

2024년 6월 24일

KOSPI 3,000P로 가는 길

'Everything rally'의 조건이 재차 성립되고 있습니다. 미국 주식시장은 비싸다는 점이 유일한 걱정거리지만, 연방정부와 민간의 투자가 동시에 진행되고, 혁신 기업의 독점적 지위가 유지되는 상황에서는 프리미엄이 정당화될 수 있습니다. 정치/외교적 노이즈로 인해 단기 조정이 나타난다고 해도, 기업이익은 여전히 증가하고 있기 때문에 상승 추세에 걸림돌이 되기 어렵습니다. 현재는 정책 사이클입니다. 정책이 변화하기 전까지는 기존 주도주의 상승이 지속될 것입니다.



7월 월간공유

* 커버 이미지는 Chat GPT로 작성하였습니다

C/O/N/T/E/N/T/S

I. 경제: 기본과 응용	09
II. 투자전략: 연방정부 투자 + 민간 투자 = 프리미엄	21
III. 퀀트: 집중과 순환	51
IV. 투자 아이디어: 양극화 시대에 살아남을 기업 찾기	69
V. 이슈: AI 산업의 큰 그림	85
VI. AI 모델로 예측한 7월 KOSPI 방향성 및 추출 업종	95

김병연 (투자전략 총괄, 02)768-7574, bk@nhqv.com)

안기태 (경제, 02)768-7205, kt.an@nhqv.com)

김재은 (퀀트, 02)768-7696, jaeun.kim@nhqv.com)

김영환 (한국 투자전략, 02)768-7677, yh.kim@nhqv.com)

나정환 (시황, 02)768-7783, simon.na@nhqv.com)

김규진 (AI/빅데이터 전략, 02)2229-6737, kyoujin.kim@nhqv.com)

I. 경제: 기본과 응용

- 큰 흐름에서 하반기 매크로 전망 ① 미국 실질 성장률 $2%+\alpha$, ② 3% 인플레이션, ③ 명목 성장률 5%에서 정상화 차원의 기준금리 인하 시도
- 세부적인 측면에서 하반기 매크로 환경 스터디를 좀 더 하면,
- **첫째, 국제정치 불확실성.** S&P는 미국 내 사업장을 대상으로 제조업 경기지수를 발표하는 반면 ISM은 미국의 해외법인도 포함해 조사 실시. 5월 미국의 대중 관세 인상과 맞물려 무역전쟁 우려가 불거지면서 두 지수의 괴리가 벌어진 것으로 파악
- 글로벌 무역망의 진영에 따른 양분화(민주국가끼리, 독재국가끼리)가 심화되는 가운데 미국/유럽과 중국, 두 지역의 경제적 갈등이 상수로 굳어지는 양상
- **둘째, 고용 둔화.** 실업률은 한번 올라가면 급등하는 경우가 많음. 예외적으로, 1960년대 중후반처럼 실업률이 낮은 채로 장기간 이어지거나 2000년대 초반처럼 실업률이 높아진다 하더라도 확장이 지속될 가능성은 있음(최근 QR 코드와 로봇 도입으로 레저&숙박 고용은 과거 추세선과의 격차를 좁히지 못하고 있음=고용 없는 성장)
- **Fed Watch** ① 고용 지표 중요, ② 중앙은행 역시 정부와 마찬가지로 유권자의 영향을 받음, ③ 기준금리를 통해 인플레이션을 안정시키면서 동시에 중하위 계층의 이자 부담을 덜어내야 하는 상황

II. 투자전략: 연방정부 투자 + 민간 투자 = 프리미엄

- 현재 금융시장은 "Everything rally"를 경험, 이는 완만한 물가 하락과 연준의 완화적 스탠스 덕분임. 미국 경제 내 연방정부와 민간의 지속적인 투자가 진행 중. IT 산업의 확장 초기 단계와 주요 AI 기업의 독점적 지위 유지도 주식시장의 프리미엄 지속 가능성을 정당화
- KOSPI는 현재 12개월 선행 EPS의 증가로 밸류에이션 부담이 낮아지고 있으며, 12개월 선행 PBR 기준으로도 KOSPI 3,000P 돌파는 무리한 수치가 아님. 미국 경제의 성장은 한국의 대미 수출에 긍정적인 영향을 미치며, 특히 반도체, 전력기기, 산업용 로봇 등의 수출 증가가 지속. 이러한 수출 호조는 기업이익 증가를 지속시켜 KOSPI 상승을 뒷받침할 것
- 프렉시트와 미국 1차 대선 토론회 등 정치적 이벤트가 금융시장에 영향을 줄 수 있지만, 일시적으로 영향을 미칠 뿐, 장기적인 상승 추세를 방해하지는 않을 것임. 연간 KOSPI 목표치 3,100P 유지

III. 퀀트: 집중과 순환

- 나스닥 지수 신고가에도 주가 상승 종목 수는 감소. 빅테크 내에서도 상승 종목 압축. 대부분 기업들의 실적은 이제서야 회복 국면에 접어든 가운데, 실적 전망치가 상향 조정되는 기업 수는 소수에 불과
- 엔비디아 랠리는 실적 전망치로 판단하면 납득이 가는 수준. 현재 전망대로라면 엔비디아의 향후 5년 평균 EPS 증가율은 35%
- 현재까지 AI 주도권은 소프트웨어보다 LLM의 성능과 GPU가 쥐고 있음. 애플 인텔리전스 발표 이후 AI가 소비자에 주는 경험으로 무게 중심이 옮겨가기 시작. 하반기에는 On-Device AI가 부각될 전망
- **소수 기업 집중 현상은 지속 예상. 과거 지수는 소수 기업에의 집중이 강화되는 시기가 완화되는 시기보다 더 높은 수익률을 기록**

- **7월 국내 주식시장은 어닝 시즌과 밸류업 정책 모멘텀을 기대**
- ① **양호한 어닝 시즌은 수출주가 주도**: 미국향 수출을 늘리고 있어 낙수효과 누릴 가능성이 커지고 있음. 소비재 수출주로도 온기 확산될 것
- 2분기 실적 전망치가 높은 수준이 아니기에 이번 어닝 시즌은 양호할 것. 반도체 실적 개선도 이제 시작
- ② **ISA 세제 혜택 확대 기대**: 7월에는 정부 세법개정(안) 발표 예정. ISA(개인종합자산관리계좌) 지원 확대가 논의될 가능성
- 향후 ISA 개정안이 통과된다면 고배당주가 수혜를 누릴 것

IV. 투자 아이디어: 양극화 시대에 살아남을 기업 찾기

- 미국 주도의 글로벌 경기 환경이 지속되는 가운데 미국에서도 소비와 투자의 양극화, 소비 품목 간 양극화가 진행. 미국향 수출이 한국 기업들의 성장 엔진이 되고 있는 가운데 이러한 양극화 환경에서 살아남을 수 있는 기업들을 찾을 필요
 - **투자의 양극화:** AI 혁신 확산 지속에 따른 수혜 분야. 반도체/반도체 장비, IT하드웨어, 가전
 - **소비의 양극화:** 가격 대비 품질 우수한 제품 선호 경향에 따른 수혜 분야. 제약/바이오(바이오시밀러), 화장품(ODM)
 - **국제정치의 양극화:** 탈세계화 확산에 따른 수혜 분야. 원전, 조선, 방산
- 7월 관심종목: 삼성전자, SK하이닉스, LG전자, 삼성전기, 원익IPS, 셀트리온, 코스맥스, 펄텍코리아, 두산에너빌리티, HD현대중공업, 한국항공우주

V. 이슈: AI 산업의 큰 그림

- 애플의 AI(Apple Intelligence)가 기대되는 이유는 맥락을 이해하는 생성형 AI이기 때문. 애플리케이션 기능을 실행할 수 있을뿐만 아니라 다른 애플리케이션에서 정보를 가져와 명령을 수행할 수 있음. **애플의 AI 발표 이후 On-Device AI 산업 발전 기대감이 확대**
- AI 산업은 1) B2B 하드웨어, 2) B2B 소프트웨어, 3) B2C 하드웨어, 4) B2C 소프트웨어 순서로 발전할 가능성 높음. On-Device AI는 B2C 하드웨어 산업
- 인터넷 산업은 2000년대에 접어들어 PC 기반에서 모바일 기반으로 전환되기 시작. 2007년 아이폰이 출시되고, 앱스토어를 통해 모바일 애플리케이션이 대중화되면서 스마트폰의 대중화가 본격화
- 스마트폰 대중화 이후 모바일 소프트웨어인 애플리케이션 산업이 발전함. AI 애플리케이션 산업도 비슷한 발전 순서를 따를 것으로 예상
- 'AI 킬러 앱'은 기존의 서비스를 서로 공유할 수 있는 플랫폼에 단순히 생성형 AI가 개입하는 형태가 될 수 있음
- **AI를 활용해 사용자 편의성을 빠르게 높이고 있고, 애플 기기에도 적용될 예정인 ChatGPT가 대중화될 가능성**

VI. AI 모델로 예측한 7월 KOSPI 방향성 및 추출 업종

- 2024년 6월 24일 ~ 2024년 7월 19일 KOSPI 지수 밴드는 2,710~2,890P이며, 평균값은 2,800P
- 지수 예측변동성은 3.1%를 기록하며, 1분기 이후 빠른 속도로 축소 중. 예측변동성의 하락세가 지속되며 중변동 국면의 변동성 기준을 하회. 지수도 양(+)¹의 월간 기대수익률을 보이며 향후 한 달간 저변동 상승 국면이 전망됨
- 향후 코스피의 방향성은 경제와 감성 변수에 집중. 변수 모델 전반의 유의도가 하락하고 있으나, 경제와 감성 변수 모델의 유의도는 비교적 작은 하락폭을 보이고 있음. 경제와 감성 변수 모델은 여전히 상승 전망을 지지
- 7월 AI 포트폴리오의 경우 섹터별로는 경기관련소비재, 산업재, 커뮤니케이션서비스 선호. 스타일별로는 가치 선호 지속. 스타일별 선호도에 큰 폭의 변화는 없었으나, 포트폴리오의 베타는 다소 감소한 모습
- 포트폴리오 내에서 비중이 높았던 경기관련소비재, 산업재, 커뮤니케이션서비스 등은 기대수익률이 높고 이익성 스타일에 대한 노출도가 큰 경향. 따라서 **상대적으로 이익성 지표가 양호하며, 향후 모멘텀이 기대되는 산업에 더 큰 비중이 배분됨**
- 스타일별 노출도에 큰 변화는 없었으나 가치 편향은 지속적으로 강해지고 있음. 이익성 스타일과 가치 스타일이 유사한 지표를 참조한다는 점을 고려하면, 최근 가치 스타일에 대한 편향은 이익성에 대한 노출도 상승의 결과일 수 있음. **가치 스타일 자체보다는 이익성이 높은 산업에 대한 지속적인 관심이 유효할 것**

* 당사는 2022년부터 AI 모델 학습을 통해 주식시장을 예측하는 방법들을 다양하게 모색하고 있습니다. 월간공유 AI모델 파트에서 제시하는 KOSPI 월간 레인지 및 관심 업종은 AI 모델의 학습 결과 값으로 참고 사항일 뿐, 공식적인 하우스 뷰와는 다를 수 있음을 알려드립니다

2024년 7월 관심종목

구분	코드	종목명	Valuation						실적 Momentum (Growth y-y)				수익률 1개월	수익률 YTD	시가 총액
			PER		PBR		ROE		매출액		영업이익				
			'24F	'25F	'24F	'25F	'24F	'25F	'24F	'25F	'24F	'25F			
			(배)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(% y-y)	(% y-y)	(% y-y)	(% y-y)			
투자의 양극화 (AI 혁신 관련 분야)	A005930	삼성전자	16.0	12.1	1.5	1.3	9.6	11.7	19.3	11.0	494.5	41.2	3.4	4.0	487,134
	A000660	SK하이닉스	12.5	8.7	2.5	1.9	23.2	26.4	101.0	25.5	366.1	37.7	24.9	67.8	172,901
	A066570	LG전자	10.7	8.4	0.9	0.8	9.4	10.8	4.6	5.2	14.9	10.9	11.2	6.5	17,739
	A009150	삼성전기	17.1	13.9	1.4	1.3	8.6	9.9	13.4	8.2	37.3	25.6	-2.1	-1.2	11,301
	A240810	원익IPS	126.3	17.4	2.0	1.8	1.6	10.9	7.9	35.9	152.1	1,165.1	3.7	4.1	1,735
소비의 양극화 (미국 수요가 건조할 소비 분야)	A068270	셀트리온	70.5	31.1	2.1	2.0	3.2	6.9	62.4	23.0	1.2	134.4	-3.7	-10.6	39,080
	A192820	코스맥스	17.7	14.0	4.4	3.4	26.6	26.2	23.5	12.6	70.6	16.6	9.3	42.4	2,043
	A251970	펄텍코리아	16.4	14.1	2.1	1.9	11.6	11.9	13.3	11.7	24.0	15.1	50.9	86.2	553
국제정치의 양극화 (에너지, 국방정책의 수혜 분야)	A034020	두산에너빌리티	28.3	23.4	1.8	1.6	7.1	8.0	-2.8	6.0	-10.9	16.8	17.1	31.1	13,356
	A329180	HD현대중공업	41.9	17.6	2.3	2.0	5.6	12.2	10.8	13.8	126.7	128.9	10.8	10.0	12,597
	A047810	한국항공우주	24.0	18.4	2.9	2.6	12.4	14.5	-1.3	15.7	1.9	32.5	-4.4	5.6	5,147

주1: 2024년 6월 20일 기준, 주2: 추정치는 FnGuide 컨센서스
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

KOSPI 3,000P로 가는 길

I. 경제: 기본과 응용

Economist: 안기태

Tel 02) 768-7205 | e-mail kt.an@nhqv.com

하반기 전망의 기본 흐름

- 5월 말~6월 초 미국의 주간단위 경제상황지수는 전년 대비 2.4% 증가→ 연말 미국 GDP 성장률 2%+ α
- 미국 CPI 상승률 둔화세→ 3% 안팎의 인플레이션 예상
- 명목 GDP 성장률이 5% 수준에 이르면, Fed는 5% 안팎으로 기준금리를 내리는 정상화 차원의 인하(Adjustment Cut)를 시도
- 한국의 지역별 수출 증가율을 보면, 미국 주도의 경기 확장이 나타나고 있으며 이 흐름이 이어질 것으로 예상

미국 성장률 2%+ α



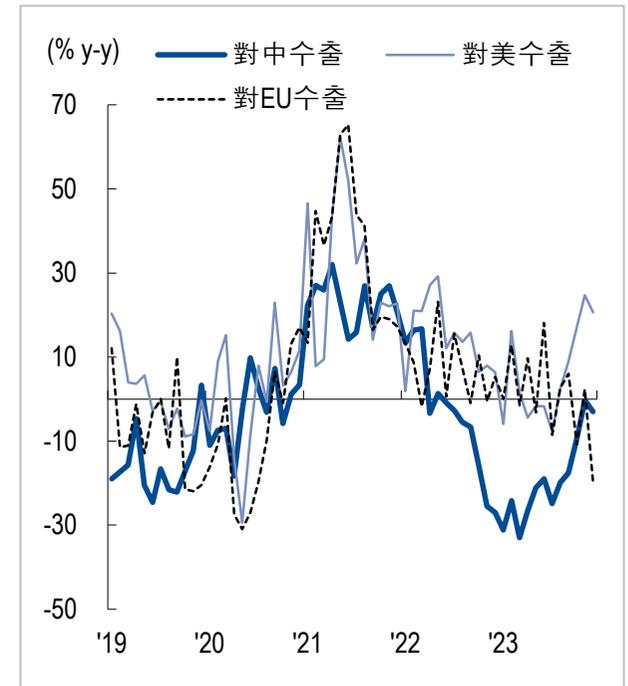
자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

미국 인플레이션 3%



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

미국 주도의 성장

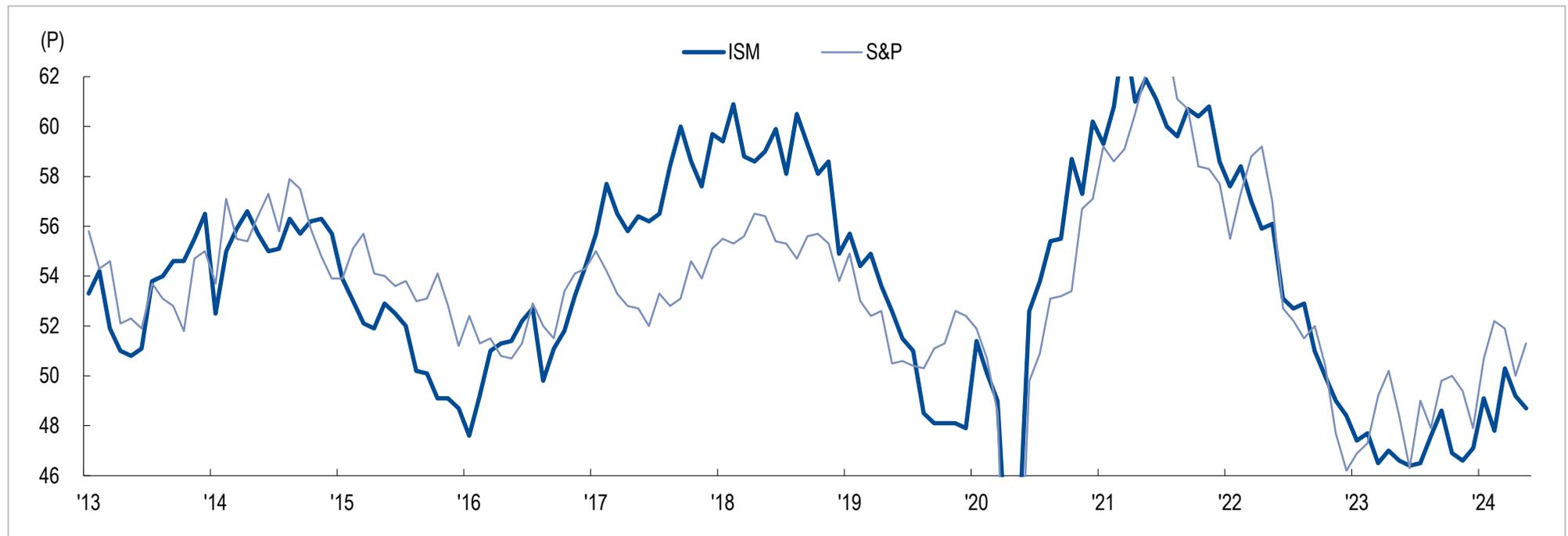


자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

ISM와 S&P가 엇갈린 배경

- 미국 제조업 경기지수를 발표하는 두 곳의 대표 기관(S&P, ISM)은 조사 방법에 약간의 차이가 있음
- S&P는 미국 영토 내에 있는 사업장만을 대상으로 조사. ISM(미국 공급자관리협회)은 미국의 해외현지법인도 포함해 조사
- 2023년 이후 ISM 제조업지수는 S&P 제조업지수에 못 미치고 있으며 2024년 5월에는 양 지수의 방향이 엇갈리게 발표. **미국 내에 있는 제조업체들은 경기가 양호한 편이라고 답한 반면, 해외 법인은 부정적이라고 답한 것으로 추정.** 최근 두 지수의 방향이 엇갈린 시기는 미국의 對中 관세 인상 시기와 겹침

2015년 중국 금융시장 불안, 2019년 무역전쟁 격화 기간에 ISM 제조업지수는 S&P 제조업지수와 방향이 달랐음

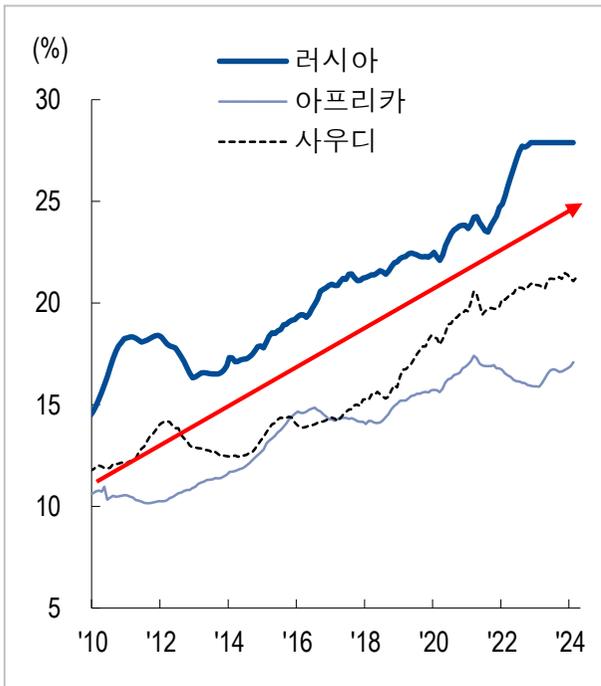


자료: ISM, S&P, NH투자증권 리서치본부

갈라지는 세계

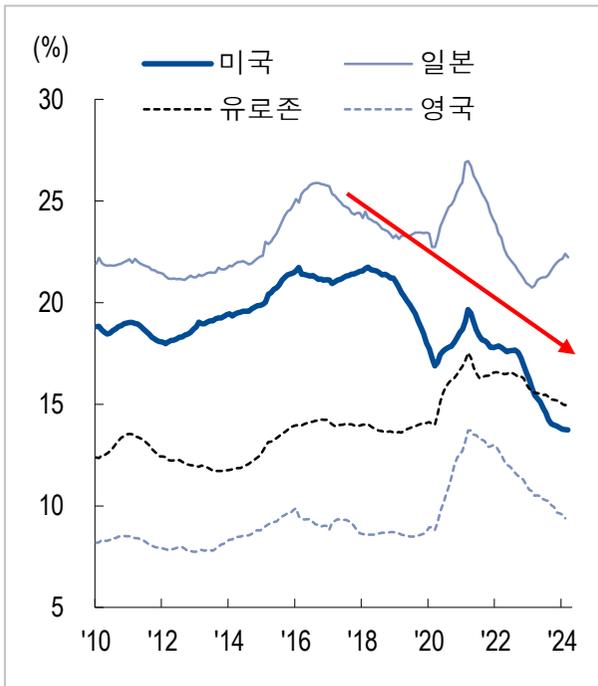
- 글로벌 무역망이 민주국가와 독재국가, 두 진영에 따라 양분화 되는 경향이 강화 중
- 미국의 제재를 받은 이란(2018년), 베네수엘라(2017년), 북한(2018년)은 중국과의 교역이 점차 늘면서 제재에 따른 피해가 약화. 북한-중국-러시아-이란의 연대가 강화되는 양상
- **신흥국 수입에서 중국이 차지하는 비중은 상승하는 반면, 미국을 비롯한 주요 선진국 수입에서 중국이 차지하는 비중은 하락**

신흥국 수입에서 중국의 비중 확대



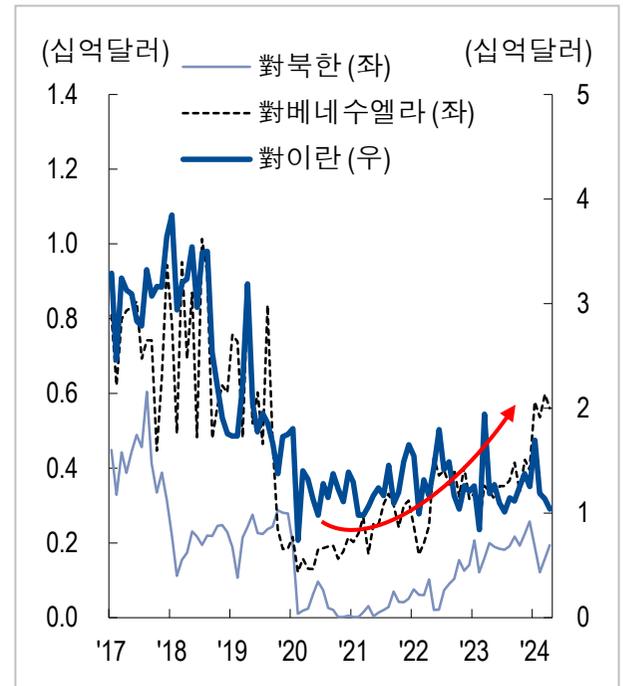
자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

선진국 수입에서 중국의 비중 하락



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

미국의 제재를 받은 국가들의 중국과 교역

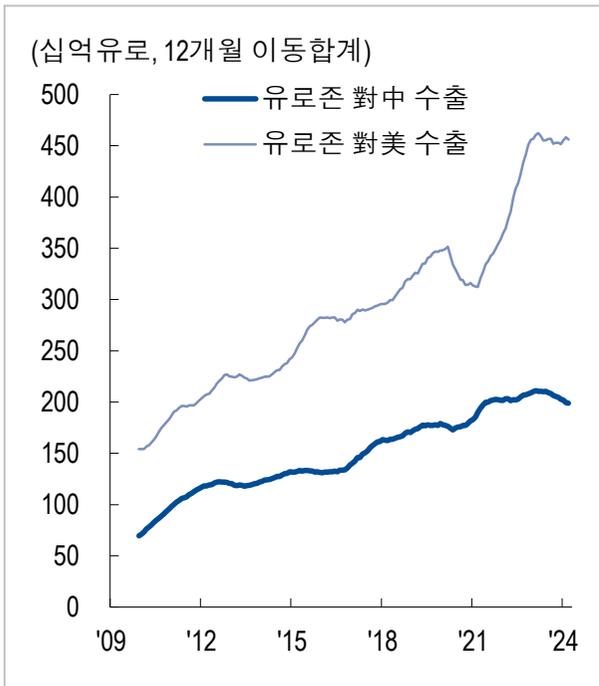


자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

미국+유럽 vs 중국+러시아 갈등

- 5월 말에 미국은 對中 전기차/2차 전지 관세율을 인상함. 미국 대선후보 TV 토론 이후 양국의 관세율이 추가 인상될 수 있음
- 유럽의 對美 수출은 빠르게 늘어난 반면 對中 수출은 정체된 상태. 중국의 전기차 수출 확대로 유럽의 자동차 업계가 피해를 입음
- **유럽이 중국을 의식하기보다는 미국과 연대할 가능성을 배제하기 어려움**(=엘런 미국 재무장관은 중국의 제조업 공급과잉 문제 해소에 유럽도 동참하기를 요구). 무역분쟁이 심화되면 인민은행이 위안화 평가절하를 시도할 가능성

유럽에게 중국보다 미국이 점점 중요해짐



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

중국 제조업 물량 공세



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

위안화가 다른 통화 대비 비싼 편

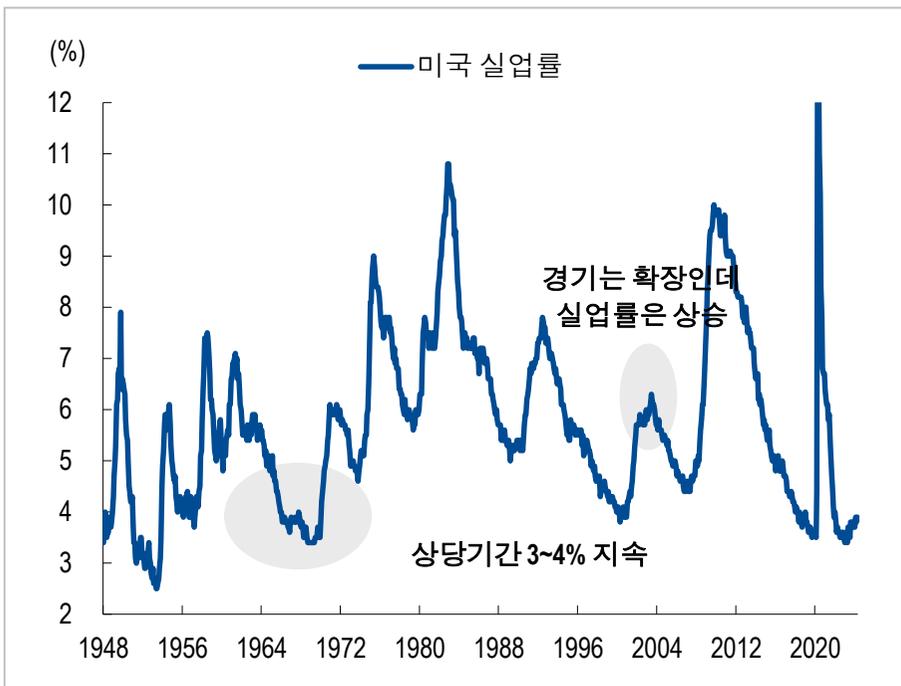


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Fed Watch ① 고용 시장이 중요함

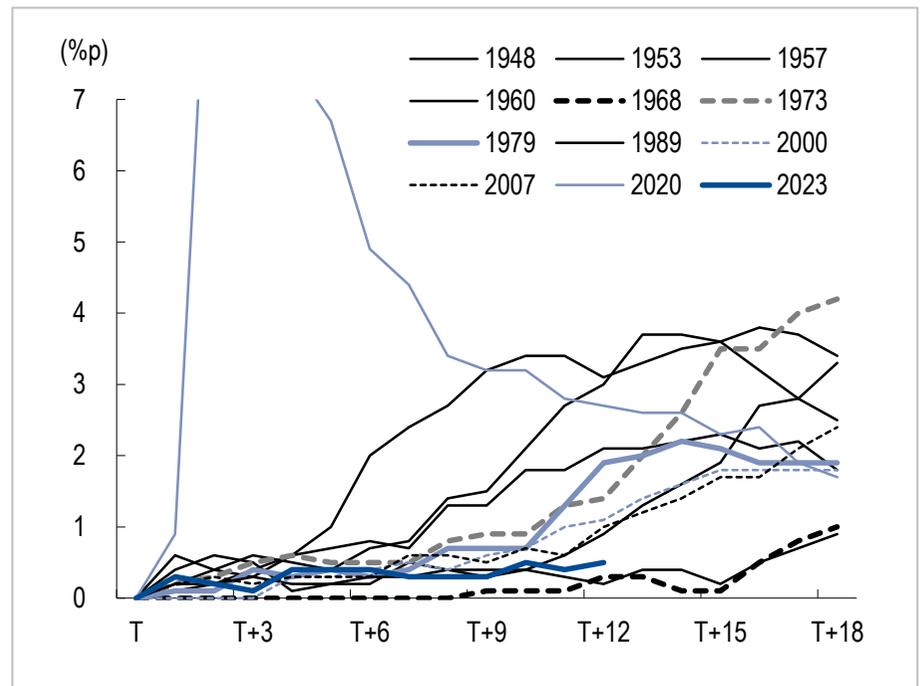
- 과거 사례를 보면 1) 실업률은 낮은 수준을 장기간 지속하지 않고 상승하기 시작하면 급등하며, 2) 실업률 상승 시점은 경기침체와 거의 일치
- 예외적으로 1) 1965년 말부터 1970년 초까지는 5년 이상 실업률이 3.4%~4.2% 사이를 횡보했으며, 2) 2001년 말부터 2003년 상반기까지 1년 반 이상 경기는 확장인데 실업률은 상승(=고용 없는 성장)
- 다수의 사례를 보면, Fed는 실업률 상승을 경계할 것으로 판단=실업률이 상승한다는 확신이 들면 기준금리 인하

미국 실업률 추이 (원은 예외적인 사례를 표시한 것)



자료: 미국 노동통계국, NH투자증권 리서치본부

과거 미국 실업률 저점 이후 변화 추이

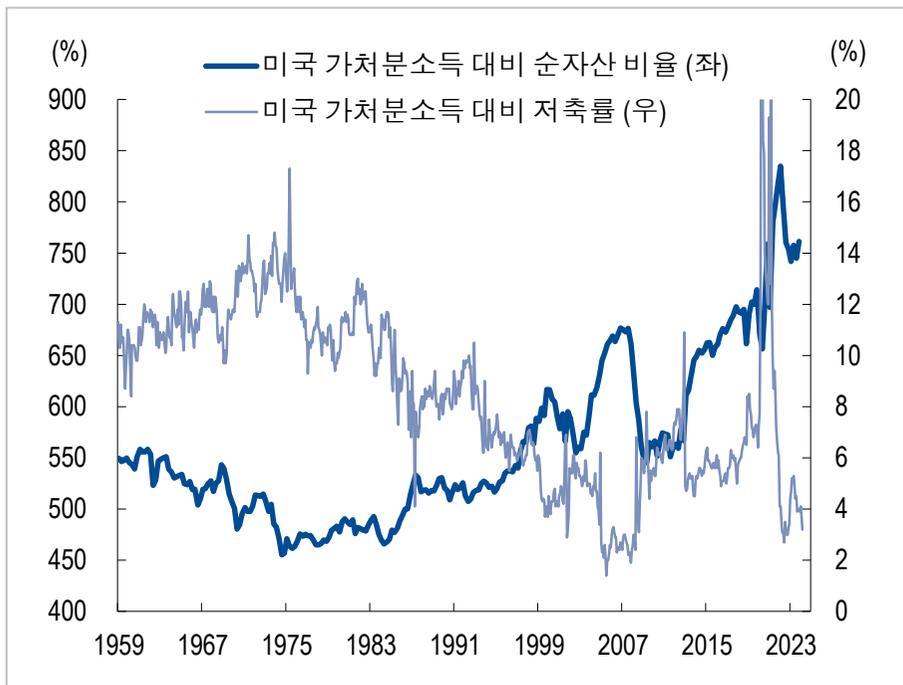


자료: 미국 노동통계국, NH투자증권 리서치본부

만든 사람이 이번 사이클에 적용을 배제한 Sahm Rule

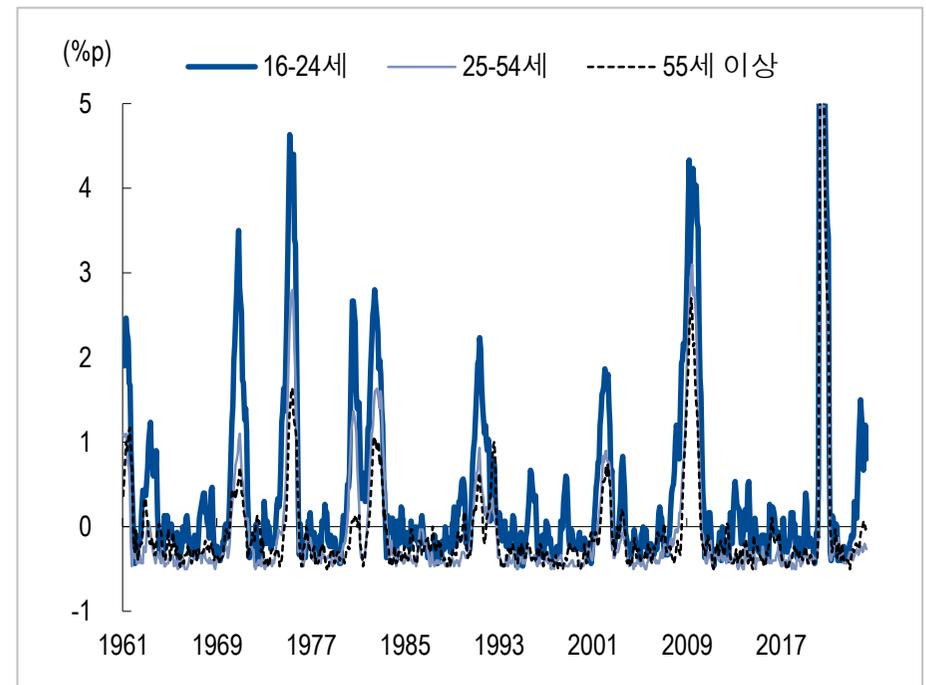
- Sahm Indicator=최근 3개월 이동평균 실업률 - 최근 12개월래 최저 실업률 - 0.5%p. Sahm Rule=Sahm Indicator>0이면 경기침체 발생
- Sahm Rule을 만든 Claudia Sahm은 자신이 만들었지만 이번 경기 사이클에서는 적용되지 않을 것이라고 언급. 이유는 1) 가계의 금융자산이 과거보다 늘었고, 2) 외국인 이민인구 급증이 실업률에 영향을 미치기 때문
- 침체 때문이 아니라 인플레이션은 점차 낮아질 것이므로 Sahm은 기준금리 인하를 전망=5.5% 기준금리를 지속할 필요는 없다고 판단
- 연령별로 Sahm Rule은 16~24세에 적용되는데 미국 젊은 층의 낮은 바이든 지지율을 일부 설명하는 근거

미국의 가계금융자산 증가



자료: 미국 연방준비제도, NH투자증권 리서치본부

연령별 Sahm Indicator

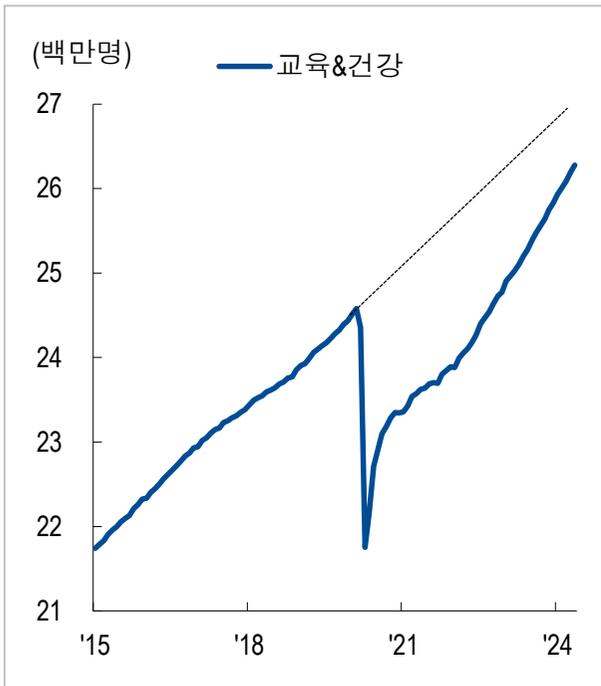


자료: 미국 노동통계국, NH투자증권 리서치본부

고용 없는 성장?

