비중: 반도체가 주도한 미국 주식시장



S&P500 세부 섹터별 주가 상승 기여도



자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

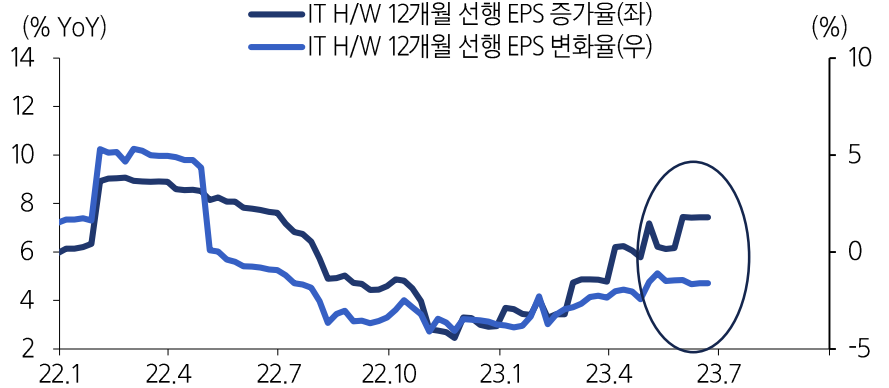
II. 쓸림의 차별화

상반기 기술주의 강세 요인은 이익 성장

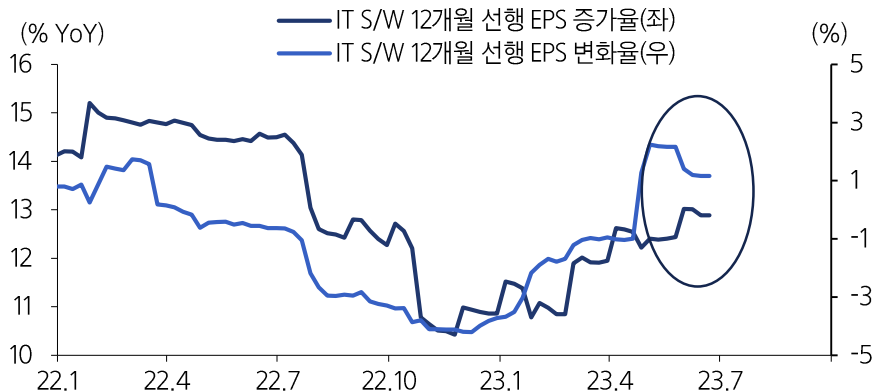
쓸림현상의 원천은 이익 성장에 대한 기대감: AI의 기반산업인 반도체 관련 이익 및 주가 모멘텀 강화 전망

- 챗GPT 출현으로 기술주의 구조적 이익 성장에 대한 기대감이 강화
- 상반기에는 AI밸류체인에 포함된 모든 섹터가 양호한 수익률 기록
- 하반기에는 AI를 활용하는 전방산업 중 S/W는 생산성 향상에 대한 시차, 일회성 비용 증가 등에 대한 불확실성이 확대되어 이익 성장에 대한 눈높이가 맞춰질 전망
- 반면, 하드웨어, 반도체, 데이터센터 등 밸류체인의 후방산업은 AI 기술의 기반 산업이라는 점에서 이익 창출이 가시화될 수 있음
- 기술주 중에서도 AI 기반산업과 S/W의 디커플링이 나타날 전망

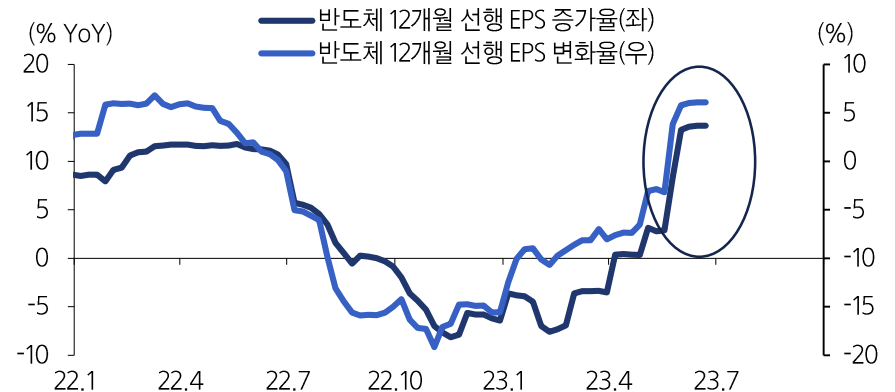
IT H/W 이익 증가율 및 변화율 추이



소프트웨어 이익 증가율 및 변화율 추이



미디어&엔터 이익 증가율 및 변화율 추이



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

II. 쓸림의 차별화

쓸림현상 완화: 3분기에는 단기 스타일 로테이션 전망

미국 주식시장은 투자심리 과열 국면에 진입: 과열 해소 국면에서는 단기 로테이션이 나타날 수 있음

- 현재 나스닥100의 이격도는 120%를 돌파하며 지속 상승
- 또한 대형 성장의 상대 수익률이 과거 대비 월등히 높다는 점에서 3분기에 일시적 스타일 로테이션이 나타날 수 있음

나스닥100 이격도, 사상 최고치 근접



대형/중소형, 성장/가치 상대 수익률: 일시적 로테이션 가능성



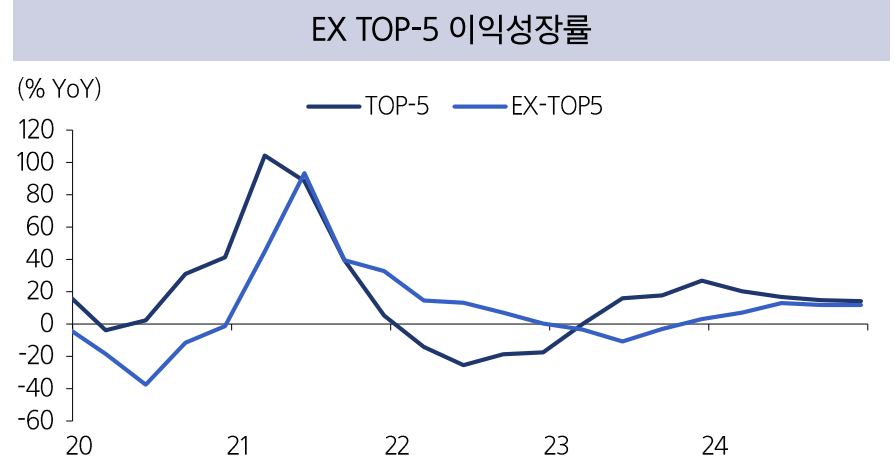
자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

II. 쓸림의 차별화

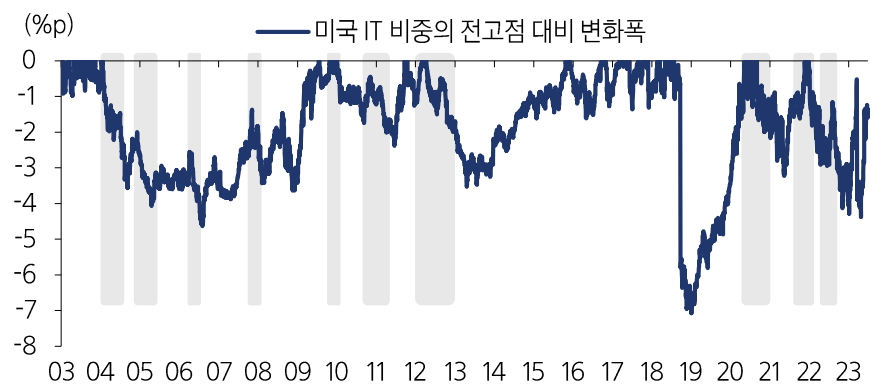
과거 쓸림 완화 국면 특징: S&P500지수의 상승은 제한

미국 주식시장은 투자심리 과열 국면에 진입: 과열 해소 국면에서는 단기 로테이션이 나타날 수 있음

- 과거 쓸림현상이 추세적으로 해소되던 국면에서 S&P500의 평균 성과는 0.5%. 가치주 성격의 섹터가 성장주 성격의 섹터를 아웃퍼폼
- 2023년 3분기 쓸림 해소 국면의 S&P500의 상승은 제한적
- 한편 코로나19사태 이후 1) 쓸림현상의 해소 기간이 짧아지고 있다는 점과 2)ex-top5 이익 성장률이 top-5 이익성장률을 크게 하회한다는 점에서 2023년 3분기 쓸림현상 완화 기간도 길지 않을 전망

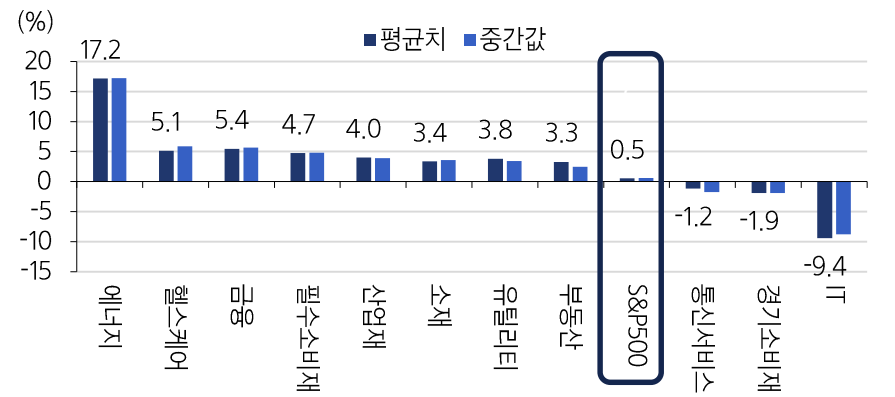


나스닥100 이격도, 사상 최고치 근접



자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

대형/중소형, 성장/가치 상대 수익률: 일시적 로테이션 가능성

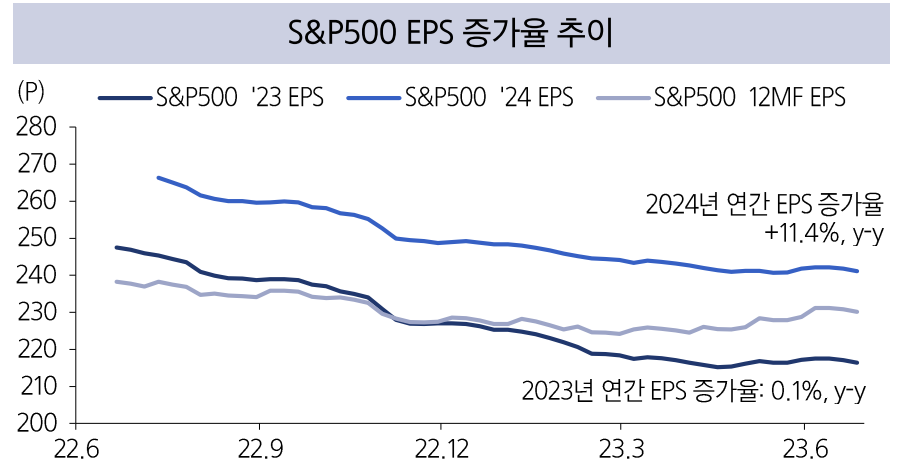


II. 쓸림의 차별화

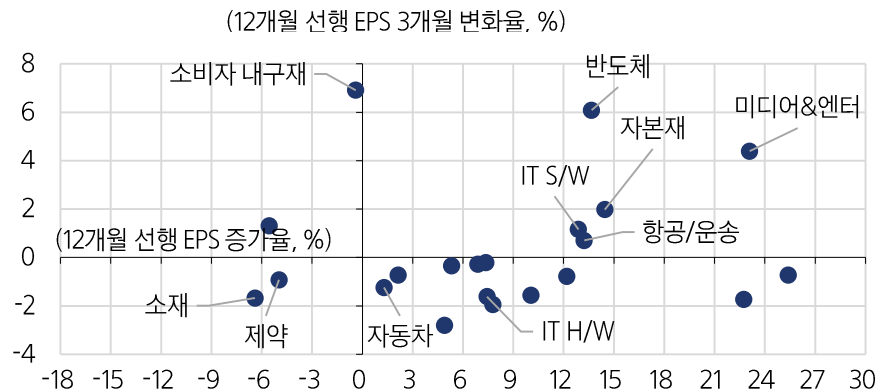
4Q23에는 반도체, 미디어&엔터, 자본재를 중심으로 완만한 상승세 전망

쓸림 현상 해소 이후에 중요한 변수는 이익 성장

- 쓸림현상이 해소된 이후 중요한 변수는 이익 성장세
- 2024년 S&P500의 EPS 성장률은 11.4%로 상향조정 지속
- 이익 성장이 부각되는 국면인 2023년 4분기에는 섹터별 이익 차별화가 주가 상승 차별화로 이어질 가능성이 높음
- 4분기에는 이익 증가 전망되며 상향조정세가 지속되고 있는 반도체, 미디어&엔터, 자본재를 중심으로 S&P500지수의 완만한 상승세 전망

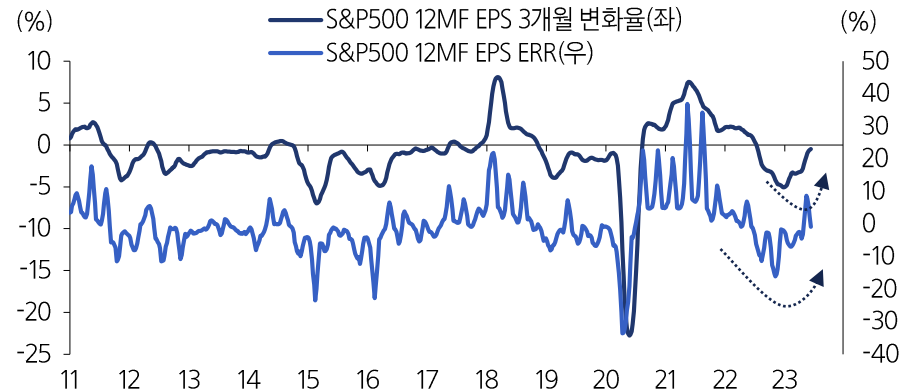


섹터별 이익 변화율 및 증가율



자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

S&P 500의 이익상향세는 지속 중



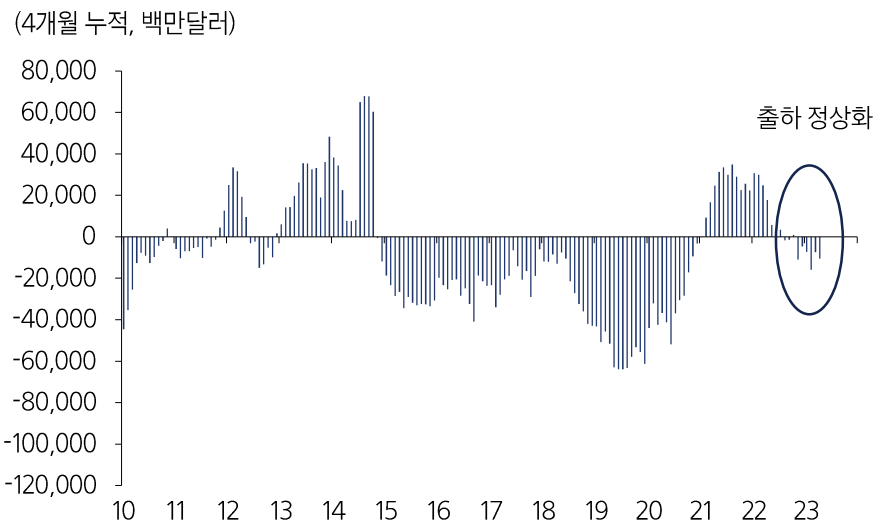
III. 정책과 투자 사이클

CAPEX 지출 확대에 대한 기대감 유효

미국의 재고, 출하, 수주잔고를 고려하면 공급 능력 강화를 위한 CAPEX 지출 확대 전망

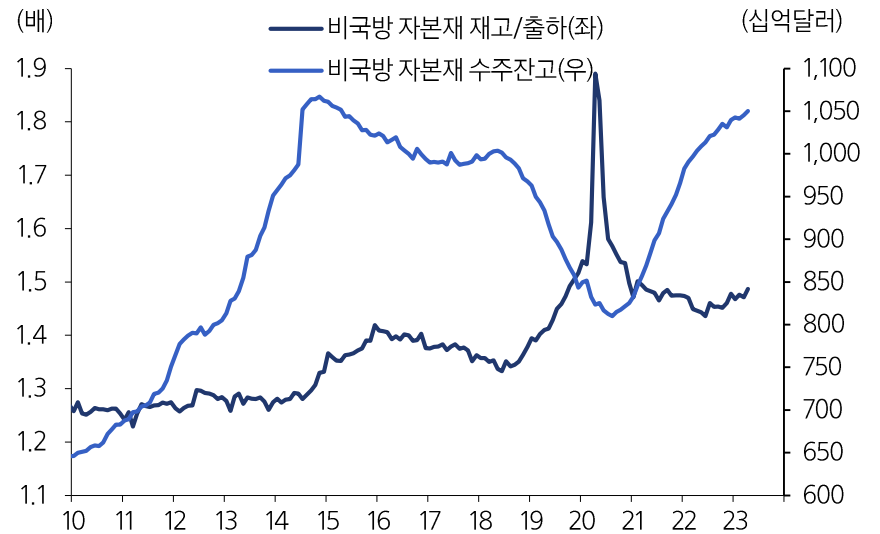
- 코로나19 사태로 공급망에 차질이 생겨 내구재와 자본재 산업의 피해를 많이 받은 바 있음
- 2022년 공급망 차질이 완화됨에 따라 소재, 하이테크, 비내구재 등 자본재 산업의 회복은 빠르게 전개
- 2023년에는 자본재 출하 정상화, 축적된 수주 잔고, 낮은 재고 수준을 고려했을 때 공급 능력 확대를 위한 CAPEX 지출 확대 전망

코로나19사태에 따른 공급 차질의 해소: Capex 증가 사이클 진입



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

수주 잔고는 축적, 재고/출하 비율은 낮아



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

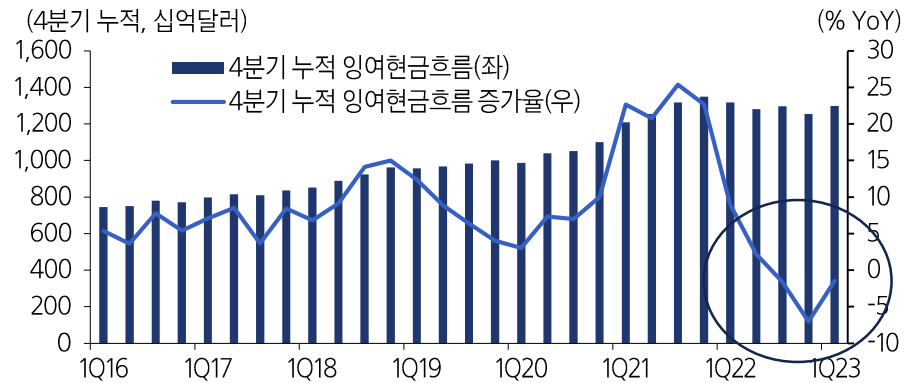
III. 정책과 투자 사이클

미국 기업의 CAPEX 투자センチメント는 양호

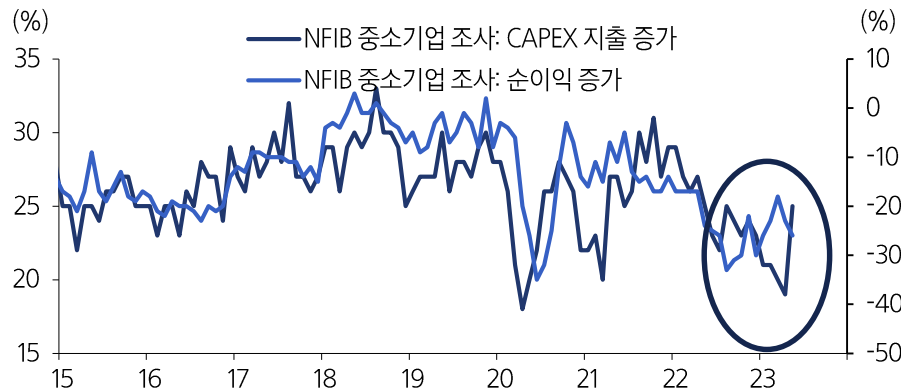
이익 증가 + 풍부한 잉여현금흐름 = CAPEXセンチメント 강화

- 미국 기업의 CAPEX 지출 계획은 증가하고 있는 가운데 풍부한 잉여 현금흐름도 CAPEX 투자 여력 확대에 이어지고 있음
- 미국의 이익과 CAPEX 증가율은 같은 동행하고 있는 가운데 이익 증가율의 상승이 전망되어 CAPEX 증가도 기대되고 있음
- 사이클상으로도 미국 S&P500의 CAPEX 지출 축소는 2년 주기, 확대는 1~2년 주기로 나타난다는 점도 주목

풍부한 잉여현금흐름을 바탕으로 투자 여력은 충분하다고 판단

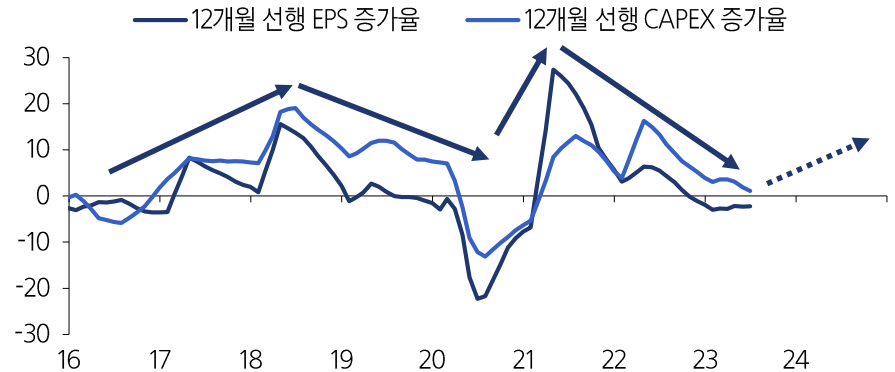


NFIB 중소기업 조사: 실적 전망 상향 조정 속 CAPEX 계획도 반등



자료: Bloomberg, CEIC, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

12개월 선행 EPS와 CAPEX 사이클(2년 주기)



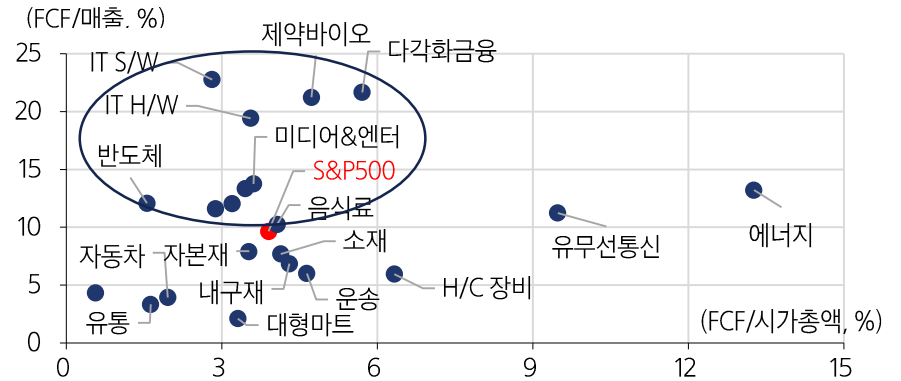
III. 정책과 투자 사이클

CAPEX 지출 확대가 예상되는 섹터는 IT, 미디어&엔터, 자동차

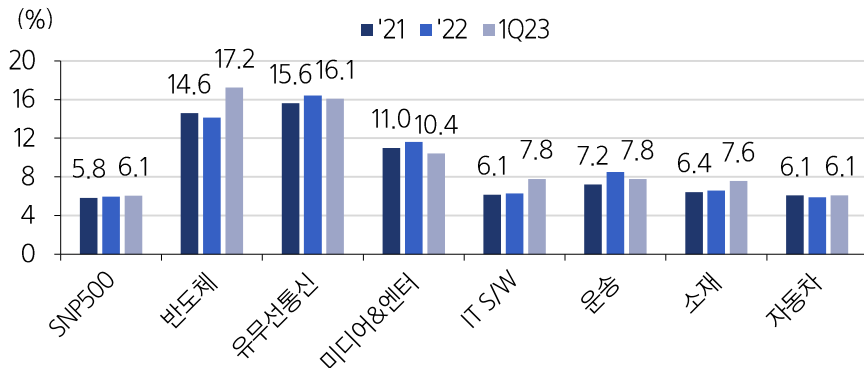
IT, 미디어&엔터, 자동차 등 성장 스타일 섹터의 수익성 제고 노력은 지속될 전망