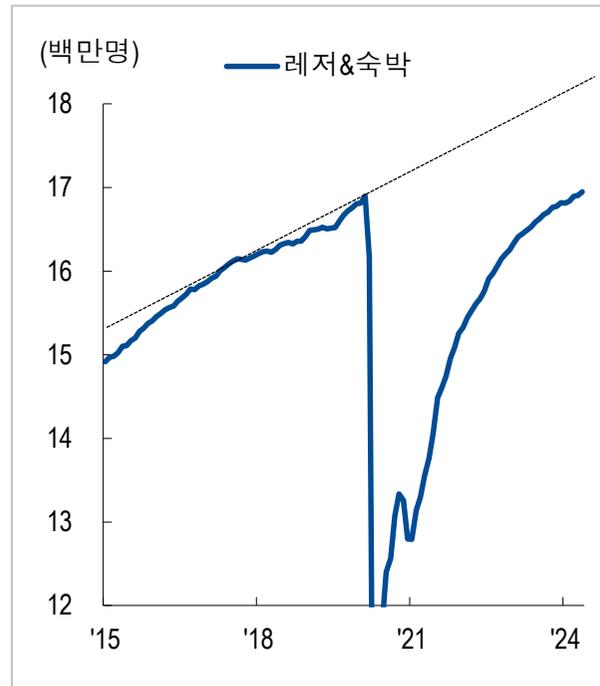
- 고용 없는 성장은 1990년대 미국에서 이슈가 되기 시작해 2000년대 초중반에 극에 달함(경제는 성장하는데 실업률은 상승). 당시 고용 없는 성장의 배경은 1990년대 인터넷 등장과 2000년대 중국으로의 제조업 생산라인 이전이었음
- 미국 고용을 산업별로 보면, 교육&건강은 과거 추세와의 괴리를 좁히는 반면(고령화에 따른 헬스케어 관련 종사자 증가) 레저&숙박은 과거 추세와의 괴리가 좁혀지지 않음. 로봇이나 QR 코드 도입 등으로 사람을 덜 쓰는 것으로 파악. 그럼에도 미국의 서비스 산업 GDP는 과거 추세를 향해 회복 중. **AI 등장으로 고용 없는 성장이 전개될 가능성이 있음**

필요한 간병인은 계속 늘어남



자료: 미국 노동통계국, NH투자증권 리서치본부

식당은 종업원 대신 QR 코드 활용



자료: 미국 노동통계국, NH투자증권 리서치본부

서비스 부문 GDP는 과거 추세로 복귀



자료: 미국 경제분석국, NH투자증권 리서치본부

Fed Watch ② 사실상 유권자를 고려해야 하는 입장

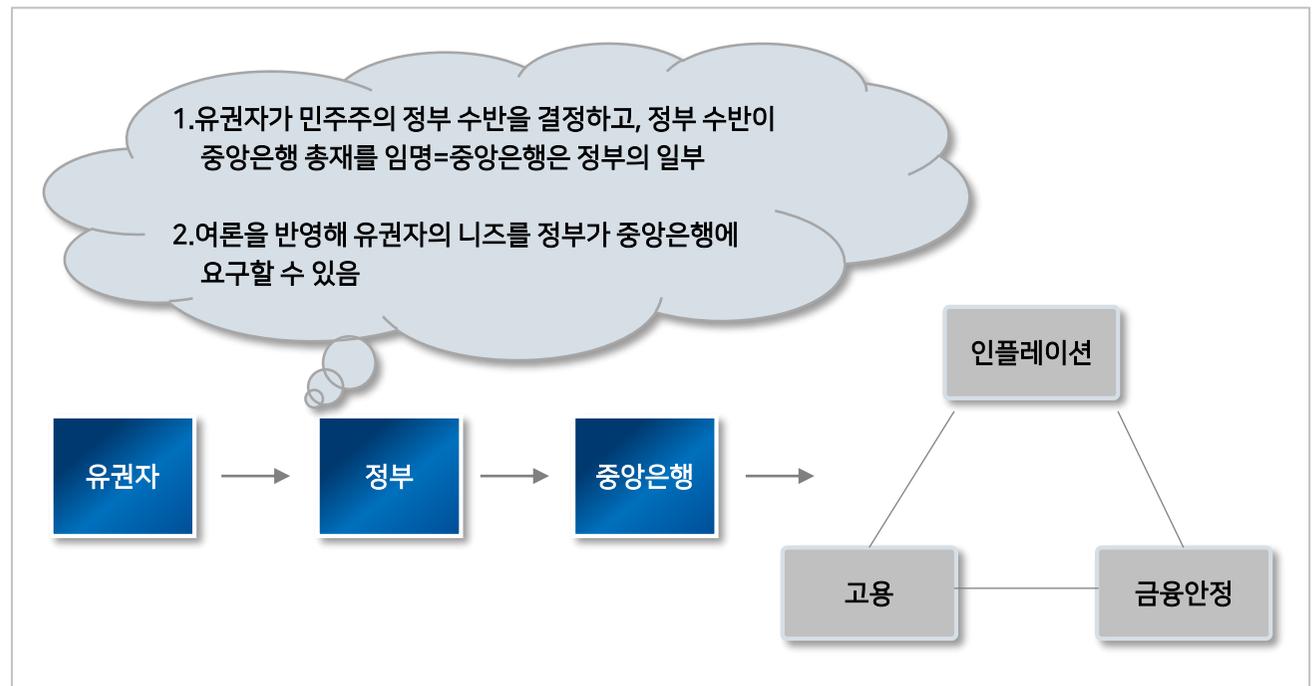
- 미국을 포함한 대부분 선진국은 중앙은행의 독립성을 보장하지만 현실적으로 중앙은행의 정책 결정은 완전히 정치적으로 독립적일 수 없음
- 실업률이 역대 최저 수준이고, S&P500 지수가 최고점에 이른 상황이나 바이든 대통령의 지지율이 압도적이지는 않음. 소비자가 체감하는 인플레이션이 여전히 높은 편이고 양극화가 심해진 측면이 반영된 것으로 보임
- 이러한 문제는 엄밀하게는 중앙은행의 관리 영역을 넘어서는 성격이 있지만, 사실상 간접적으로 Fed 통화정책에 영향을 미침(높은 기준금리를 통해 인플레이션 안정을 달성 + 기준금리 인하를 통해 사람들의 이자부담 경감) → **통화정책 결정 시 고려해야 하는 변수가 많아짐**

미국 대통령 후보 지지율 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

중앙은행의 정책 결정이 완전히 독립적일 수는 없음

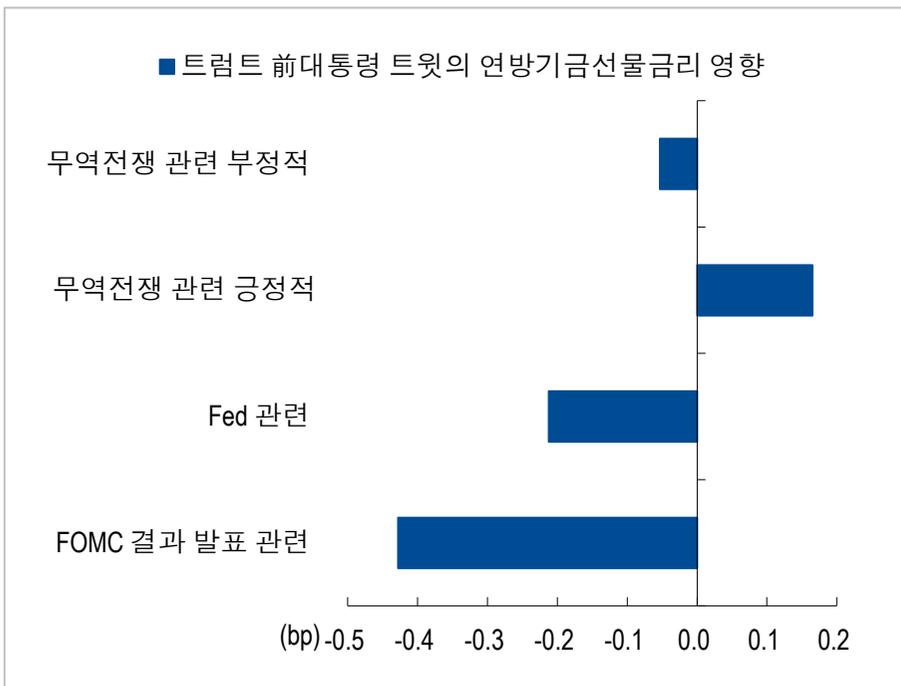


자료: NH투자증권 리서치본부

유권자가 트럼프를 지지하면, Fed도 신경을 써야 함

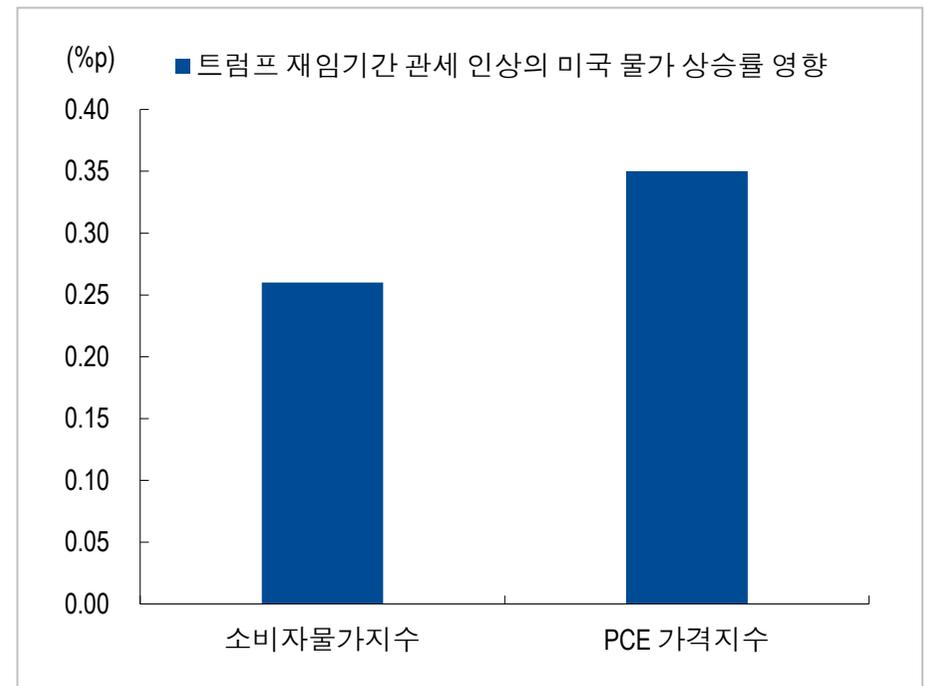
- 트럼프 전 대통령이 재임 기간 했던 'X'(옛 트위터) 활동이 실제로 선물금리에 영향을 미친 것으로 나타남. 대부분 단기금리 하락 요인으로 작용
- 2017~2020년 재임 기간 관세 인상 당시 미국 수입업자는 소비자에게 이를 전가하기보다는 이익 축소와 점유율 확보로 대응. 그런데 지금은 미국 소비자의 임금이 높아진 상태이므로, 2025년에 관세를 올릴 경우 이번에는 수입업자가 소비자에게 이를 전가할 가능성이 높음
- 2025년 관세 인상이 현실화되면, 2018~2019년보다 인플레이션에 미치는 영향은 더 클 것

트럼프 前 대통령의 트윗 활동이 선물금리에 미친 영향



자료: CEPR, NH투자증권 리서치본부

2018~2019년 관세 인상의 미국 인플레이션 영향

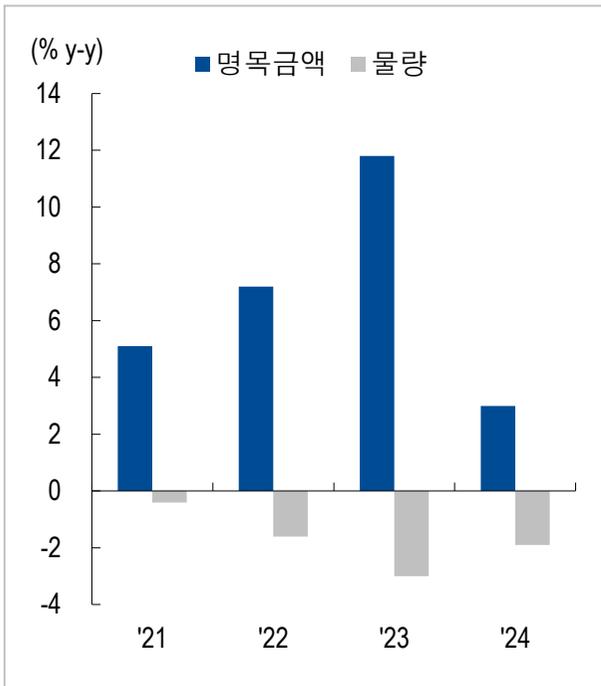


자료: PIIIE, NH투자증권 리서치본부

Fed Watch ③ 양극화가 의사결정의 어려움을 가중시킴

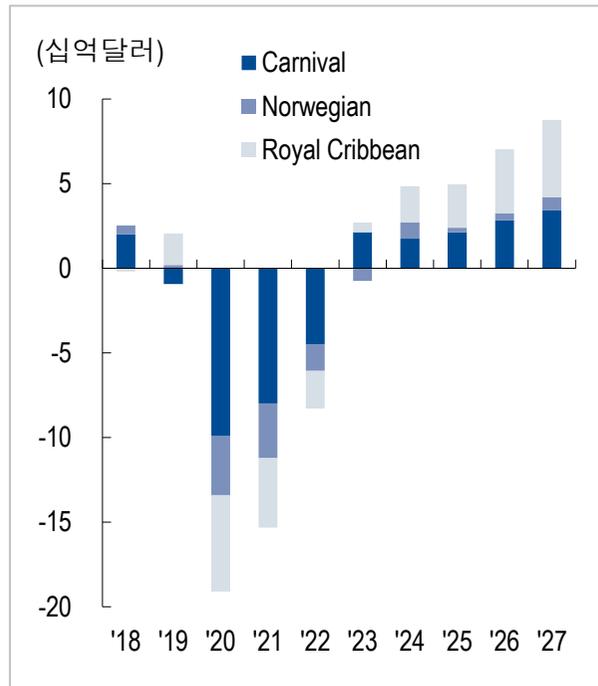
- 미국의 거시경제는 양호한 성장을 지속. 내용을 보면 양극화가 심화되는 상황(=모두가 좋은 경제 상황이 아님)
- 소외된 산업이나 계층의 어려움은 지속되는 반면, 크루즈선 호황이 이어지는 가운데 항공 여행객 수는 빠르게 늘어나고 있음
- 통화정책은 경제 전체의 실업률이나 GDP성장률을 기준으로 하나, 세부적인 내용 면에서 좋지 않은 상황이 지속되고 있음. **기준금리 결정에 있어 이러한 측면까지 고려해야 하는 상황**

미국 식품점 매출 증가율 둔화



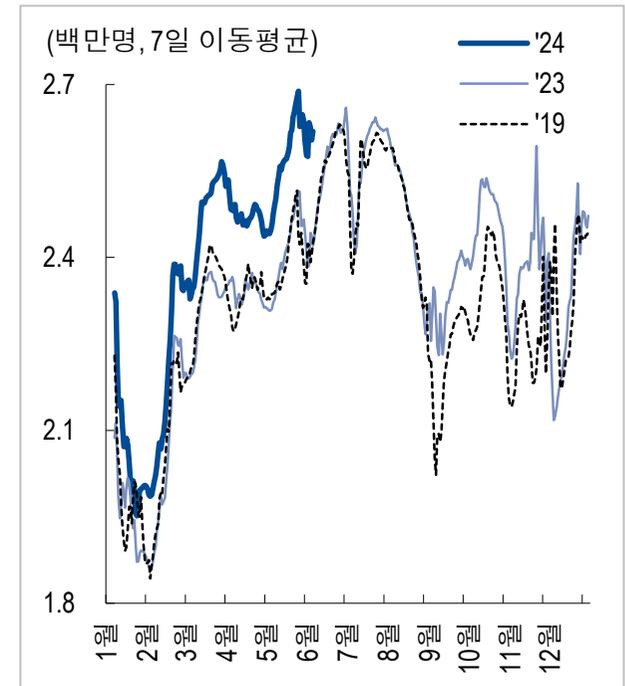
자료: WSJ, NH투자증권 리서치본부

크루즈 3사의 잉여현금흐름



자료: WSJ, NH투자증권 리서치본부

미국의 항공 여행객 수 추이



자료: 미국 연방교통청, NH투자증권 리서치본부

This page intentionally left blank

KOSPI 3,000P로 가는 길

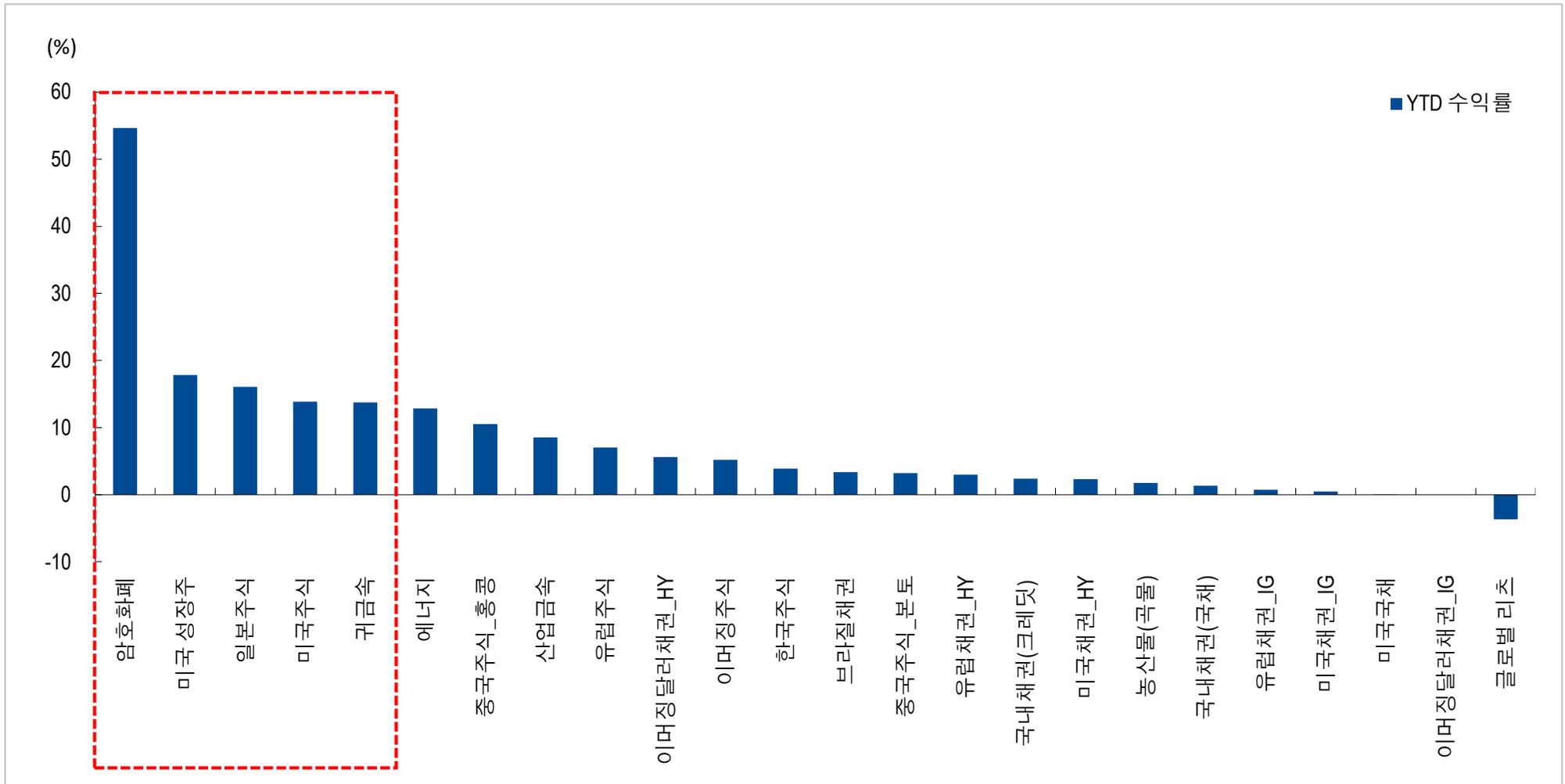
II. 투자전략: 연방정부 투자 + 민간 투자 = 프리미엄

Strategist: 김병연

tel 02) 768-7574 | e-mail bk@nhqv.com

현재 금융시장의 특징은 "Everything is rally"

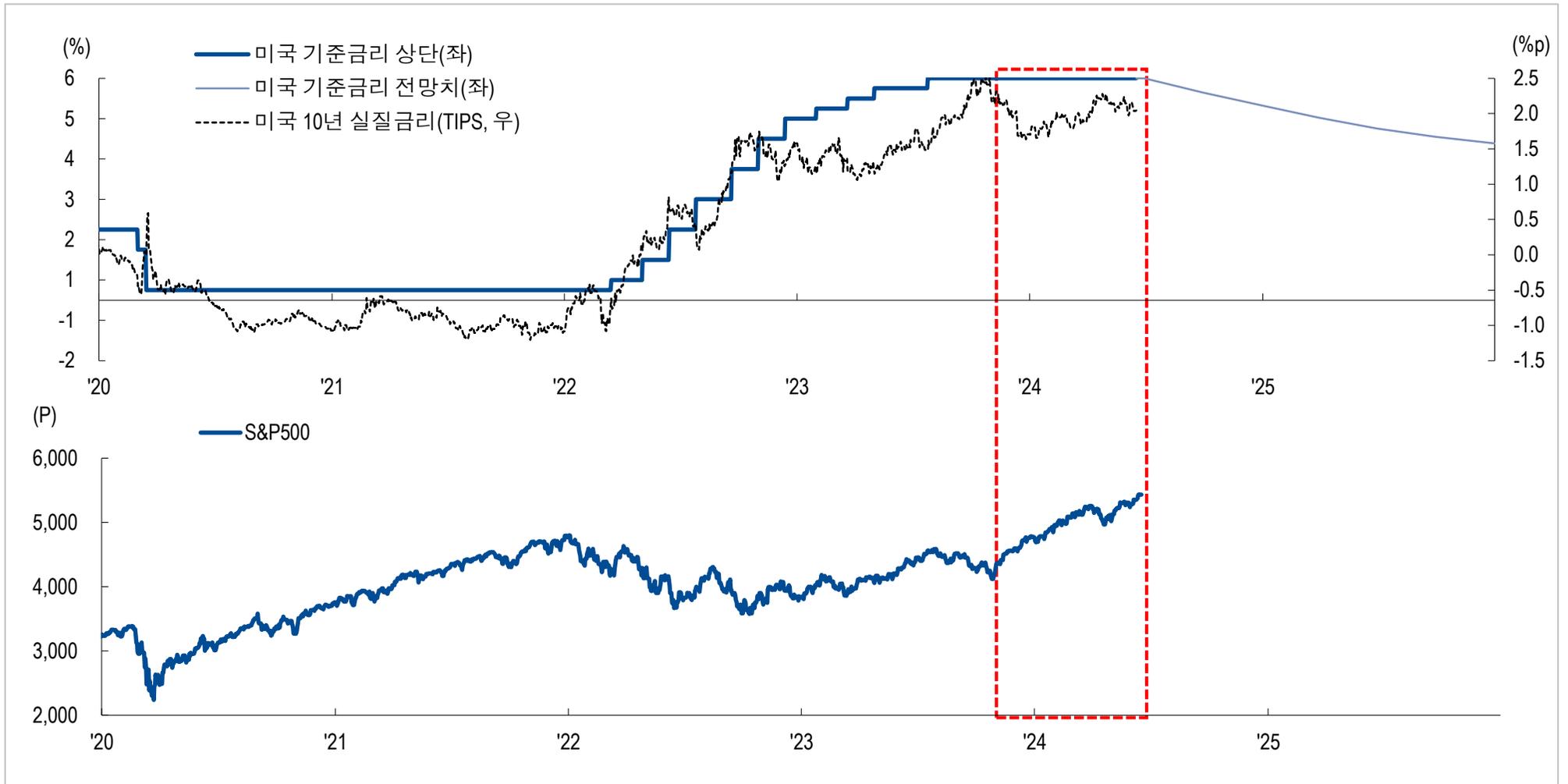
성장주, 암호화폐, 금 등 위험자산과 안전자산이 모두 상승



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

원인은 완만한 물가 하락과 Fed의 완화적 스탠스

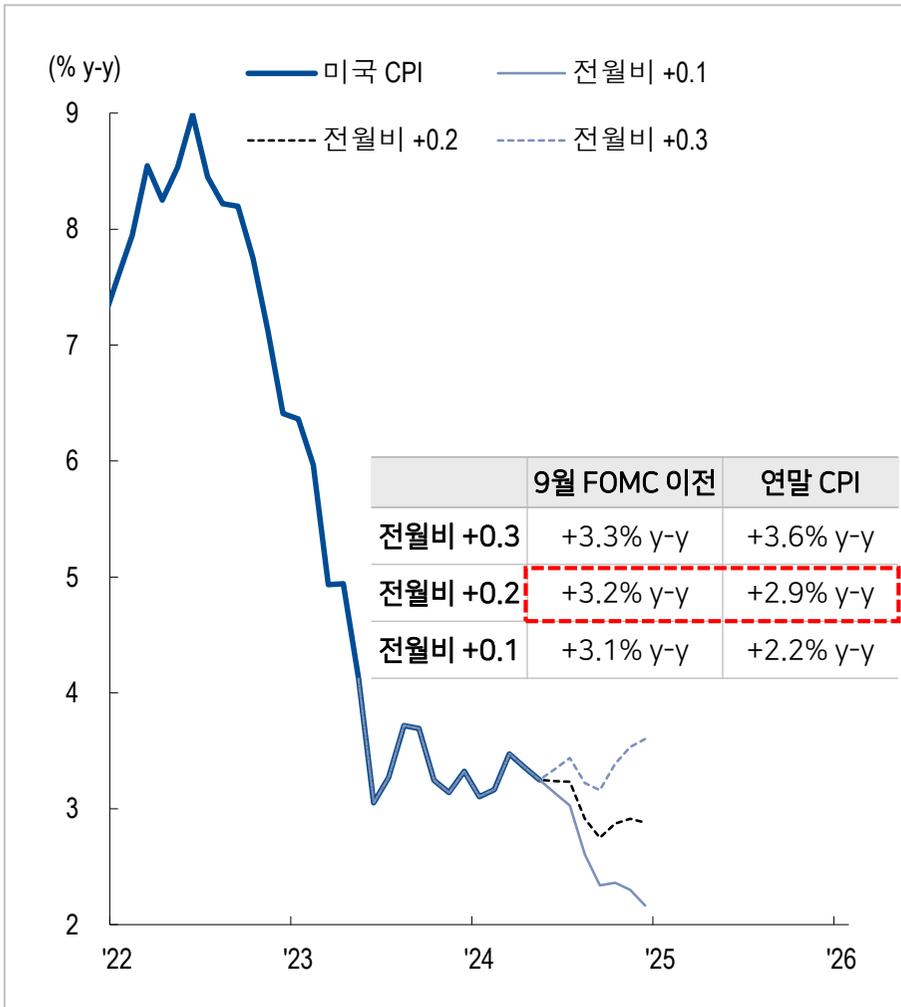
10년 실질금리가 계속해서 떨어질 것이라는 기대



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

현재 물가 궤적이라면 연말 CPI 3.0% y-y 이하 가능, 9월 금리인하 확률 ↑

9월 FOMC 이전까지 연평균 CPI +3.2% y-y 기대



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

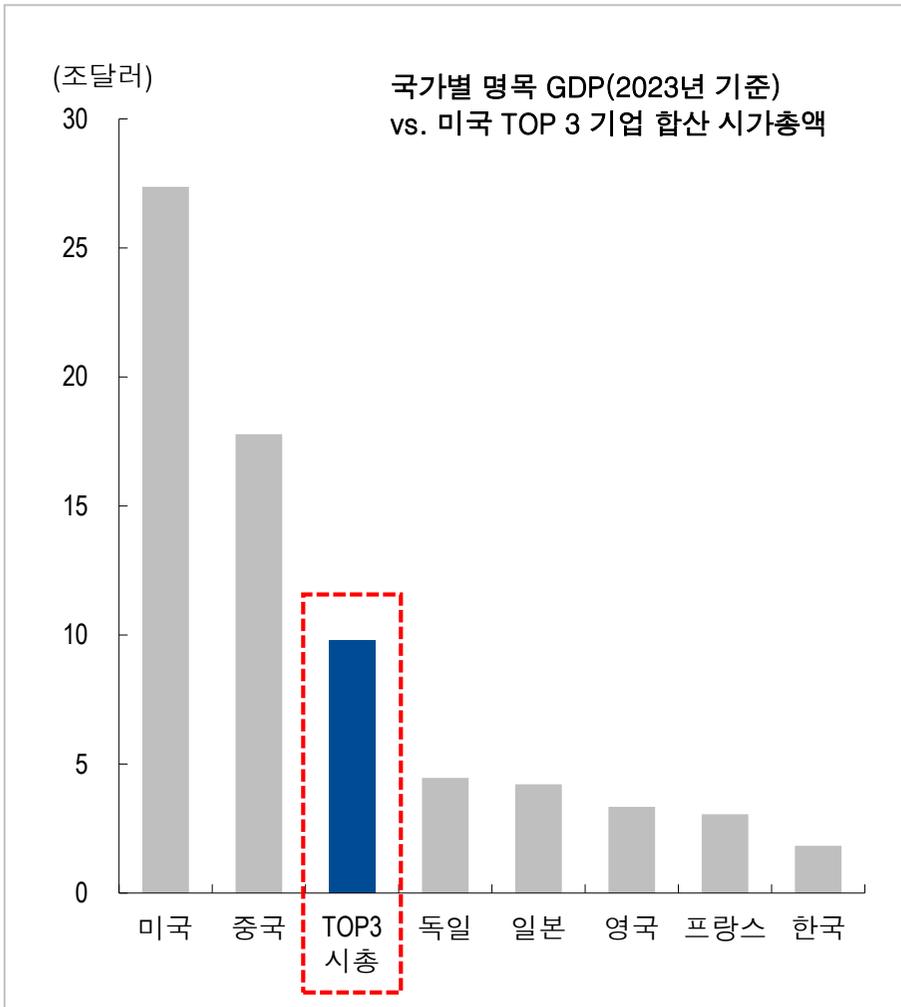
제조업 경기는 서서히 쿨 다운



자료: ISM, 미국 경제분석국, NH투자증권 리서치본부

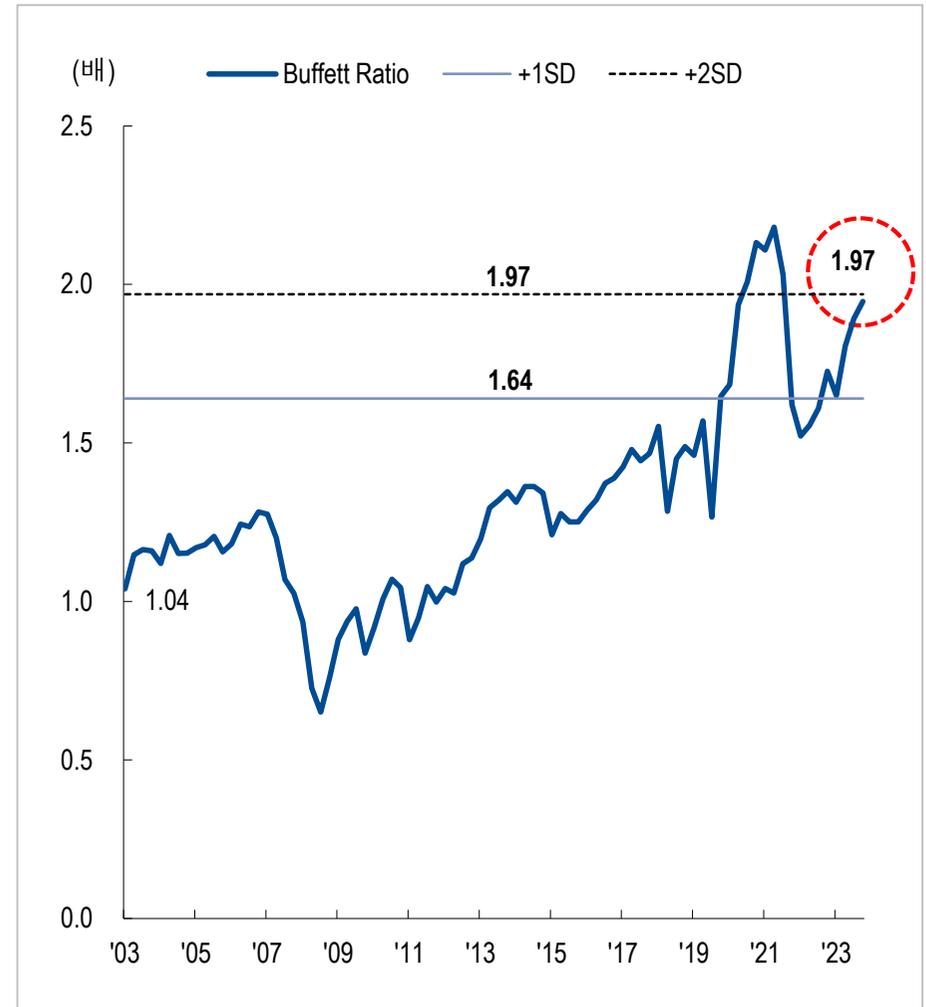
불편한 부분은 경제 상황 대비 비싸고

애플, MS, 엔비디아 시가총액의 합은 미국, 중국 GDP 다음 순서



주: 미국 TOP3 시총은 애플, MS, 엔비디아 시가총액 합산 금액
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

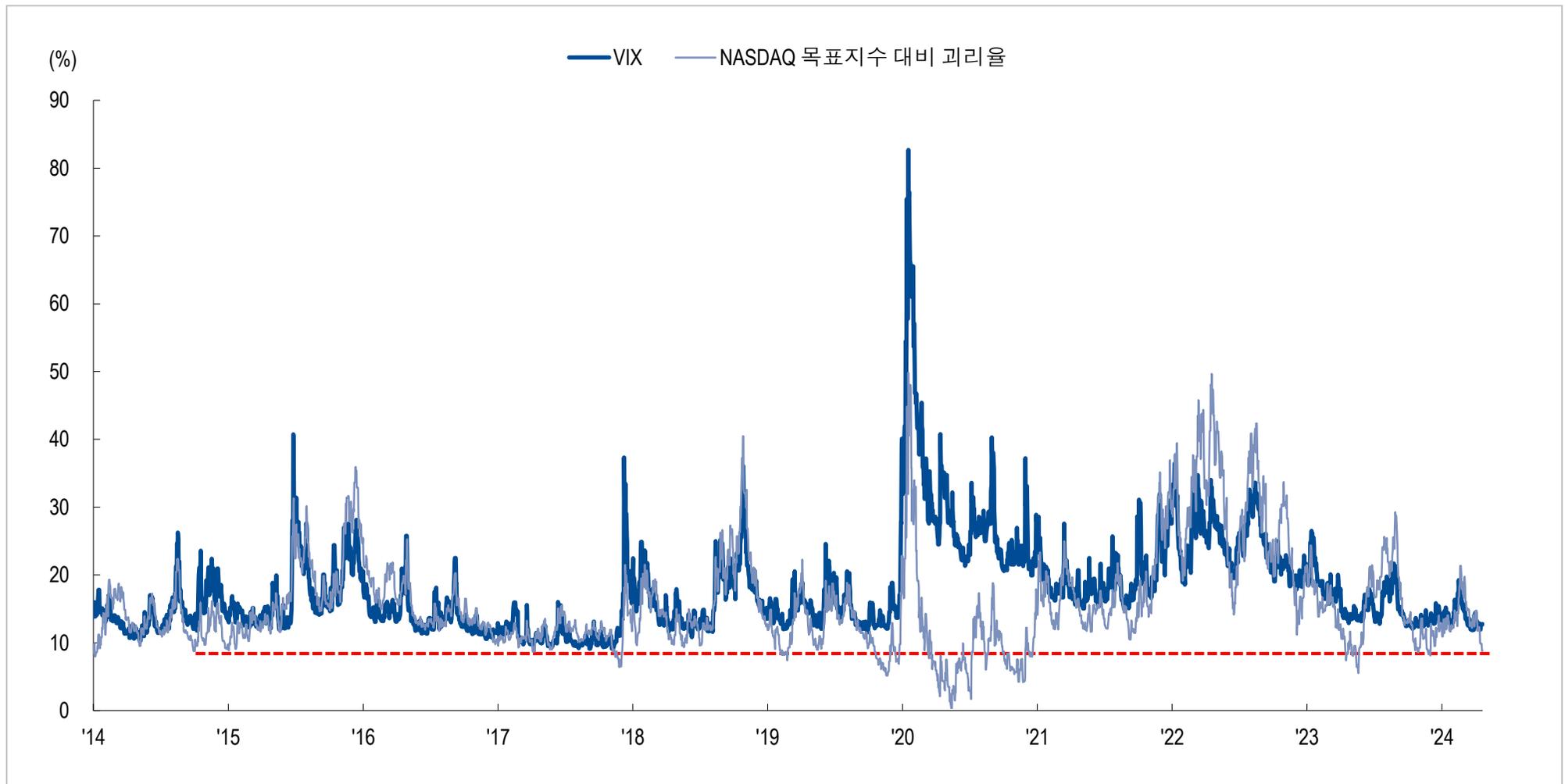
버핏 지수는 200%에 근접



주: 버핏지수(Buffett Ratio)는 명목 GDP 대비 미국 시가총액(Wilshire5000) 비율로 과열 여부를 판단
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

낙관 편향적이라는 것

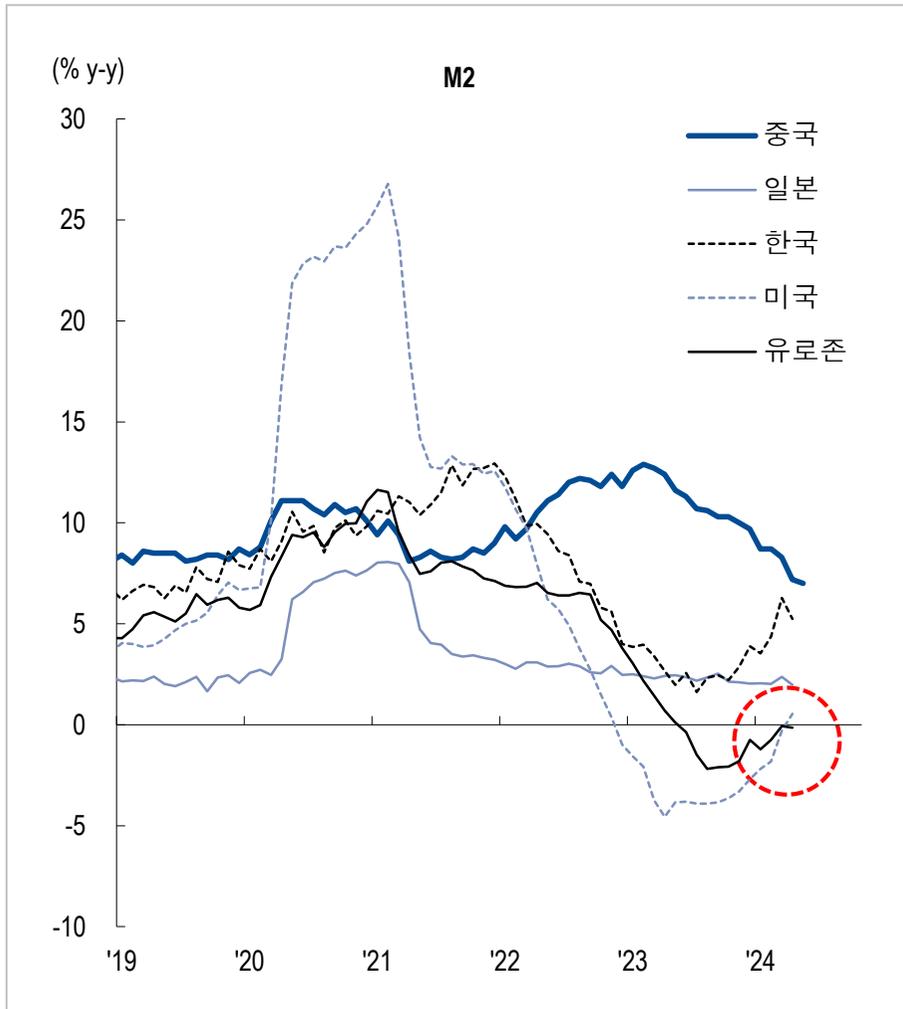
VIX(공포지수)와 목표지수 대비 괴리율이 과거 저점 수준으로 하락



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

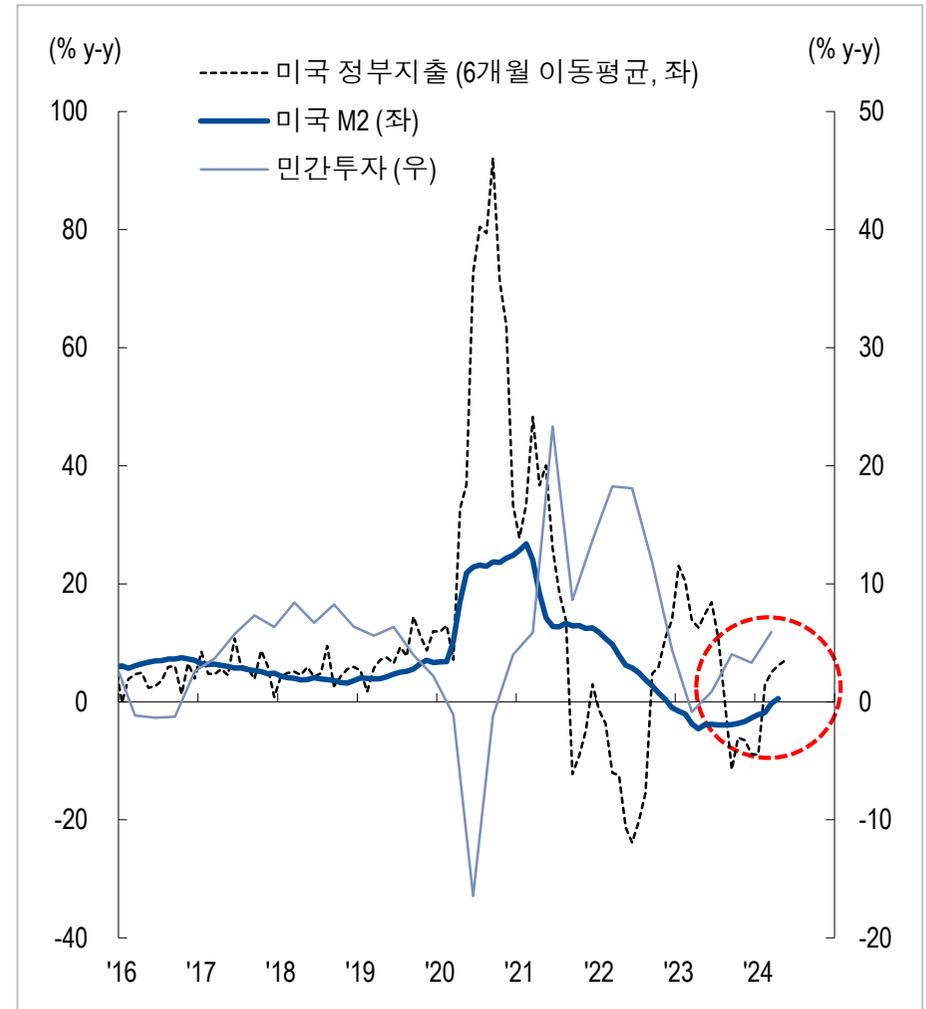
미국은 여타국 대비 유동성이 여전히 풍부한 가운데

미국 유동성은 여전히 풍부



주: 자국통화 기준
자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

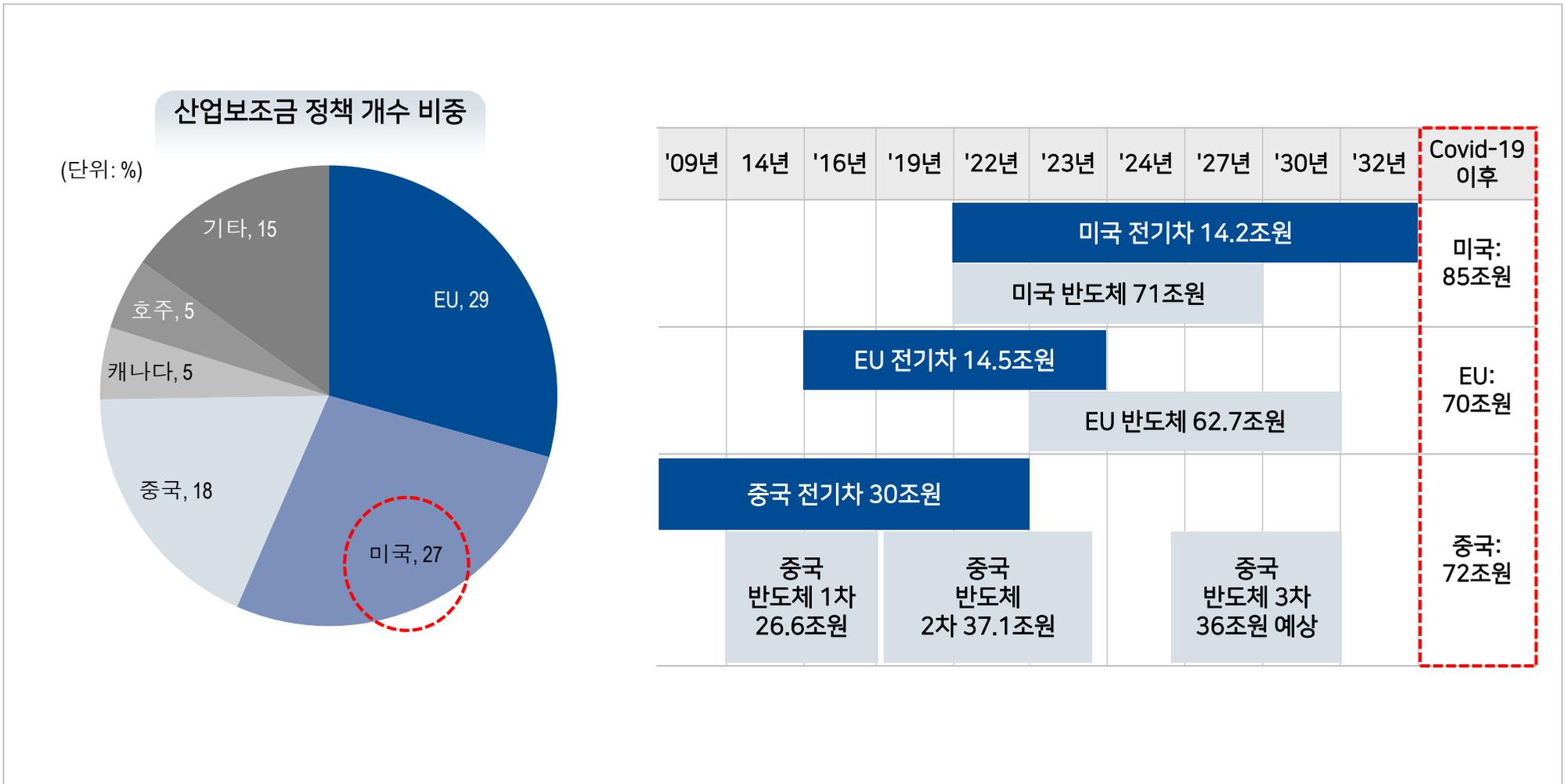
미국의 유동성은 정부와 기업의 합작품



자료: 미국 재무부, FRB, 미국 경제분석국, NH투자증권 리서치본부

첨단산업 격차를 벌리기 위한 미국의 산업 정책이 지속

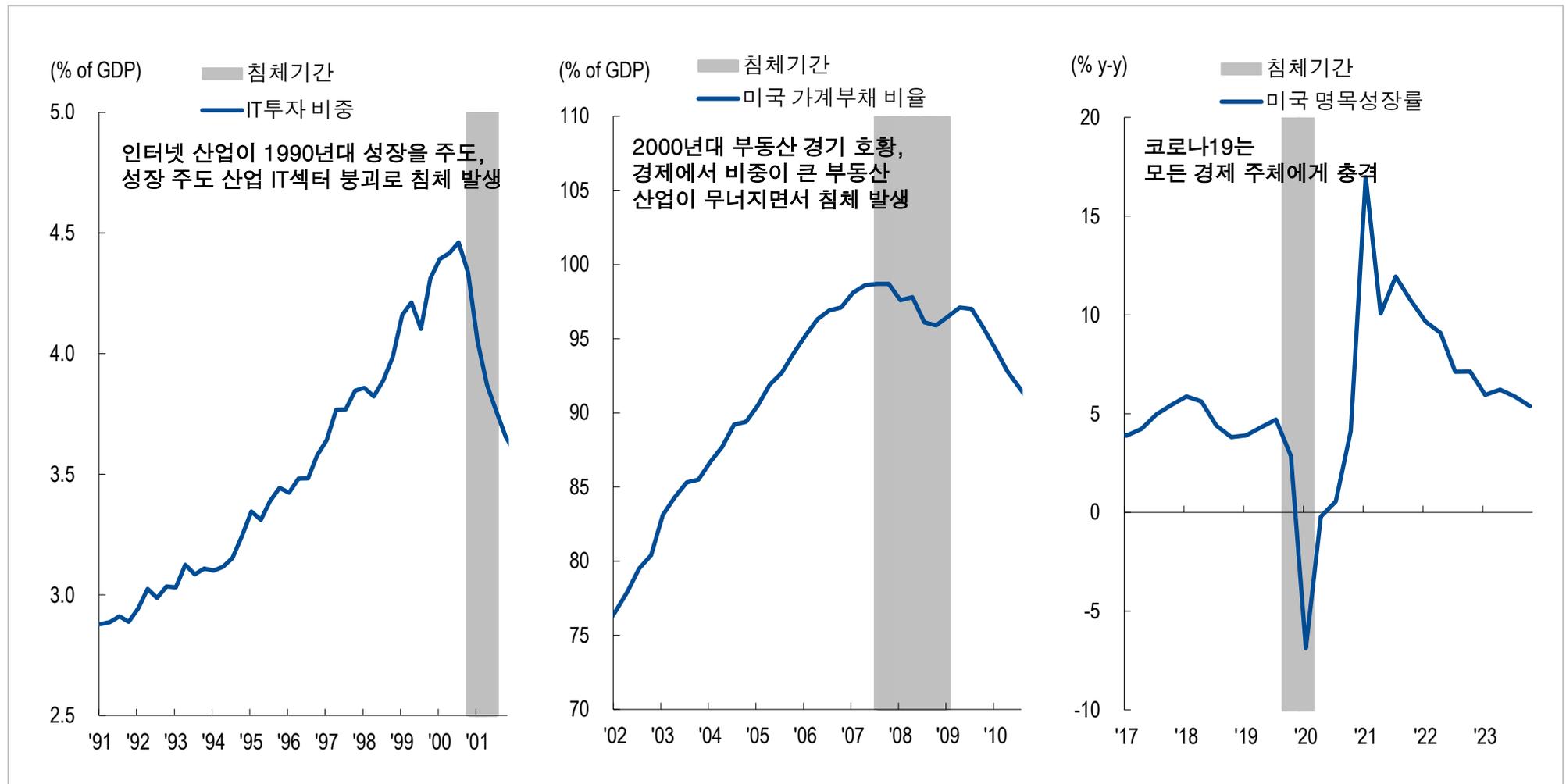
미국 정부의 산업 보조금은 COVID-19 이후 급증하여 중국보다 더 큰 규모로 실행. 대선 결과와 상관없이 지속 예상