- 잉여현금의 활용처가 중요해진 가운데 자사주 매입을 통한 주주가치 제고와 더불어 생산성 강화를 위한 설비투자 증가 기대
- S&P500의 매출액 대비 CAPEX 비율은 2021년 5.8%에서 3Q22 6.1%까지 소폭 상승
- 헬스케어, 산업재, 섹터의 매출액 대비 CAPEX 비율은 하락
- 반면 반도체, IT S/W, 미디어, 자동차 등 성장 섹터는 높은 수준 유지
- 현금 창출능력이 높은 성장 섹터에서는 생산성 및 수익성 제고를 위한 투자가 지속

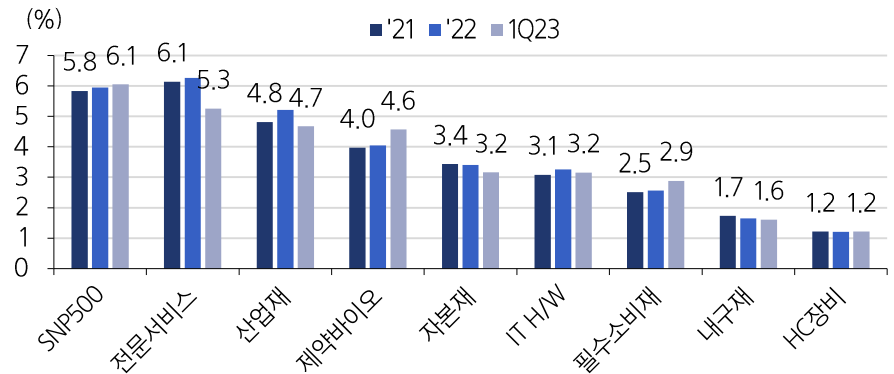
업종별 투자 여력: IT, 헬스케어, 통신서비스(미디어) 등이 우위



업종별 매출액 대비 CAPEX 상승이 빠르게 늘지 않는 섹터



업종별 매출액 대비 CAPEX가 증가하는 섹터



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

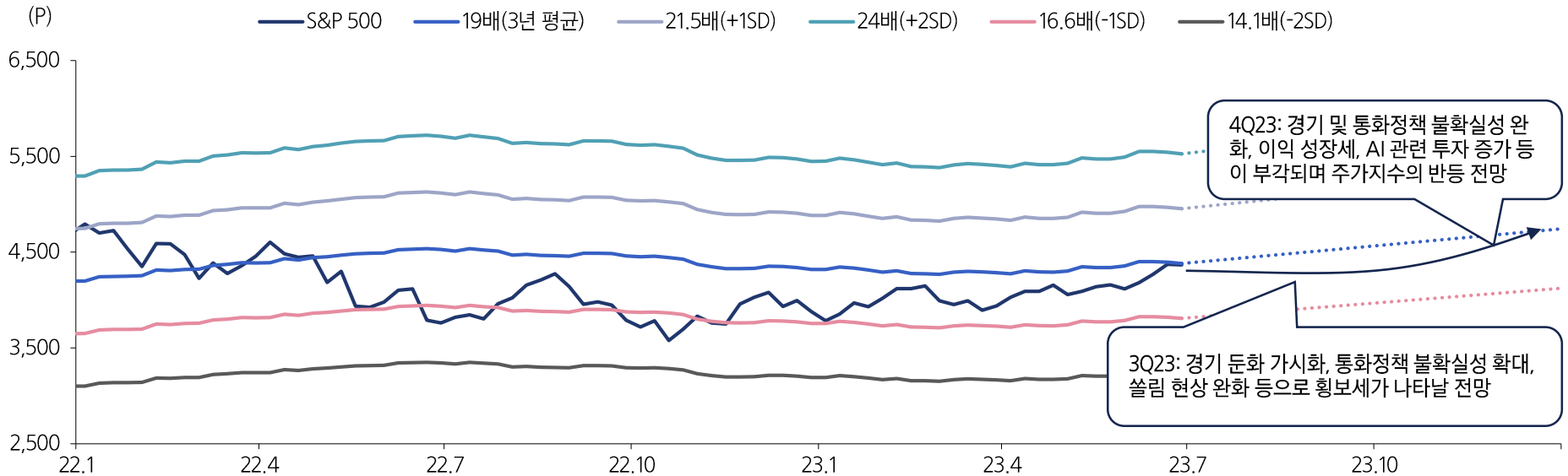
III. 정책과 투자 사이클

[APPENDIX] S&P500 투자의견: 3분기 종립, 4분기 비중확대 제시

2023년 하반기, S&P500지수는 19배 수준에서 등락하는 모습을 보일 전망

- S&P500지수는 3년 평균 12개월 선행 PER인 19배 수준에서 움직일 가능성이 높음(12개월 선행 EPS는 249P 가정)
- 3분기에는 경기 둔화 가시화, 통화정책 불확실성 확대, 쏠림현상 완화 등으로 횡보세가 나타날 전망
- 4분기에는 경기 및 통화정책, 이익 성장, CAPEX 지출 증가 등이 부각되며 반등할 전망

S&P 500 12개월 선행 PER 밴드



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

III. 정책과 투자 사이클

[APPENDIX] 배당할인모형을 이용한 적정 주가지수 레벨

2023년, 2024년 EPS 증가율 각각 0%, 14.7%, ERP 5.3%, 무위험 금리 3.7% 적용 시, 4,530P 도출

Growth and Discount Rate Input							
장기 무위험 금리(국채 10년물)	3.71%						
5년 후 무위험 금리 (장기 성장률_IMF 경제성장률 전망 평균치)	1.71%						
무위험수익 대비 주식 기대 수익률(ERP)	5.25%						
ROE	19.64%						
Earnings Forecasts							
FY0 EPS	217.05						
FY1 EPS	217.10						
FY2 EPS	249.00						
1-FY1 배당성향(Payout Ratio)	67.52%	(배당성향 = 32.48%)					
Intrinsic Value Estimate							
	FY0	FY1	FY2	FY3	FY4	FY5	Terminal Year
Expected Earnings	217.05	221.44	254.04	280.42	297.39	302.48	307.67
Expected Earnings Growth Rate		2.02%	14.72%	10.38%	6.05%	1.71%	1.71%
Expected cash payout	67.52%	67.52%	73.45%	79.39%	85.33%	91.27%	91.27%
Expected Dividends + Buybacks	146.55	149.51	186.60	222.63	253.76	276.08	280.81
Expected Terminal Value						5,348.78	
Riskfree Rate	3.71%	3.31%	2.91%	2.51%	2.11%	1.71%	1.71%
Required Return on Stocks (ERP+Rf)	8.96%	8.56%	8.16%	7.76%	7.36%	6.96%	6.96%
Present Value		137.72	158.91	175.94	186.78	3,870.56	
Intrinsic Value of Index	4,530						
Valuation							
Intrinsic FY0 PE	21.85						
Intrinsic FY1 PE	21.42						

자료: CEIC, Refinitiv, Damodaran Online, 삼성자산운용 투자리서치센터

III. 정책과 투자 사이클

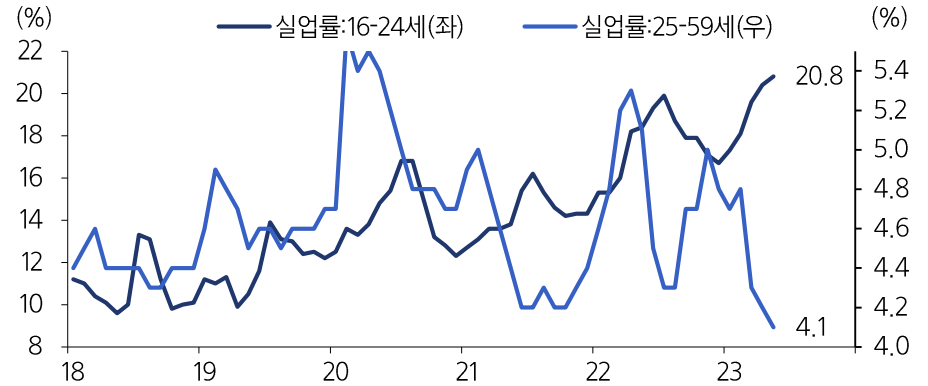
中 정부는 투자 증가 보다는 소비 확대를 유도

중국은 투자보다는 내수 시장 활성화에 집중하고 있음: 높은 실업률과 부동산 시장 침체 때문

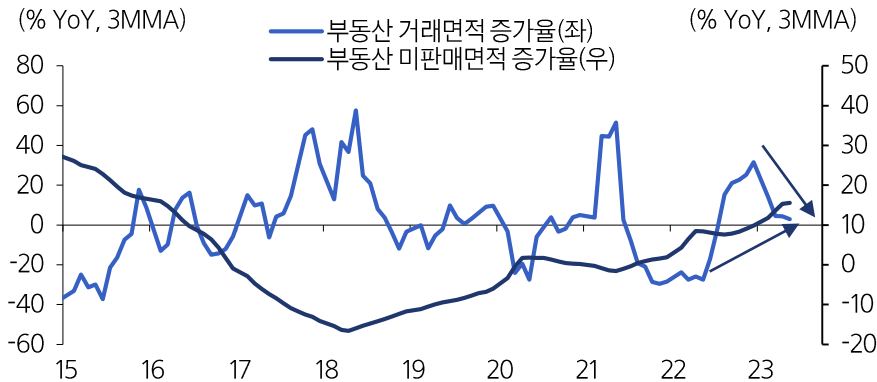
낮아져 있는 중국 경기에 대한 눈높이



높은 청년 실업률은 내수시장 부진으로 이어져



부동산 수요 부진 지속: 부의 효과 부재



정부의 주요 부양 정책 발표: 고용 시장 및 부동산 경기 하단 지지

구분	주요 정책
인민은행	초단기, 단기/중기 금리 인하
발개위, 재정부 등 10개 부처	23년말까지 소상공인 부가가치세 면제 기업 대상 자금 조달 비용 축소 계획 기업의 실업 보험 및 산재 보험 납부 비율 축소
국무원	기술혁신 기업 자금조달 지원 방안 심의 전기차 취득세 감면 정책 기한 연장(27년까지)
지방 도시 부동산 정책	대련시, 부동산 시장 뉴딜 정책 발표 쉬안청시, 10대 부동산 정책 도입 푸칭시, 구매제한 정책 폐지

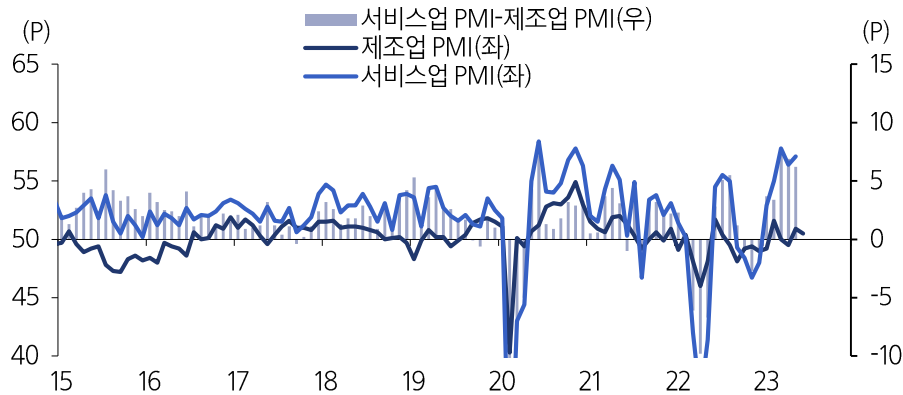
자료: CEIC, Refinitiv, WIND, 언론보도, 삼성자산운용 투자리서치센터

III. 정책과 투자 사이클

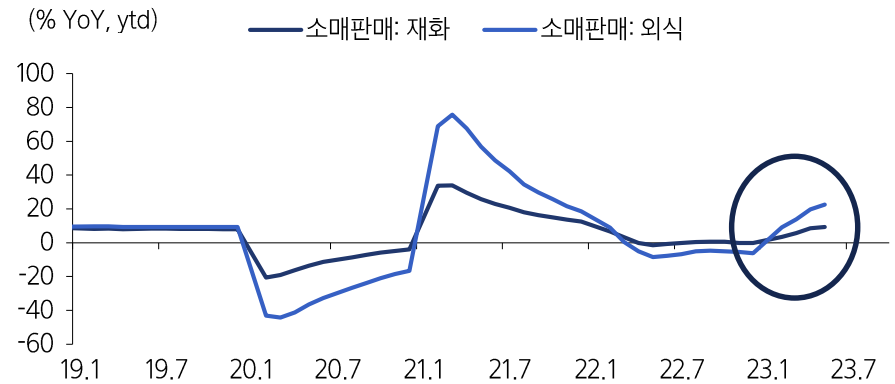
중국 리오프닝의 반사 효과를 누릴 국가는 많지 않음

中 내수는 서비스업을 중심으로 회복하고 있다는 점에서 중국 리오프닝의 반사효과를 누릴 국가는 많지 않음

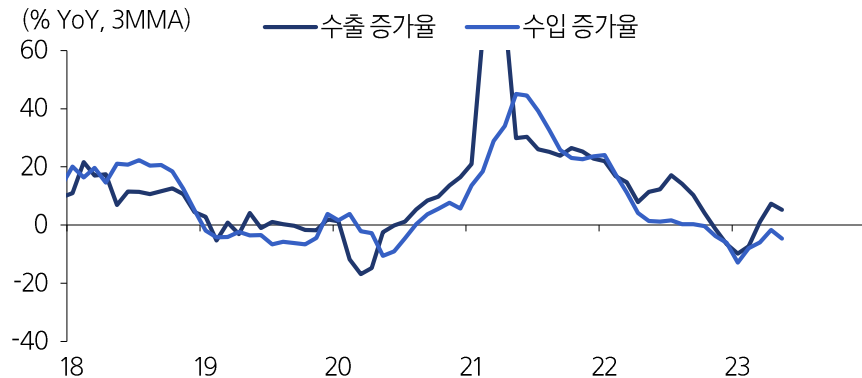
제조업 PMI와 서비스 PMI의 괴리 확대: 서비스업 중심의 회복



외식 관련 소비 증가율을 하회하는 재화 소비 증가율



중국 수출 및 수입 증가율은 하락세 지속: 대내외 수요 부진



중국 제조업 재고 축적 강도가 둔화되고 있다는 점은 긍정적



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

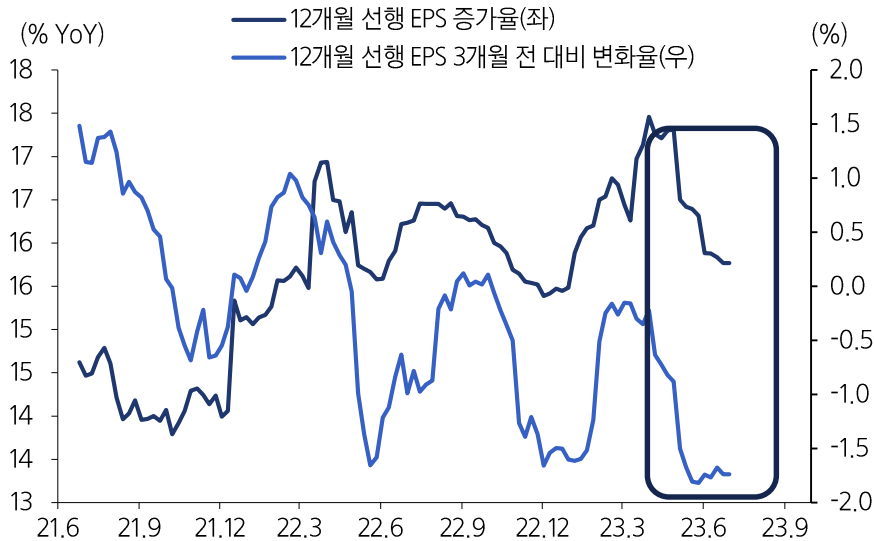
III. 정책과 투자 사이클

강력한 부양책이 발표되기 전까지 쉬어갈 중국

중국 정부의 경기 부양책은 지수 상승요인보다는 하단을 지지하는 요인으로 작용

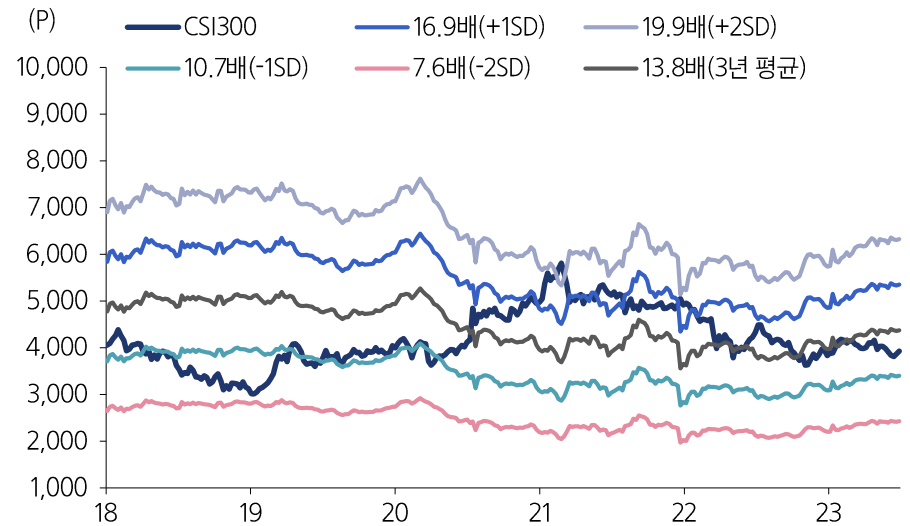
- 최근 발표되는 정부의 경기 부양책은 지수 상승 요인보다는 하단을 지지하는 요인으로 작용
- 부동산의 GDP 기여율이 17%를 기록하고 있는 가운데 강력한 부동산 시장 부양 정책이 발표되기 전까지 중국 주식시장은 쉬어갈 전망
- 경기 및 이익 모멘텀 둔화가 지속되고 있어 주가지수의 추세적 상승은 어려울 전망. 이에 중국 주식시장은 중립 의견 제시

CSI300의 12개월 선행 EPS 증가율 및 변화율 추이



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

CSI300 12개월 선행 PER 밴드



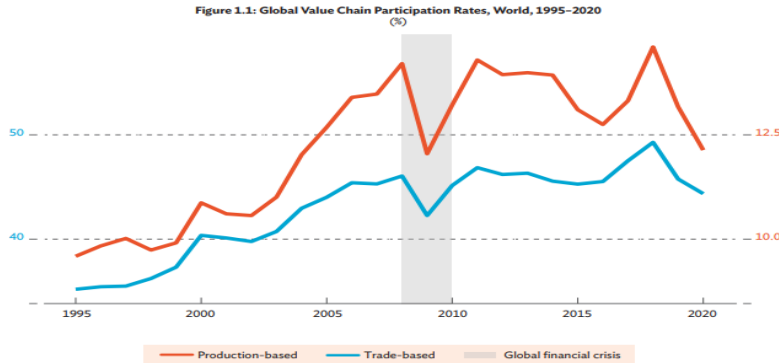
자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

IV. 공급망 차별화

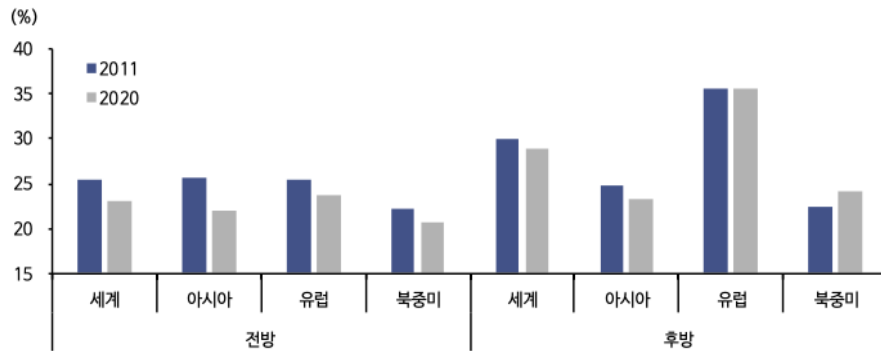
미국과 중국을 중심으로 공급망 및 교역 블록화는 진행 중

지역별 글로벌 밸류체인 참여율은 지속 하락: 미국과 중국의 공급망 재편 수요가 영향을 미친 것으로 판단

글로벌 밸류체인 참여율 추이



지역별 GVC 참여율 변화



주: 전방은 제3국에 수출한 재화를 생산하는 중간재를 수출, 후방은 수출재를 생산하기 위해 중간재를 수입
 자료: ADB, CEIC, 신한금융투자, 삼성자산운용 투자리서치센터

글로벌 수출 참여 비중 상위 10개국(글로벌 수출=100% 기준)

순위	1990년	2000년	2010년	2020년
1	미국 (22.5%)	미국 (18.1%)	미국 (11.7%)	미국 (13.5%)
2	프랑스 (6.6%)	독일 (7.5%)	중국 (7.9%)	중국 (10.0%)
3	영국 (5.7%)	영국 (5.3%)	독일 (6.3%)	독일 (6.4%)
4	일본 (5.7%)	프랑스 (5.0%)	프랑스 (3.9%)	영국 (3.5%)
5	독일 (5.2%)	일본 (4.8%)	영국 (3.7%)	홍콩 (3.4%)
6	이탈리아 (4.8%)	캐나다 (3.7%)	일본 (3.6%)	프랑스 (3.2%)
7	네덜란드 (4.3%)	네덜란드 (3.6%)	네덜란드 (3.5%)	네덜란드 (3.2%)
8	벨기에 (3.2%)	이탈리아 (3.5%)	홍콩 (3.3%)	중국 (3.2%)
9	스위스 (2.4%)	중국 (3.2%)	이탈리아 (3.1%)	한국 (2.4%)
10	한국 (2.2%)	홍콩 (2.9%)	캐나다 (2.5%)	이탈리아 (2.4%)

글로벌 수입 참여 비중 상위 10개국(글로벌 수입=100% 기준)

순위	1990년	2000년	2010년	2020년
1	미국 (18.5%)	미국 (12.7%)	중국 (12.9%)	중국 (15.6%)
2	일본 (8.2%)	독일 (8.2%)	미국 (8.2%)	미국 (8.0%)
3	독일 (7.0%)	일본 (8.0%)	독일 (7.8%)	독일 (7.5%)
4	프랑스 (6.5%)	중국 (6.3%)	일본 (5.5%)	일본 (4.2%)
5	이탈리아 (5.4%)	프랑스 (4.6%)	프랑스 (3.4%)	한국 (3.4%)
6	영국 (4.8%)	캐나다 (4.5%)	한국 (3.1%)	프랑스 (2.8%)
7	네덜란드 (3.9%)	영국 (4.4%)	이탈리아 (2.8%)	이탈리아 (2.8%)
8	벨기에 (3.0%)	이탈리아 (3.4%)	네덜란드 (2.7%)	네덜란드 (2.7%)
9	중국 (2.1%)	네덜란드 (3.0%)	캐나다 (2.6%)	멕시코 (2.6%)
10	스위스 (2.0%)	한국 (2.7%)	러시아 (2.6%)	캐나다 (2.3%)

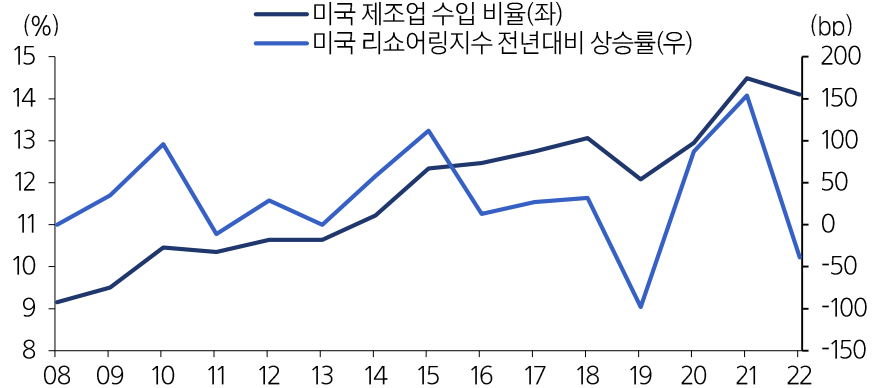
IV. 공급망 차별화

미국, 프렌드쇼어링과 리쇼어링의 투-트랙 전략

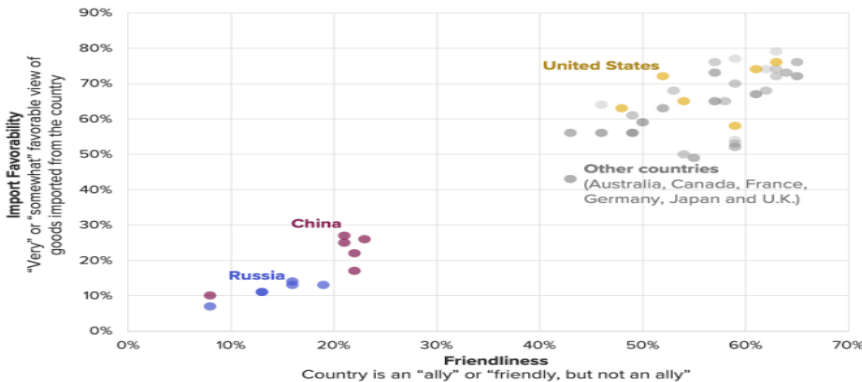
미국 기업들의 제조업 공급망 재편은 프렌드쇼어링과 리쇼어링을 중심으로 진행