자료: Global trade alert, NH투자증권 리서치본부

경기 침체는 성장 중인 산업, 혹은 비중이 큰 산업의 성장이 멈출 때 발생하지만

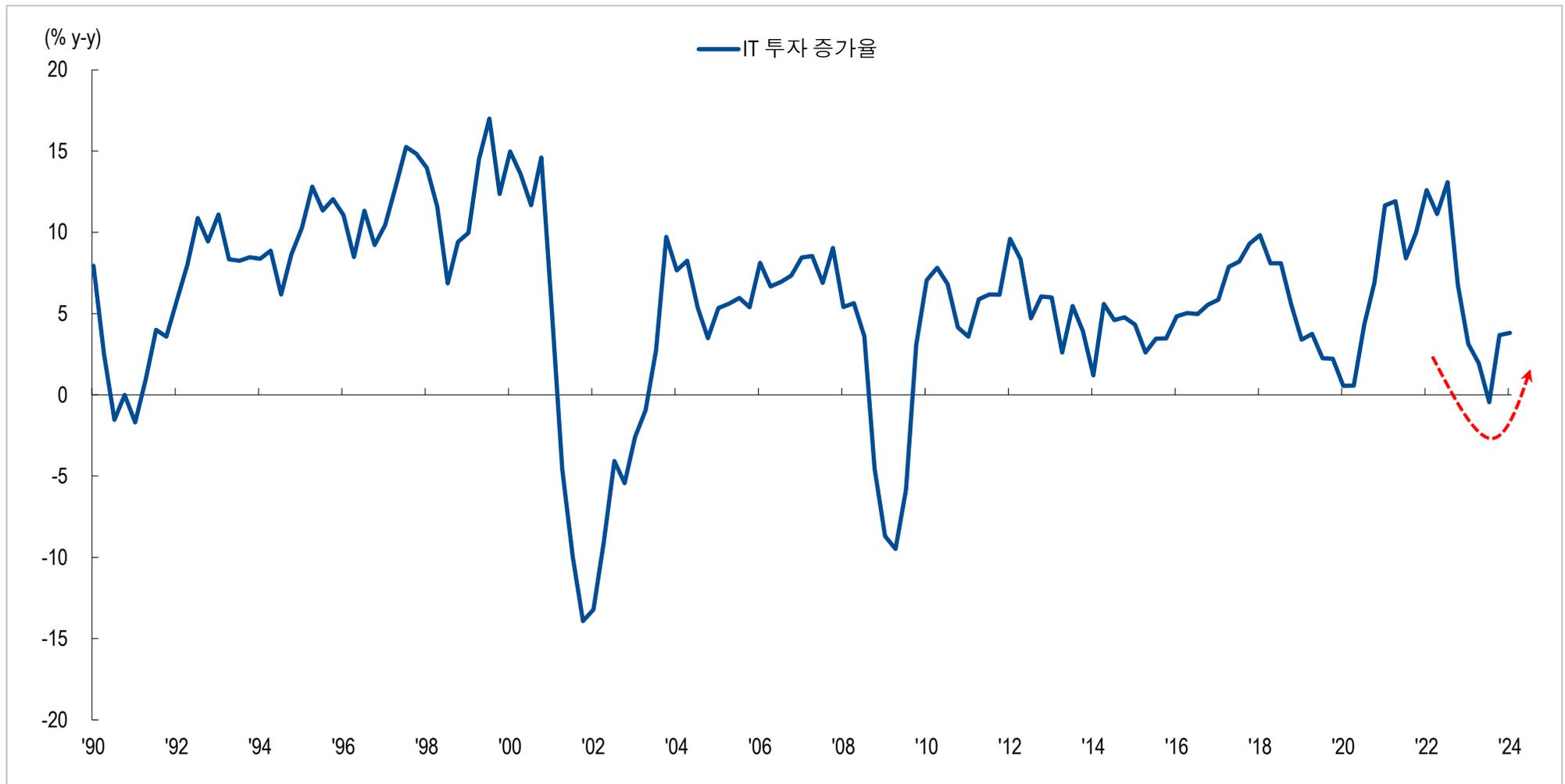
2000년은 인터넷 산업의 피크 아웃, 2007년은 주택 경기의 피크 아웃, 2020년은 COVID-19 충격



자료: BIS, 미국 경제분석국, NBER, NH투자증권 리서치본부

현재 미국의 성장을 주도하는 산업은 아직 확장의 초기 단계

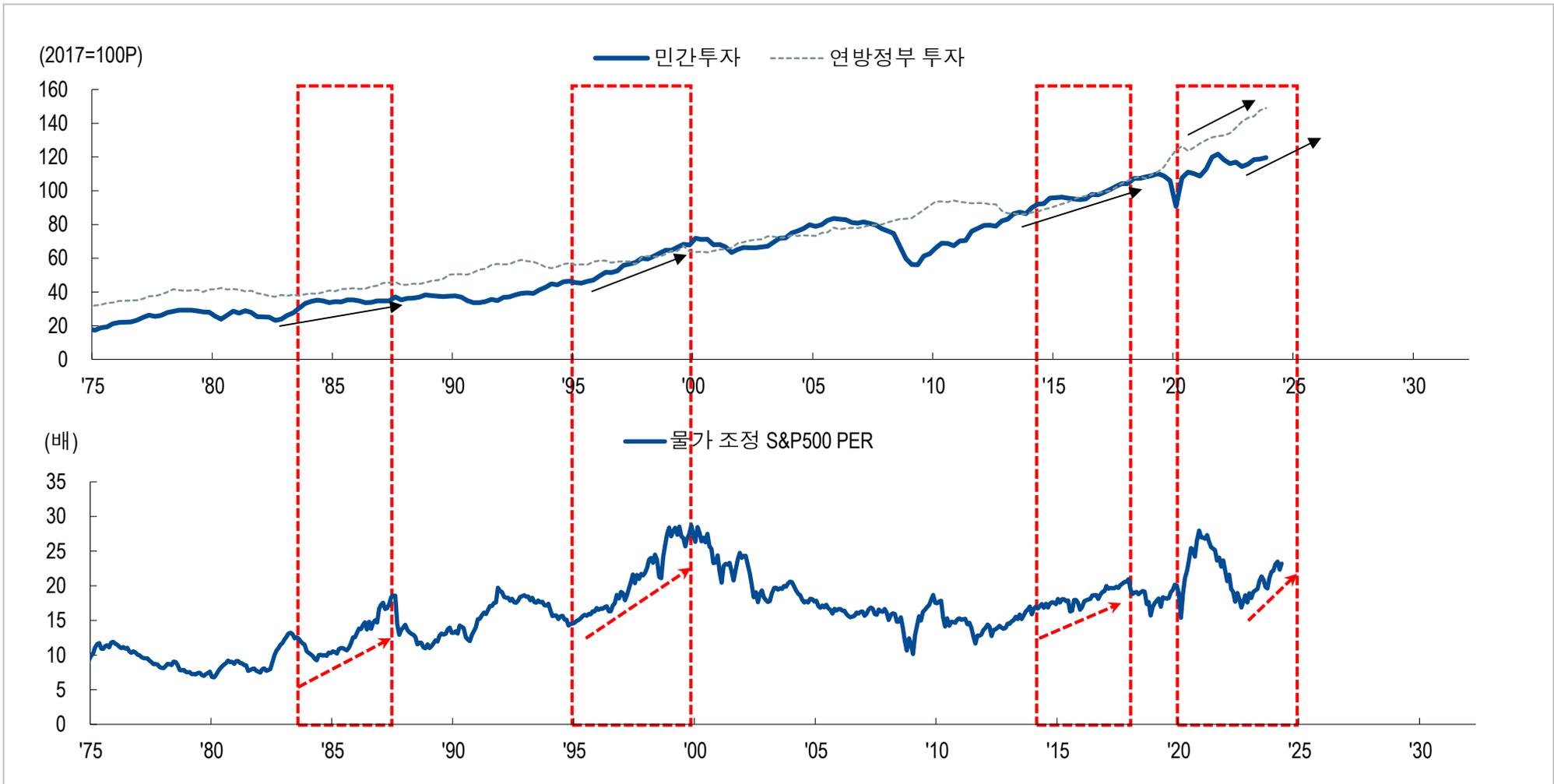
현재 성장을 주도하는 미국 IT 산업의 투자 증가율은 이제 턱어라운드



자료: 미국 경제분석국, NH투자증권 리서치본부

미국 연방정부 투자와 민간투자가 지속되는 구간에서는 밸류에이션이 상승

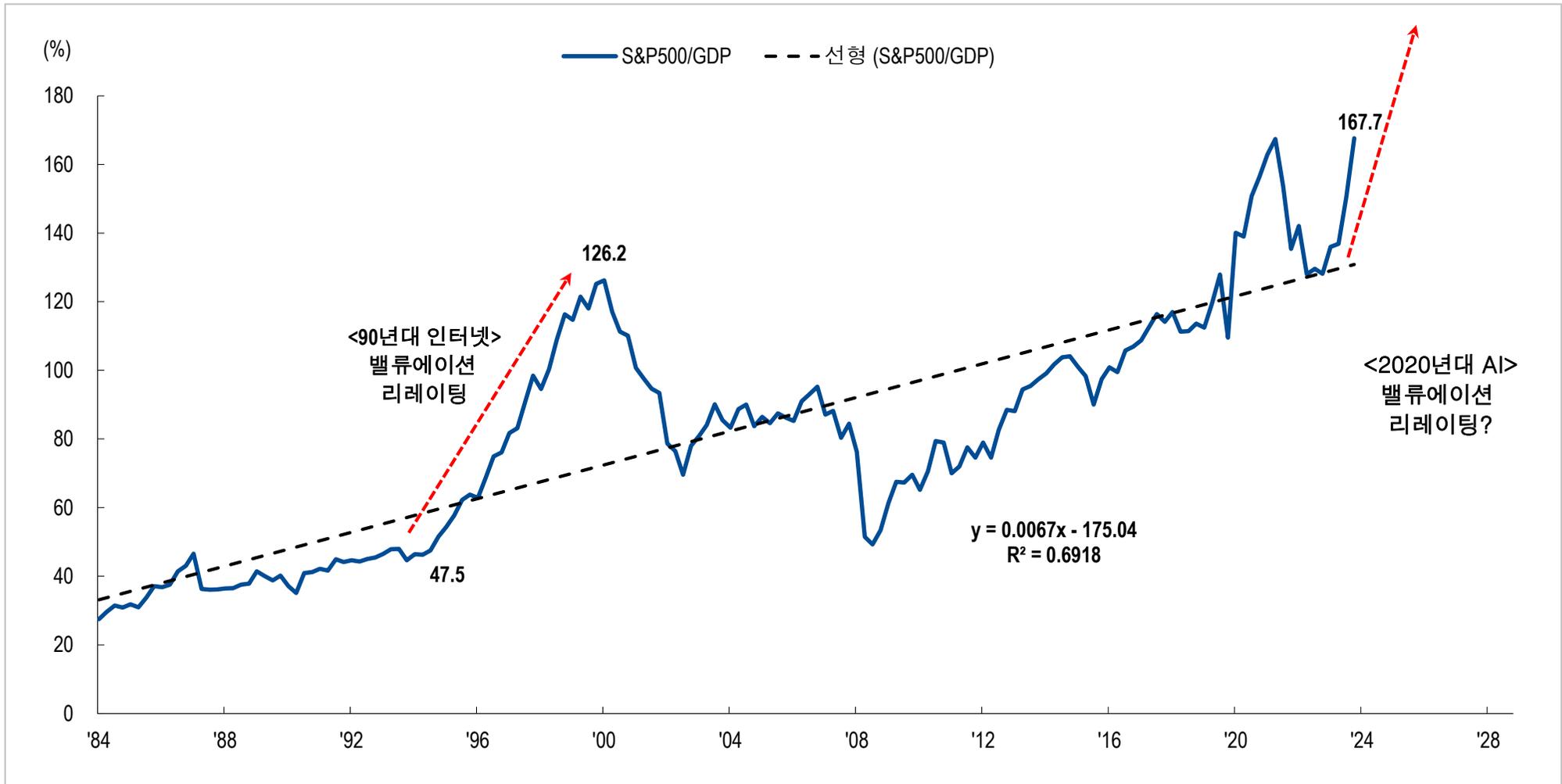
미국은 민간투자와 연방정부 투자가 합작하여, 기술혁신 대중화가 나타나면 주식시장은 상승 추세 지속



주: 물가 조정 S&P500 PER이란 CPI를 반영해 조정한 실질 S&P500 지수의 PER을 의미
 자료: 미국 경제분석국, 미국 의회예산처(CBO), Robert J. Shiller, NH투자증권 리서치본부

프리미엄이 가능한 구간

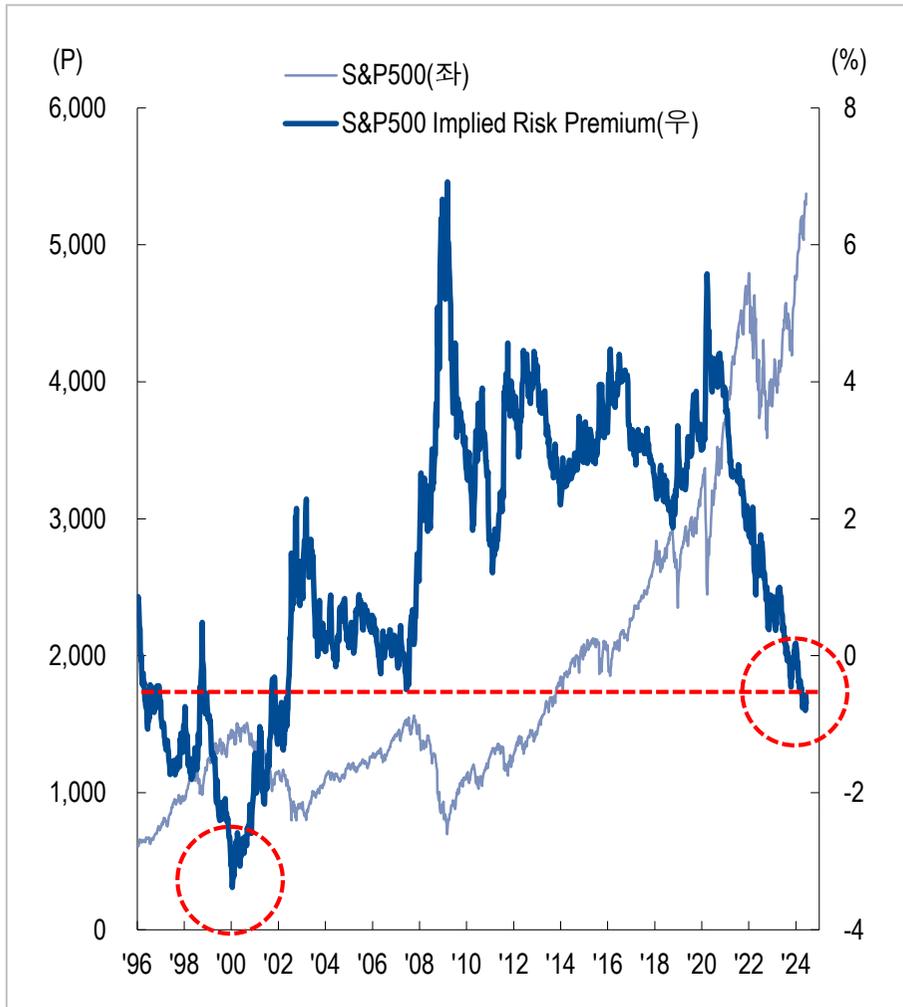
버핏지수로 판단하면 경기 상황 대비 주식시장은 과열 상태이지만, '90년대와 같은 밸류에이션 리레이팅의 시대가 도래할 가능성도 높음



주1: 버핏지수(Buffett Ratio)는 명목 GDP 대비 미국 시가총액(Wilshire5000) 비율; 주2: S&P500/GDP에서 GDP는 명목 기준
 자료: Bloomberg, 미국 경제분석국, NH투자증권 리서치본부

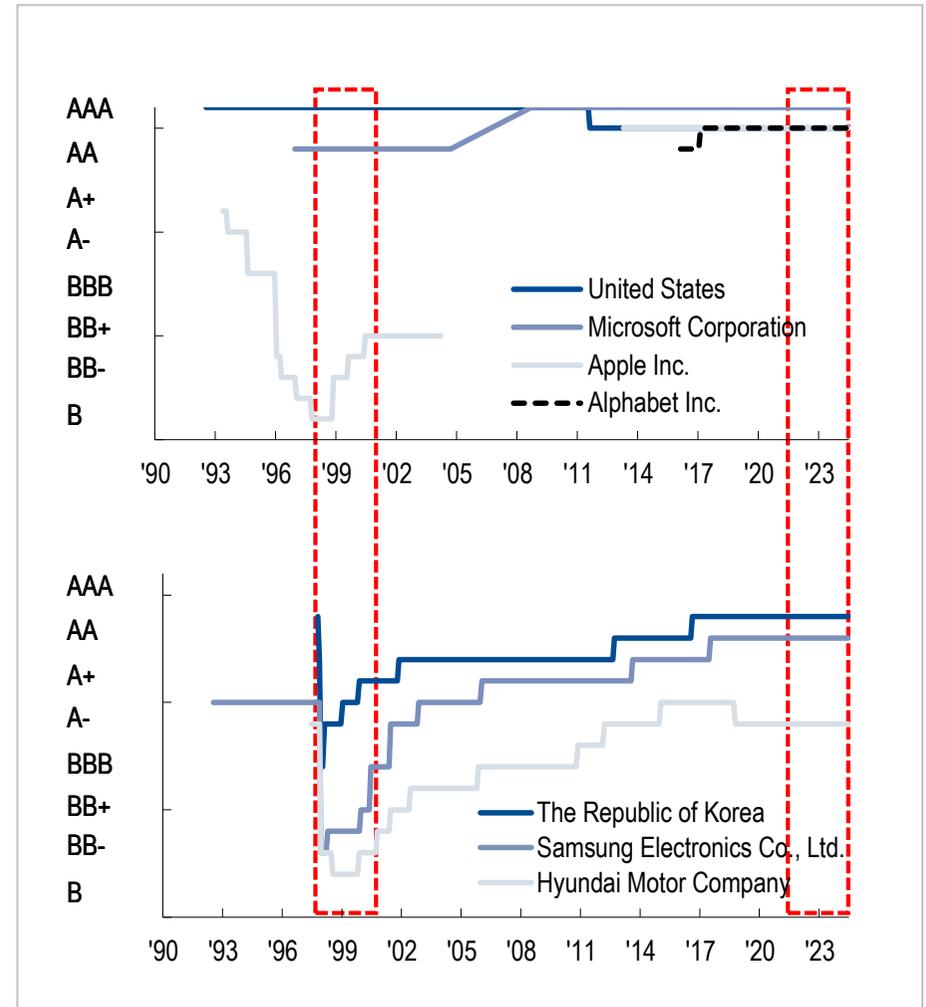
낙관적인 것 같지만, 이유 있는 프리미엄

금융시장에 녹아있는 낙관 편향은 금융위기 이전을 상회



주: Implied Risk Premium = 배당할인모형을 통해 계산한 주식의 요구수익률 - 무위험수익률
 자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

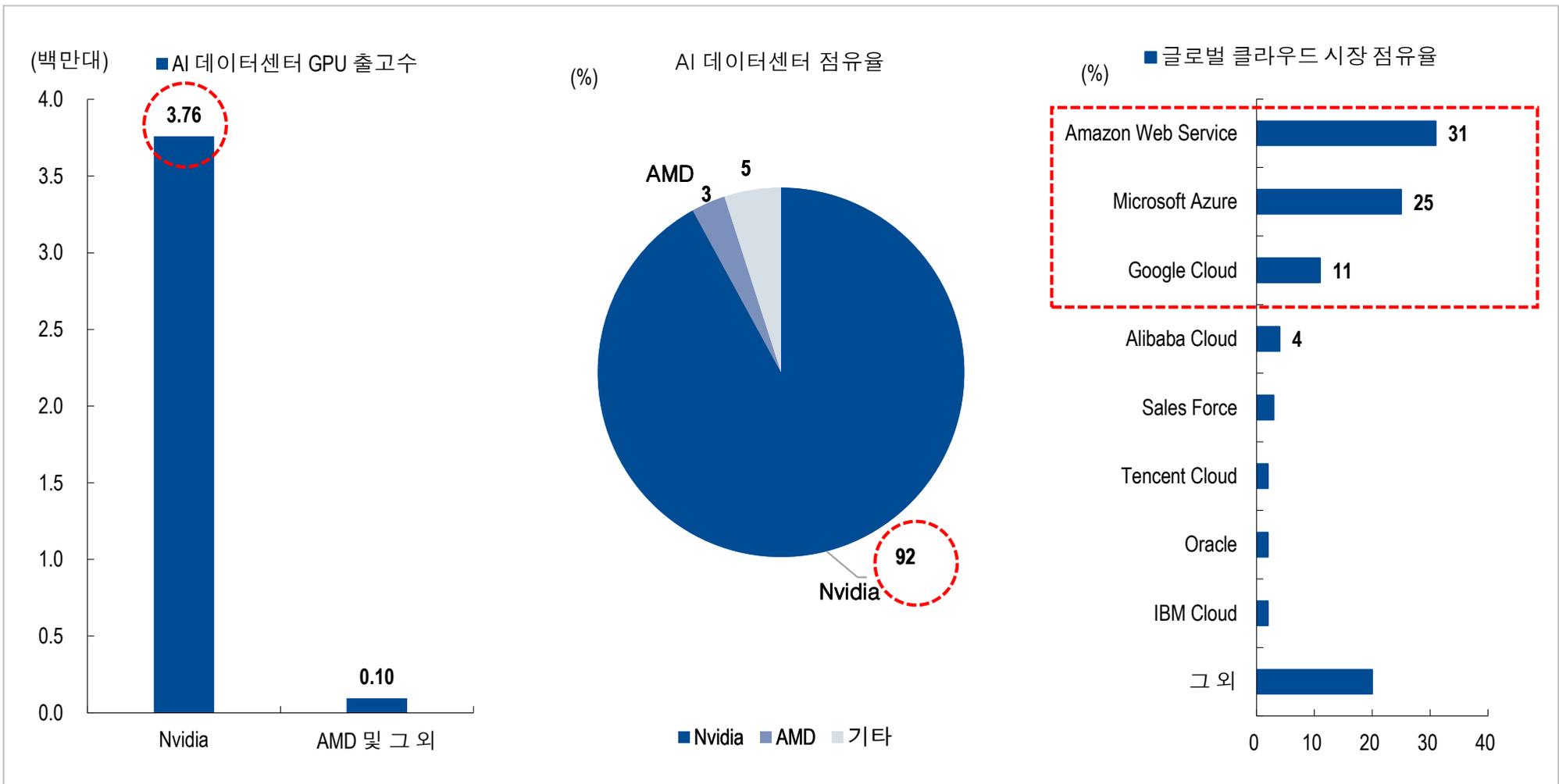
'99년, '07년과는 또다른 현재의 기업 신용등급



자료: S&P, NH투자증권 리서치본부

여기에서 주요 AI 기업의 독점이 해소되기보단 더욱 심화되는 양상

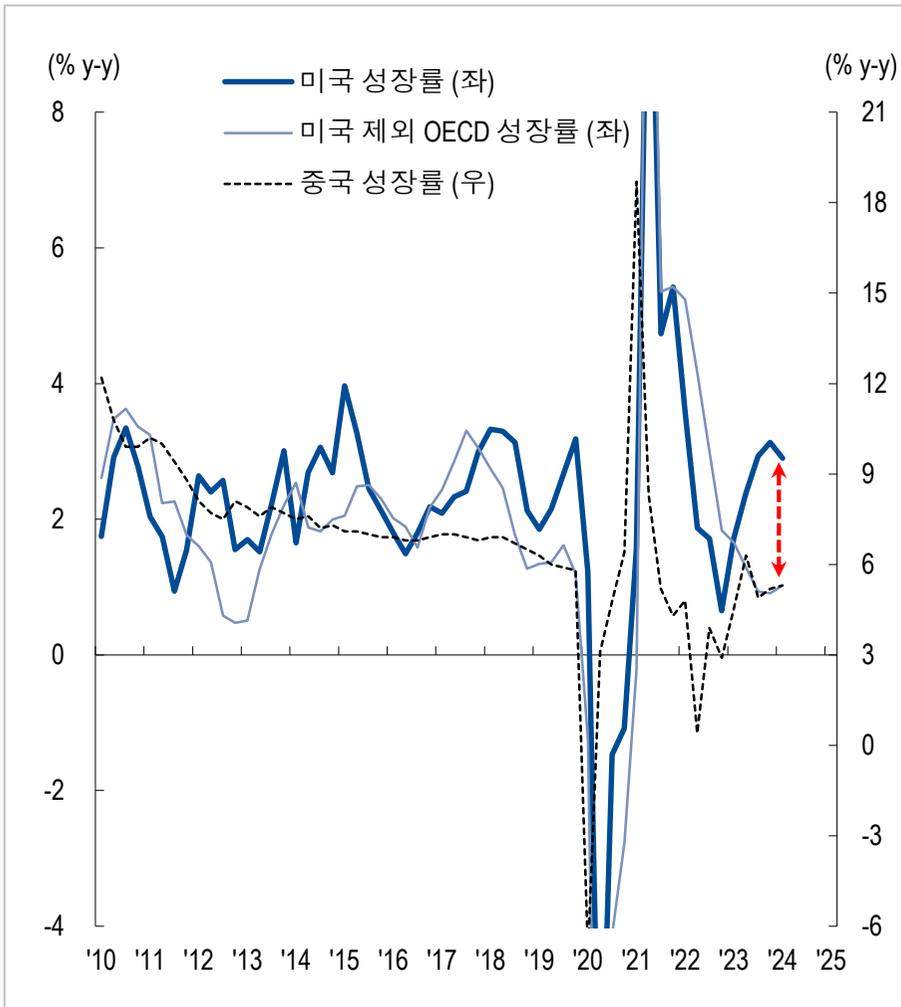
주요 빅테크 대기업의 독점이 해소되기 쉽지 않은 상황. 독점에 프리미엄이 부여됨



자료: IoTAnalytics, Statista, NH투자증권 리서치본부

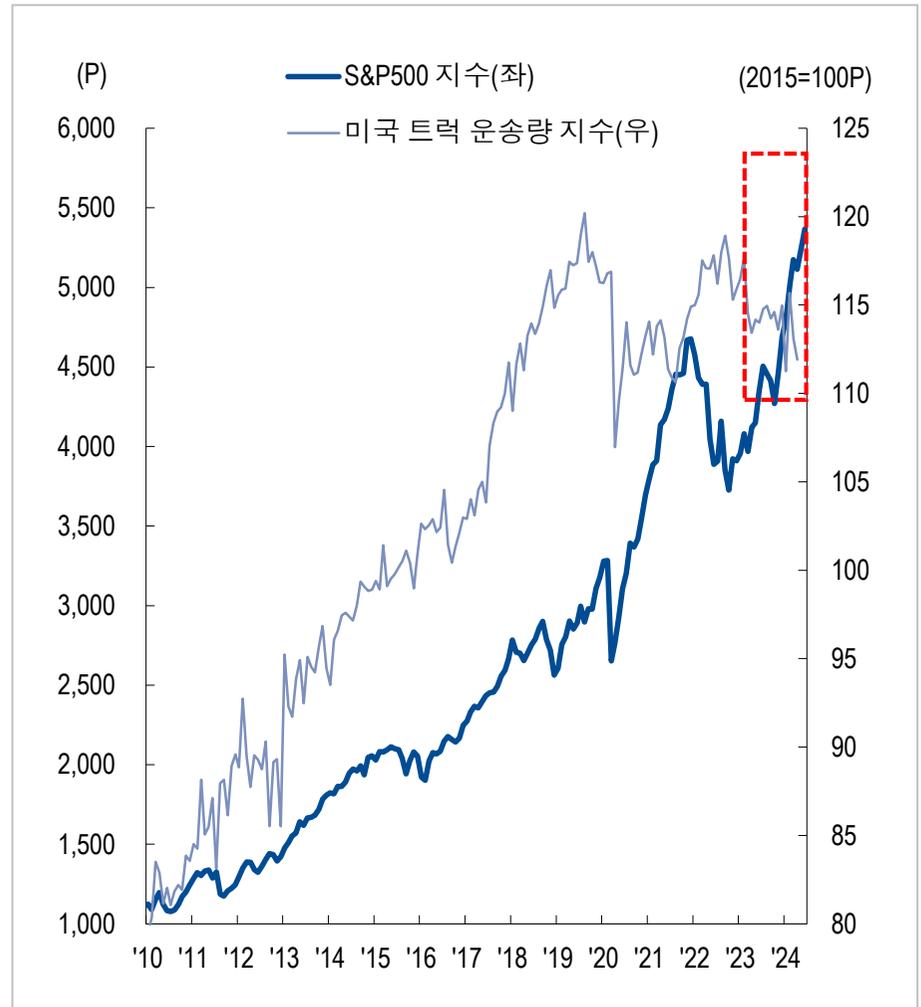
경기 순환적 사이클이 아닌 자국 우선주의 정책에 의한 양극화 확대 지속으로 해석

공급망 재편, 첨단산업의 격차에 따른 국가별 양극화 심화 지속



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

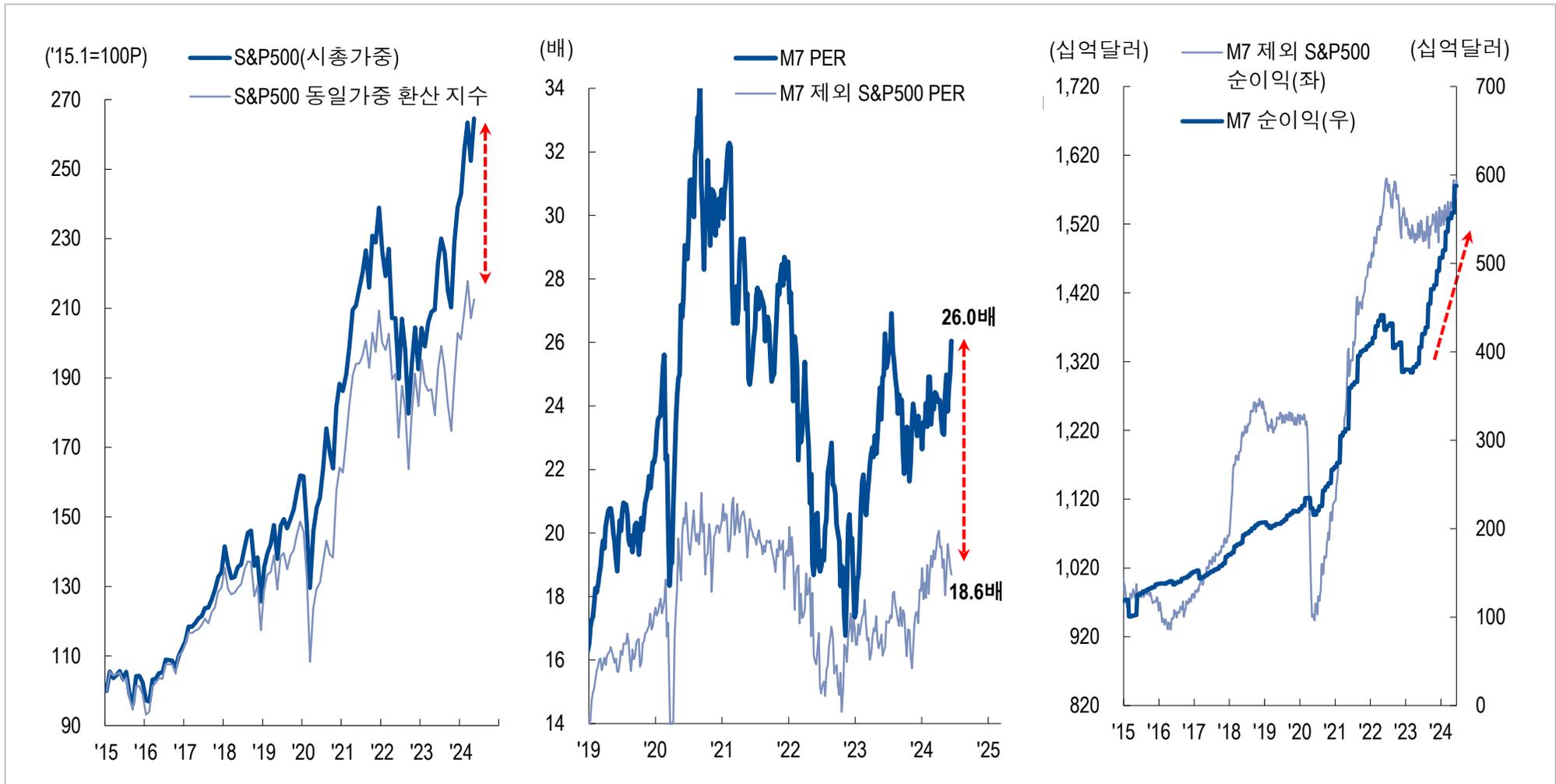
경기의 전반적 활황이 아닌 신산업 모멘텀에 대한 프리미엄 부여



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

양극화 심화에도 빨라지는 기업이익 증가 속도 감안하면 비싸다고만 볼 수도 없음

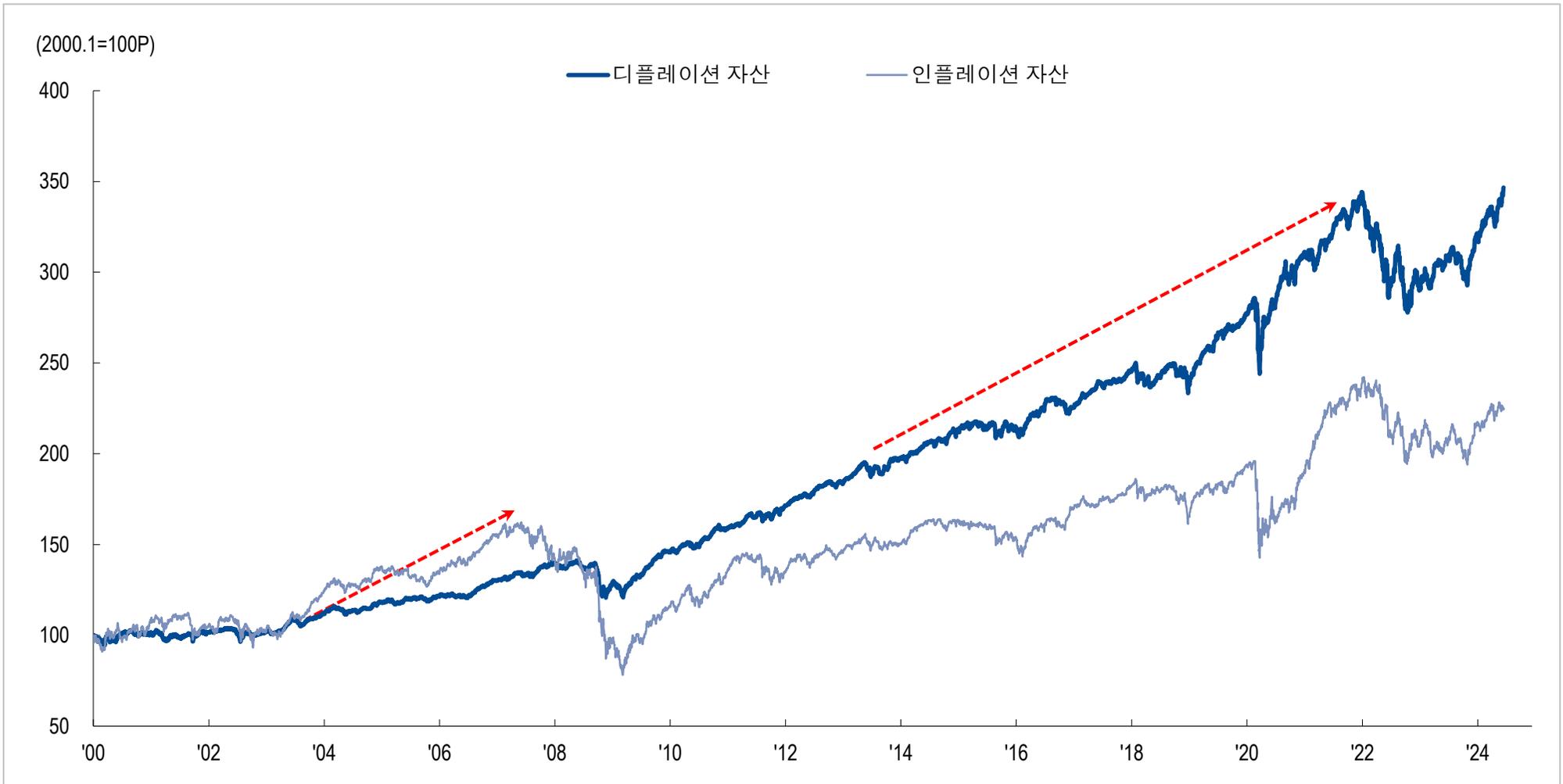
쓸림과 밸류에이션 양극화에도 차별화되는 기업이익 증가 속도가 프리미엄의 근거



자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

만약 경제 성장률이 하락하고, 법인세율이 인하될 경우, 오히려 M7에는 더 유리

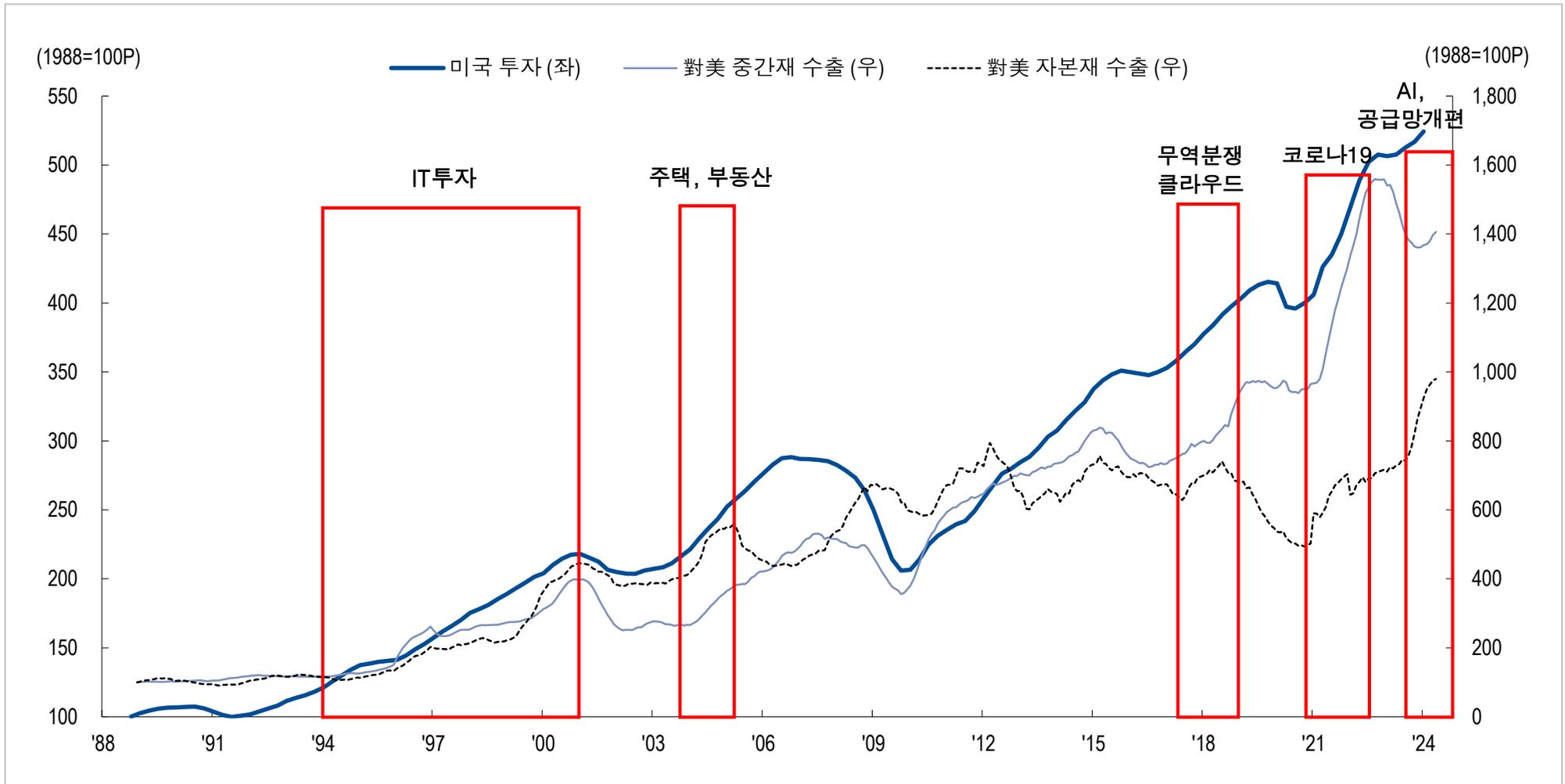
미국 정권이 변화해도 M7 위주의 상승이 지속될 가능성



주: 디플레이션 자산은 미국 국채, 회사채, 성장주 등. 인플레이션 자산은 원자재, 물가연동채권, 가치주 등으로 구성하여 인덱스화
 자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미국의 투자는 한국에 대미 중간재, 자본재 수출 개선 지속을 의미