- 미중 무역 갈등이 피크를 기록했던 2018년~2019년 급등했던 리쇼어링 지수는 하락: 미국 우방국에 대한 수입 의존도 상승
- 미국의 우방국 제품은 높은 인건비로 인해 가격이 부담스러울 수 있으나, 미국인들은 높은 가격에도 우방국 제품을 구매할 의사가 있다고 답변
- 이는 프렌드쇼어링 가속화 요인으로 작용할 전망
- 한편 최근 미국 제조업 공장 건설 지출이 확대되고 있는 것을 미뤄 보아 리쇼어링도 지속되고 있는 것으로 판단
- 미국은 프렌드쇼어링과 리쇼어링의 투트랙 전략을 단행 중

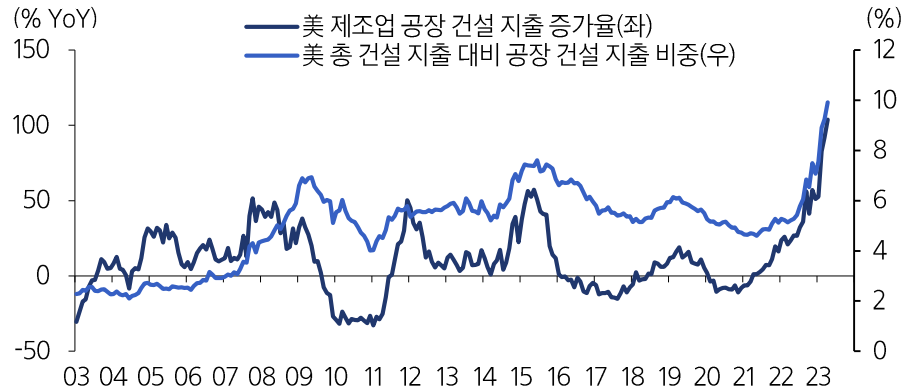
미 제조업, 리쇼어링보다는 친미국으로부터의 수입 의존도 ↑



미국인들, 높은 가격에도 우방국에 대한 제품 구매 의사가 높아



미국 제조업 공장 건설 지출 증가율 상승세 지속



자료: CEIC, World Integrated Trade Solution, Kearney, 삼성자산운용 투자리서치센터

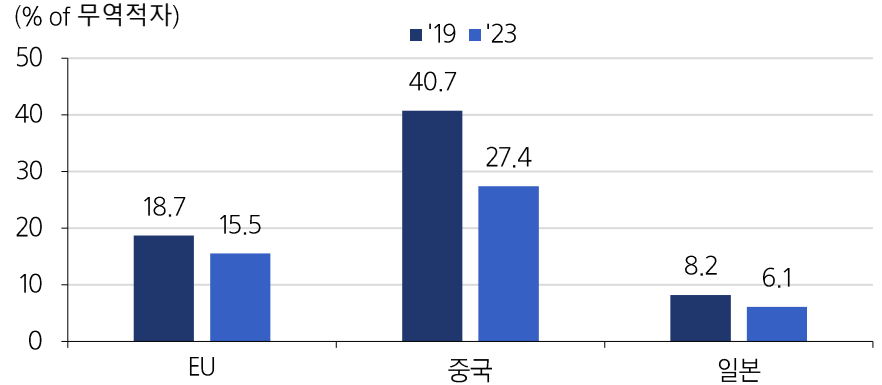
IV. 공급망 차별화

미국의 공급망은 중국 → 동남아/인도/멕시코로 전환

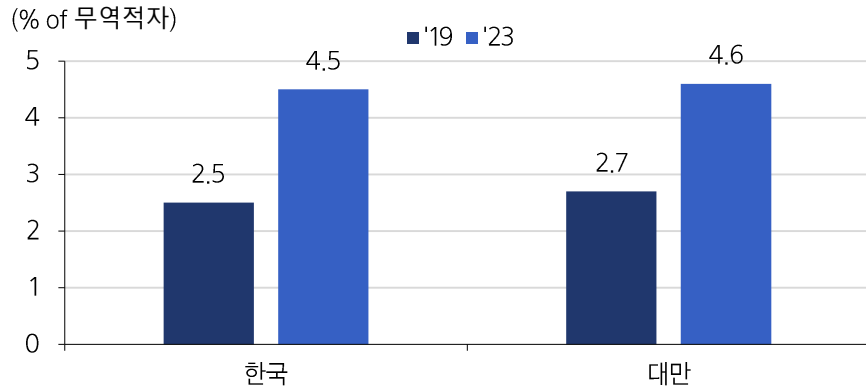
미국 공급망에 편입된 멕시코와 아시아 제조업 국가

- 미국의 국가별 무역 비중 변화는 미국 공급망 재편을 시사
- 미국 무역적자에서 차지하는 비중 변화를 보면, 중국과 선진국 비중은 현저히 감소. 특히 중국은 코로나19 사태 이후 무역적자
- 반면, 멕시코와 아시아 제조업 국가 비중은 확대
- 미국 프렌드쇼어링 가속화는 아시아 제조업 국가의 성장 요인으로 작용할 전망

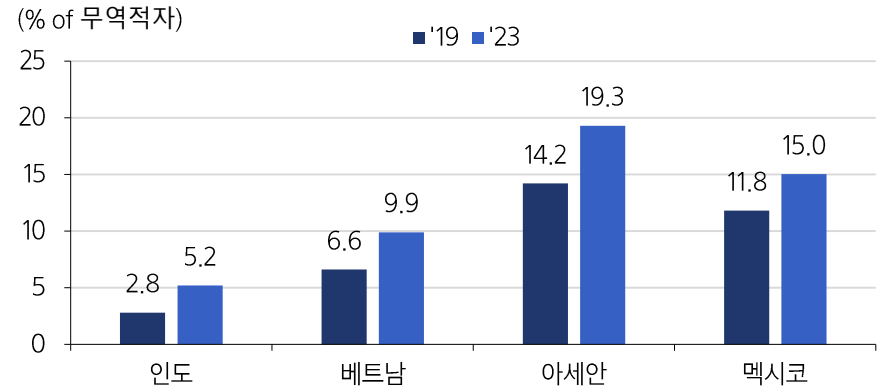
미국 무역적자에서 중국/EU/일본 비중 감소



미국 무역적자에서 한국과 대만 비중 증가



미국 무역적자에서 인도/베트남/동남아/멕시코 비중 확대



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

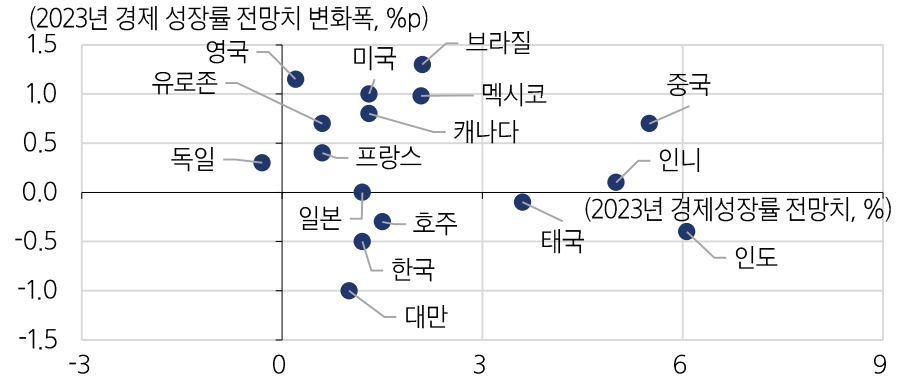
IV. 공급망 차별화

美 익스포저가 높은 아시아 제조업 국가의 경제 성장률 상향 조정

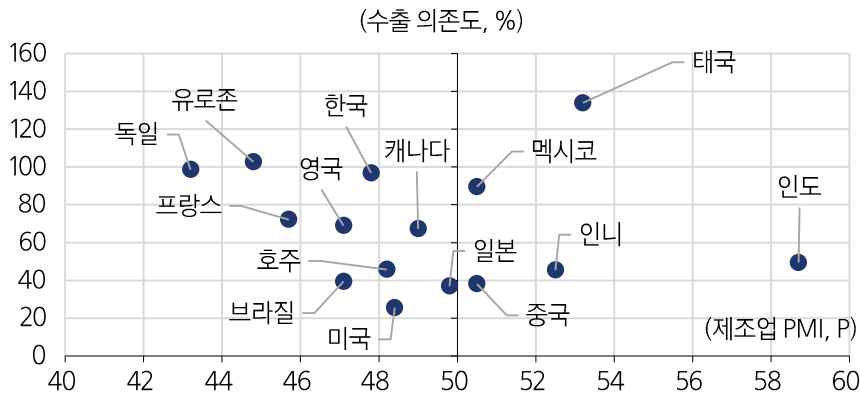
경제 성장률 상향 조정세 및 미국 익스포저가 높은 아시아 제조업 국가에 대한 관심 지속

- 중국의 2023년 경제 성장률은 상향 조정되고 있으나, 2024년 경제 성장률은 하향 조정 중. 중국의 경기 회복 자체도 더딘데, 서비스업 중심으로 중국이 회복되고 있다는 점에 주목
- 중국 리오프닝의 반사 수혜를 누릴 수 있는 환경이 아니라는 점에서 non-us의 경기 및 이익 회복과 주가 아웃퍼폼이 지연될 수 있음
- 다만 2024년 경제 성장률이 상향조정되고 있는 아시아 국가 중 미국 익스포저가 높은 제조업 국가에 대한 관심을 지속할 필요

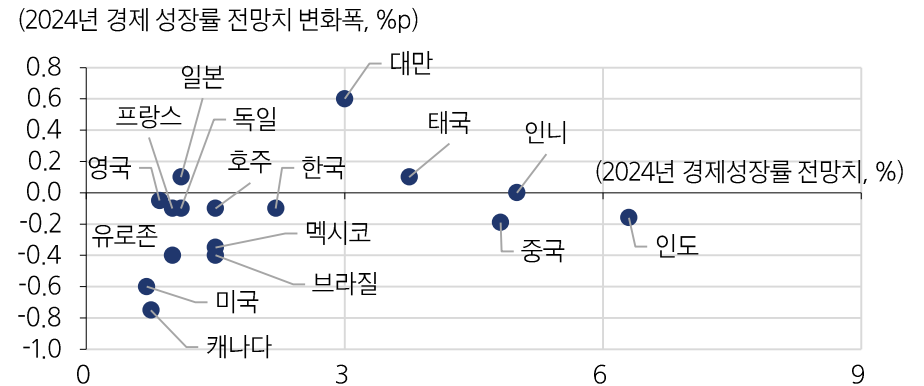
2023년 GDP 성장률 VS 전망치 상향조정 폭



PMI VS 수출 의존도



2024년 GDP 성장률 VS 전망치 상향조정 폭



자료: Bloomberg, World Bank, 삼성자산운용 투자리서치센터

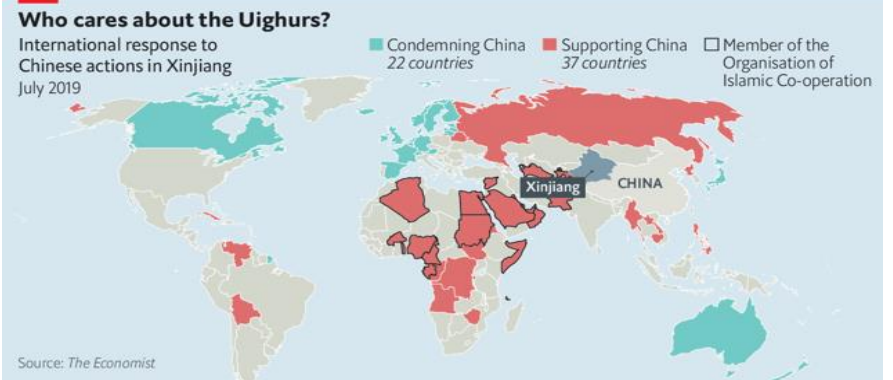
IV. 공급망 차별화

일대일로 참여국의 對중 부채 익스포저 부담: 공급망 재개편 차질

중국의 일대일로 계획은 지연될 가능성이 높음

- 일대일로 계획 구조 상 건설 중인 인프라는 완성 이후 수익을 통해 중국에 부채를 상환해야 하는 형태가 대부분
- 또한 일대일로 사업 계약 시 중국 은행들로부터 대출을 받고, 중국 건설사가 시공을 책임지기 때문에 결국 대중 부채는 지속 확대됨
- 대중국 부채 익스포저가 높아진다는 점에서 일대일로 참여국들은 프로젝트 진행에 부담을 느낄 수 밖에 없음
- 이는 중국의 프렌드쇼어링을 지연 및 공급망 재편에 차질을 빚는 요인