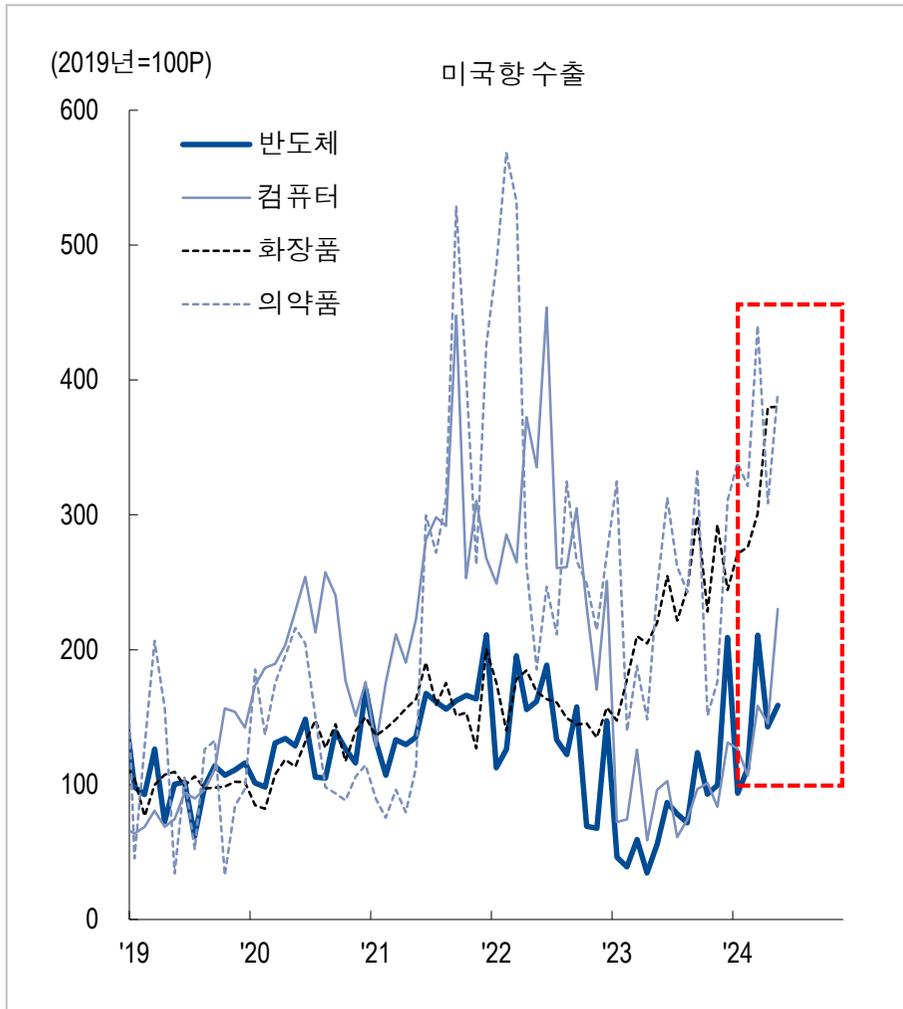
공장 건설 기자재 등에 이어 전력기기, 산업용로봇, 부품 등의 대미 수출 증가 지속 예상



자료: 한국무역협회, 미국 경제분석국, NH투자증권 리서치본부

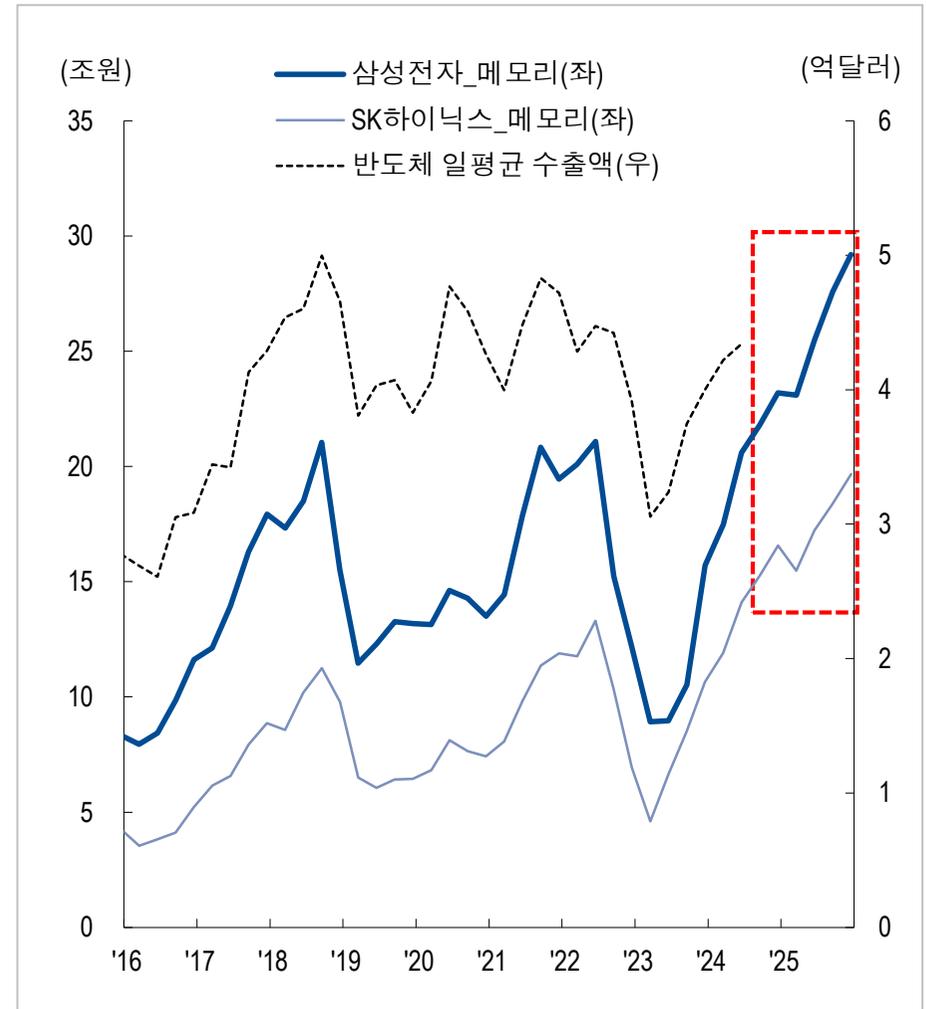
미국향 주요 수출품의 확대는 진행형

미국향 주요 수출 품목의 증가세 지속 예상



자료: 한국무역협회, NH투자증권 리서치본부

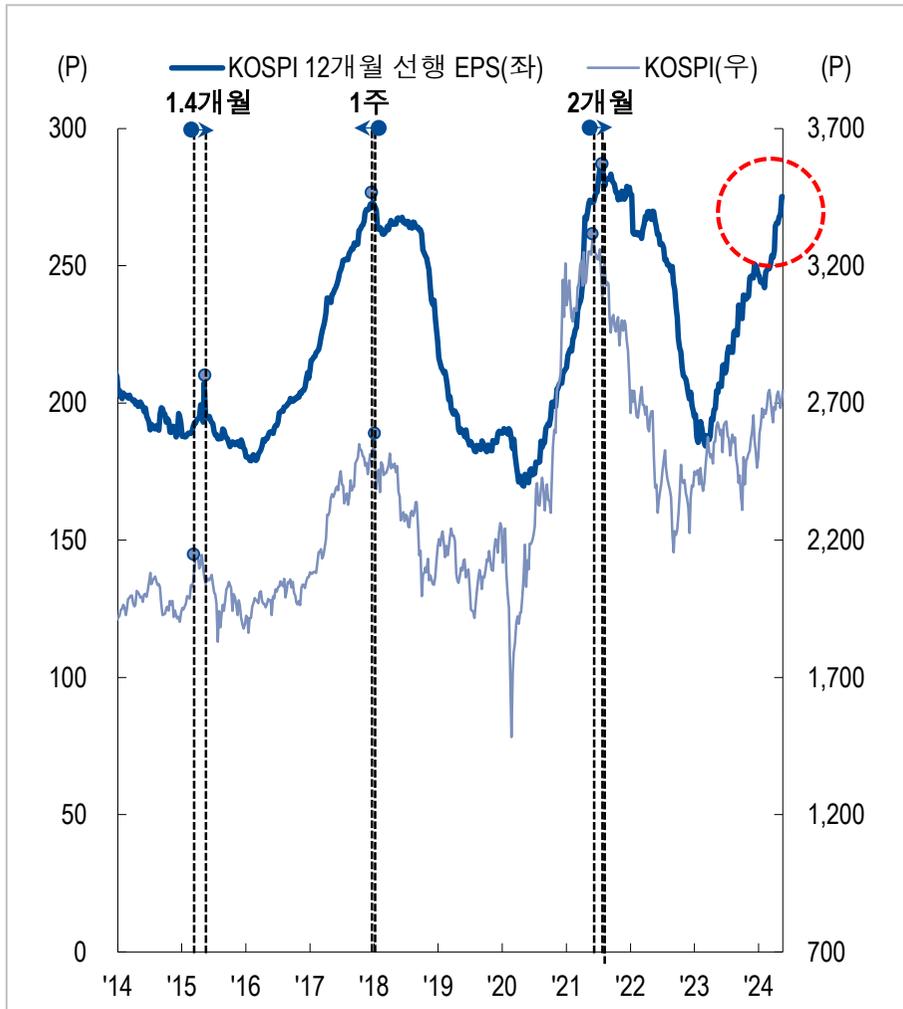
반도체 일평균 수출액의 피크아웃은 아직



자료: 각사, 한국무역협회, NH투자증권 리서치본부 전망

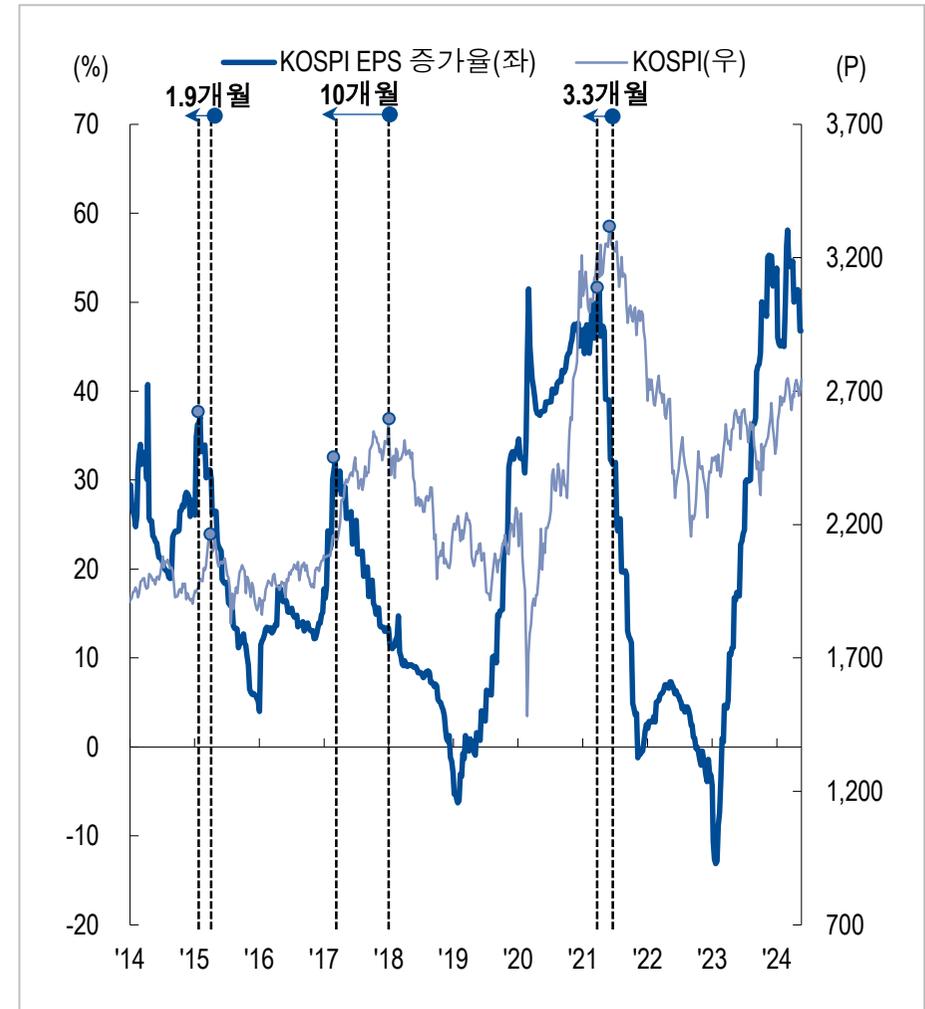
수출 호조가 지속되는 한, 기업이익 증가가 지속되며 지수 상승세 유효

KOSPI는 EPS 추세가 하락하기 1~2개월 전 고점을 형성



자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

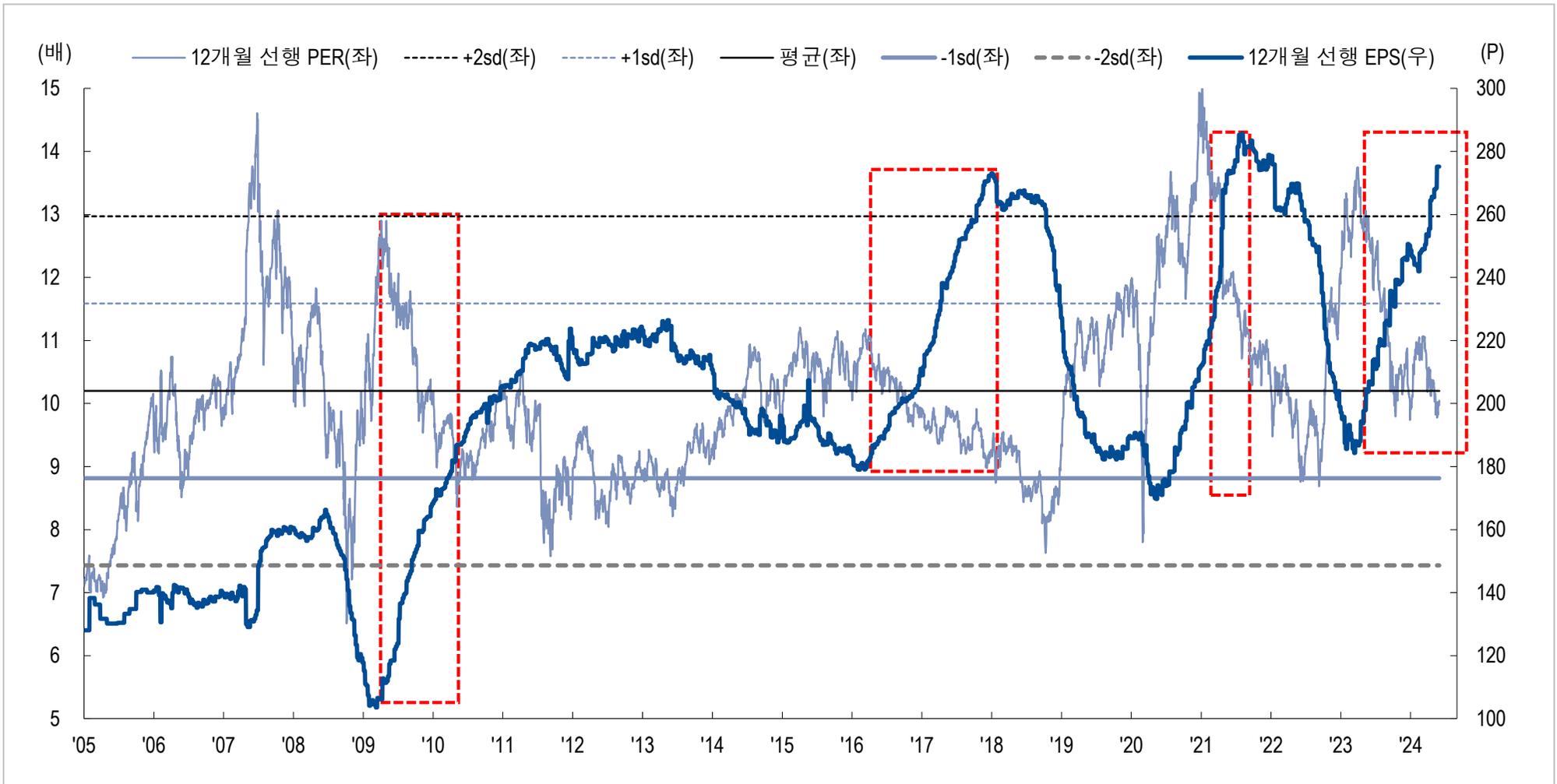
EPS 증가율이 변곡점의 기준이 되기는 어려움



자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

현재는 EPS가 상승하며 밸류에이션 부담이 낮아지는 구간

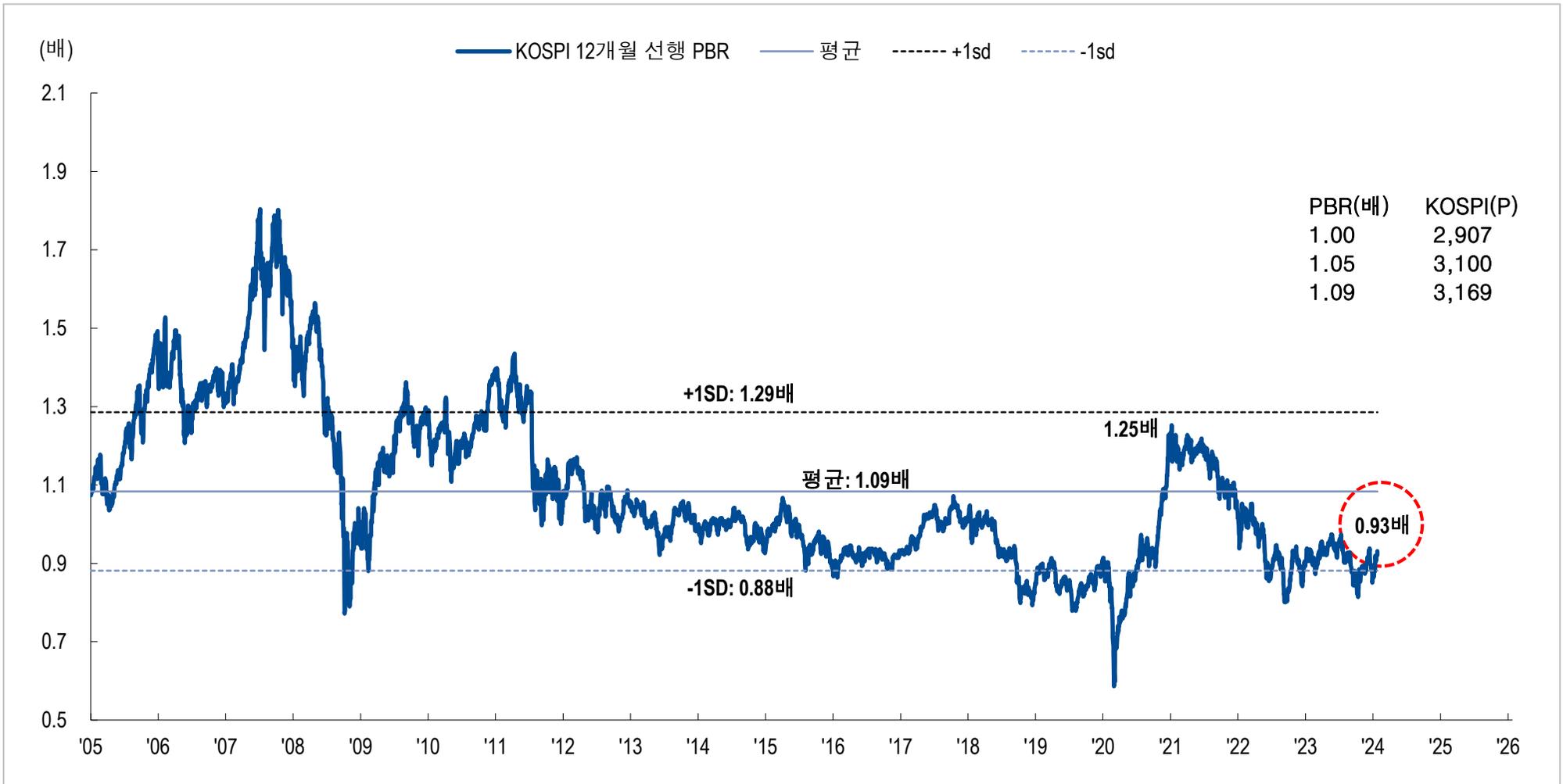
KOSPI 12개월 선행 EPS는 기술적으로 적어도 연말까지 상승 추세일 가능성이 높음. 현재 KOSPI 12개월 PER은 10배



자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

PBR을 적용해도 KOSPI 3,000P 돌파는 무리한 수치가 아님

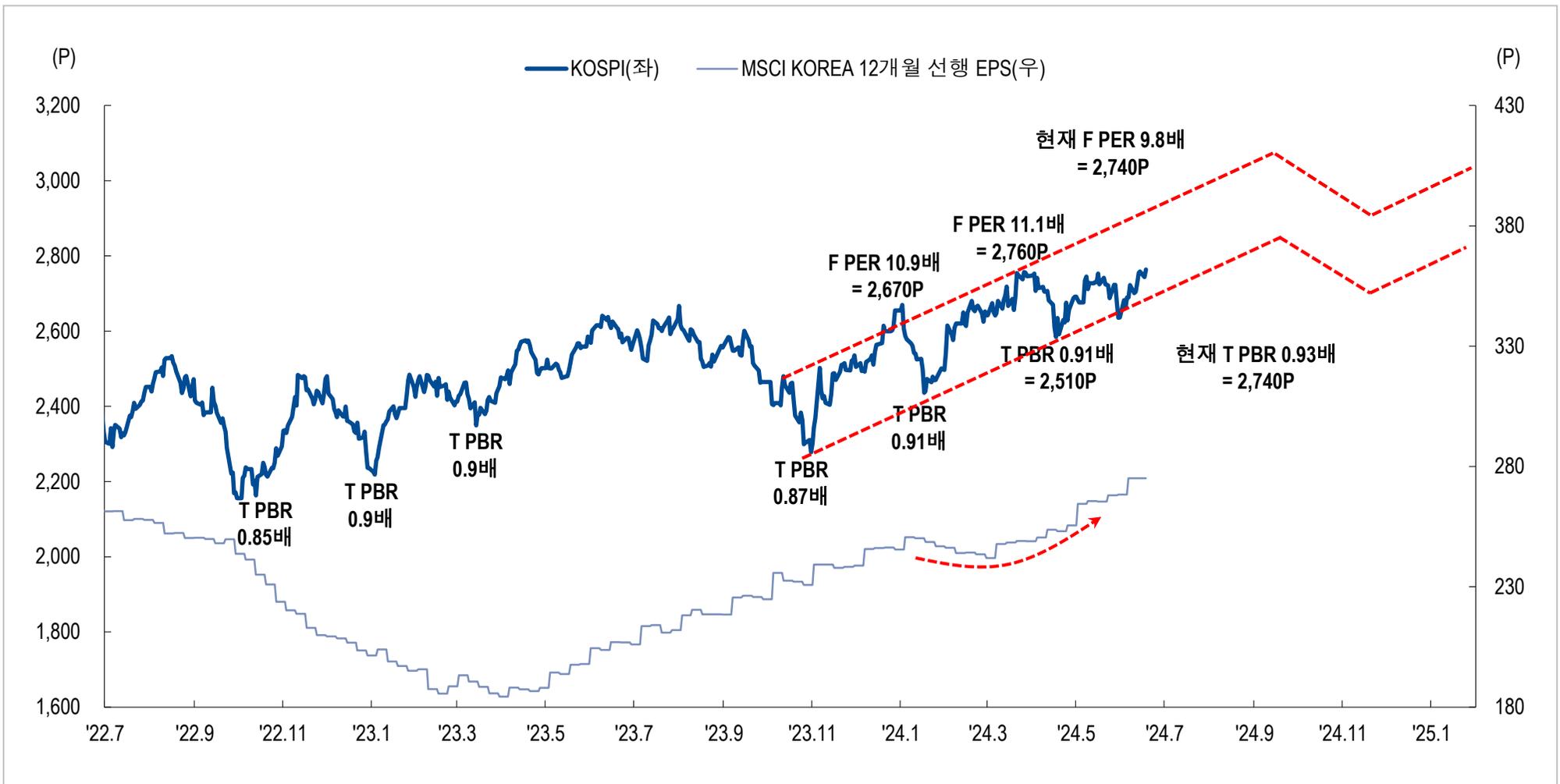
현재 기준 KOSPI 선행 PBR 1배는 2,907P, KOSPI 3,100P는 선행 PBR 1.05배



자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

[KOSPI 시나리오] 단기 쿨링이 나타나도 KOSPI 상승 추세는 지속될 전망

KOSPI 1차 목표치는 12개월 선행 PBR 1배인 2,900P, 2차 목표치는 12개월 선행 PER 11배인 3,100P

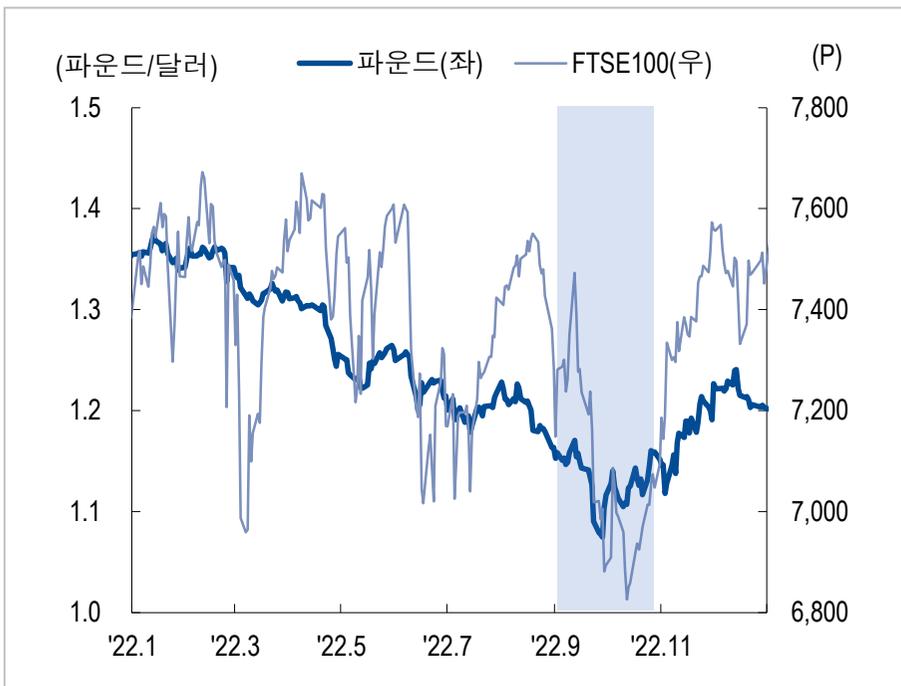


자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

[리스크] ① 프렉시트 (프랑스 총선 불확실성)

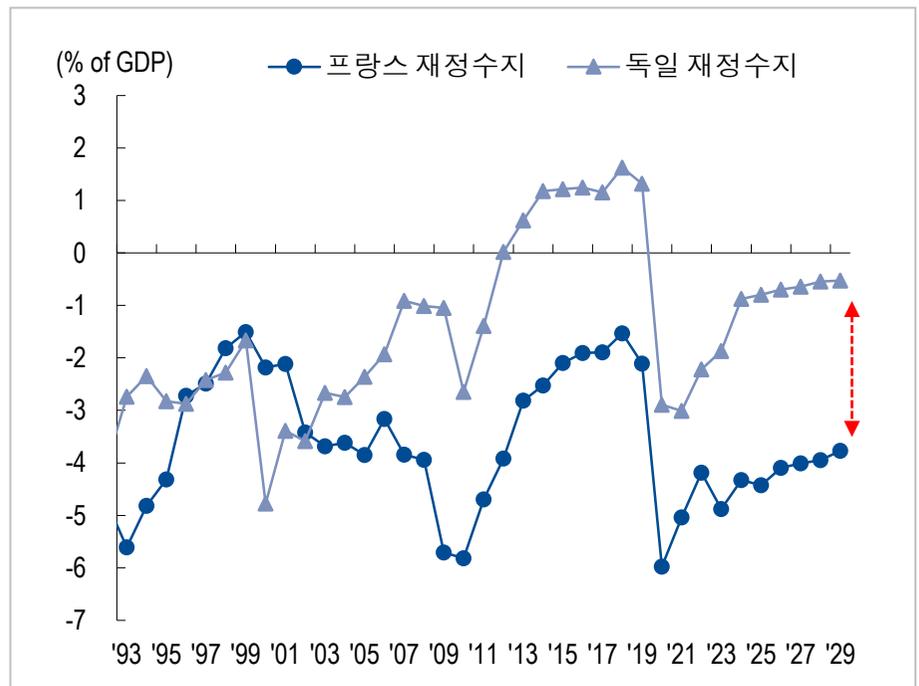
- 프랑스 조기 총선에 따른 정국불안이 프렉시트로 연결되지는 않을 것으로 전망되나, 달러 강세를 지지하는 이슈로 작용
- 프랑스의 국민연합은 포퓰리즘을 지향하고 있으며 이에 따라 강한 재정지출 확대 의지 피력. 이는 유로화 약세 요인
- 하지만, 현실적으로 재정적자가 가파르게 확대될 가능성은 낮음. 6월 초 프랑스의 국가신용등급이 AA-로 강등되었고, 프랑스 재정적자 폭이 좀처럼 좁혀지지 않음. 추가 재정적자 확대는 부담감이 큼

영국 리즈 트러스 총리 재임 기간 파운드화 약세, 주가 부진



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

프랑스 재정적자 추가 확대는 현실적으로 쉽지 않을 것



자료: IMF, NH투자증권 리서치본부

유럽 정치 이슈가 원/달러 환율 1,430원 상향 돌파의 이벤트는 아닐 것

'24년 원/달러 환율의 리스크 트리거 포인트는 1,430원 이상의 원화 약세가 나타날 때



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

[리스크] ② 미국 대선 첫 토론회 일정이 과거 대비 3개월 빠름

- 통상 대선 토론회는 이르면 9월 말 시작하며 선거일 1~2개월 직전 진행됨
- 그러나 올해는 과거와 달리 대선 1차 토론회 6월 27일로 2차 토론회가 9월 10일로 예정. 올해 토론회 일정이 앞당겨지면서 금융시장에 대선 이벤트 영향이 조기 반영될 수 있다는 의견도 존재

2000년 이후 대선 토론회 연도별 일정



자료: The American Presidency Project, Britannica, NH투자증권 리서치본부

시기상 1차보다는 2차 토론회부터 선거 이벤트의 영향권에 들 가능성이 높음

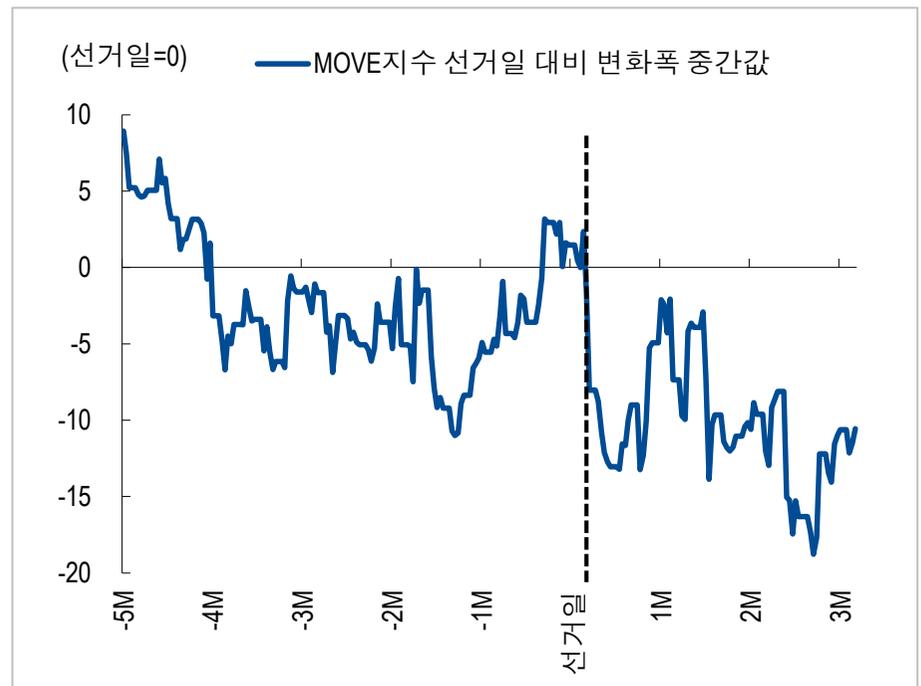
- 1차 토론회 이후 지지율 격차가 크게 벌어지면, 대선 이벤트 영향권에 과거보다 빨리 진입 가능
- 그러나 1차 토론회 이후에도 현재 박빙의 지지율 상황이 지속되면, 과거와 유사하게 선거 당일 2개월 전부터 이벤트 반영 예상

대선 전후 VIX 지수 추이, 대선 2개월 전부터 변동성 확대



주: 1992~2020년 대상
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

대선 전후 MOVE 지수 추이, 대선 1개월 전부터 변동성 확대

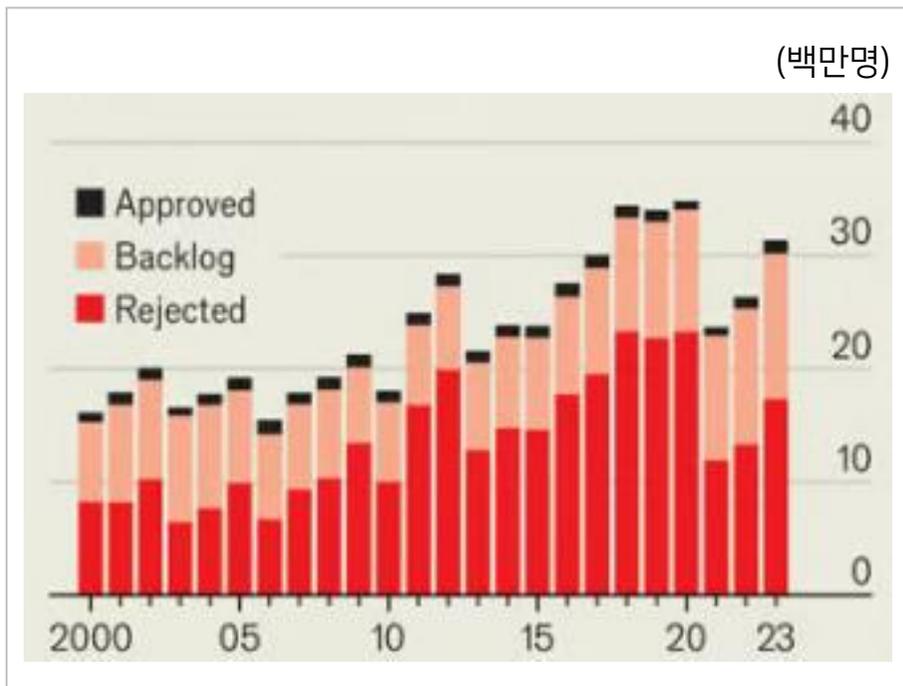


주: 1992~2020년 대상
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

대선 결과와 상관없이 '24년은 이민효과, '25년은 반이민 효과가 나타날 것

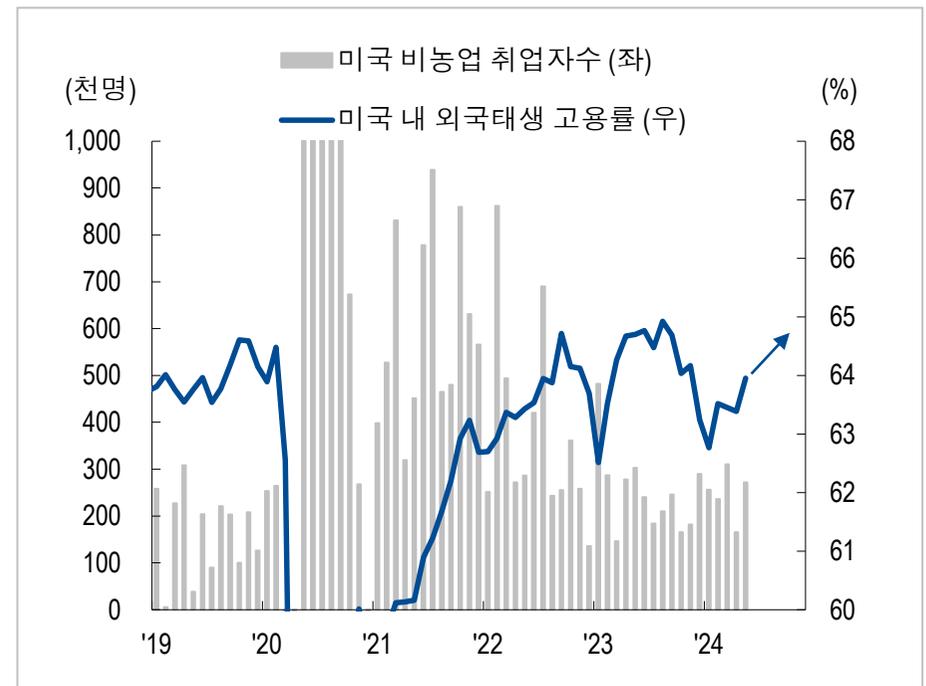
- 6월 18일 바이든 정부는 미국 시민권자와 결혼한 배우자(불법체류자)에게 합법 체류 허용. 최대 50만명이 합법적 거주자로 즉시 전환
- 이번 조치는 네바다, 애리조나, 조지아 등 경합주에서 바이든 대통령 지지율에 도움될 것
- **외국태생 취업자의 고용률 상승세가 2024년 하반기까지 지속되며 미국 고용시장을 지지할 것으로 예상**
- 그러나 2025년 이후에는 미국과 유럽에서 확대 중인 '반이민' 정서로 인해 이민자들의 노동 유입이 축소될 전망

2024년 영주권 승인 상승 예상. 2025년은 재차 감소 전망



자료: Economist, NH투자증권 리서치본부

외국태생 고용률 상승세는 2024년 말까지

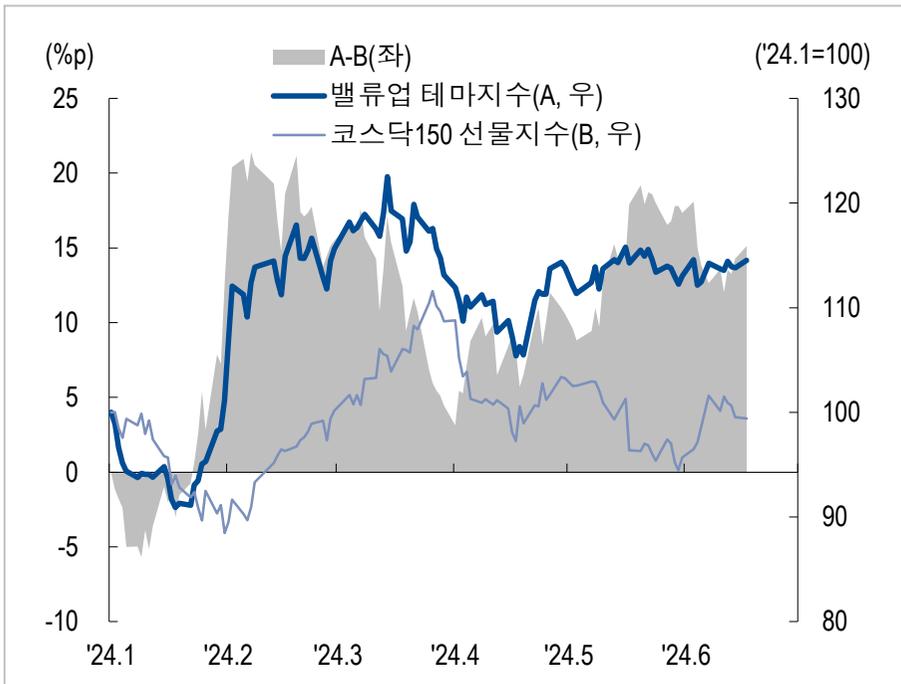


자료: 미국 노동통계국, NH투자증권 리서치본부

[참고] 공매도 금지 연장의 효과: 밸류업 Long - 코스닥 선물 Short 재확대

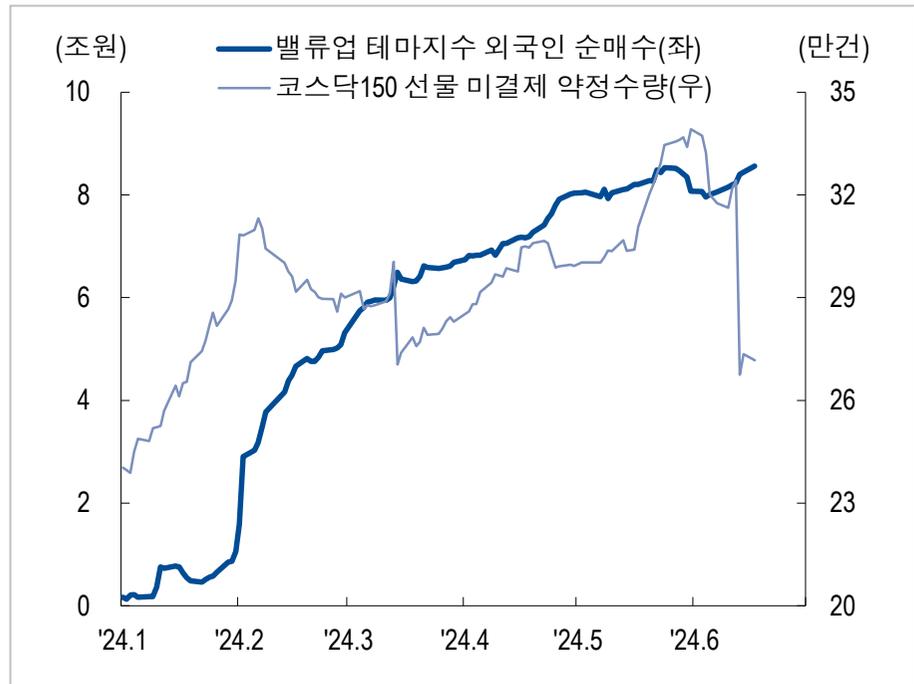
- K-밸류업이 거론되기 시작한 1월 말부터 코스닥150 선물 간의 수익률 갭이 확대. 이는 외국계 헤지펀드들의 'K-밸류업 주식 Long - 코스닥 150 선물 Short' 포지션 확대에 따른 것으로 추정
- 현재는 수익률 갭이 축소. 공매도 금지조치연장으로 '밸류업 Long - 코스닥 Short' 트레이딩이 순환 반복될 가능성도 높음

밸류업 테마지수와 코스닥150 선물지수의 상대수익률



주: 밸류업 테마지수는 금융, 자동차, 복합기업 업종을 시가총액 가중해 산출
 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

미결제 약정 수량은 축소되어 있음



주: 미결제 약정수량은 최근월물과 차근월물의 미결제약정수량을 합산해 산출
 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

밸류업 이슈가 상반기만의 이슈에 그치지 않고 생각보다 오래 지속될 가능성 높음

- COVID-19 이후 해당년도 2월부터 부각된 이슈가 연간 포트폴리오에 상당히 큰 영향을 미침

COVID-19 이후 해당년도 2월부터 2021년 언택트 이슈, 2022년 우크라이나-러시아 전쟁 이슈, 2023년 IRA 이슈, 2024년 밸류업 이슈



자료: FnGuide, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

KOSPI 3,000P로 가는 길

III. 퀀트: 집중과 순환

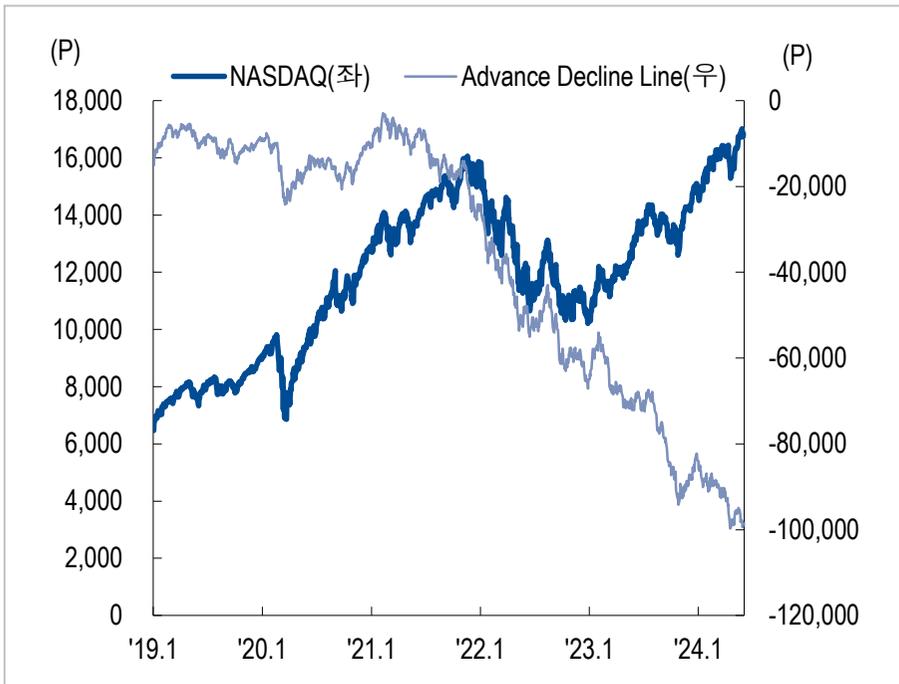
Quant: 김재은

tel 02) 768-7696 | e-mail jaeun.kim@nhqv.com

지수 신고가에도 주가 상승 종목 수는 감소

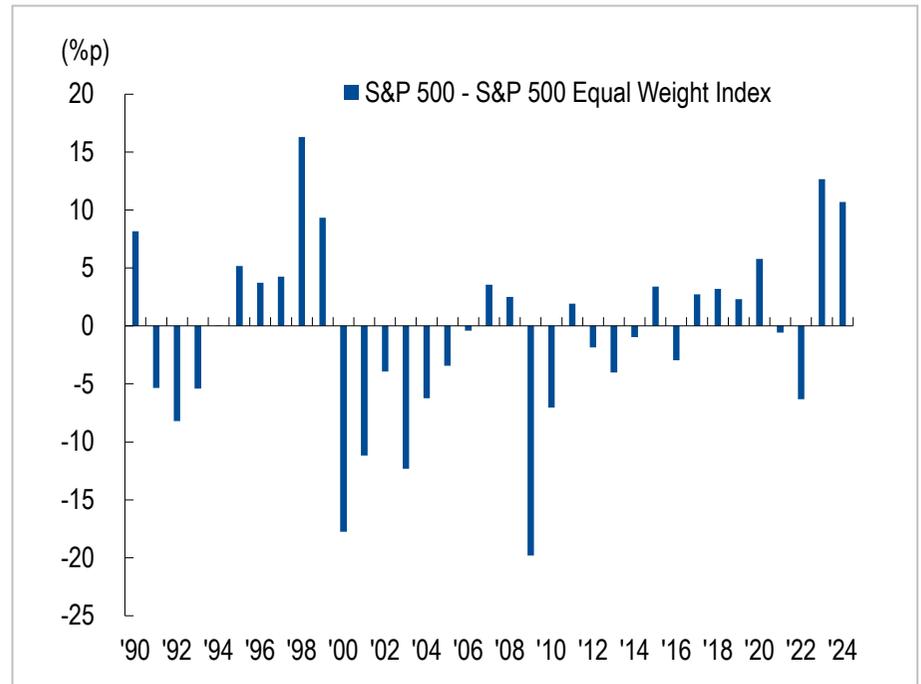
- 미국 NASDAQ 지수는 신고가를 기록하였으나, 주가 상승 종목은 감소하고 주가 하락 종목은 증가하고 있음
- 연초 이후 S&P500은 15% 상승. 반면 S&P500 동일 가중 지수(S&P 500 Equal Weight Index)는 연초 이후 4.3% 상승

NASDAQ 지수와 Advance/Decline Line(A/D Line)



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

'S&P500 - S&P500 동일 가중 지수' 수익률

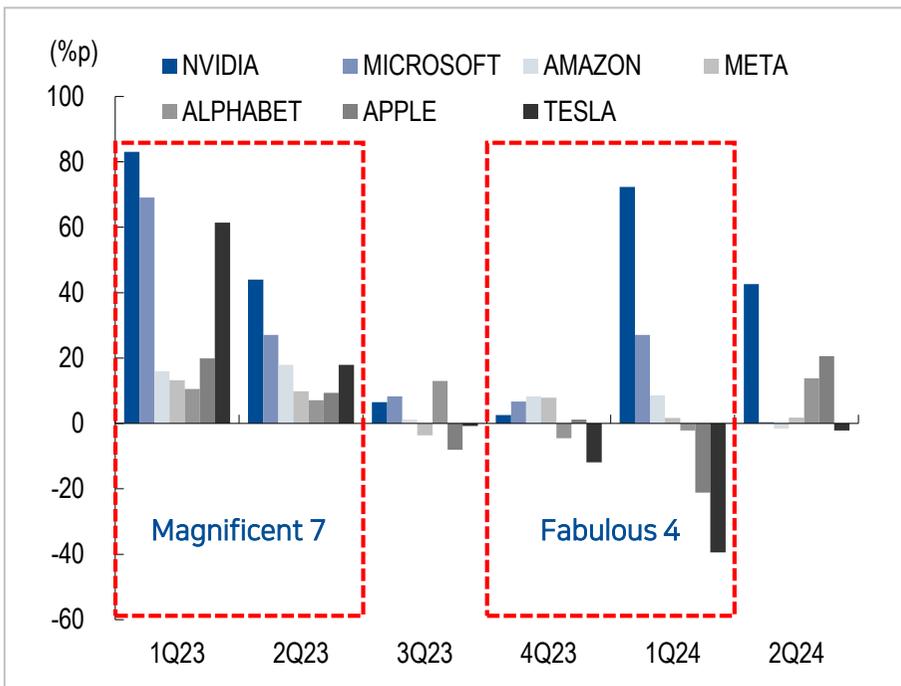


자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

빅테크 내 주가 상승 압축, Magnificent 7 → Fabulous 4 → 엔비디아 승자독식?

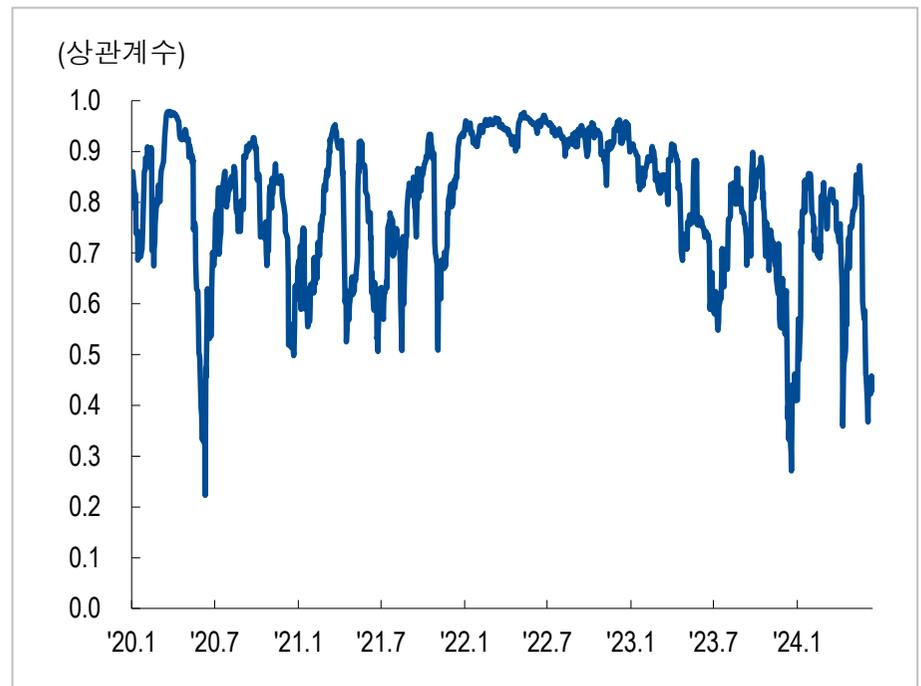
- 지난해 미국 주식시장을 주도한 Magnificent 7(M7) 중 알파벳, 애플, 테슬라가 올해 초 부진한 주가 흐름 보여 Fabulous 4로 압축됨
- 2분기에도 엔비디아는 생성형 AI와 주식 분할 모멘텀으로 강력한 주가 상승을 경험
- 반도체 ETF(SOXX) 내 엔비디아의 비중이 11% 이상을 차지함에도 여타 반도체 기업과 주가 흐름은 차별화되고 있음

S&P500 대비 상대 수익률



자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

엔비디아와 반도체 업종(SOXX)의 주가 간 상관관계수

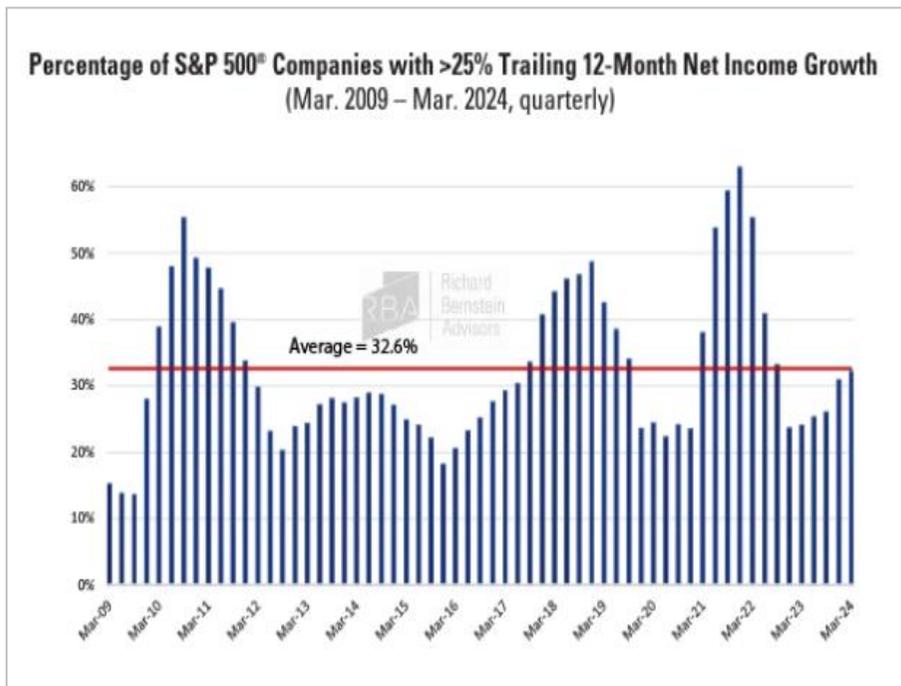


자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

착시 효과

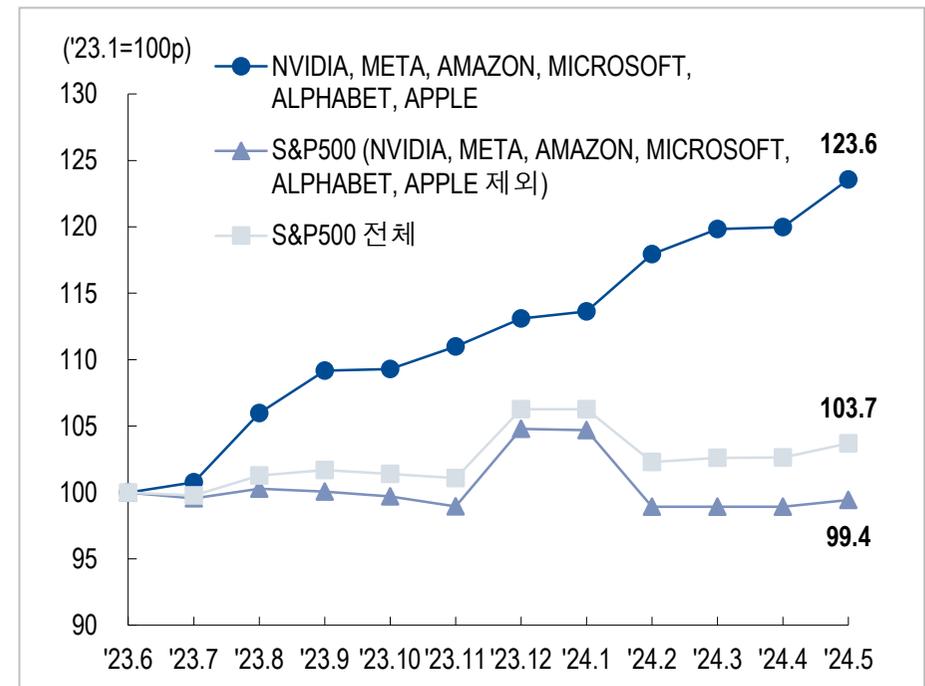
- 대부분 기업들의 실적은 이제서야 회복되고 있음. 여전히 S&P500 내 순이익 증가율이 일정 수준 이상을 기록한 기업의 비중은 과거 평균을 하회하고 있음
- 최근 S&P500 실적 전망치는 소폭 상향 조정되었음. 그러나 주요 빅테크를 제외하면 S&P500 실적 전망치는 하향 조정
- 실적 전망치가 상향 조정되는 기업이 줄어들고, 쓸림이 나타나고 있음

S&P500 내 순이익 증가율 25% 이상인 기업의 비중



자료: Richard Bernstein Advisors

S&P500, FY1 EPS 전망 비교

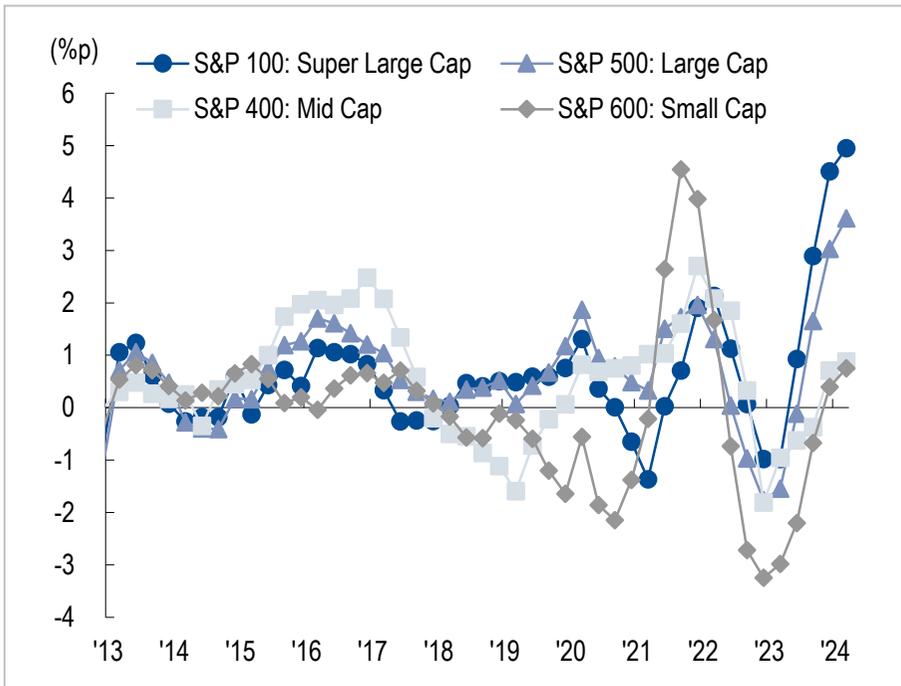


자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

원가와 비용 상황은 일부 대형 기업에만 긍정적

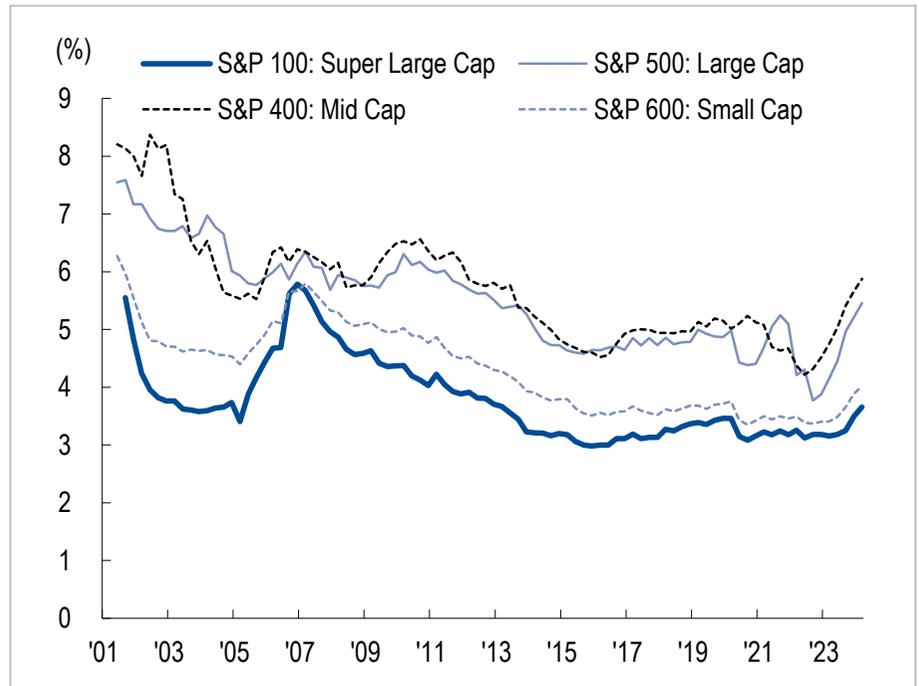
- 대형주의 경우, 인플레이션 완화에 따라 변동비에 속하는 매출원가의 성장률이 매출 성장률을 빠르게 하회하기 시작. 중소형주의 경우, 여전히 원가 부담이 큰 상황. 향후 수익성도 대형주 대비 부정적
- 대형주의 이자비용이 늘어나고 있지만 이자수익도 같이 증가. 보유 현금에 기반한 효율적인 자금 운영 영향. 고금리 부담이 크지 않음. 그러나 중소형주는 상황이 다름

매출 성장률 - 매출원가 증가율



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

총부채 대비 이자비용

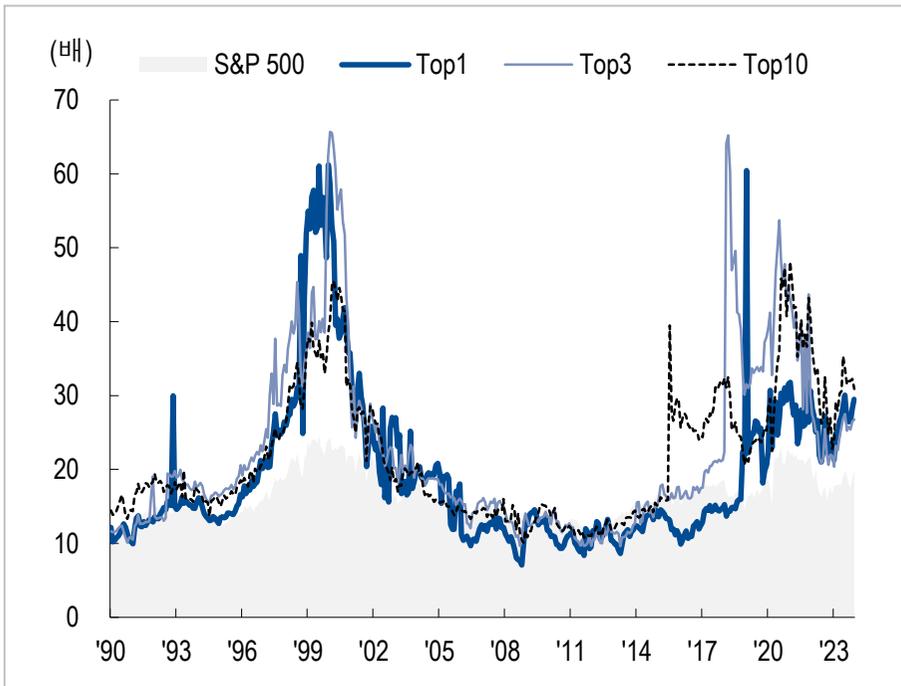


자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

엔비디아 랠리, 바텀업으로 보면 비이성적이지 않음

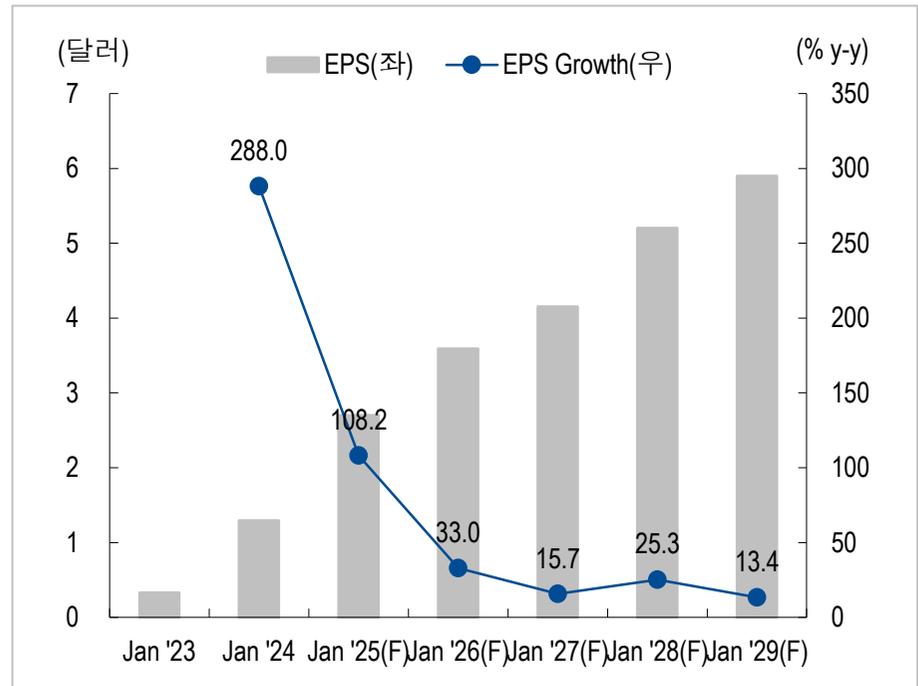
- 현재 엔비디아의 Trailing PER은 77배 수준. 과거 10년 기준, 미국 주식시장에서 시가총액 최상위 기업들은 시장 평균 대비 50% 정도 프리미엄이 부여됨
- 수익이 향후 5년 동안 연평균 20% 성장한다면 현재의 고PER은 정당화 가능한 수준이라고 판단. 현재 전망대로라면 엔비디아의 향후 5년 평균 EPS 증가율은 35% 수준

미국 주식시장 시가총액 상위 기업의 PER



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

엔비디아 EPS 장기전망



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

극소수 기업 간 시가총액 1위 경쟁은 치열, 하반기는 On-Device AI

- 현재까지 AI 주도권은 소프트웨어보다 LLM의 성능과 GPU가 쥐고 있었음. 마이크로소프트(LLM), 엔비디아(GPU) 주가 모멘텀이 부각
- 애플 인텔리전스(Apple Intelligence) 발표 이후 AI가 소비자에게 주는 경험으로 무게 중심이 옮겨가기 시작. 향후 애플의 AI 모델이 애플이 지원하는 모든 주요 언어로 출시된다면, AI 기반 디바이스 교체 주기를 단축시킬 수 있을 것. 결국 하반기에는 On-Device AI가 부각될 전망
- 시가총액 1위 경쟁은 마이크로소프트 VS 엔비디아에서 애플 VS 엔비디아로 바뀔 가능성. 이 과정에서 소수 기업에의 집중은 유지될 전망

전 세계 시가총액 상위 기업

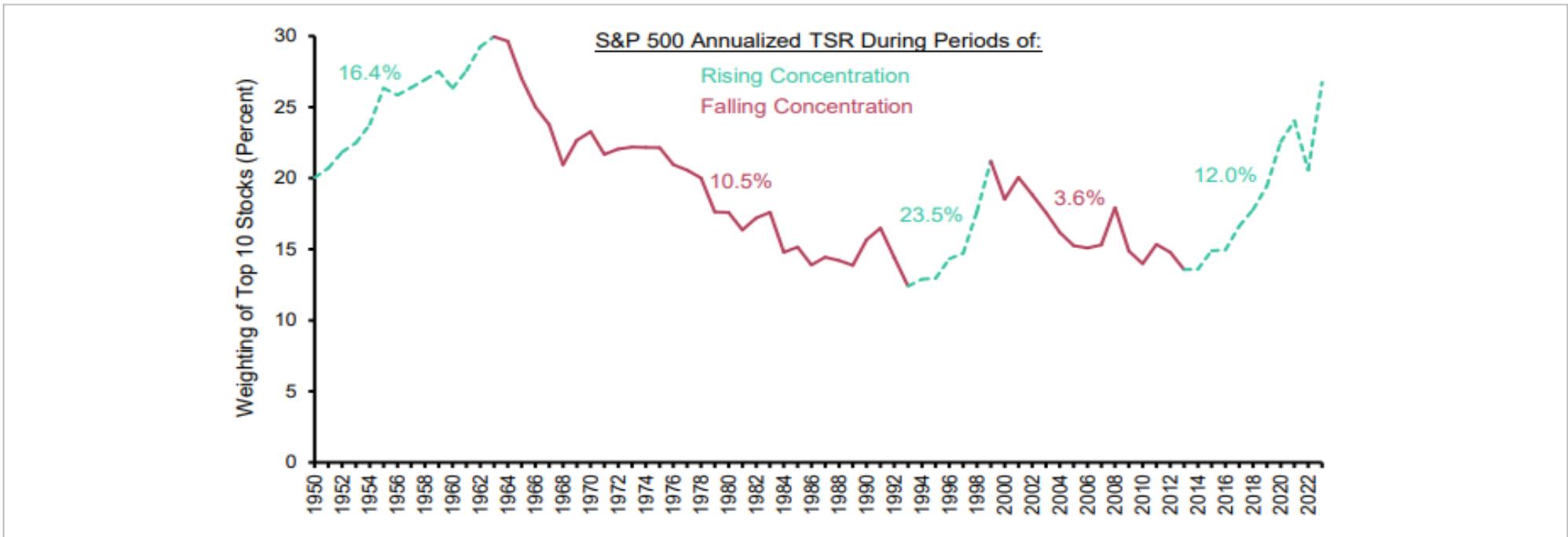
Rank	Name	Market Cap	Price	Today	Price (30 days)	Country
^2 1	 NVIDIA NVDA	\$3.335 T	\$135.58	▲ 3.51%		USA
▼1 2	 Microsoft MSFT	\$3.317 T	\$446.34	▼ 0.45%		USA
▼1 3	 Apple AAPL	\$3.285 T	\$214.29	▼ 1.10%		USA
4	 Alphabet (Google) GOOG	\$2.170 T	\$176.45	▼ 1.30%		USA
5	 Amazon AMZN	\$1.902 T	\$182.81	▼ 0.68%		USA
6	 Saudi Aramco 2222.SR	\$1.786 T	\$7.38	▼ 2.12%		S. Arabia

주: 6월 18일 종가 기준
자료: CompaniesMarketcap

소수 기업에 집중되는 시기 지수는 더 높은 수익률을 기록

- 주식시장 집중도가 상승하면 주식시장의 수익률도 함께 상승하는 경향. 이는 소수의 대형주가 시장을 주도하고 있음을 시사
- 집중도가 완화될 때는 반대로 시장 수익률이 낮아지는 경향. 대형주가 성장 한계에 도달하거나 시장 전반의 조정이 발생할 때 나타나는 현상

시가총액 상위 10종목 비중이 상승/하락하는 시기의 S&P 500 Annual Return

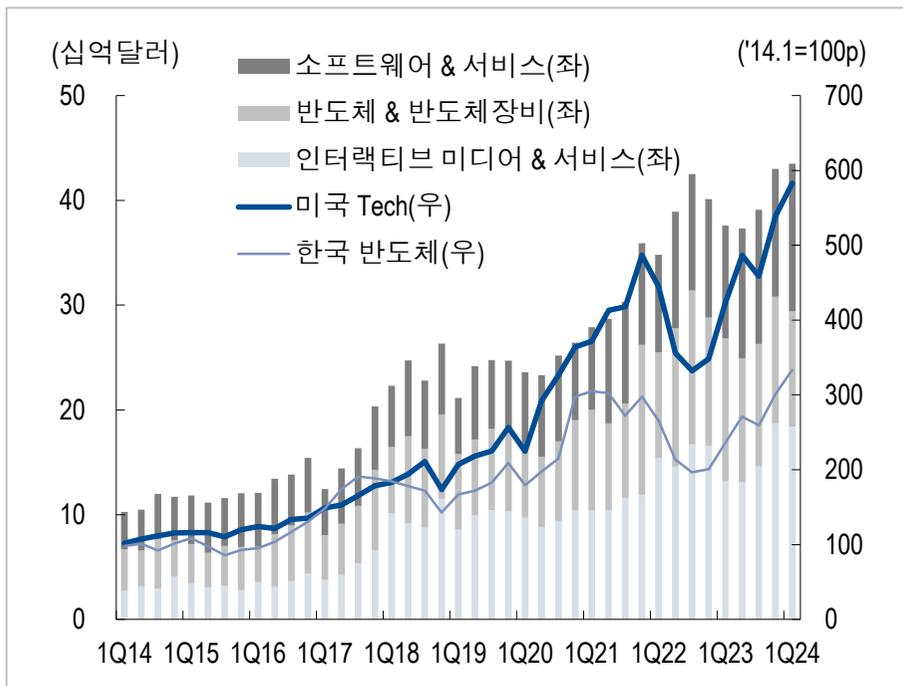


자료: Morgan Stanley, 'Stock Market Concentration' 인용

AI 주가 고점은 빅테크의 CAPEX 투자가 보수적으로 바뀔 때

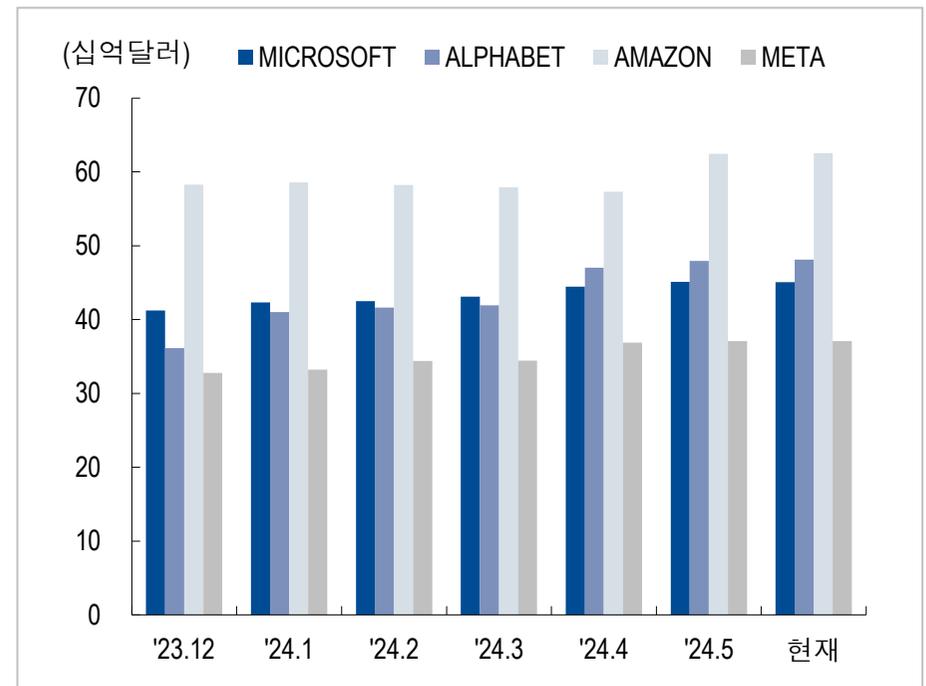
- AI 산업 통합을 위한 데이터센터, 새로운 SW에의 투자는 빅테크의 막대한 현금이 있기에 가능
- AI 주가 고점은 하이퍼스케일러의 GPU 투자 대비 수익 비율이 떨어지거나, 하이퍼스케일러의 AI 및 데이터센터 시장 전략이 재조정되는 시기일 수 있음
- **빅테크의 CAPEX 투자가 보수적인 스탠스로 바뀌는지 여부를 체크**할 필요. 현재 미국 빅테크는 경쟁적으로 AI 분야에 대한 설비 투자에 나서고 있다고 판단됨

미국 Tech 업종의 CAPEX와 주요 업종의 주가



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

빅테크의 FY1 CAPEX 전망 추이

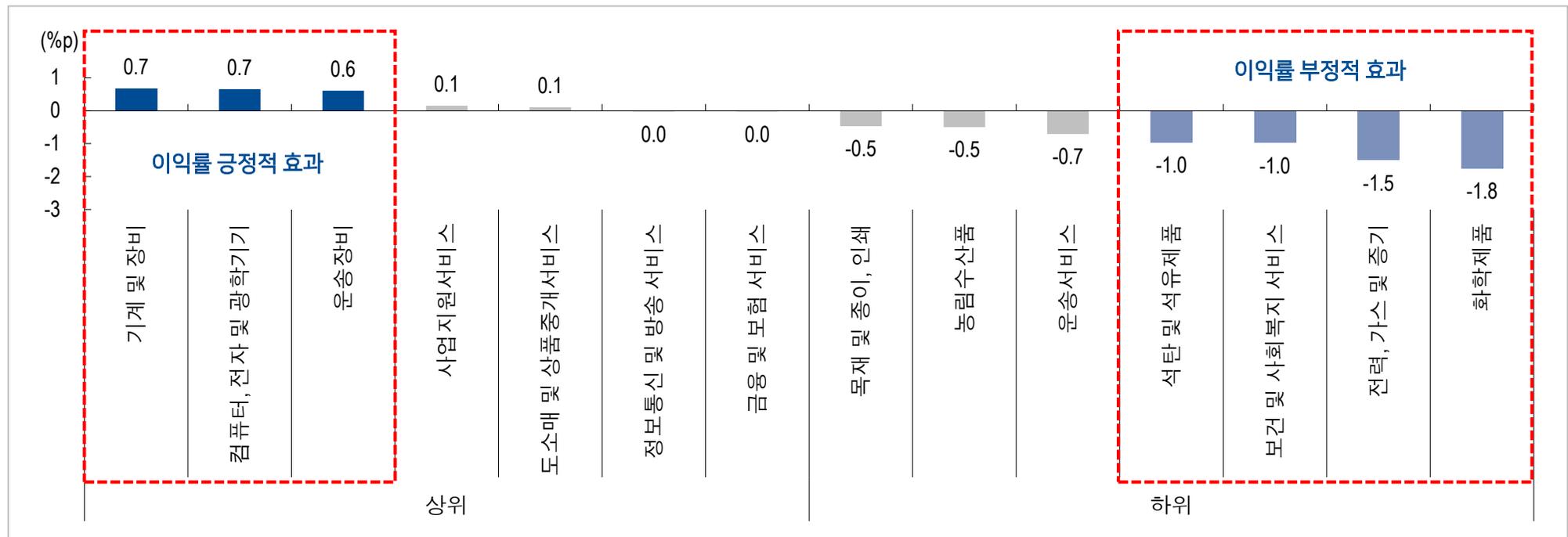


자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

7월 국내 주식시장은 어닝 시즌과 밸류업 정책 모멘텀을 기대

- 유가와 환율 측면에서 지난 분기와 비슷한 매크로 환경. **KOSPI 기업이익은 수출주가 주도할 것**
- 매출 내 수출 비중이 높을수록, 수입 원재료 비중이 낮을수록 환율 상승 시 영업이익에 긍정적
- **원달러 환율 3% 상승과 유가 5% 상승 가정 시, 기계/장비, 전자기기/컴퓨터, 자동차 수혜**
- 반면, 화학, 유틸리티 등은 실적 악화 가능성

이익률 변화가 클 주요 업종

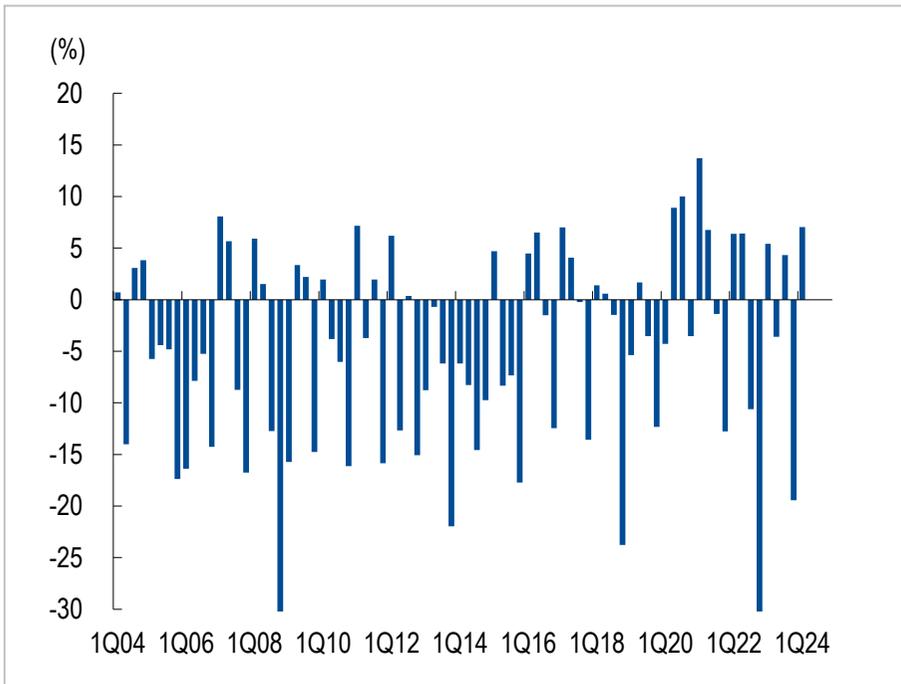


주: 원달러 환율 3% 상승, 유가 5% 상승 가정
 자료: 한국은행 산업연관표 참고, NH투자증권 리서치본부

① 양호한 어닝시즌은 수출주가 주도

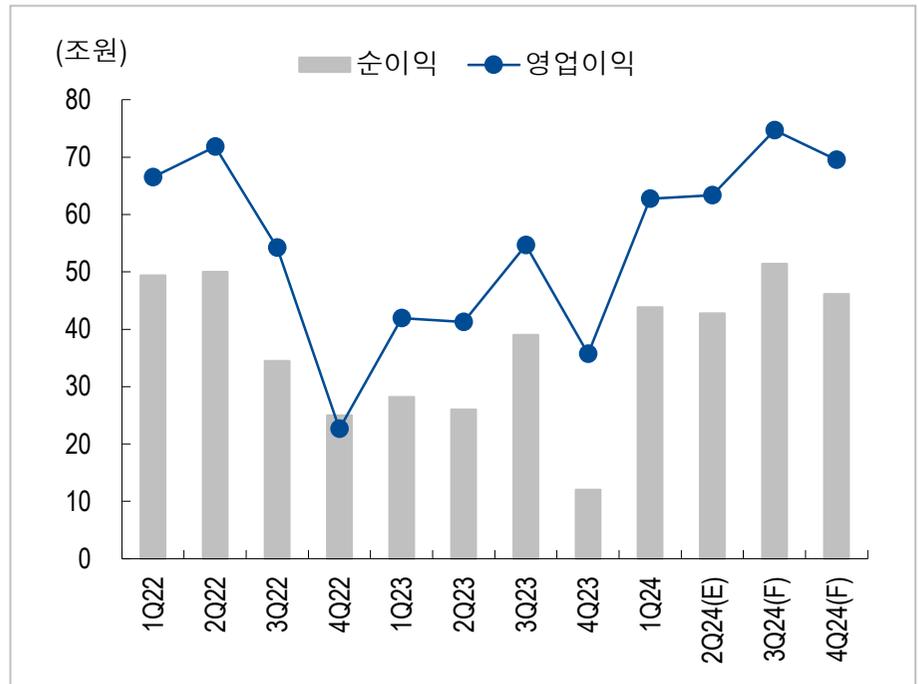
- 애널리스트들은 과거 실적을 기준으로 새로운 실적 전망치를 전망하는 경향. 이에 연속적인 어닝 서프라이즈 및 쇼크 사례가 빈번함
- 지금의 수출 환경은 중국의 낙수효과에서 미국의 낙수효과로 변해가고 있음. 하지만 미국 낙수효과에 대한 기업 실적 호조가 실적 전망치에 온전히 반영되었다고 판단하지 않음
- 2분기 실적 전망치가 높은 수준이 아니기에 이번 어닝 시즌은 양호할 것

KOSPI 어닝 서프라이즈 비율



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

KOSPI 순이익과 영업이익

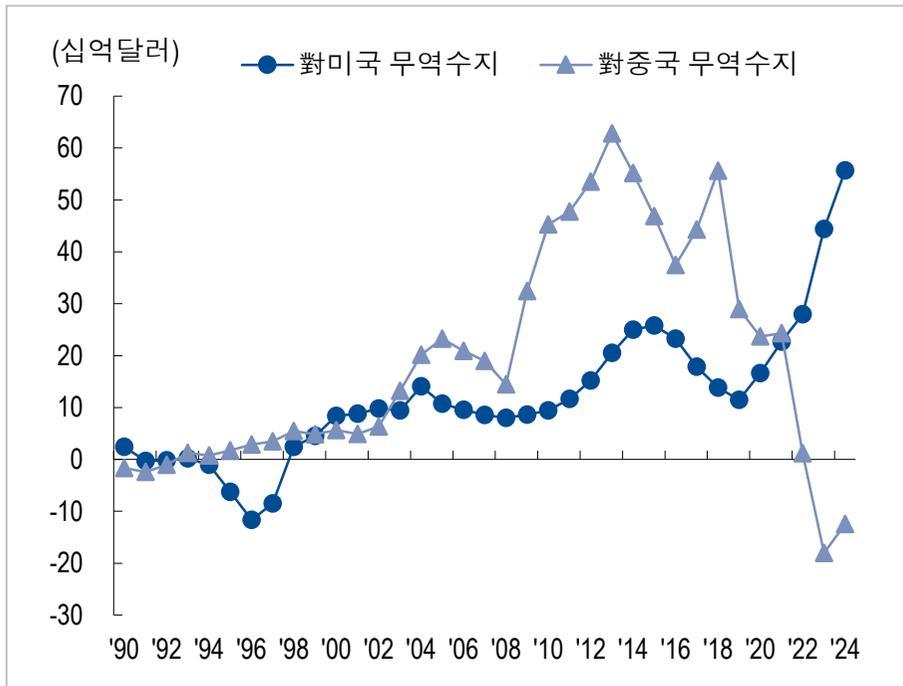


자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

미국 낙수효과

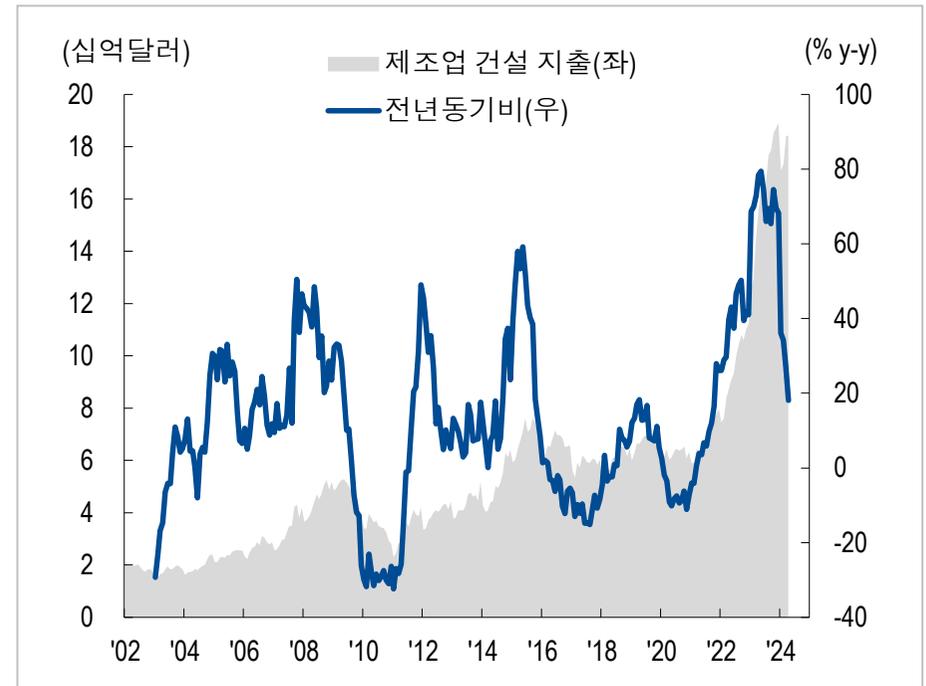
- 최근 국내 기업이 미국향 수출을 늘리고 있어 미국 수출 증가 모멘텀을 누릴 가능성이 커지고 있음
- 미국의 리쇼어링 정책에 따른 제조업 공급망 재편과 K-culture(한류) 영향력에 기반한 소비재 수출 확산이 한국 수출주의 실적을 견인할 전망