UN회의에서 위구르 이슈 관련 긍정적/부정적 의견을 제시한 국가



중국의 일대일로 계획 및 참여국



일대일로 참여로 對중 부채 익스포저가 높아진 국가들



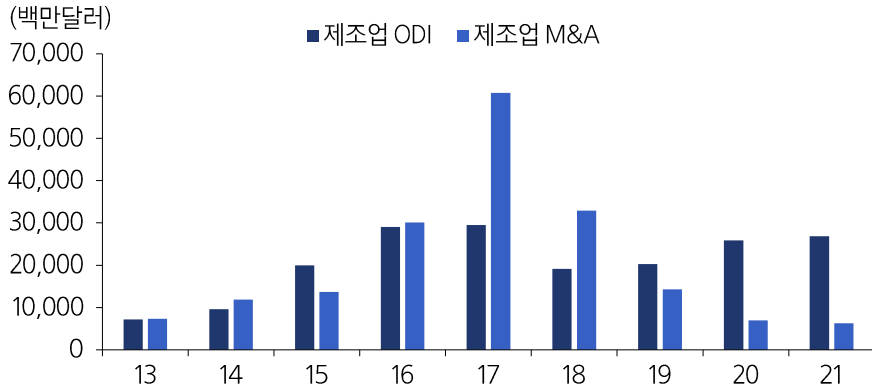
자료: Economist, 언론보도, 삼성자산운용 투자리서치센터

IV. 공급망 차별화

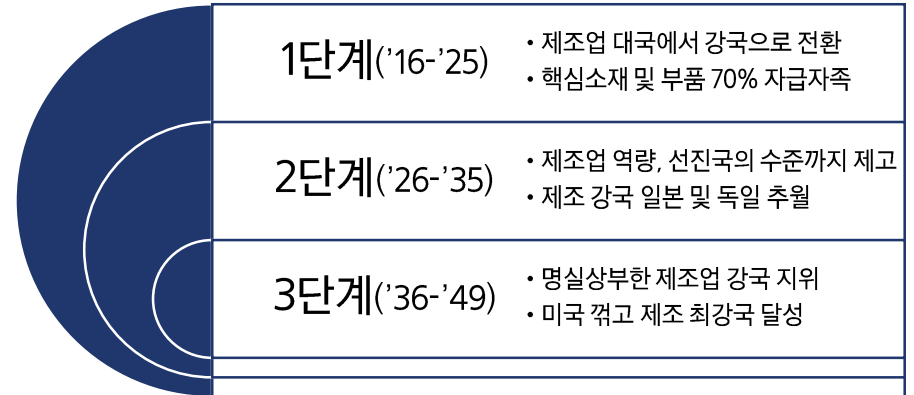
中 생산 자국화 의지 표명: 중국의 공급망 재개편 수혜는 적을 것

중국의 공급망 재편은 자국 중심으로 진행 중: 수혜 국가는 적을 전망

중국의 제조업 해외직접투자는 크게 늘지않고 M&A는 줄어들어



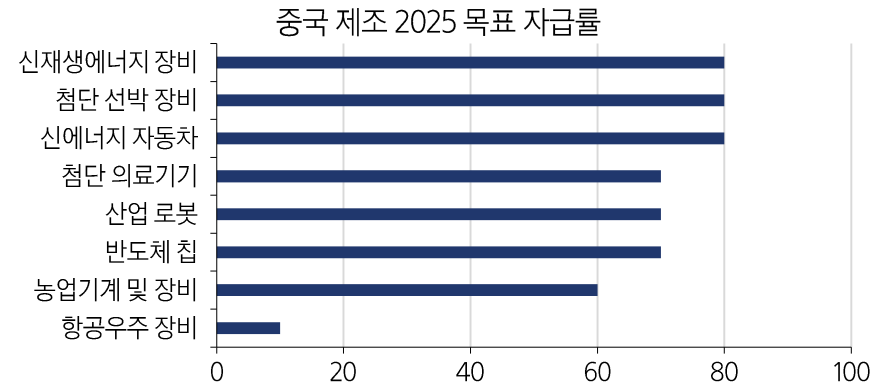
중국 제조 2025(Made in China 2025) 전략 목표



중국 제조 2025의 10대 핵심산업 발전 계획

10대 산업	중국 제조 2025의 10대 핵심산업 발전 계획
신에너지 자동차	전기차, 연료 전기차 및 배터리 등 부품 개발
첨단 선박	심해 탐사, 해저 정거장, 크루즈선 등 개발
신재생에너지	신재생에너지 설비 등 개발
반도체 칩	핵심 칩 국산화, 제조설비공급, 첨단 메모리 개발 등
산업 로봇	고정밀/고효율 수치제어 기계 개발, 산업용 로봇 개발
첨단 의료기기	원격진료시스템 등 장비 개발
농업기계 및 장비	대형 트랙터와 수확기 등 개발
항공우주 장비	무인기, 첨단 터보 엔진 등 개발, 차세대 로켓 개발

최근 반도체 자급률 70% 목표 수립



자료: CEIC, 언론보도, 삼성자산운용 투자리서치센터

02

주식시장 전망(해외, 국내)

국내 주식시장 전망

하반기 국내주식시장 주요 변수 Summary

연말 코스피 적정수준 2,700, 하반기 코스피 박스권 예상

PER 정상화 (이익정상화에 따른 PER 배수 장기평균으로 수렴) + 주도 업종 슬림화(IT/소재/산업재 → 반도체)

	주요 지표	하반기 전망
매크로	OECD 경기선행지수 한국 수출 증가율	3분기 상승 반전 예상 4분기 상승 반전 예상, 중국 대외수출 부진 감안시 회복 탄력 제한적
(대내외 정책)	글로벌 공급망	미국 주도 공급망 재편 가속화 (한국영향 중립적: 중국가공무역 감소 + 중국외 증가)
유동성/수급	(대외) 글로벌 M2, FRB/ECB B/S (대내) 외국인	글로벌 M2증가율 상승세 정체 예상(미국 QT 지속, 유럽 LTRO 상환) 외국인 매수 강도 약화 (23년 외국인 순매수 12조원, 6월 1조 순매도)
환율	달러 완만한 약세	미국 인플레이 경계감 여전해 가파른 달러 약세 가능성 낮아 원/달러 환율 연말 1,250원 수준
이익	이익사이클(12개월 선행 EPS)	반도체 주도 이익 상승 사이클 지속 주도 업종 슬림화 (24년 이익 증익 업종 : IT, 소재, 유틸리티)
밸류에이션	PER(12개월 선행) 확장 여부	PER 확장 제한적(반도체 주도 장세 특징), 주가 박스권 속 PER 정상화

상반기 대형주, 성장주 중심으로 상승

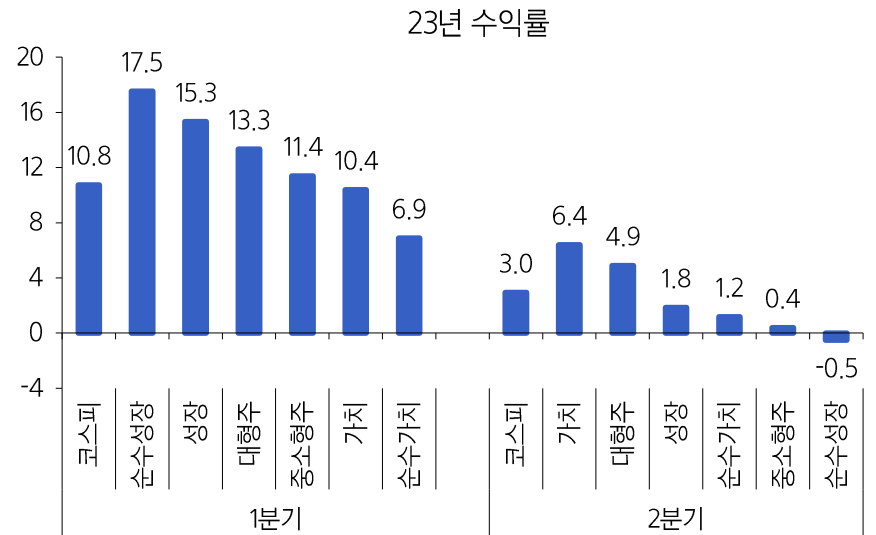
- 수출/제조업 등 매크로 부진에도 불구하고, 하반기 반도체 업황 턴어라운드 및 AI, 전기차등 신성장 산업 모멘텀으로 대형/성장주 중심 상승
- 2023년 1분기 성장주가 가치주 대비 우위를 보였으나 2분기는 대형/가치주 상대 우위 흐름
- 사이즈별로 대형주가 중소형주를 크게 아웃퍼폼하며 지수 상승을 견인

대형주 상대우위, 성장(1Q)/가치(2Q) 로테이션



자료: FnGuide, 삼성자산운용 투자리서치센터

1분기 대형/성장 우위, 2분기 대형/가치 우위



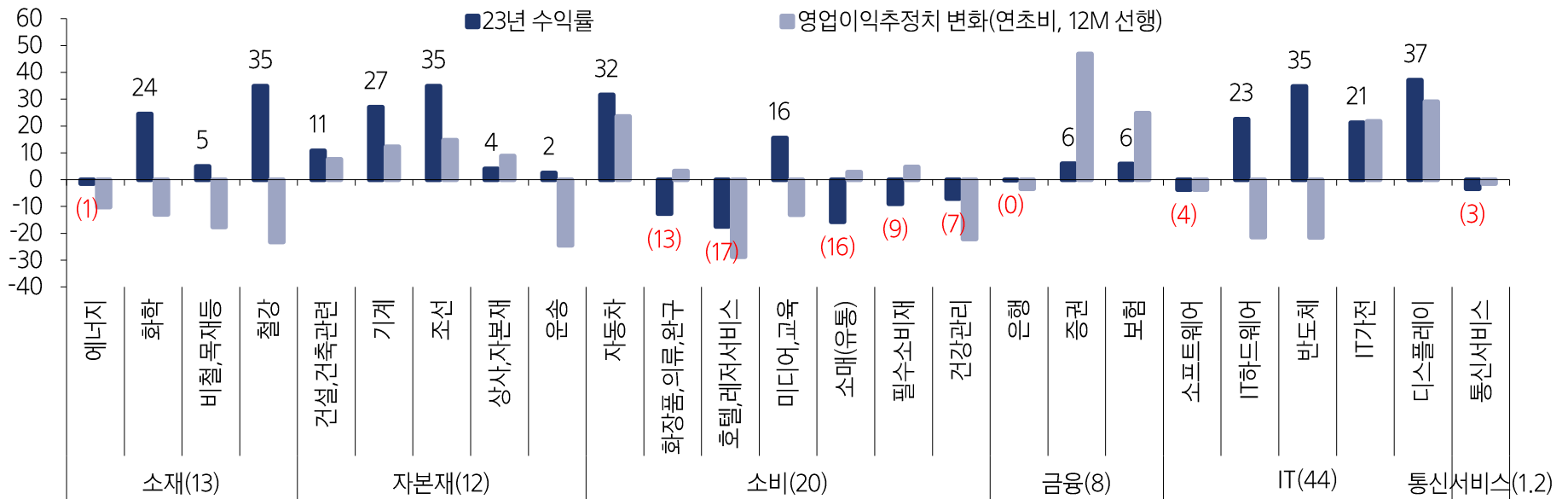
주: 6월 29일 기준, WM500 기준

자료: FnGuide, 삼성자산운용 투자리서치센터

IT(반도체), 소재(배터리), 자본재(조선) 업종 중심 아웃퍼폼

- IT, 소재는 실적 하향에도 불구하고 내년도 실적 개선 및 업황 성장 기대감으로 상승
- 자본재, 자동차는 기업이익 추정치 상향에 기반해 주가 상승
- 내수 및 중국 관련 업종의 부진은 지속 (이익추정치도 하향)

상반기 업종별 수익률 및 영업이익의 추정치 변화



자료: FnGuide, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국 수출 개선 예상되나 속도는 완만