對미국 및 중국 무역수지



주: 2024년의 경우, 올해 5월까지 누적 데이터를 연율화
 자료: 무역협회, NH투자증권 리서치본부

미국 제조업 건설 지출

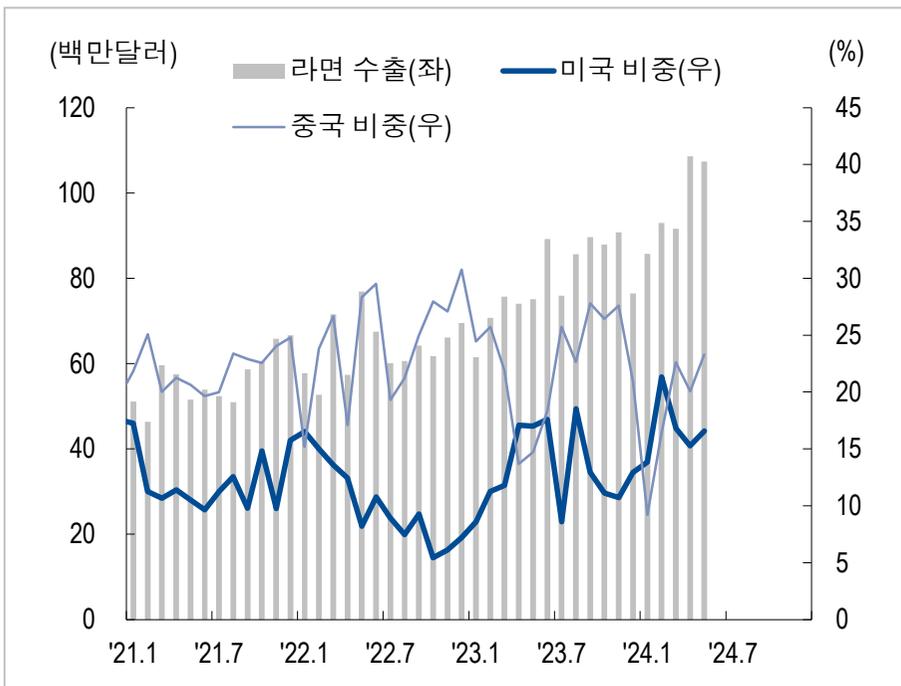


자료: 미국인구조사국, NH투자증권 리서치본부

소비재 수출주로도 온기 확산될 전망

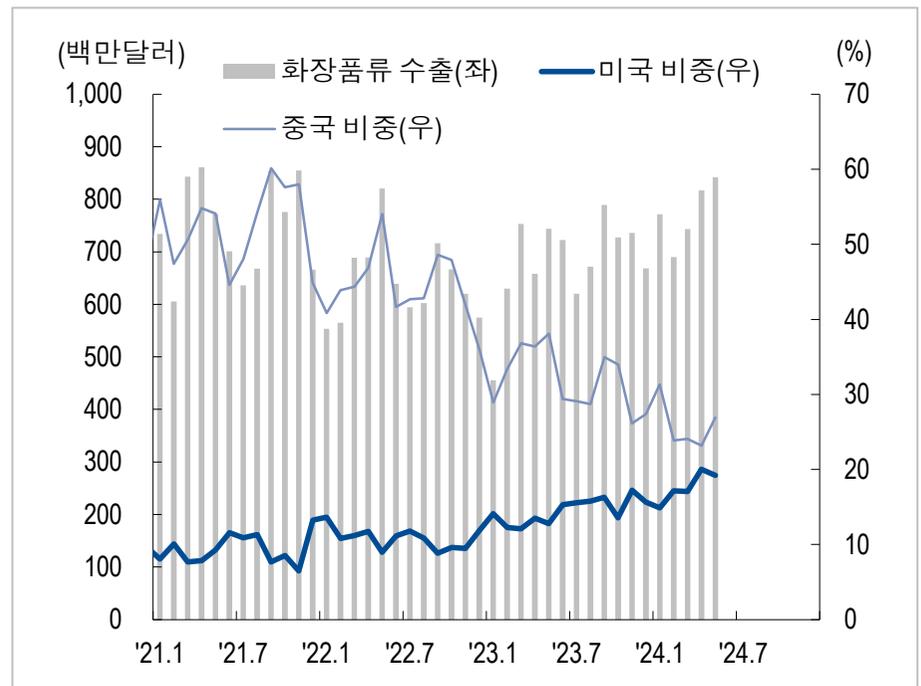
- 소비재에서는 음식료와 화장품 사례가 대표적인 온기 확산 사례
- 라면에 대한 외국인들의 선호도가 높아짐
- 화장품은 미국향 기초 화장품 수출액이 큰 폭 성장

라면, 수출액 증가 & 미국 비중 상승



자료: 관세청, NH투자증권 리서치본부

화장품, 미국 수출이 늘어나며 전체 수출액을 방어

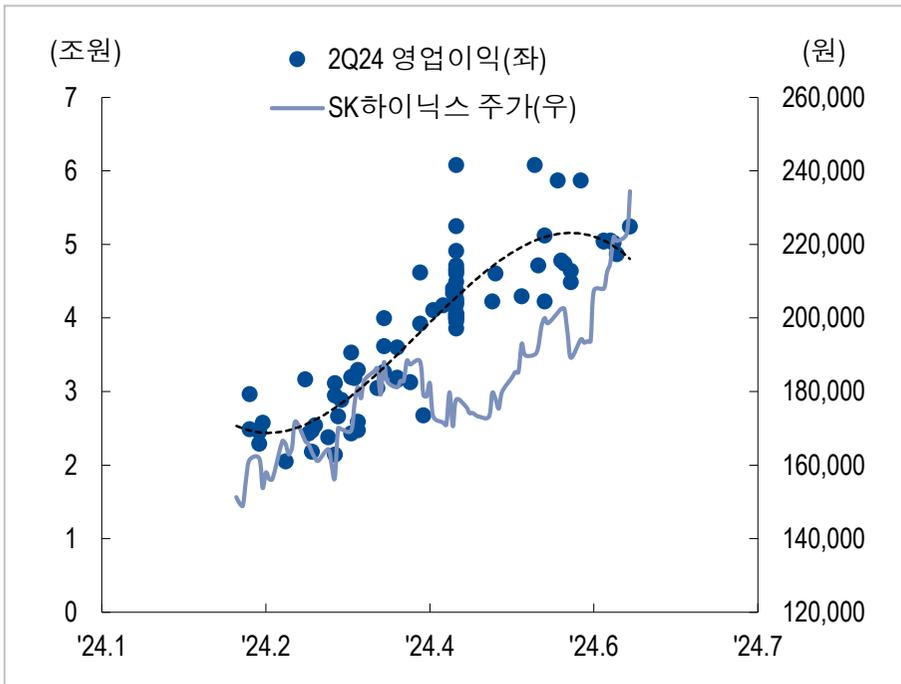


자료: 관세청, NH투자증권 리서치본부

반도체 실적 개선은 이제 시작

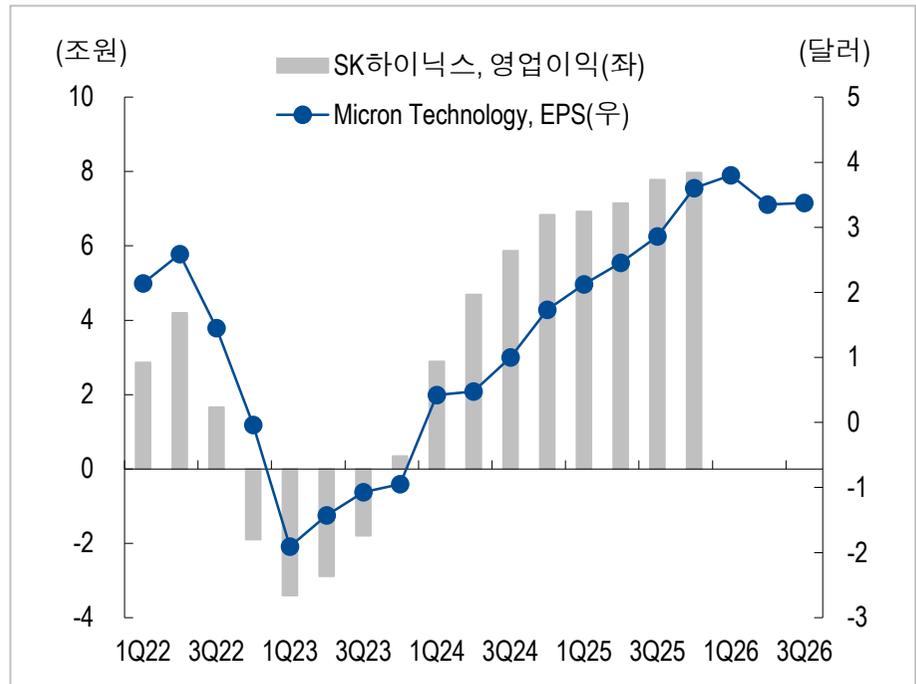
- SK하이닉스는 HBM(고대역폭 메모리) 시장에서의 강력한 지위를 바탕으로 2분기 실적이 기대 이상일 것
- 현재 전망대로라면 반도체 업종의 분기 실적 고점은 2025년 말 정도로 예상
- 2024년 하반기에는 가파른 분기 실적 개선세 예상

SK하이닉스, 2분기 영업이익 전망 추이



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

SK하이닉스 영업이익과 마이크론 EPS 전망

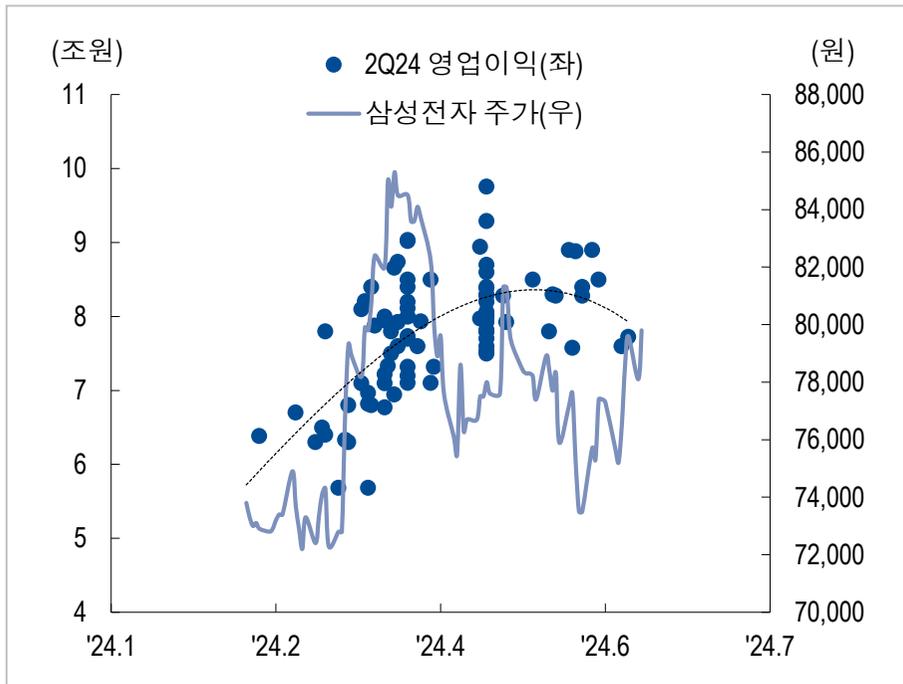


자료: FnGuide, FactSet, NH투자증권 리서치본부

삼성전자, 전망치 하회 가능성에 따른 주가 조정은 매수 기회

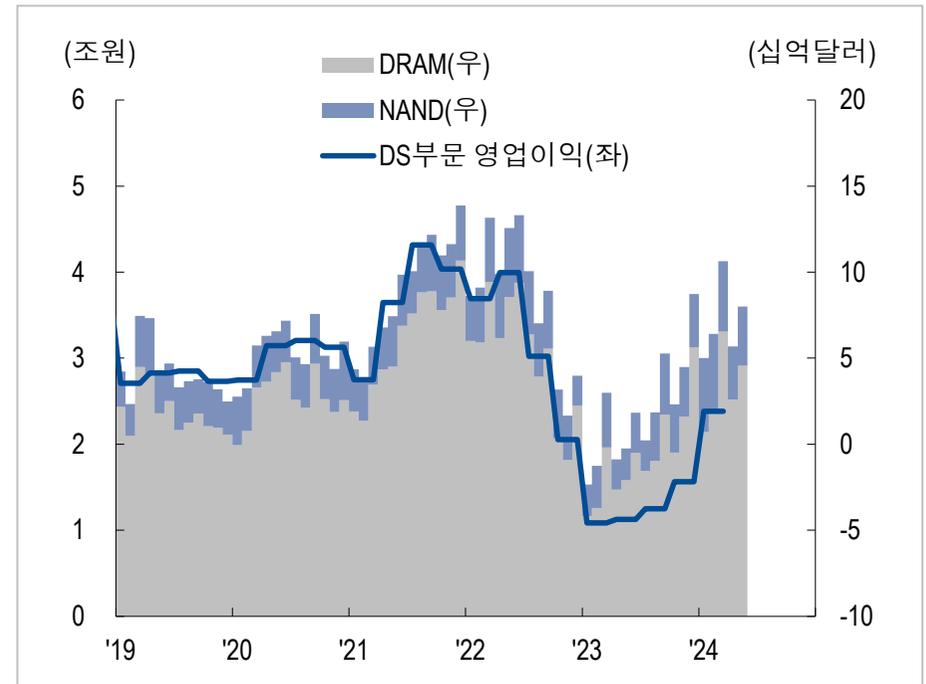
- 삼성전자는 HBM3e 자격 검증 지연, 반도체 수장 교체에 따른 빅배스 가능성으로 영업이익이 컨센서스보다 낮을 가능성
- 참고로 지난 5월 삼성전자는 대내외 분위기를 일신해 반도체의 미래경쟁력을 강화하기 위한 선제적 조치로 반도체 수장을 교체
- 장기적으로는 고부가가치 제품의 수요 대응을 통한 실적 성장 기대. 잠정 실적이 전망치를 하회하여 주가 조정이 발생한다면 이는 매수 기회

삼성전자, 2분기 영업이익 전망 추이



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

삼성전자 반도체 사업부 영업이익과 한국 반도체 수출



자료: 삼성전자, 관세청, NH투자증권 리서치본부

② ISA 세제 혜택 확대 기대

- 7월에는 정부 세법개정(안) 발표 예정. ISA(개인종합자산관리계좌) 지원 확대가 논의될 가능성
- 여당은 22대 국회에서 금융투자소득세 폐지 및 ISA 비과세 한도 상향 등을 골자로 하는 민생 살리기 패키지 법안을 재추진. 야당도 ISA 계좌 납입한도를 현재보다 상향하고, 납입금액을 전액 비과세해 세제 혜택을 주자는 입장
- **여야 모두가 납입·비과세 한도 증액과 투자 대상 확대 등 ISA 세제 혜택을 강화할 공약한 바, 해당 법안은 향후 새 국회에서 통과할 가능성이 높다고 판단**

ISA 개정안 주요 변경 내용

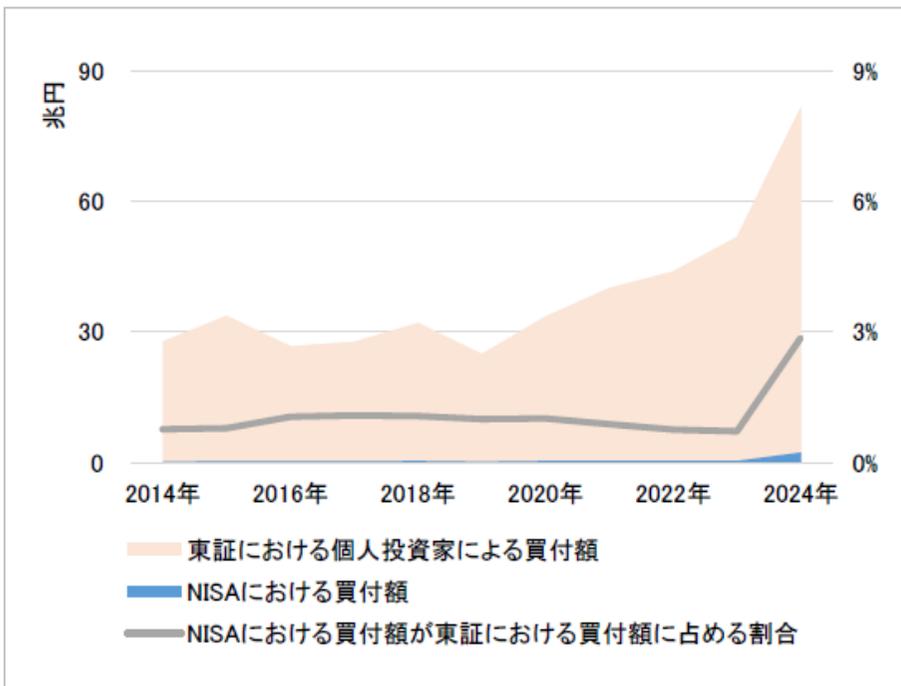
구분	일반투자형 ISA, 지난 21대 국회에서의 조세특례제한법 개정안	제22대 국회의원선거, 더불어민주당 온라인 정책 공약집	국내투자형 ISA 신설, 지난 21대 국회에서의 조세특례제한법 개정안
가입대상	15세 이상 거주자 (금융소득종합과세자 제외)	소득있는 국민은 누구나 가입	15세 이상 거주자 (금융소득종합과세자 가능)
	예금·적금·예탁금 등의 금융상품	해외주식까지 확대	국내 상장법인 주식에 투자하는
운용자산	집합투자증권		집합투자기구의 집합투자증권
	파생결합증권 또는 파생결합사채		국내 상장법인의 주식 등
	상장형수익증권 등		
납입한도	1억원(연 2천만원)→2억원(연 4천만원)	(연 3천만원)	2억원(연 4천만원)
비과세한도 및 세율	(한도) 일반 200만원→500만원	전액 비과세	(한도) 일반 1천만원
	서민·농어민 400만원→1천만원		서민·농어민 2천만원
	(세율) 비과세한도 초과분 9% 분리과세		(세율) 금융소득종합과세자는 비과세 없이 14% 분리과세

자료: 기획재정부, 더불어민주당 총선공약, NH투자증권 리서치본부

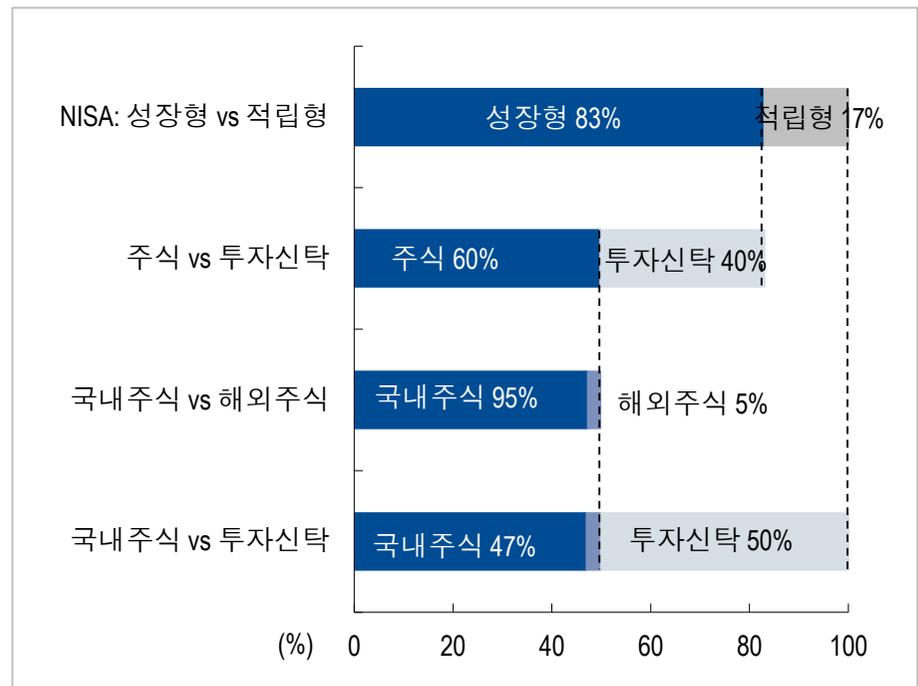
일본 주식시장, NISA를 통한 꾸준한 자금 유입이 긍정적인 영향을 미치고 있음

- 일본의 신NISA는 한국과 달리 별도의 비과세 한도를 두지 않음. 납입한도만큼 납입한 금액에서 나오는 투자수익은 모두 비과세. 또한 연간 납입한도를 360만엔으로, 총 투자한도는 1,800만엔으로 늘림
- 2024년 1~3월 NISA를 통한 개인 투자자들의 투자 금액이 눈에 띄게 증가. 이는 도쿄 증권거래소 전체 매수 금액의 약 3%를 차지. 공모 주식 투자신탁 설정 금액의 20% 이상을 차지하는 것으로 분석. 또한 NISA 투자 금액의 47%는 일본 주식시장 투자에 활용됨

도쿄증권거래소에서 개인 투자 금액과 NISA 투자 금액의 비중



일본, 2024년 1~3월 NISA 투자 동향



주1: 왼쪽 세로축- 투자 금액(조 엔), 주황색(도쿄증권거래소에서 개인 투자자들이 투자한 주식의 총 금액)/파란색(NISA 계좌를 통해 매수한 주식의 금액)

주2: 오른쪽 세로축- NISA 투자 금액이 도쿄 증권거래소 전체 매수 금액에서 차지하는 비율(%), 회색

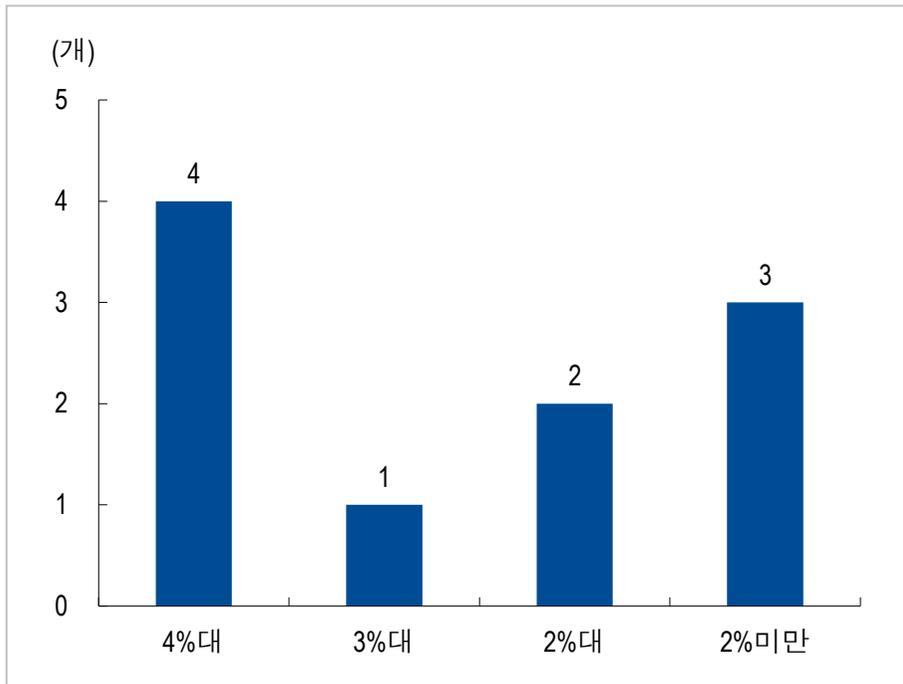
자료: 일본 증권업 협회, NH투자증권 리서치본부

자료: 일본 증권업 협회, NH투자증권 리서치본부

자동차, 은행 등 고배당주 수혜 전망

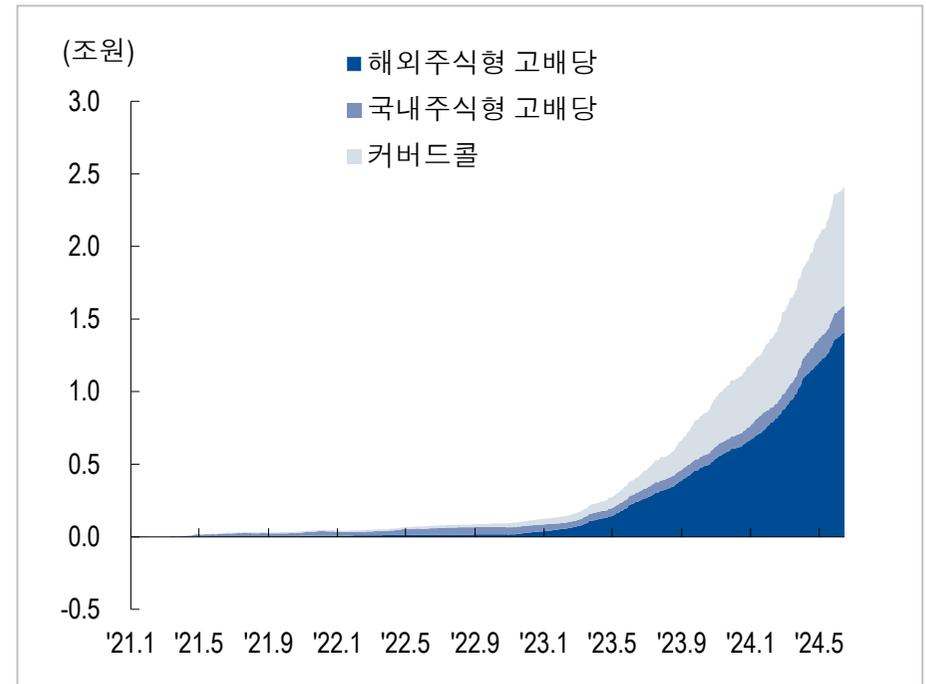
- 2024년 1~3월 일본 NISA 성장형의 경우, 매수 상위 10종목 중 배당수익률 4% 이상의 고배당주가 4종목 포함
- 국내 주식시장에서는 지난해부터 높은 배당수익률을 지급하는 인컴형 자산에 대한 관심이 커지고 있음
- **향후 ISA 개정안이 통과된다면 고배당주가 수혜를 누릴 것**

일본 NISA 성장형 내 투자 상위 10종목의 배당수익률 비교



자료: 일본 증권업 협회, NH투자증권 리서치본부

국내 주요 인컴형 ETF별 개인의 누적 순매수 추이



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

KOSPI 3,000P로 가는 길

IV. 투자 아이디어: 양극화 시대에 살아남을 기업 찾기

Strategist: 김영환

Tel 02) 768-7677 | e-mail yh.kim@nhqv.com

[투자 아이디어] 양극화 시대에 살아남을 기업 찾기

- **투자의 양극화:** AI 혁신 확산 지속에 따른 수혜 분야. 반도체/반도체 장비, IT하드웨어, 가전
- **소비의 양극화:** 가격 대비 품질 우수한 제품 선호 경향에 따른 수혜 분야. 제약/바이오(바이오시밀러), 화장품(ODM)
- **국제정치의 양극화:** 탈세계화 확산에 따른 수혜 분야. 원전, 조선, 방산

주요 유망 업종

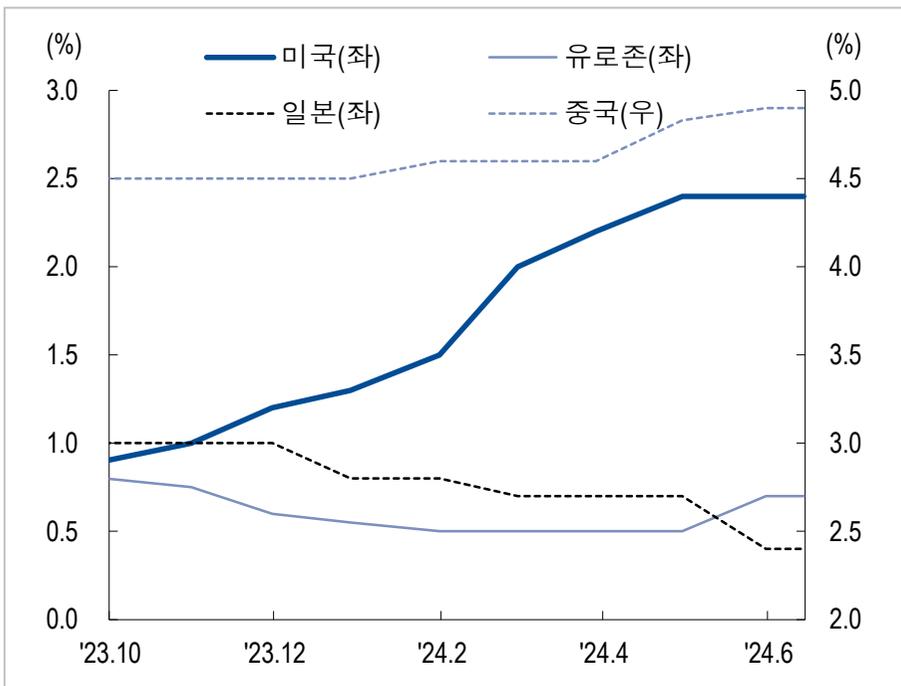
투자의 양극화 (AI 혁신 관련 분야에 집중)	소비의 양극화 (미국 수요가 견조할 소비 분야)	국제정치의 양극화 (에너지, 국방정책의 수혜 분야)
반도체/반도체 장비	제약/바이오	원전
IT하드웨어	화장품	조선
가전		방산

자료: NH투자증권 리서치본부

지역 간 양극화: 미국이 글로벌 경제 성장을 주도하는 환경은 지속

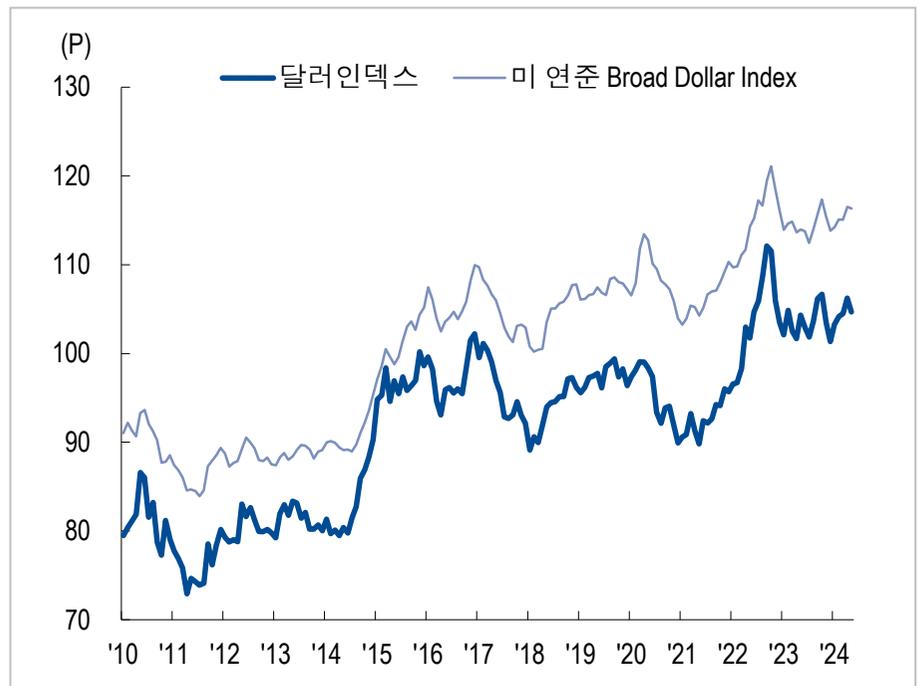
- 미국과 미국 외 지역 간 경기 차별화 지속. 이러한 경기 차는 통화정책의 차별화로도 연결. 경기를 부양할 필요가 있는 미국 외 국가들이 먼저 금리인하 단행
- 한국 주식투자자 입장에서는 상대적으로 경기 여건이 양호한 미국향 수출 기업들에 주목할 필요

국가·지역별 2024년 경제성장률 전망: 미국만 상향



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미국-미국 외 지역 경기 차에 따른 달러 강세

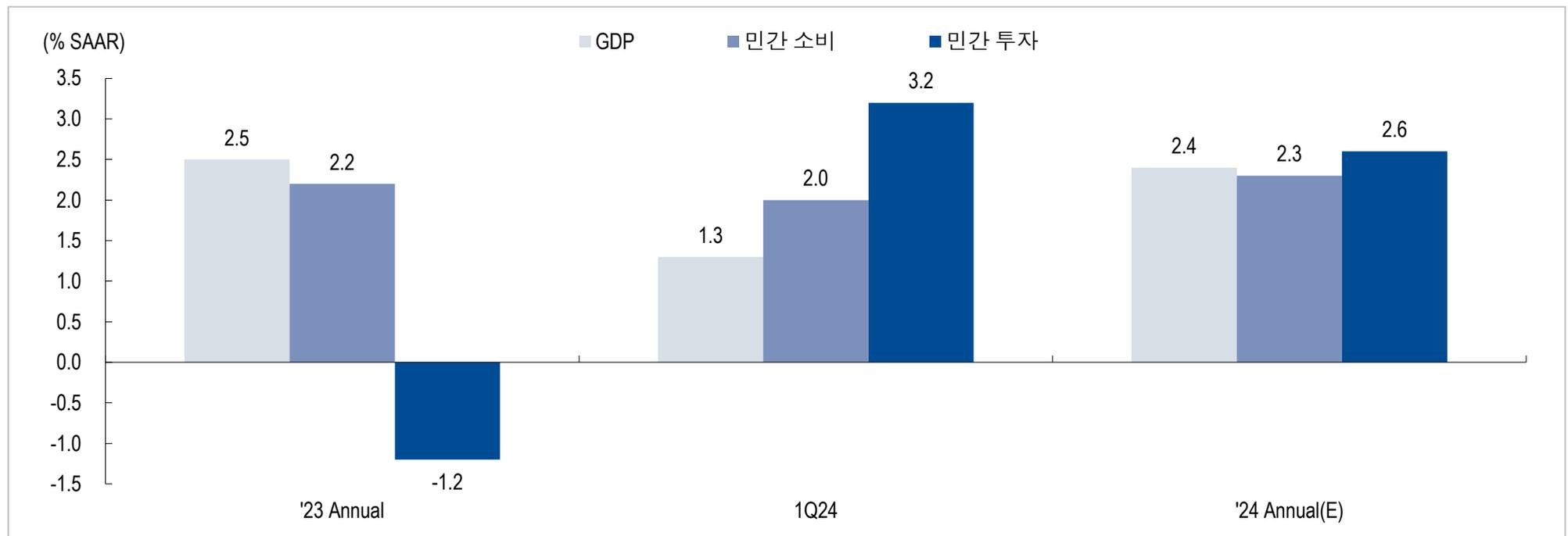


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미국 내 부문별 양극화: 2024년에는 투자의 역할이 확대, 소비 역할은 축소

- 최근 들어 미국에서도 고금리로 인한 경기 둔화 조짐이 조금씩 나타나고 있음
- 투자 부문은 빅테크 기업들의 AI 관련 지출이 이어지며 향후에도 양호할 것으로 기대. 하지만 소비 부문은 지출이 둔화될 가능성
- 미국 소비 둔화에 대응할 수 있는 투자전략이 필요

미국 부문별 GDP 증가율: 2024년에는 투자의 역할이 확대, 소비 역할은 축소



주: 2024년 전망치는 블룸버그 컨센서스
 자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미국 소비재 기업들은 소비 양극화에 따른 주가 차별화에 직면

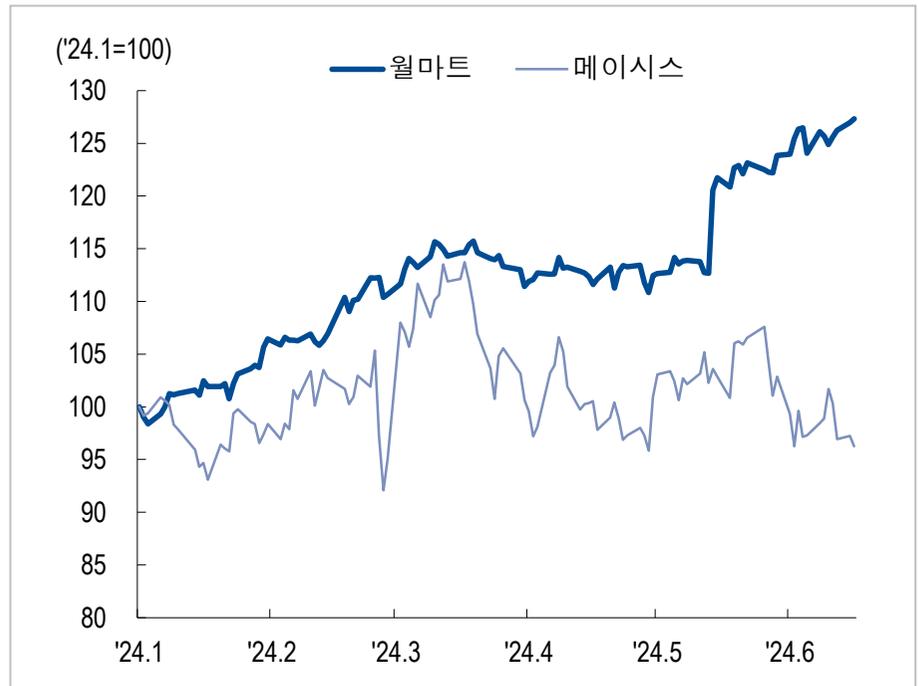
- 미국의 의류, 유통 등 소비재 분야 주가는 뚜렷한 차별화가 나타나고 있음
- 경기에 민감한 브랜드, 유통업체의 주가는 약세를 보이는 반면, 소비 여력이 줄어드는 가운데서도 여전히 소비자들이 선택하는 브랜드, 유통업체의 주가는 양호한 흐름을 보이고 있음
- **가성비 소비 트렌드 하에서 수혜를 입을 수 있는 분야를 찾을 필요**

미국 의류기업들 간의 주가 차별화



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미국 유통업체들 간의 주가 차별화

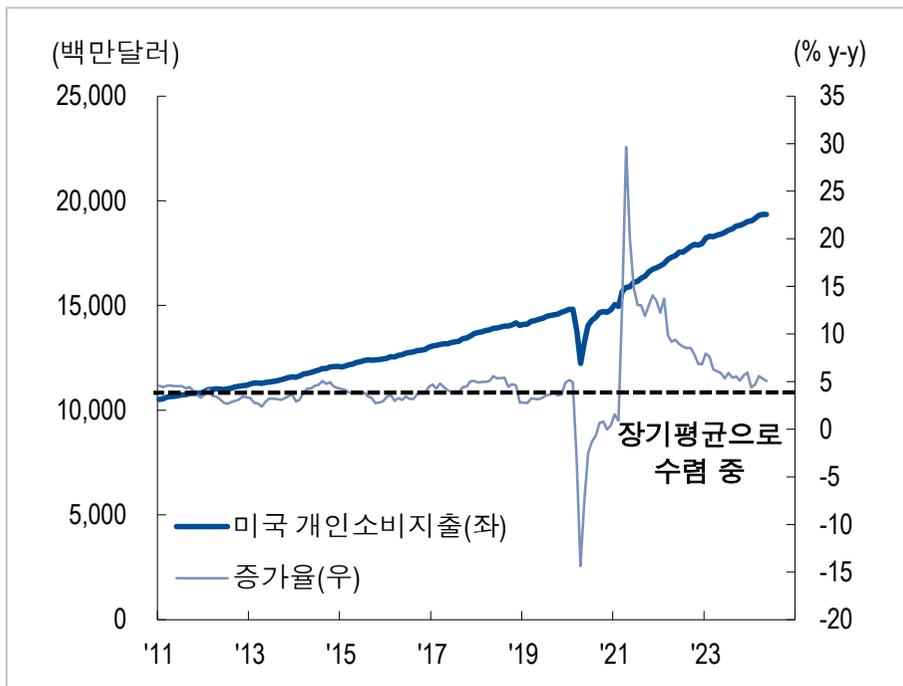


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

화장품: 미국 소비지출 증가율은 장기평균으로 수렴 중

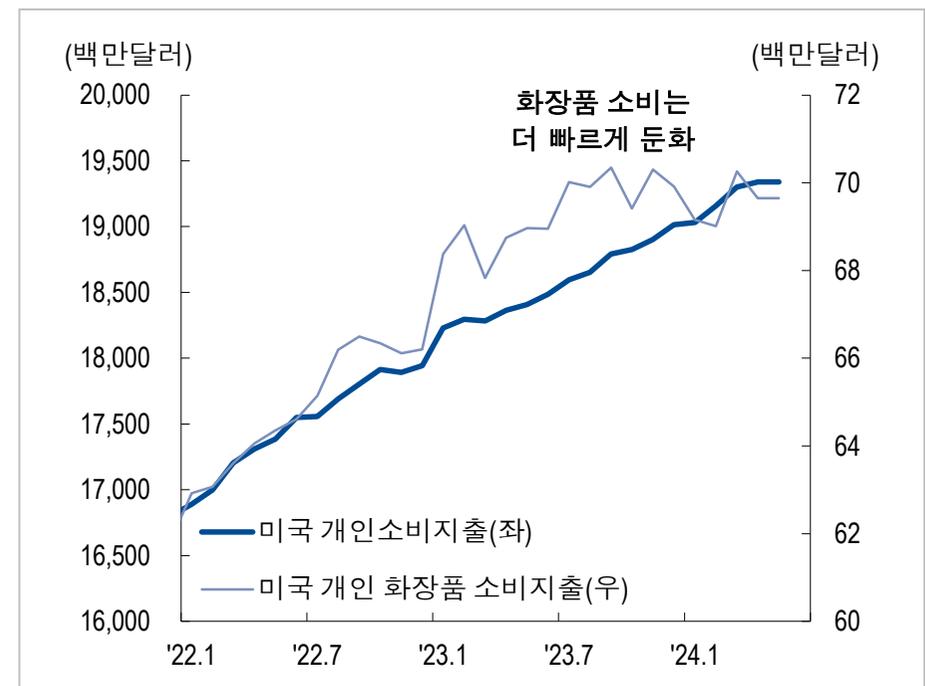
- 최근 미국 경기는 과열 단계를 지나 장기평균으로 수렴해가고 있음. 이는 소비재 기업의 실적과 주가에는 반갑지 않은 소식
- 특히 필수재가 아닌 화장품 소비는 전체 소비지출보다도 더 빠르게 둔화

미국 개인소비지출(PCE) 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

화장품 소비지출은 전체 소비지출보다 더 빠르게 둔화

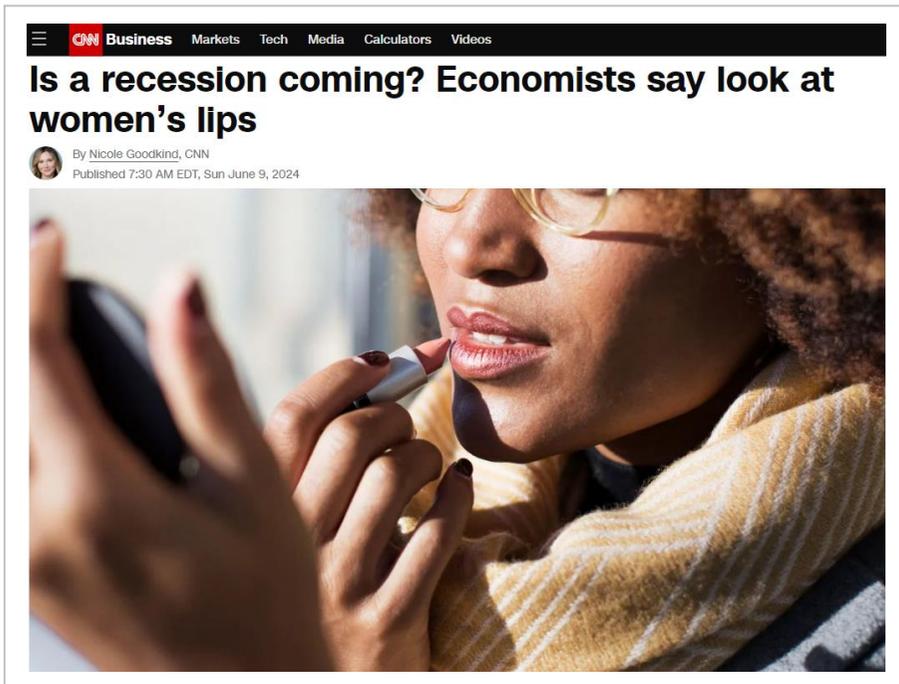


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

경기 둔화 국면에서 저가 화장품은 호조. 최근에는 피부관리 제품이 트렌드

- 통상 경기 둔화 국면에서는 상대적으로 가격이 저렴한 화장품 품목의 매출이 증가. 돈을 최대한 아끼면서도 심리적 만족을 얻을 수 있는 소비 행태 때문
- 이를 통상 '립스틱 효과'라고 부르는데, 팬데믹 이후에는 립스틱과 같은 색조화장품보다 피부관리 제품이 이러한 트렌드를 이끌고 있음
- 피부관리 제품에 강점을 보이는 한국 화장품 기업에는 긍정적인 변화