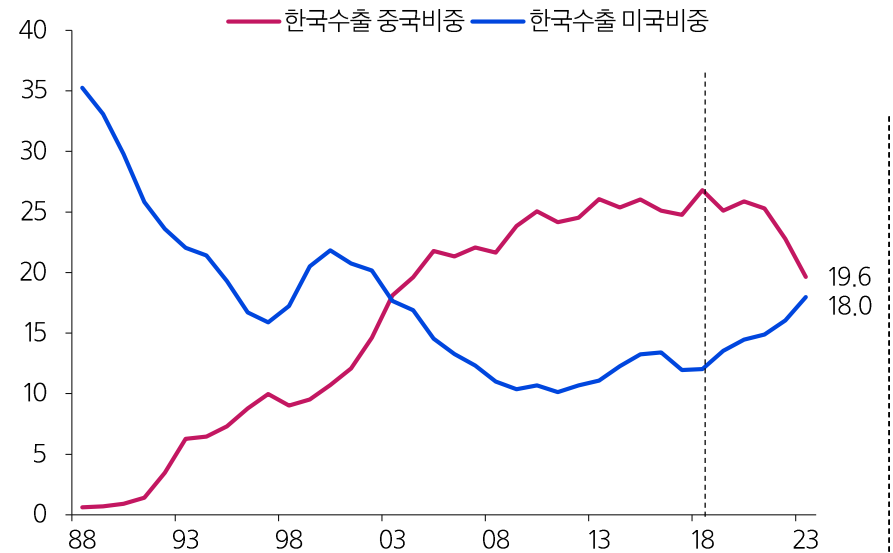
- 수출은 하반기부터는 다소 나아질 것으로 보이나 강도는 약할 듯 (6월 수출 -6%, 무역수지 흑자 전환)
- 중국은 전면적 부양 보다 전략 산업 중심 차별화 예상되어 한국 수출 부양 효과 제한적
- 미국 주도 공급망 재편 가속화에 따른 한국 영향은 중립적 (가공무역 감소 + 중국외 증가)

OECD 경기선행지수, 한국 수출 상승 전환 예상



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 주도 공급망 변화는 한국 수출 점유율 변화로 귀결



자료: 무역협회, 삼성자산운용 투자리서치센터

상반기 주가 상승을 이끈 글로벌 유동성 변화, 하반기는 부담 요인으로

- 글로벌 유동성(M2, 12개월 변화)은 22년 4분기 이후 상승 중이나 긴축 지속 영향으로 하반기 반등 탄력 제한 예상
- 미국 QT지속, 국채발행등으로 금융기관 유동성 연말까지 지속 감소 예상

주가 상승을 이끈 글로벌 M2 증가율



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

하반기 연준, ECB 자산 축소 지속 예상(유동성 흡수)

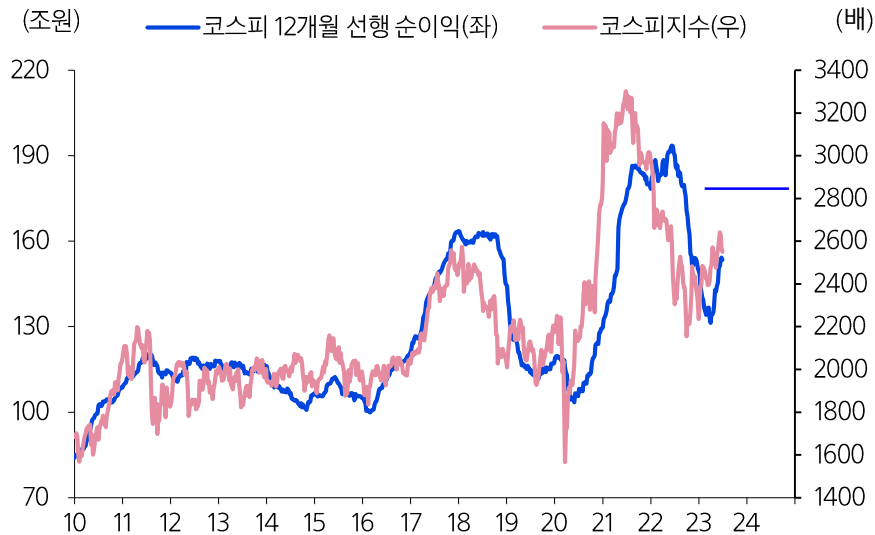


자료: 미국FRB, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국 기업이익 사이클 상승 반전

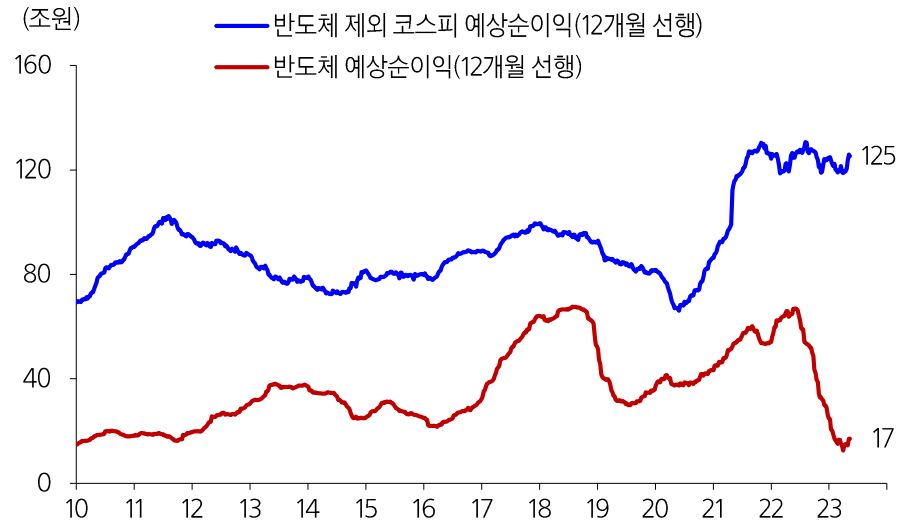
- 24년 이익전망이 순차 반영되면서 하반기 이익 사이클(12개월 선행 순이익)은 우상향 지속 예상
- 다만 이익개선이 반도체 등 IT에 집중되어 있어 추가적인 이익 상향 불확실성 존재 (글로벌 경기, AI발 수요 등)

한국 기업 이익 사이클 상승 반전, 하반기 우상향 예상



자료: FnGuide, 삼성자산운용 투자리서치센터

반도체외 기업이익은 정체, 이익 개선은 반도체 주도로



자료: FnGuide, 삼성자산운용 투자리서치센터

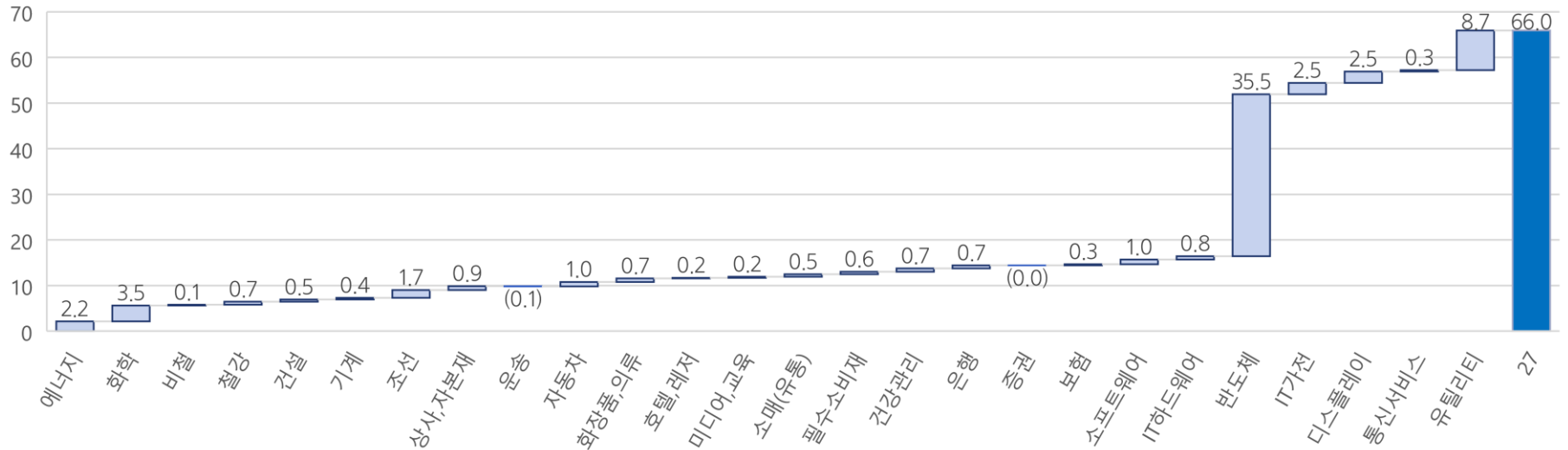
국내 주식시장 전망

24년 이익개선 업종 : 반도체, 유틸리티, 에너지/화학

24년 코스피 순이익 증익은 반도체/유틸리티가 주도

- 이익 턴어라운드는 상반기 주가에 선반영
- 하반기 반도체 업황 회복 강도, 비메모리 분야 점유율 회복, 중국 수출(중간재, 자본재) 개선 여부 체크 필요

24년 코스피 순이익 증익 업종별 분포 (23년 순익 예상 120조 → 24년 186조)



자료: FnGuide, 삼성자산운용 투자리서치센터

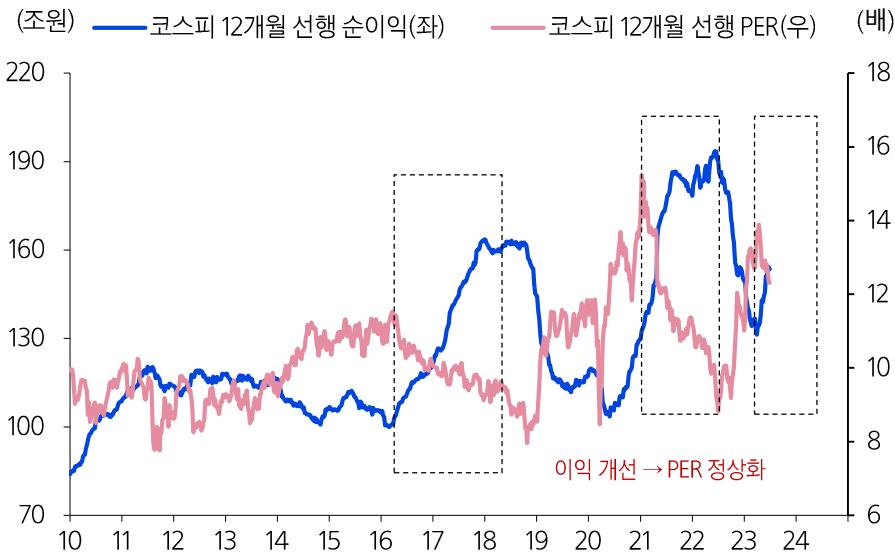
국내 주식시장 전망

하반기 전망 : PER 확장 제한적, 밸류에이션 정상화

하반기 멀티플(PER) 확장 제한된 가운데 주가 박스권 속 PER 정상화 과정 진행(장기평균 수렴)

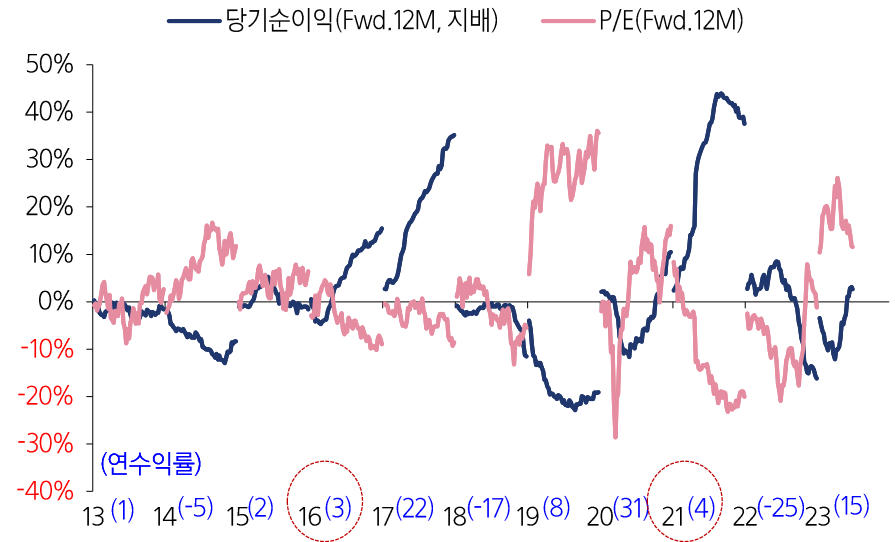
- 이익사이클 우상향 시기 PER 정상화 과정 반복 (주가 정체 + 이익 증가 => PER 배수 하락)
- 과거 반도체 주도 이익 턴어라운드 시기를 살펴보면 지수 상승효과는 제한적 (16년, 코스피 상승률 3%)
- 이익사이클 강도 및 업종별 이익개선세 확산 확인 이후 2차 상승 시현(17년)

이익사이클 상승 국면 PER 정상화 반복



자료: FnGuide, 삼성자산운용 투자리서치센터

이익사이클 턴어라운드 시기, 멀티플 확장 제한적

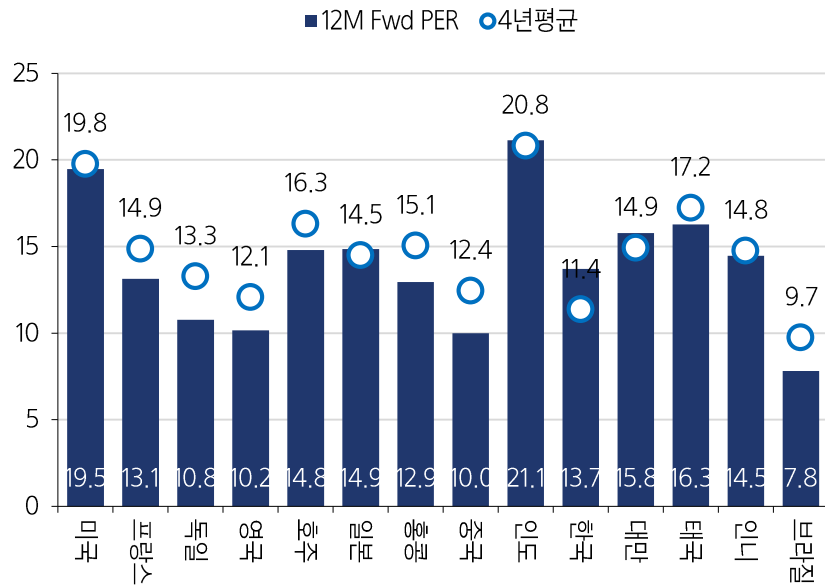


자료: FnGuide, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국증시, 상대 밸류에이션, Yield Gap 감안시 매력도 높지 않아

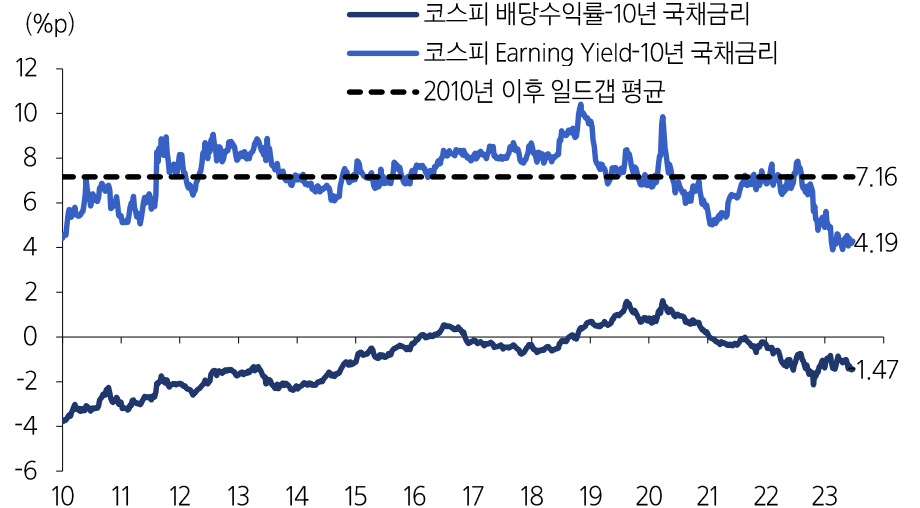
- 한국증시 PER기준으로 과거 평균 대비 고평가 (평균대비 높은 국가 : 한국, 대만, 일본)
- Yield Gap으로 보더라도 평균(7.2%p)과 현재 수준(4.2%p)감안하면 고평가 영역

한국증시 상대 매력도 (MSCI 지수 기준)



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국 주식시장의 채권 대비 상대 매력도



자료: FnGuide, 삼성자산운용 투자리서치센터

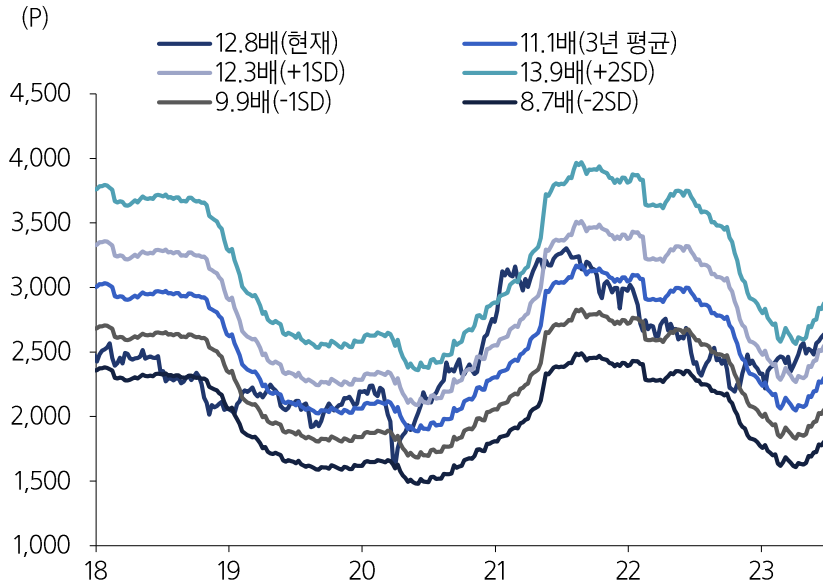
국내 주식시장 전망

하반기 전망 : 코스피 박스권 (3분기 중립 / 4분기 비중확대)

코스피 연말 적정 수준은 2,700선 전후, 하반기 박스권 예상

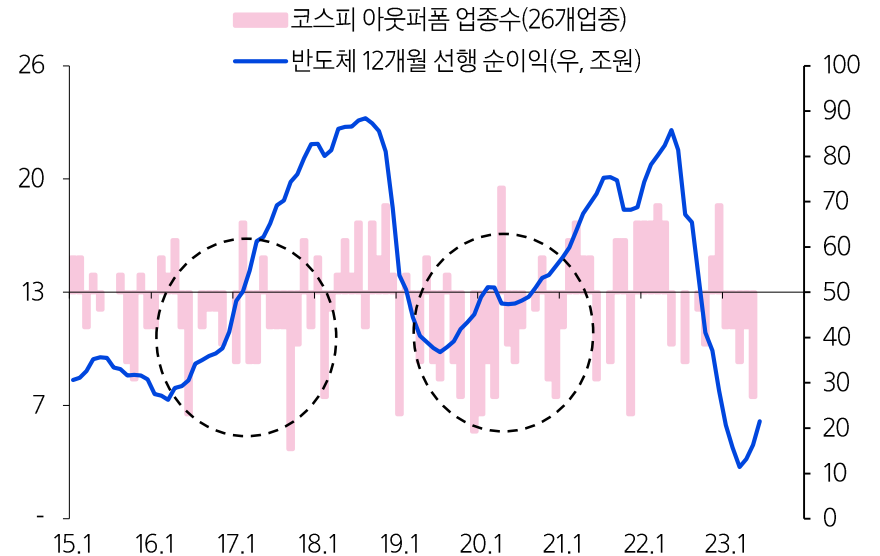
- 하반기는 PER 확장보다 24년 이익추정치가 순차 반영되면서 PER 배수 정상화 예상
- 성장주 밸류 부담, 글로벌 유동성 여건 약화 반영하여 한국증시 3분기 중립 의견, 4분기 비중 확대
- 반도체 주도 코스피 이익 상승기에 코스피 아웃퍼폼 업종수 축소 (업종 슬림화)

하반기 한국증시 밸류에이션 역사적 평균 수준으로 회귀



자료: FnGuide, 삼성자산운용 투자리서치센터

반도체 주도 이익 상승 국면에서 업종 슬림화



자료: FnGuide, 삼성자산운용 투자리서치센터

03

권역 및 국가별 주식시장 전망

[참고] 투자리서치-글로벌 국가/지역 뷰

			UW2	UW1	BM N	OW1	OW2	정량 스코어링	코멘트
전체 주식 (기타 자산대비)					●				
주식 지역/ 국가	선진국	미국				●		0.02	쏟림현상 완화 국면에서 단기 로테이션이 나올 수 있으나 견조한 이익을 고려하여 투자확대 의견 제시
		유럽			●			0.34	럭셔리 제품 수요 둔화, 독일 경기 회복 지연 등이 지수에 하방압력을 가할 전망
		일본		●				0.25	엔화의 추가 약세 가능성이 낮다는 점에서 일본 증시의 추가 상승 여력을 제한
	신흥국	신흥국			●			-0.37	경기 및 이익 방향성에 따라 차별화되는 모습을 보일 전망 중국발 수요 개선세가 지연되고 있다는 점에서 대중 수출 비중이 높은 국가의 주식시장은 부진할 전망
		아세안			●				중국 리오프닝 효과 부진은 제조업 신흥국의 주식시장의 부정적 요인
		중국			●			0.11	높아져 있는 중국 경기에 대한 눈높이 조절, 이익 하향조정세 등이 지수에 하방압력을 가할 전망 다만 정부의 경기 부양책이 지수의 하단을 지지하는 요인으로 작용할 전망
		인도			●			0.08	애플리케이션에 대한 우려감이 확대되는 가운데 경기 및 이익 모멘텀 둔화세가 나타난다는 점에서 주가 지수의 단기 조정 가능성 ↑
		한국			●			-0.58	유동성 여건은 상반기 대비 악화, 미국 QT지속과 ECB 유동성 흡수로 글로벌 유동성 반등 모멘텀 약화 반도체 중심 코스피 이익 사이클 우상향 지속 예상. 단 멀티플 상승 제한 속 밸류에이션은 장기평균으로 수렴할 전망

[참고] 투자리서치-글로벌 국가/지역 뷰

			UW2	UW1	BM N	OW1	OW2	정량 스코어링	
섹터/ 스타일	미국 섹터	소재			●			-0.28	통화정책 불확실성이 확대되고 있다는 점은 부담. 신재생에너지 관련 일부 종목 수혜 가능성 있으나, 업종 전반적으로는 상방 모멘텀 제한적
		산업재				●		0.09	IRA(Inflation Reduction Act) 세부지침 발표된 가운데 인프라 산업에 필요한 산업재 수요 확대 예상. 공장설비, 인프라 설비 투자 지속에 이익 추정치 개선 지속
		금융			●			0.27	금리 추가 인상 가능성에도 대출태도 악화 및 경기 둔화 우려 지속되며 반등 여력은 크지 않을 가능성. 상업용 부동산 우려 남아있다는 점도 금융주에는 부담
		경기 소비재				●		-0.03	업종 내 비중 큰 테슬라, 아마존 등 기술주 상승추세에 힘입어 아웃퍼폼 예상. 재화 소비는 둔화되나 여행 등 서비스 소비 이어지며 업종 상승 여력 지지
		에너지		●				1.01	원유 가격 하락세 지속된 만큼 반발 매수세 유입은 기대되나, 상대적 투자 매력도는 높지 않다고 판단. 단기 트레이딩 매매 차원의 대응이 유효할 전망
		통신 서비스				●		-0.06	7월 기준금리 인상 가능성 부각 시 단기 되돌림 나타날 수 있으나, 7-8월 어닝 시즌 앞두고 실적 개선 기대감 높아지는 업종. 단기 조정 시 재진입 필요하다고 판단
		IT				●		-0.16	과열 우려가 누적돼 있어, 단기 조정의 가능성이 있음. 다만 가격조정보다 기간조정 형태일 가능성이 높음. AI 성장 기대를 바탕으로 이익전망이 상향 조정되고 있다는 점도 조정 폭을 낮춰줄 수 있는 요인
	미국 스타일	성장주				●			쏟아진 현상 해소 과정에서 가치주로의 단기 로테이션이 나타날 수 있는 시점 다만, AI산업의 구조적 성장을 고려하면 성장주에 대한 조정시 매수 전략 유효
		가치주			●				
		중소형주			●				기업 이익 전망치 하향조정으로 밸류에이션 부담은 여전히 높음 중소형주 중에서도 현금흐름 양호한 업체 중심 대응 필요할 전망

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

삼성자산운용 주식회사

06620 서울특별시 서초구 서초대로74길 11 대표전화 : 02-3774-7600 콜센터 : 080-377-4777 [상담시간안내 : 평일 오전 9시~오후 5시]