립스틱 효과 재조명(소비경기 부진 시 저가 화장품 매출이 증가)



자료: CNN, NH투자증권 리서치본부

최근 소확행 소비의 주 품목은 피부관리 제품으로 변화

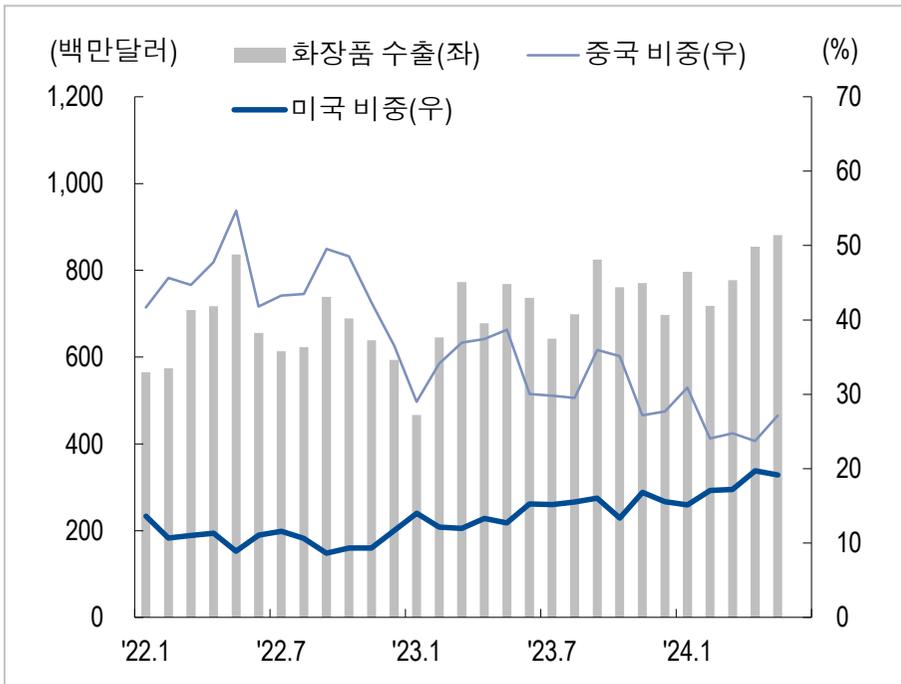


자료: Google, NH투자증권 리서치본부

한국 화장품 업종 이익 개선세는 하반기에도 유효

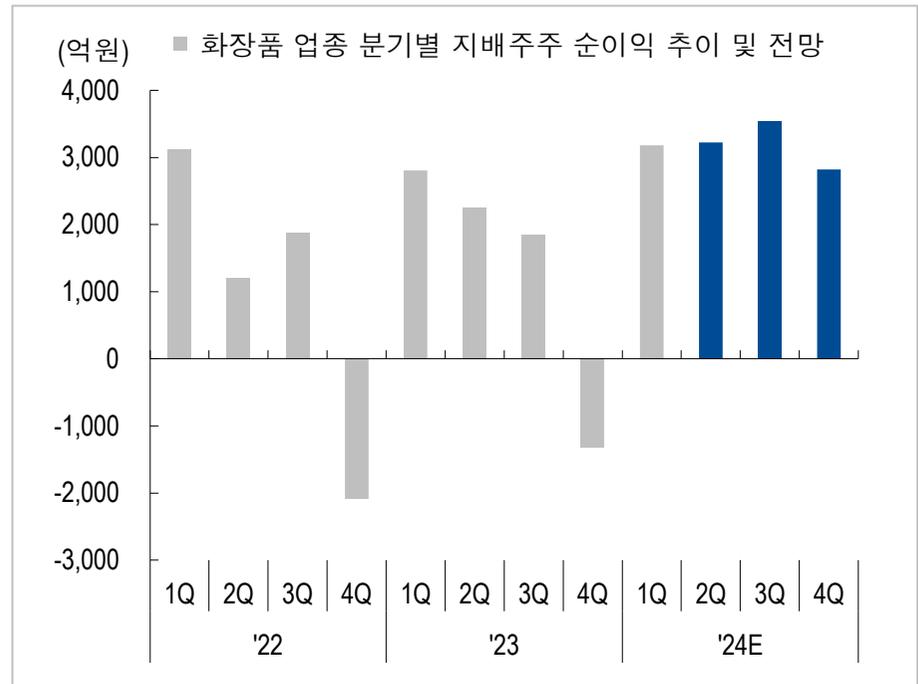
- 한국 화장품 수출에서 미국이 차지하는 비중은 1년 만에 두 배 가까이 상승. 최근 화장품 소비 트렌드를 감안하면 미국의 소비가 둔화되는 상황에서도 화장품 수출 호조는 지속될 것으로 예상
- 이에 힘입어 **화장품 업종의 이익 개선세는 하반기에도 유효할 전망**. 컨센서스에 따르면 3분기까지 y-y 증가율이 높아질 전망이며, 최근에도 실적 전망치는 상향 진행 중

화장품 수출, 미국향 수출 호조에 힘입어 순항 중



자료: 한국무역협회, NH투자증권 리서치본부

화장품 업종 순이익 추이 및 전망

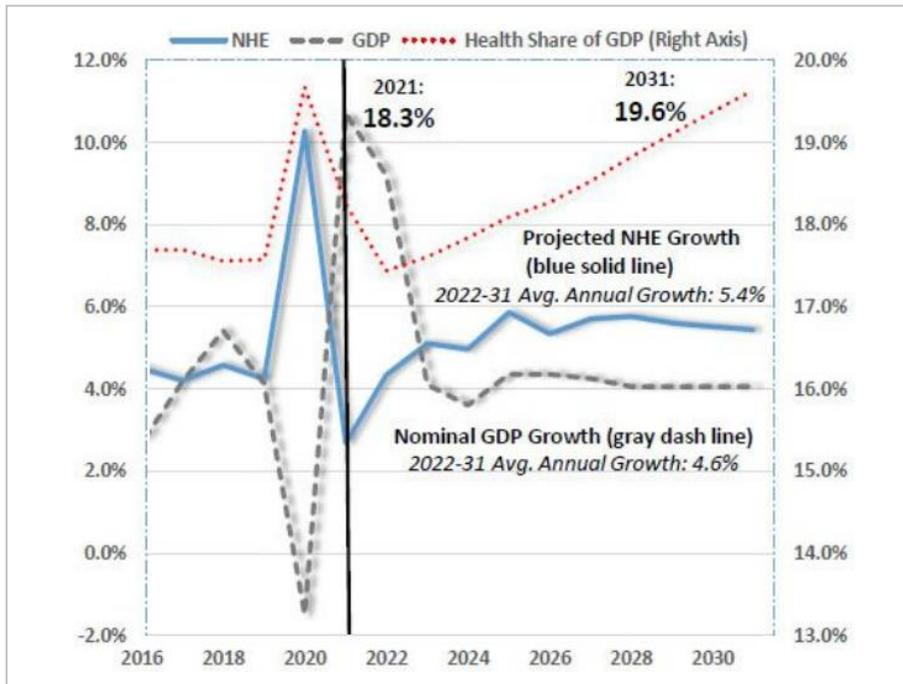


자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

제약/바이오: 메디케어 IRA로 미국 제약바이오 시장 지각변동 예정

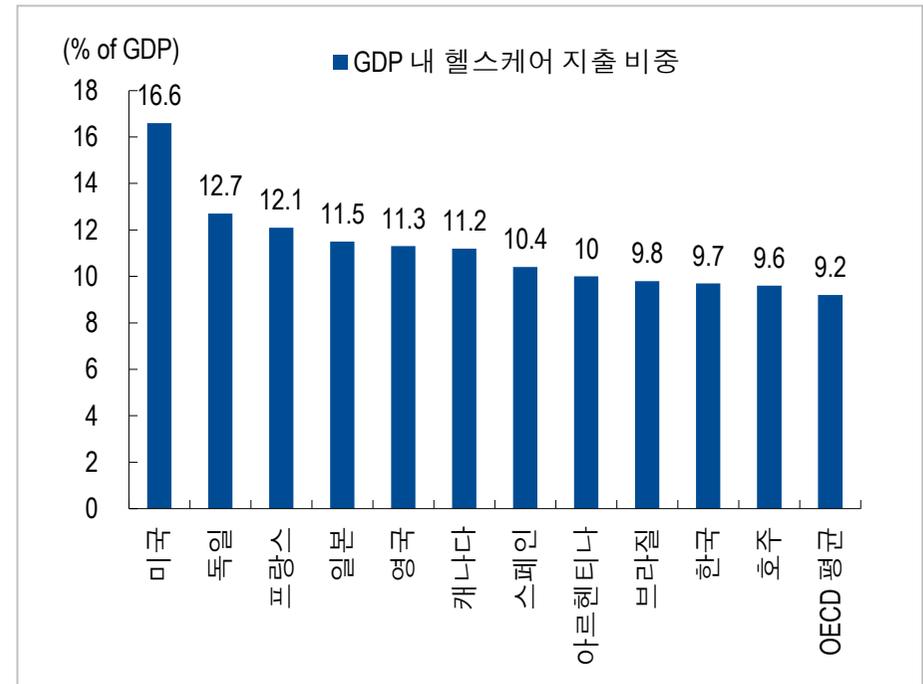
- '22~'31년 미국 헬스케어 지출액의 연평균 증가율 전망치는 5.4%로 GDP 증가율 전망치보다 높음(CMS(미국 보험청) 전망)
- 미국은 헬스케어 지출 비중 글로벌 1위 국가이나 의료 접근성은 하위
- 이에 미국 정부는 IRA 법안을 통해 메디케어 공보험에 대해 처방의약품 비용을 줄이고자 함
- 메디케어 IRA의 주요 내용은 1) 약가 협상, 2) 인플레이션 리베이트 제도, 3) 환자 본인부담금 경감, 4) 바이오시밀러 인센티브 제도

미국 헬스케어 비용 증가율과 GDP 증가율 비교



자료: National Health Expenditure Projections, NH투자증권 리서치본부

국가별 GDP 내 헬스케어 지출 비중

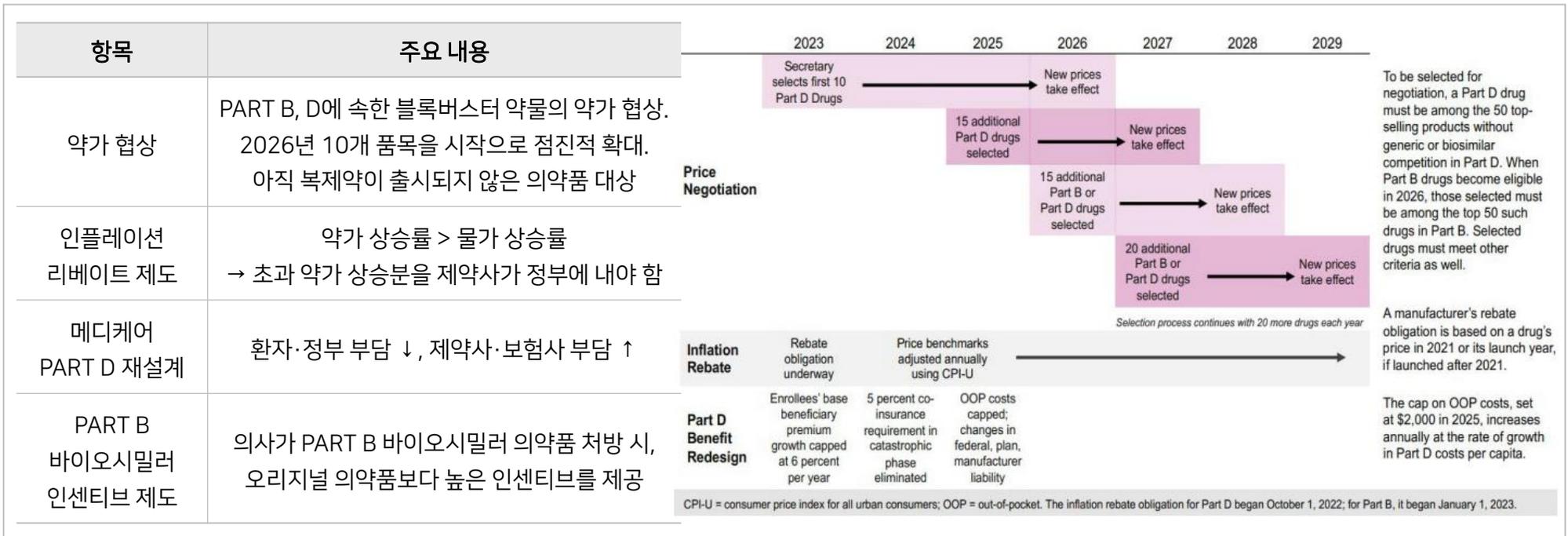


자료: OECD Health Statistics 2023, WHO, NH투자증권 리서치본부

메디케어 IRA의 주요 내용 1) 약가 협상, 2) 인플레이션 리베이트

- 1) **약가 협상**: 정부 지출 비용이 높은 블록버스터 의약품의 약가를 정부가 직접 협상해 낮추겠다는 계획. 2026년 Part D(처방약) 의약품 10개를 시작으로 점차 범위를 확대할 계획. 이에 따른 오리지널 의약품 가격 하락 및 바이오시밀러 의약품 출시 자극 효과가 기대
- 2) **인플레이션 리베이트 제도**: 미국 CPI-U보다 약가 상승률이 높을 경우 해당하는 만큼을 제약사가 메디케어에 리베이트로 돌려주도록 의무화. 이는 제약사가 보험사에게 지급하는 리베이트 상승을 억제하는 기능을 할 것

메디케어 IRA 법안의 주요 내용 / IRA 법안 메디케어 약가 협상 향후 타임라인



자료: CBO, NH투자증권 리서치본부

메디케어 IRA의 주요 내용 3) 환자 본인부담금 경감, 4) 바이오시밀러 인센티브

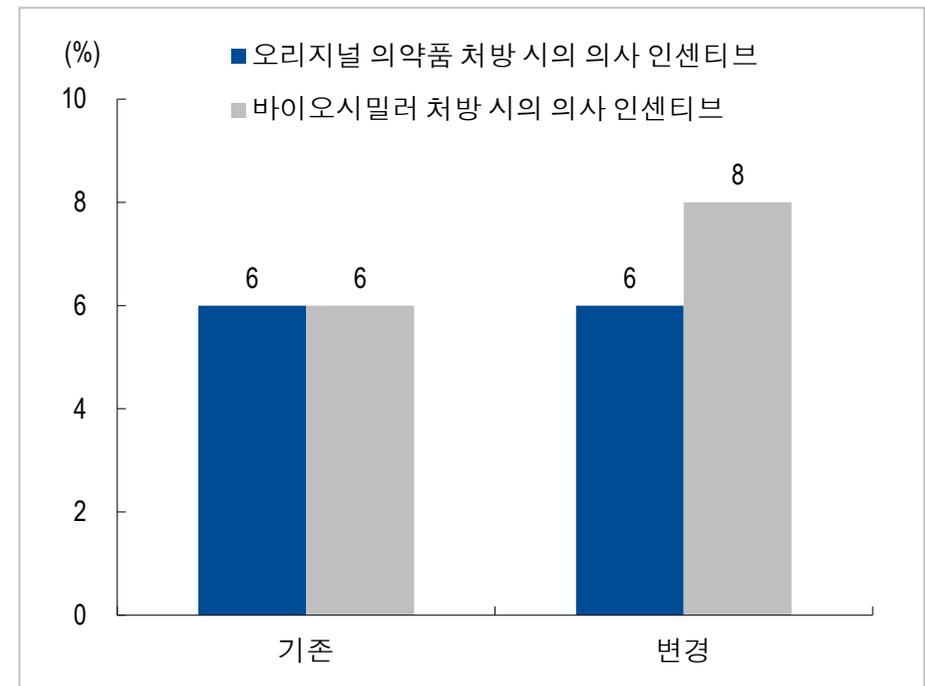
- **3) 환자 본인부담금 경감:** 미국 정부가 제공하는 건강보험인 메디케어의 PART D(처방약) 부담금 구조가 2025년부터 변할 예정. 환자 본인부담금과 정부 제공 의료보험 부담금은 줄어들고 보험사 보험금과 제약사 부담금이 늘어날 예정
- **4) 바이오시밀러 인센티브:** 메디케어에서 병원 투약 약물은 PART B(의료서비스) 위주로 매출이 발생. 현행 제도는 의사가 가격이 저렴한 바이오시밀러 의약품을 처방할 유인이 없음. 정부는 바이오시밀러 처방 시의 인센티브를 높임으로써 메디케어 PART B 비용 부담을 줄일 계획

2025년부터 시행되는 메디케어 PART D(처방약) 구조

누적 본인 부담금 한도	구간별 의료비 부담률	
	현행	변경
~545달러	환자 100%	환자 100%
~2,000달러	환자 25%, 보험사 75%	환자 25%, 보험사 65%, 제약사 10%
~8,000달러	환자 25%, 보험사 5~75% 제약사 0~70%	환자 0% 보험사 60% 제약사 0~20% 정부 20~40%
8,000달러~	환자 5%, 보험사 15% 정부 80%, 제약사 0~20%	

자료: CMS, NH투자증권 리서치본부

PART B(의료서비스) 바이오시밀러 인센티브 제도



주: 오리지널 약물 처방 시와 바이오시밀러 처방 시 모두 오리지널 의약품 ASP의 6%를 인센티브로 받음
자료: CMS, NH투자증권 리서치본부

미국향 바이오시밀러 진출 가속 기대

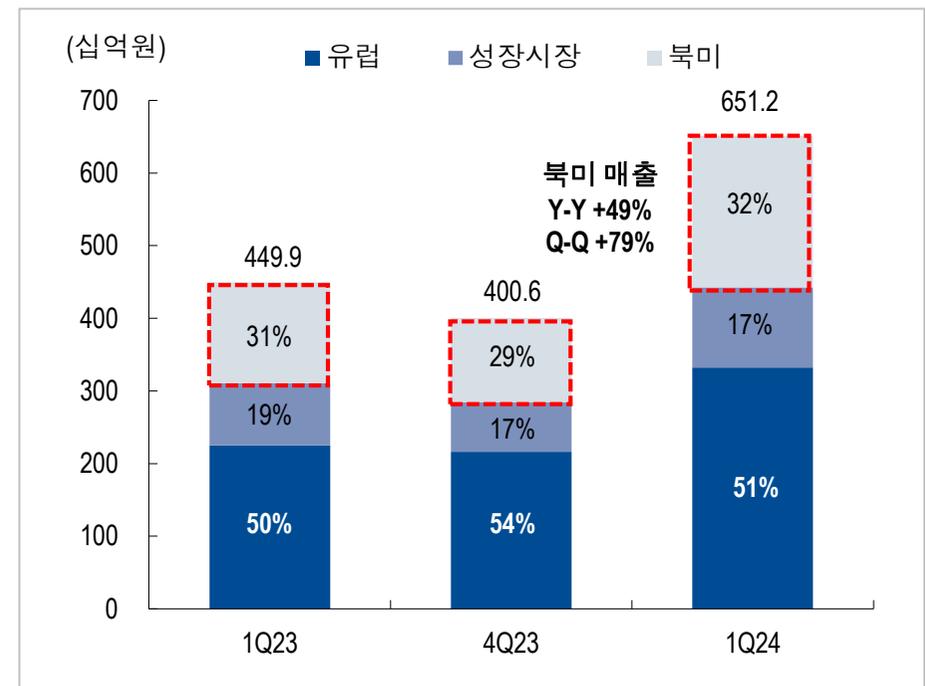
- 메디케어 IRA의 주요 4가지 정책과 관련하여 이해관계자별로 미치는 영향은 매우 상이. 바이오시밀러 기업에는 긍정적일 것으로 예상
- 오리지널 제약사들의 바이오시밀러 출시 저지 유인이 약해질 가능성이 크며(약가 협상), 보험사(메디케어 PART D 재설계)와 의사(PART B 바이오시밀러 인센티브 제도)들의 바이오시밀러 의약품 선호도도 높아질 것으로 예상
- 한국의 바이오시밀러 대표 기업인 셀트리온도 메디케어 IRA 변화에 대응하고 있어 긍정적인 영향을 기대

메디케어 IRA 시행에 따른 이해관계자별 영향

	오리지널 제약사	바이오시밀러	CMO
약가 협상	부정적	긍정적	중립 (다소 부정)
인플레이션 리베이트 제도	중립 (다소 부정)	중립	중립 (다소 부정)
메디케어 PART D 재설계	중립 (다소 긍정)	긍정적	중립 (다소 부정)
PART B 바이오시밀러 인센티브 제도	부정적	긍정적	중립

자료: NH투자증권 리서치본부

셀트리온의 바이오시밀러 매출 동향

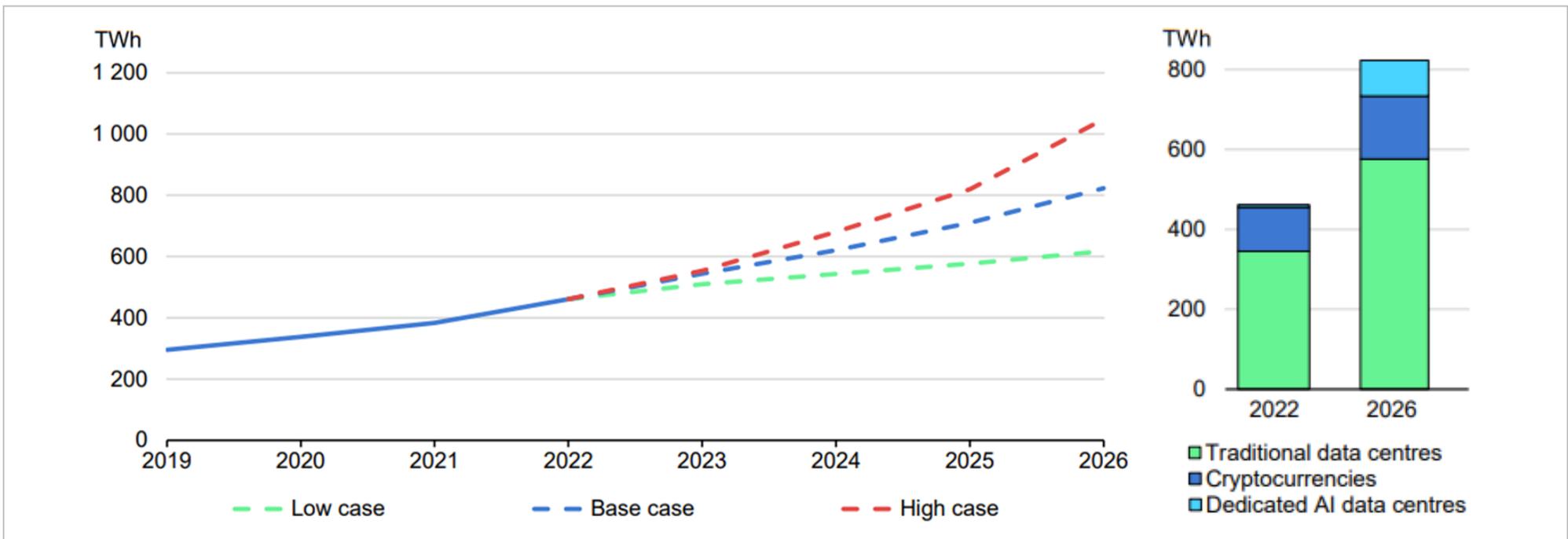


자료: 셀트리온, NH투자증권 리서치본부

원전: 미국의 전력 수요 증가와 SMR

- 글로벌 데이터센터·인공지능·가상화폐는 '22년 460TWh의 전력을 소비한 것으로 추산. '26년 620~1,050TWh까지 늘어날 전망
- 특히 전 세계 데이터센터의 33%는 미국에 위치. 미국 내 데이터센터 전력 소비는 전체 전력 수요의 약 4%를 차지. '26년 6%까지 높아질 전망
- 데이터센터를 대규모로 짓고 있는 빅테크 기업들은 RE100에 동참하고 있어 중장기적으로 탈탄소 전력원을 필요로 할 것
- **원전은 전력 수요 총량 주요 수단으로 중요성이 커지고 있음.** 이에 미국 민주당·공화 양당 모두 원전에 대해서는 우호적

데이터센터, AI, 가상화폐로 인한 글로벌 전력 수요 증가 전망



자료: IEA, NH투자증권 리서치본부

미국의 원자력발전법 통과 및 발효는 SMR 관련주들의 추가적인 모멘텀

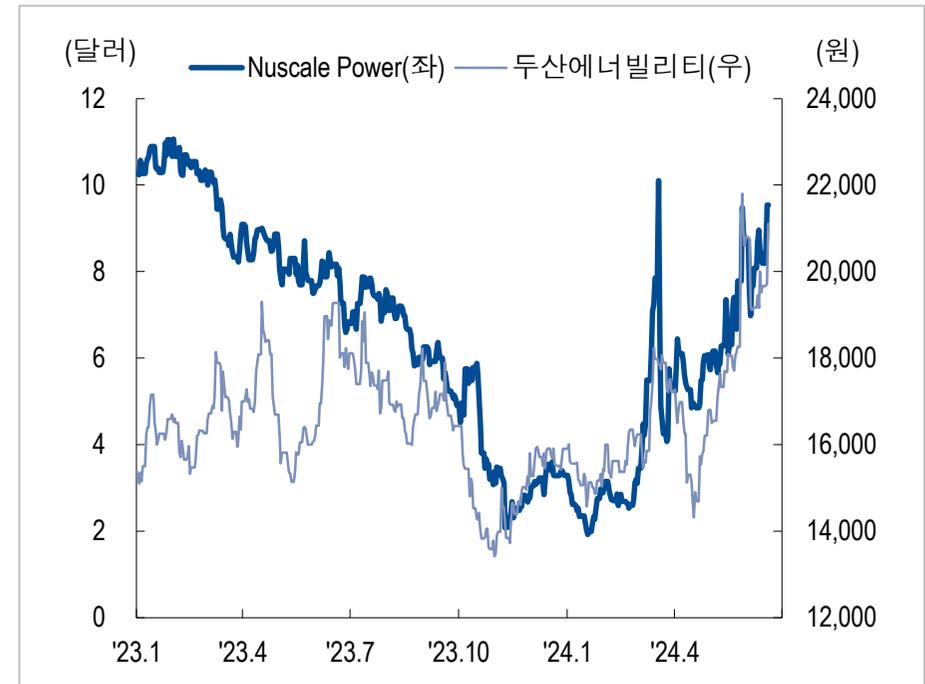
- 미국 하원은 초당적 지지로 SMR 등 차세대 원전 육성 위한 '원자력발전법(Atomic Energy Advancement Act, H.R.6544)'을 가결(찬성 365표, 반대 36표). 미국 에너지부에 차세대 원전 사업자와 장기 전력 구매계약 체결할 수 있는 권한 부여해 사업 지원하는 방안이 포함
- 2023년 하반기에 무산된 UAMPS 프로젝트(뉴스케일파워가 2029년까지 SMR 6기를 유타주립전력공사에 공급)와 같은 사태가 반복될 우려가 완화되며 SMR 관련주들이 상승. 원자력발전법의 상원 통과 및 실제 발효 시에는 원전 관련주에 추가적인 모멘텀이 발생할 것으로 기대

원자력발전법(H.R.6544) 주요 내용

항목	주요 내용
원자력위원회(NRC) 권한 강화	<ul style="list-style-type: none"> - 원전 활동 허가 및 규제 권한 강화 - 첨단 원자로에 부과하는 라이선스 비용과 관련된 권한 부여 - 원전 관련 환경영향평가 프로세스 구축 - 신규 원전시설 인허가 검토 및 감독
에너지부(DOE) 권한 강화	<ul style="list-style-type: none"> - 원전 생산 전력에 대한 장기 전력구매 계약을 체결할 수 있는 권한을 부여
신규 원전 인허가 관련 규칙 확립	<ul style="list-style-type: none"> - 기 운용중인 원전 혹은 폐기된 원전 인근의 신규 원전 건설 허용여부에 대한 규칙 마련

자료: US Congress, NH투자증권 리서치본부

SMR 관련주 주가 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

주요 SMR 개발 업체들의 동향과 프로젝트 참여 한국 기업

- 미국에서는 유일하게 원자력규제위원회의 표준설계인증을 받은 Nuscale Power, 최초로 SMR 건설을 시작한 Terra Power가 가장 앞선 기업
- Nuscale Power는 UAMPS 프로젝트 무산 이후 시작한 프로젝트가 아직 없다는 점이, Terra Power는 원자력규제위원회의 표준설계인증을 아직 받지 못했다는 점이 약점. 하지만 건설 및 운영까지 걸리는 시간을 감안하면 여전히 유망한 프로젝트로 평가받고 있음
- **한국 기업들은 미국과 캐나다의 유망 SMR 프로젝트에 협력관계를 구축 중. SMR 테마가 주목받는다면 국내 기업도 수혜를 누릴 것으로 기대**

주요 SMR 개발 업체들의 동향, 목표 및 프로젝트 참여 한국 기업

모델명	국가	기업	위치, 건설 및 운영 시작 시점 목표	프로젝트 참여 한국 기업
VOYGR	미국	Nuscale Power	미국 아이다호 주에서 2029년 첫 호기 운영 시작할 목표를 세웠으나 무산됨	두산에너지빌리티, 삼성물산
SMR-160	미국	Holtec	미국 뉴저지 주에서 첫 호기를 건설하려 고려 중	현대건설
Natrium	미국·일본	Terra Power-GE-Hitachi	미국 와이오밍 주에 2030년까지 첫 실증로를 건설할 계획	SK, SK이노베이션, HD한국조선해양
ARC-100	캐나다	ARC	캐나다 뉴브런즈윅 주에 2029년까지 건설할 계획	한전기술
NUWARD	프랑스	EDF 컨소시엄	프랑스 내 2030년 착공 목표	
UK SMR	영국	Rolls-Royce 컨소시엄	영국 북부 웨일즈 또는 서부 컴브리아 주에서 2029년 첫 호기 운영 시작 목표	
BREST-OD-300	러시아	NIKIET	2021년 착공, 2026년 가동 전망(건설중)	
KLT-40S, RITM-200	러시아	OKBM	해상 부유식 발전함, 원자력 쇄빙선에 탑재되어 세계 최초로 상업운전 중	
HTR-PM	중국	Tsinghua Univ.	중국 산둥성에 2012년 착공, 2018년 준공. 2021년 운영 시작	

자료: 언론취합, NH투자증권 리서치본부

관심종목

2024년 7월 관심종목

구분	코드	종목명	Valuation						실적 Momentum (Growth y-y)				수익률 1개월	수익률 YTD	시가 총액
			PER		PBR		ROE		매출액		영업이익				
			'24F	'25F	'24F	'25F	'24F	'25F	'24F	'25F	'24F	'25F			
			(배)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(% y-y)	(% y-y)	(% y-y)	(% y-y)			
투자의 양극화 (AI 혁신 관련 분야)	A005930	삼성전자	16.0	12.1	1.5	1.3	9.6	11.7	19.3	11.0	494.5	41.2	3.4	4.0	487,134
	A000660	SK하이닉스	12.5	8.7	2.5	1.9	23.2	26.4	101.0	25.5	366.1	37.7	24.9	67.8	172,901
	A066570	LG전자	10.7	8.4	0.9	0.8	9.4	10.8	4.6	5.2	14.9	10.9	11.2	6.5	17,739
	A009150	삼성전기	17.1	13.9	1.4	1.3	8.6	9.9	13.4	8.2	37.3	25.6	-2.1	-1.2	11,301
	A240810	원익IPS	126.3	17.4	2.0	1.8	1.6	10.9	7.9	35.9	152.1	1,165.1	3.7	4.1	1,735
소비의 양극화 (미국 수요가 견조할 소비 분야)	A068270	셀트리온	70.5	31.1	2.1	2.0	3.2	6.9	62.4	23.0	1.2	134.4	-3.7	-10.6	39,080
	A192820	코스맥스	17.7	14.0	4.4	3.4	26.6	26.2	23.5	12.6	70.6	16.6	9.3	42.4	2,043
	A251970	펄텍코리아	16.4	14.1	2.1	1.9	11.6	11.9	13.3	11.7	24.0	15.1	50.9	86.2	553
국제정치의 양극화 (에너지, 국방정책의 수혜 분야)	A034020	두산에너빌리티	28.3	23.4	1.8	1.6	7.1	8.0	-2.8	6.0	-10.9	16.8	17.1	31.1	13,356
	A329180	HD현대중공업	41.9	17.6	2.3	2.0	5.6	12.2	10.8	13.8	126.7	128.9	10.8	10.0	12,597
	A047810	한국항공우주	24.0	18.4	2.9	2.6	12.4	14.5	-1.3	15.7	1.9	32.5	-4.4	5.6	5,147

주1: 2024년 6월 20일 기준, 주2: 추정치는 FnGuide 컨센서스
 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

KOSPI 3,000P로 가는 길

V. 이슈: AI 산업의 큰 그림

Strategist: 나정환

tel 02) 768-7783 | e-mail simon.na@nhqv.com

AI(Apple Intelligence)가 기대되는 이유

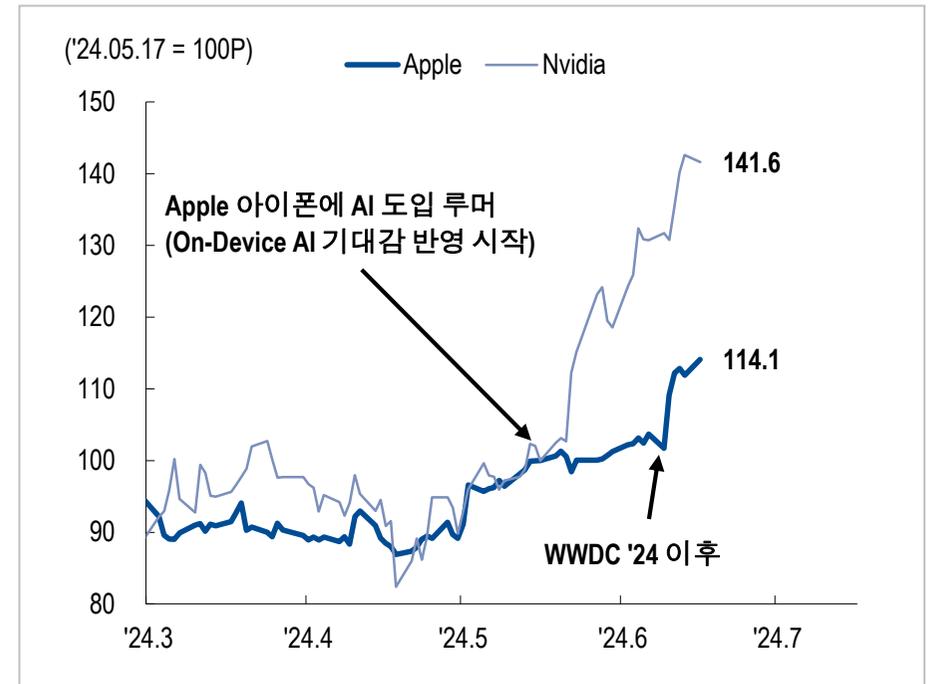
- 애플의 AI가 적용될 Siri는 맥락을 이해하는 생성형 AI로 애플리케이션 기능을 실행하는 것 뿐만 아니라 다른 애플리케이션에서 정보를 가져와 명령 수행이 가능. 이를 탑재한 Siri는 기능 측면에서 CES2024에서 선보인 래빗의 'R1'과 일부 유사
- On-Device AI 기기에 대한 기대감이 주가에 반영되기 시작

생성형 AI가 탑재된 Siri로 여러 앱 기능을 연동시킬 수 있음



자료: Apple, NH투자증권 리서치본부

On-Device AI 기기에 대한 기대감 반영 시작



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

AI 산업 매트릭스

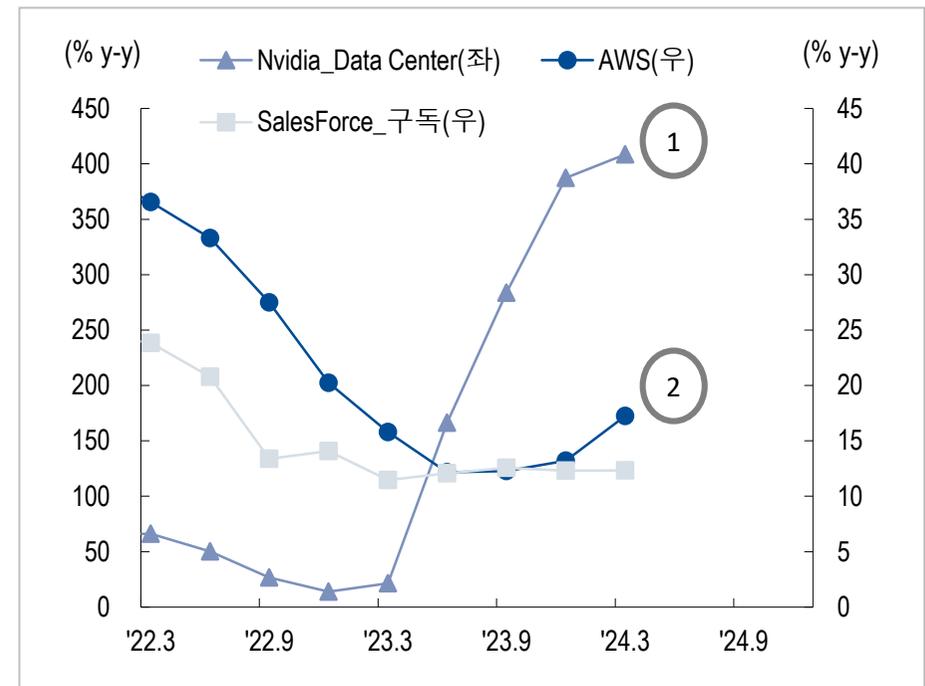
- AI 산업을 하드웨어와 소프트웨어로 나누고, 비즈니스 모델을 B2B와 B2C로 나눠, 4개의 매트릭스로 구성할 수 있음
- AI 산업은 1) B2B 하드웨어, 2) B2B 소프트웨어, 3) B2C 하드웨어, 4) B2C 소프트웨어의 순서로 발전할 가능성 높음
- B2B 하드웨어 기업의 대표격인 엔비디아의 데이터센터향 매출 증가율은 크게 높아졌고, B2B 소프트웨어인 아마존 AWS의 매출 증가율이 반등하는 모습이 관찰

생성형 AI 산업 매트릭스

	하드웨어	소프트웨어
B2B 사업	AI 데이터센터, AI 인프라, 전력 인프라 1	LLM, AI Cloud, AI ERP, Office Software 2
B2C 사업	On-Device AI, AI PC, AIoT, 로봇 3	AI 애플리케이션, SLM 4

자료: NH투자증권 리서치본부

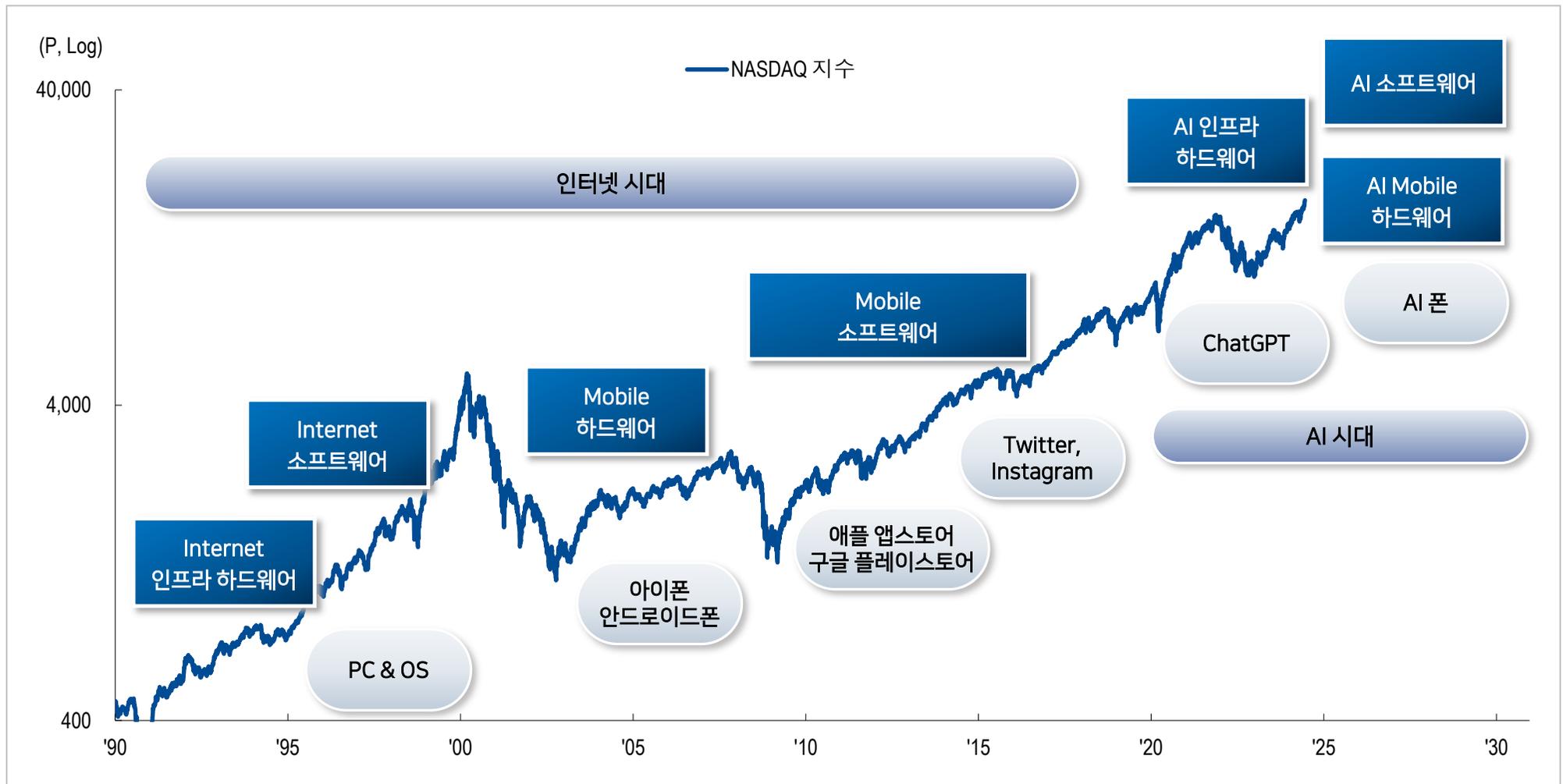
AI 산업의 수익화 순서



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

IT의 역사는 인터넷 시대에서 AI 시대로

인터넷 시대는 '간편한 인터넷 사용'을 추구하면서 발전



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Mobile 기기가 발전할 수 있었던 계기

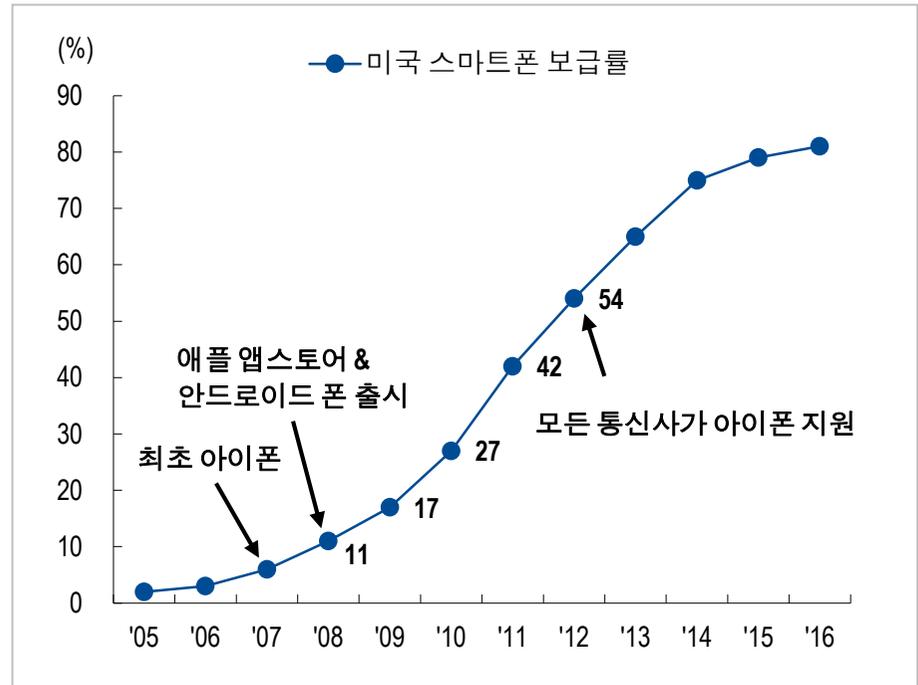
- 인터넷 산업은 2000년대에 접어들어 PC 기반에서 모바일 기반으로 전환되기 시작
- 2000년 초반 휴대폰과 PDAs의 발전을 통해 통신기기가 경량 및 소형화됨. 이후 3G 등 빠른 모바일 네트워크 환경이 조성되기 시작
- 2007년 아이폰이 출시되고, 앱스토어를 통해 모바일 애플리케이션이 대중화되면서 스마트폰의 대중화가 본격화

스마트폰 역사의 시작 "An iPod, a phone, an Internet communicator"



자료: Apple, NH투자증권 리서치본부

미국 스마트폰 보급률 추이



자료: comScore MobiLens, NH투자증권 리서치본부

AI 모바일 산업성장 시작 시점은 올해 하반기

- 스마트폰이 대중화된 이후 모바일 소프트웨어인 애플리케이션 산업이 발전함. AI 애플리케이션 산업도 비슷한 발전 순서를 따를 것으로 예상
- On-Device AI 기기는 올해 하반기 AI 아이폰 출시 이후 점진적으로 대중화되기 시작할 것
- AI 기반의 애플리케이션이 본격적으로 발전하는 시기는 그 이후가 될 것

모바일 인터넷 시대에 스마트폰과 앱 시장이 발전한 양상이 AI 시대에도 반복될 가능성



자료: NH투자증권 리서치본부

Killer AI 소프트웨어를 상상해본다면?

- 많은 이들이 'AI 킬러 앱'이 출시된 이후에 AI 모바일 소프트웨어 시장이 확대될 것으로 예상함. 그러나 아직 AI 킬러 앱은 등장 전
- 'AI 킬러 앱'은 기존의 서비스를 서로 공유할 수 있는 플랫폼에 단순히 생성형 AI가 개입하는 형태가 될 수 있음. 현재 주요 애플리케이션은 KakaoTalk, Instagram, Uber 등 서비스를 공유하는 플랫폼. AI가 이 모든 플랫폼을 총괄하여 편의성을 개선할 수 있을 것
- 샘 올트먼은 'AI 킬러 앱'의 조건으로 "내 인생 전체, 모든 이메일, 모든 대화에 대해 모든 것을 알고 있는 유능한 동료"라고 칭한 바 있음

한국인이 가장 많이 사용한 애플리케이션 (2023년)

순위	앱 이름	월별 평균 사용자 수 (만 명)
1	카카오톡	4,799
2	유튜브	4,617
3	네이버	4,309
4	쿠팡	2,908
5	네이버지도	2,500
6	인스타그램	2,185
7	배달의민족	1,986
8	밴드	1,924
9	당근	1,914
10	토스	1,809

자료: WiseApp, NH투자증권 리서치본부

한국인이 가장 오래 사용한 애플리케이션 (2023년)

순위	이름	일일 평균 사용시간 (억분)
1	유튜브	998
2	카카오톡	340
3	네이버	226
4	인스타그램	158
5	틱톡	75
6	네이버웹툰	51
7	캐시워크	49
8	넷플릭스	49
9	티맵	48
10	X	44

자료: WiseApp, NH투자증권 리서치본부

현재 출시되어 있는 AI 애플리케이션

- 완전히 새로운 기업이 혁신적인 애플리케이션을 출시할 가능성도 있음. 그러나 현재 주요 애플리케이션인 카카오톡, 유튜브 등의 애플리케이션이 혁신적이라서 대중화된 것은 아님
- 현재 활용되는 AI 애플리케이션 중 이미 'AI 킬러 앱'이 존재할 가능성. 기존 애플리케이션에 AI를 잘 적용시킨 소프트웨어가 유망
- AI를 활용해 사용자 편의성을 빠르게 높이고 있고, 애플 기기에도 적용될 예정인 ChatGPT가 대중화될 가능성

현재 활용되는 AI 애플리케이션 종류

종류	내용	앱 이름
이미지 생성	텍스트 프롬프트 기반 이미지 및 아트웍 생성	DALL-E, Midjourney, Canva
글쓰기 보조	이메일, 소셜 미디어 게시물 및 스크립트 작성	Jasper, Rytr, Copy.ai
디자인 편집	로고, 레이아웃 이미지 생성 및 편집	Lensa, Potio, Description, Facetune
프로젝트 관리	프로젝트를 관리, 진행 상황을 추적. 팀원 간 협업 보조	Notion AI, Asana
AI 비서	일정 관리, 알림 설정, 스마트 홈 장치 제어	Siri, Google Assistant, Alexa
노트	회의, 강의, 일기 등 노트를 기록하고 정리	Otter.ai, Fireflies, Supernormal
교육	AI 활용하여 학습을 돕는 교육 콘텐츠 제공	Photomath, Brainly, Qanda

자료: Clickup.com, NH투자증권 리서치본부

월간 방문자수 순위별 AI 애플리케이션

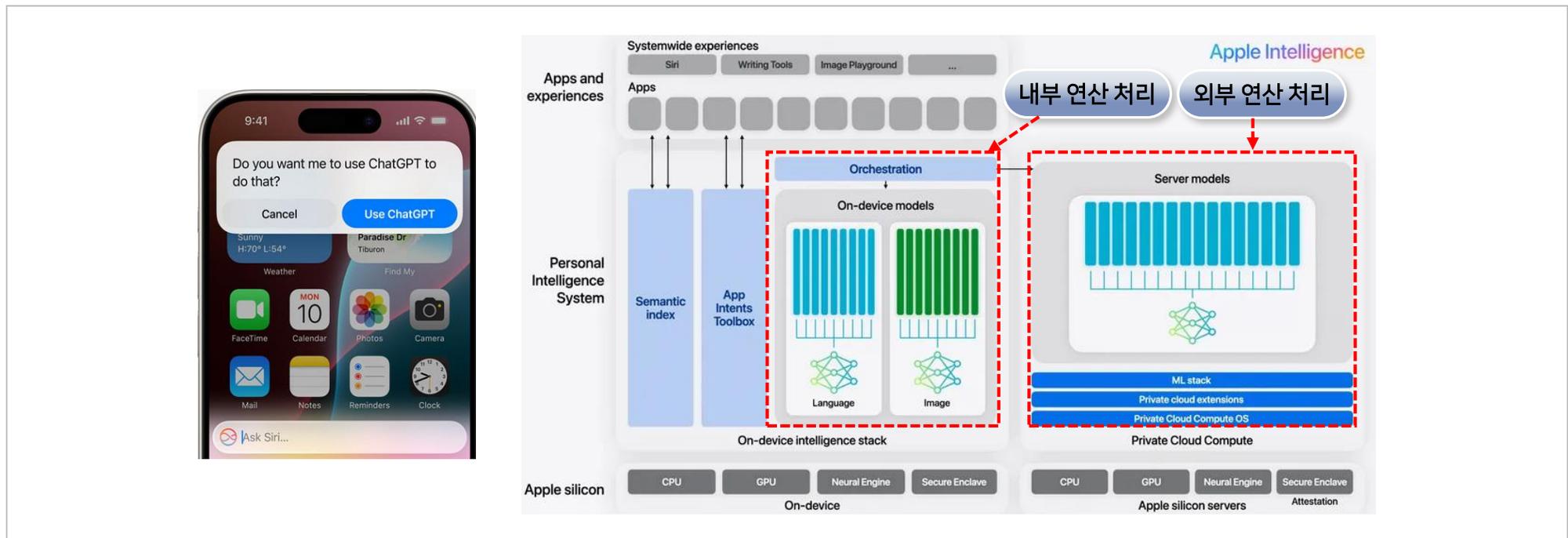
1. ChatGPT	11. Photoroom	21. Beat.ly
2. Microsoft Edge	12. Remove It	22. Photo AI
3. photomath	13. Evoke AI	23. Hypic
4. Bing	14. AI Chatbot: AI Chat Smith 4	24. AI Quran
5. Remini	15. ChatBot	25. ArtMind
6. BRAINLY	16. character.ai	26. SnapEdit
7. NOVA	17. AI Mirror	27. Imagine
8. Chat & Ask AI	18. ChatOn	28. Question AI
9. Facemoji	19. QANDA	29. ChatBox
10. EPIK	20. Face Dance	30. DAVINCI

자료: A16z.com, NH투자증권 리서치본부

리스크 요인: 개인 정보 보호

- 애플의 AI 공개 이후 개인 정보 유출 우려가 부각되면서 애플 주가가 급락. 이후 주가는 회복되었으나 여전히 개인 정보 유출 우려는 잔존
- 애플의 AI 연산 처리 과정은 1차적으로 내부 연산처리(On-Device Model)에서 수행. 복잡한 연산은 애플의 프라이빗 서버에서 2차적으로 처리. 그 외의 상위 연산 처리가 필요한 명령은 사용자 승인 과정을 거쳐 ChatGPT를 통해 3차적으로 연산 처리를 수행

아이폰에서 ChatGPT 사용 여부를 선택할 수 있음



자료: Apple, NH투자증권 리서치본부

This page intentionally left blank

KOSPI 3,000P로 가는 길

VI. AI 모델로 예측한 7월 KOSPI 방향성 및 추출 업종

AI 전략: 김규진

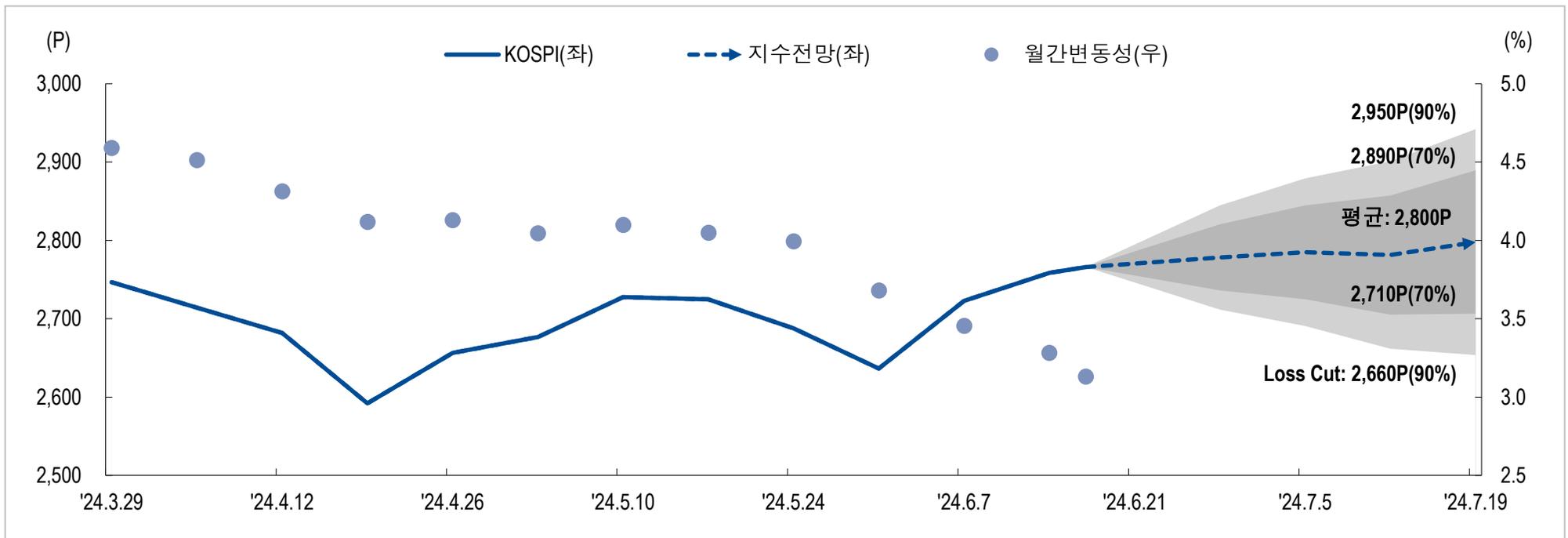
tel 02) 2229-6737 | e-mail kyoujin.kim@nhqv.com

2024년 7월 AI 모델의 KOSPI 방향성 예측 결과, 2,710~2,890P

- 2024년 6월 24일 ~ 2024년 7월 19일 KOSPI 지수 밴드는 2,710~2,890P이며, 평균값은 2,800P
- 지수 예측변동성은 3.1%를 기록하며, 1분기 이후 빠른 속도로 축소 중

* 제시하는 KOSPI 밴드는 AI 모델 학습 결과 값으로 공식적인 하우스 뷰와는 다를 수 있음

2024년 6월 24일 ~ 2024년 7월 19일 KOSPI 지수 밴드는 2,710~2,890P

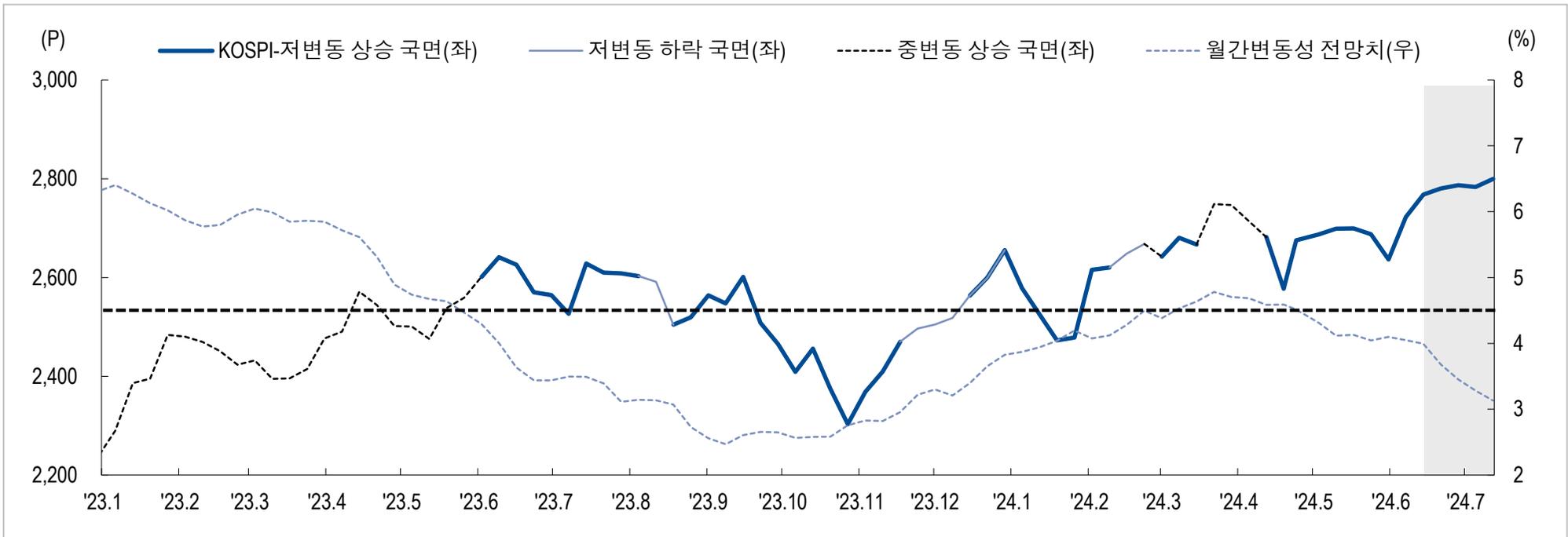


주: 예측 오차 분포 기준 내범위는 신뢰수준 70%, 외범위는 신뢰수준 90%
 자료: NH투자증권 리서치본부

KOSPI는 저변동 상승 국면을 지속할 것으로 전망

- 예측변동성의 하락세가 지속되며 중변동 국면의 변동성 기준을 하회
- 지수도 양(+)의 월간 기대수익률을 보이고 있어 향후 한 달간 저변동 상승 국면이 전망됨

향후 한 달간 지수 변동성이 축소될 것으로 예측되며 저변동 상승 국면이 전망됨



주: 검은색 점선은 저변동 - 중변동 국면을 구분하는 변동성 수치선
 자료: NH투자증권 리서치본부

향후 코스피의 방향성은 경제와 감성 변수에 집중

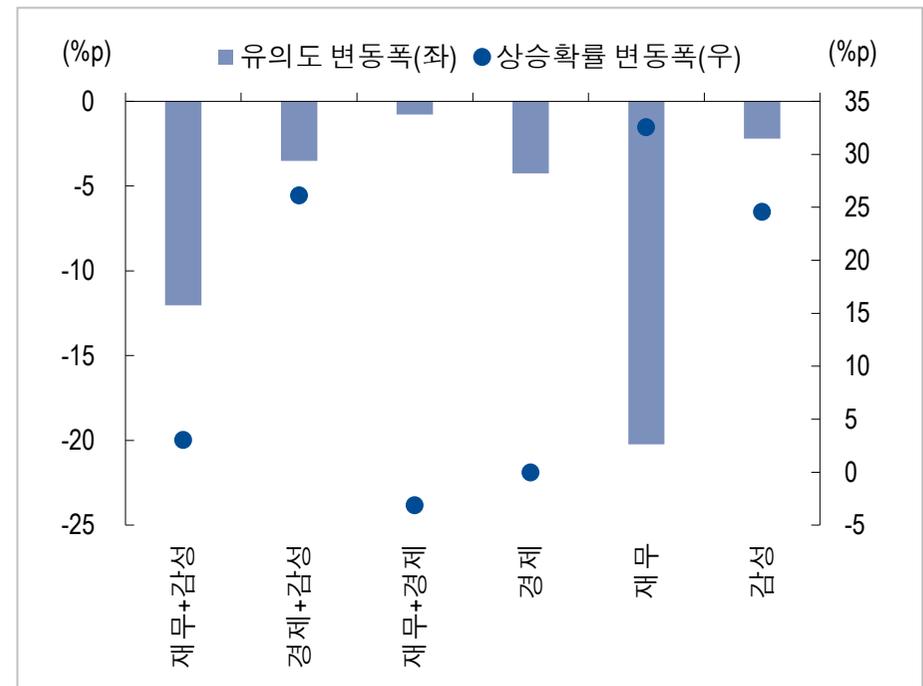
- AI 모델들 중에서 **재무 변수 모델은 최근 하락 전망으로 전환됨**. 최근 KOSPI 200 내재변동성 상승이 우려 요인으로 작용한 것으로 분석
- 그러나 재무 변수 모델의 유의도는 하락 추세. 변수 모델 전반의 유의도가 하락하고 있기는 하지만, **경제와 감성 변수 모델의 유의도는 비교적 작은 하락폭을 보이고 있음**. 경제와 감성 변수에 보다 집중할 필요. 경제와 감성 변수 모델은 여전히 상승 전망을 지지

AI 모델별 3개월 평균 유의도와 상승확률

	유의도(%p)	상승확률(%)
재무+감성	28.8	61.3
경제+감성	7.8	87.2
재무+경제	2.0	77.0
경제	19.5	100.0
재무	29.6	43.6
감성	12.0	88.6

주: 유의도는 최근 3년 모델별 예측력 상승 기울기의 3개월 평균 기준, 상승확률은 모델별 상승전망 확률의 3개월 평균 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부

경제와 감성 변수의 유의도는 상대적으로 하락폭 작음

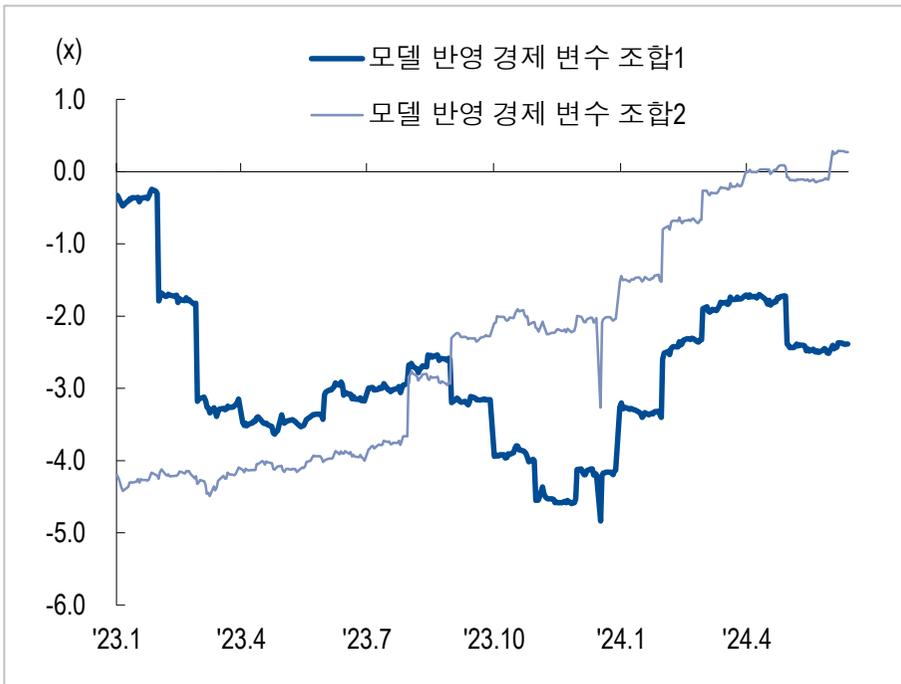


주: 각 변수 모델별 유의도 및 상승전망 확률의 3개월 이동평균값 기준, 5월 대비 6월 변동폭
 자료: NH투자증권 리서치본부

경제 모델의 상승 전망은 수출 개선과 물가지수 하락이 견인

- 모델에 반영되는 경제 변수 조합1과 2(중요도 순)는 2024년 1월을 기준으로 큰 폭으로 상승하며, 경제 모델의 전망을 상승으로 전환시킴
- 조합1에서는 한국 장단기 금리차(+비중), 소비자물가(-비중)가, 조합2에서는 재고순환(+비중)과 생산자재고(-비중)가 높은 비중으로 반영됨
- 개선되고 있는 재고순환 지표, 하락하고 있는 생산자재고와 물가지수는 변수 조합1과 2의 상승을 견인하는 요인. 해당 추세가 지속된다면 경제 변수상으로도 상승 전망은 지속될 것

경제 모델에 반영되는 주요 변수 조합1과 2의 시계열 추이



재고순환지표는 개선, 생산자재고와 물가지수는 하락 추세



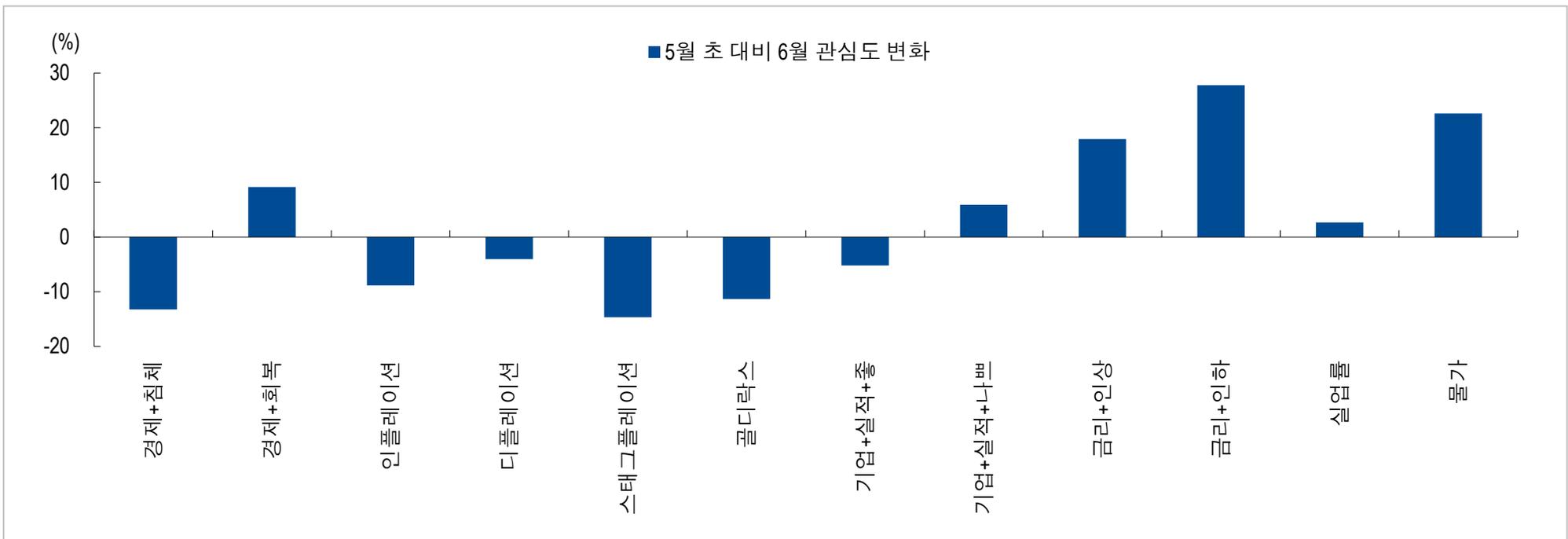
주: 변수 조합은 20개 경제 지표를 대상. 조합은 주성분 분석(Principal Component Analysis)를 수행하여 가장 변수의 분포에 대한 설명력이 높은 조합을 선택
 자료: NH투자증권 리서치본부

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

투자자들의 감성 요인에서 우려도는 낮아지는 모습

- 국내 SNS에서는 경제 침체와 인플레이션에 대한 우려도가 지속적으로 낮아지는 경향
- 최근 금리에 대한 관심도가 재차 증가하였으나, 인하에 대한 기대감이 보다 크게 상승하는 것으로 해석됨
- 주식시장에 대한 투자자 감성은 중립적이지만, 우려는 일정부분 완화되고 있는 것으로 판단

5월 초 대비 6월, 투자자들의 키워드별 관심도 변화

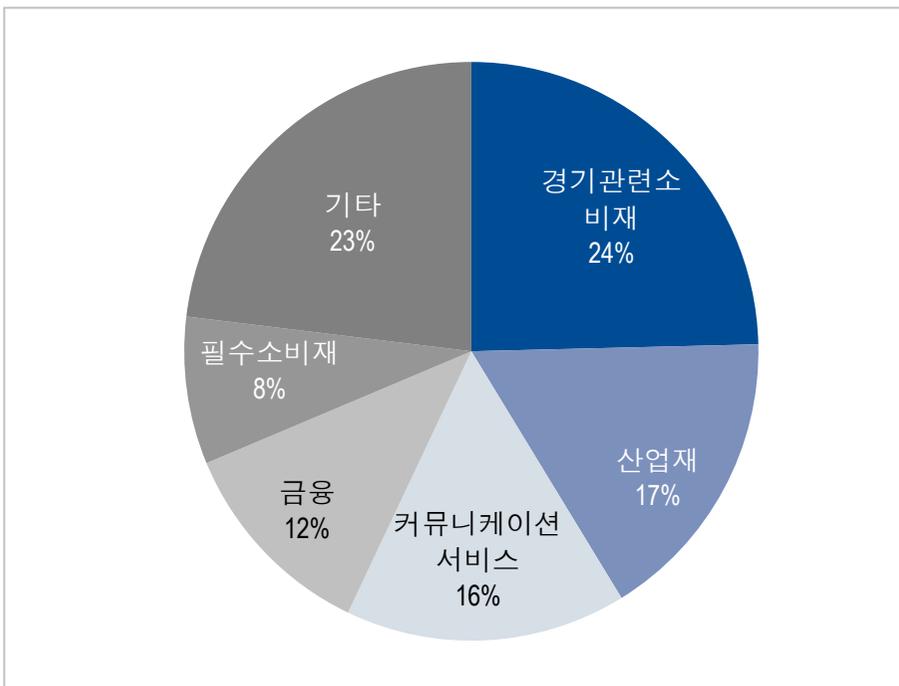


주: 코스피 200 구성종목과 각 키워드들의 연관도를 평균한 수치. 연관도는 Doc2Vec 모델을 SNS와 뉴스 텍스트 데이터에 학습시킨 결과값
 자료: NH투자증권 리서치본부

AI 모델의 7월 선호 업종은 경기관련소비재, 산업재, 커뮤니케이션서비스

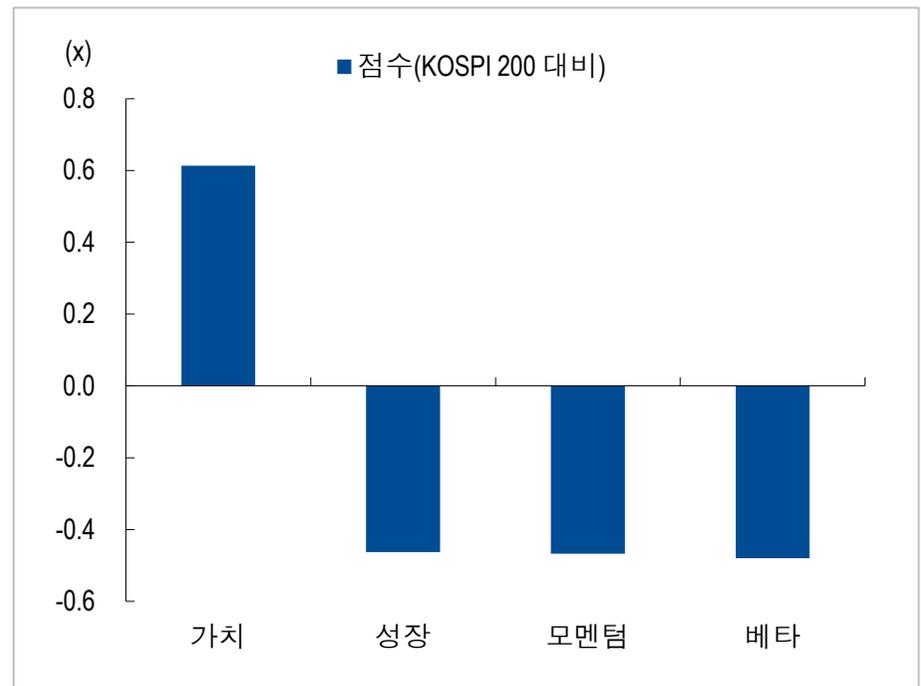
- 섹터별로는 경기관련소비재, 산업재, 커뮤니케이션서비스 선호
- 스타일별로는 가치 선호가 지속. 스타일별 선호도에 큰 폭의 변화는 없었으나, 포트폴리오의 베타는 다소 감소한 모습

AI 모델 업종별 선호도



주: KOSPI 200 - Doc2Vec SNS 공분산 HRP 모델의 7월 포트폴리오 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부

AI 모델의 스타일별 선호도

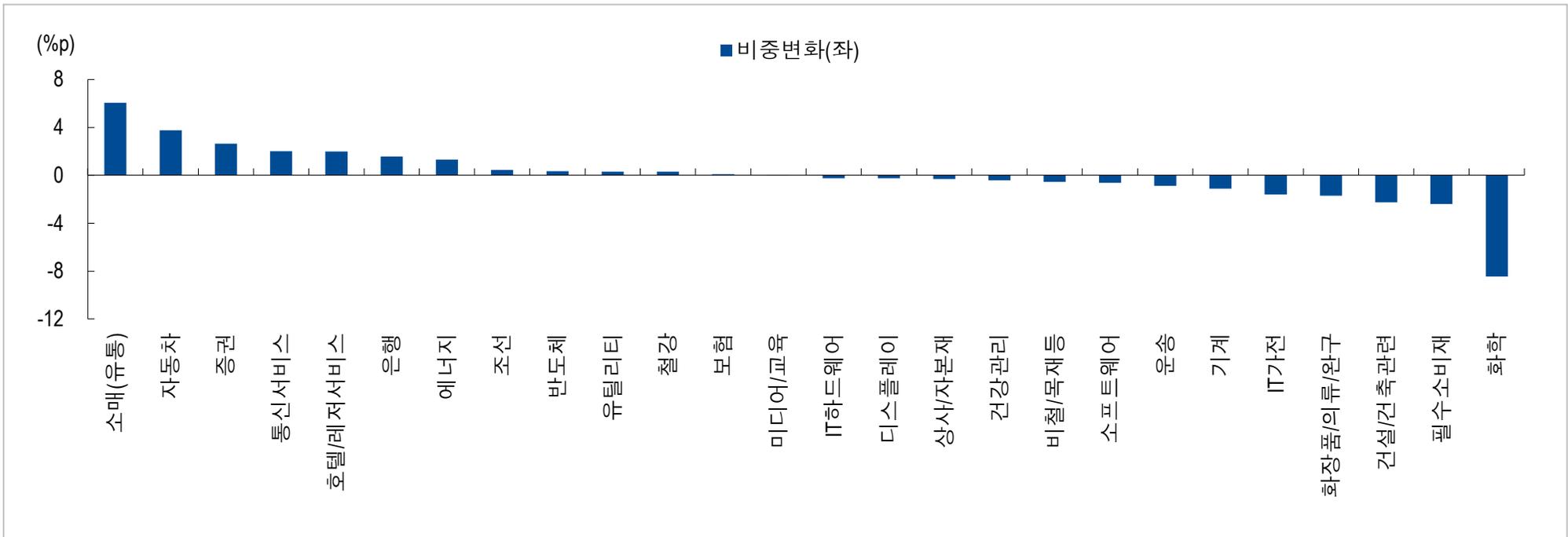


주1: KOSPI 200 - Doc2Vec SNS 공분산 HRP 모델의 7월 포트폴리오 기준
 주2: Refinitiv Global Equity Risk Model 스타일 점수 기준
 자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

포트폴리오에서는 경기관련소비재 섹터의 비중 상승

- 경기관련소비재 섹터에 포함되는 소매(유통), 자동차 산업의 비중 상승
- 화학 산업의 비중은 큰 폭으로 감소. 필수소비재와 건설/건축관련에서도 일부 하락

6월 대비 7월 포트폴리오 내 WICS26 산업 비중 변화

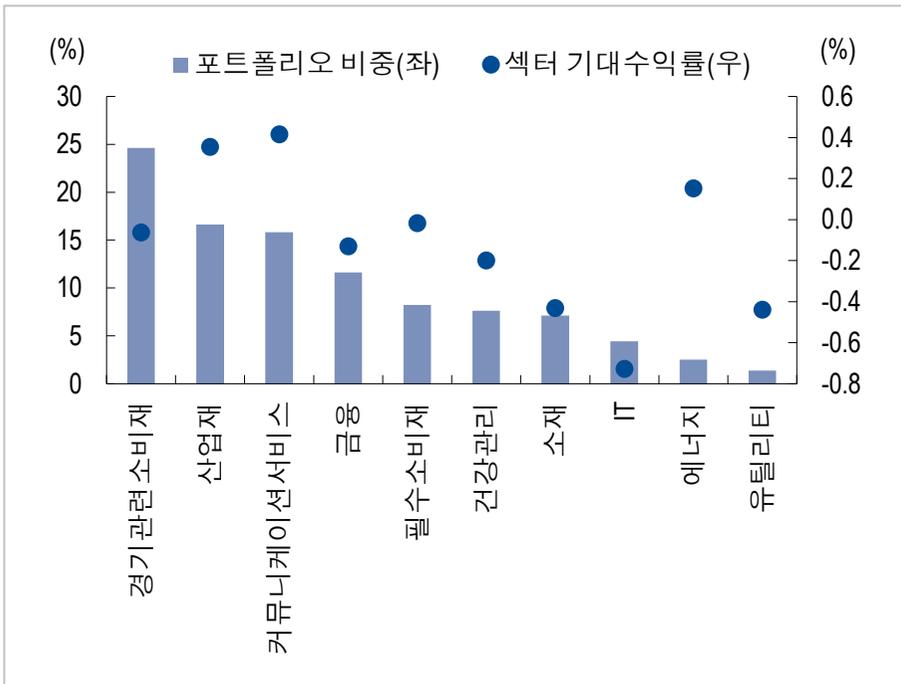


주: KOSPI 200 - Doc2Vec SNS 공분산 HRP 모델의 7월 포트폴리오 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부

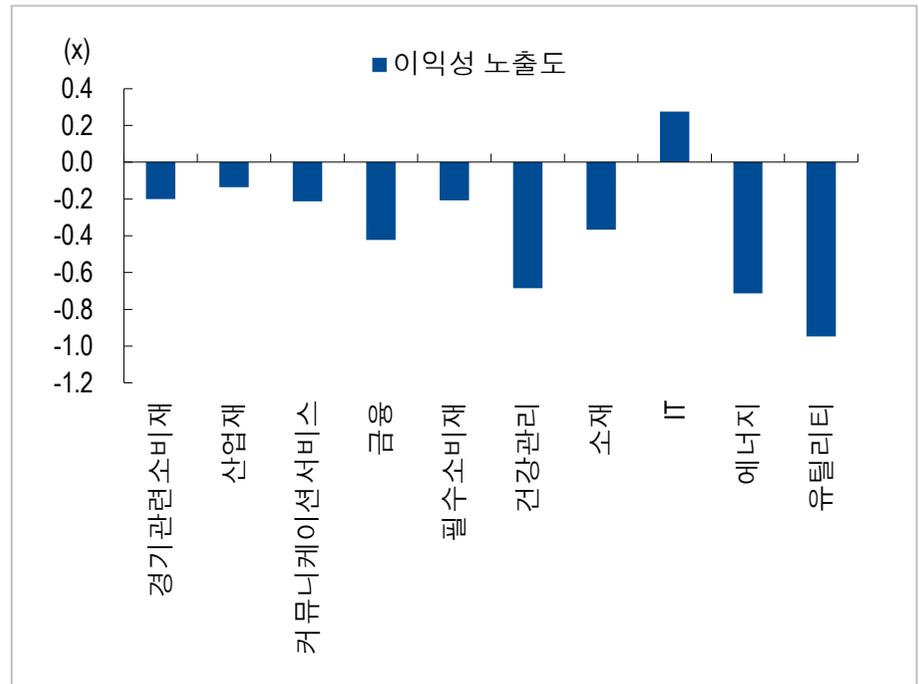
경기관련소비재, 산업재, 커뮤니케이션서비스에서 이익성과 기대수익률 기대

- 포트폴리오 내 비중이 높은 종목일수록 높은 기대수익률을 보이는 것으로 측정됨. 특히, 개별 종목의 평균 비중이 높은 커뮤니케이션서비스는 섹터 중 가장 기대 수익률이 높을 것으로 추정
- 또한 이익성(ROE가 높은 종목의 포트폴리오)에 대한 노출도도 높은 것으로 측정됨
- 따라서 상대적으로 이익성 지표가 양호하며, 향후 모멘텀이 기대되는 섹터에 더 큰 비중 배분

기대수익률이 높은 섹터일수록 더 큰 비중 배분



이익성 노출도가 높은 섹터일수록 더 큰 비중 배분



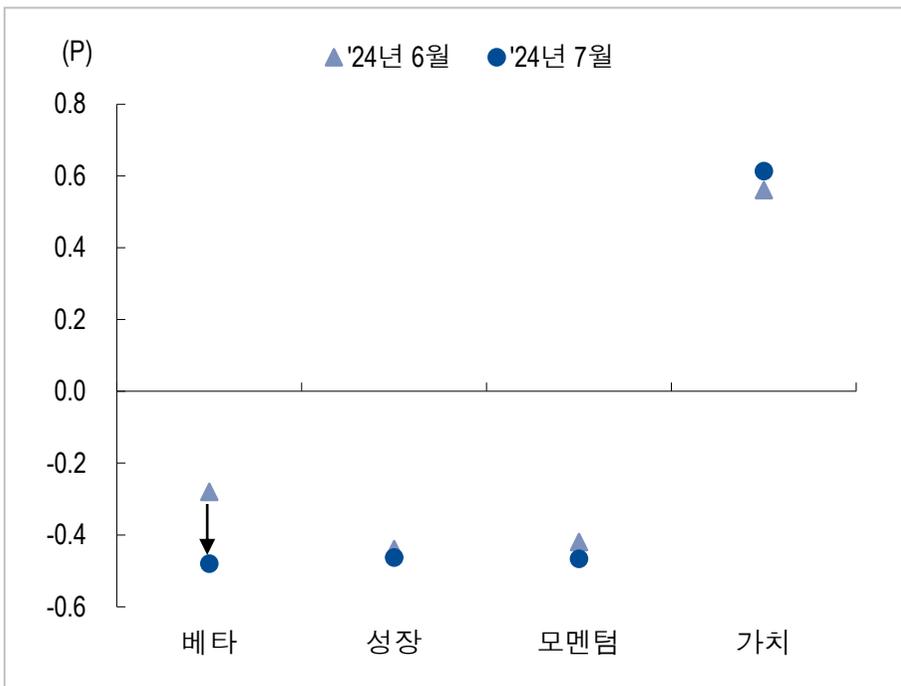
주1: KOSPI 200 - Doc2Vec SNS 공분산 HRP 모델의 7월 포트폴리오 기준
 주2: 기대수익률은 평균회귀 CAPM 모델을 활용한 종목별 6월 기대수익률 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부

주1: KOSPI 200 - Doc2Vec SNS 공분산 HRP 모델의 7월 포트폴리오 기준
 주2: 이익성 포트폴리오(ROE가 낮은 5분위 종목군 대비 ROE가 높은 1분위 종목군) 수익률에 대한
 종목별 노출도를 섹터 비중을 기준으로 가중 평균
 자료: NH투자증권 리서치본부

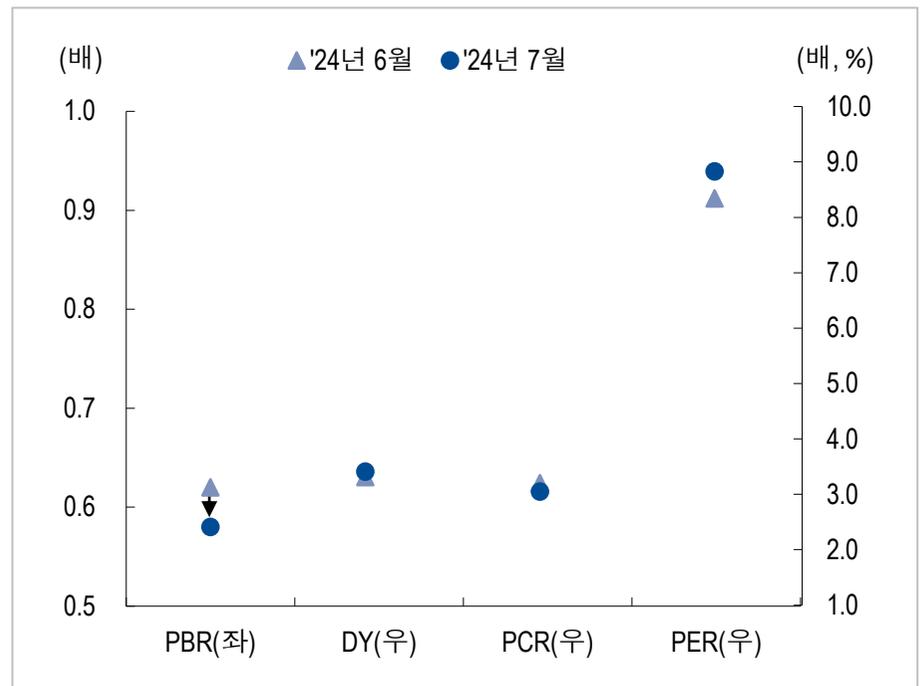
가치 스타일에 대한 편향 강화

- 스타일별 노출도에 큰 변화는 없었으나 **가치 편향은 지속적으로 강해지고 있음**
- 성장 스타일 선호도는 2022년 말 이후로 지속적으로 감소

스타일별 노출도에 큰 변화는 없었음



포트폴리오 밸류에이션 지표도 일정하게 유지



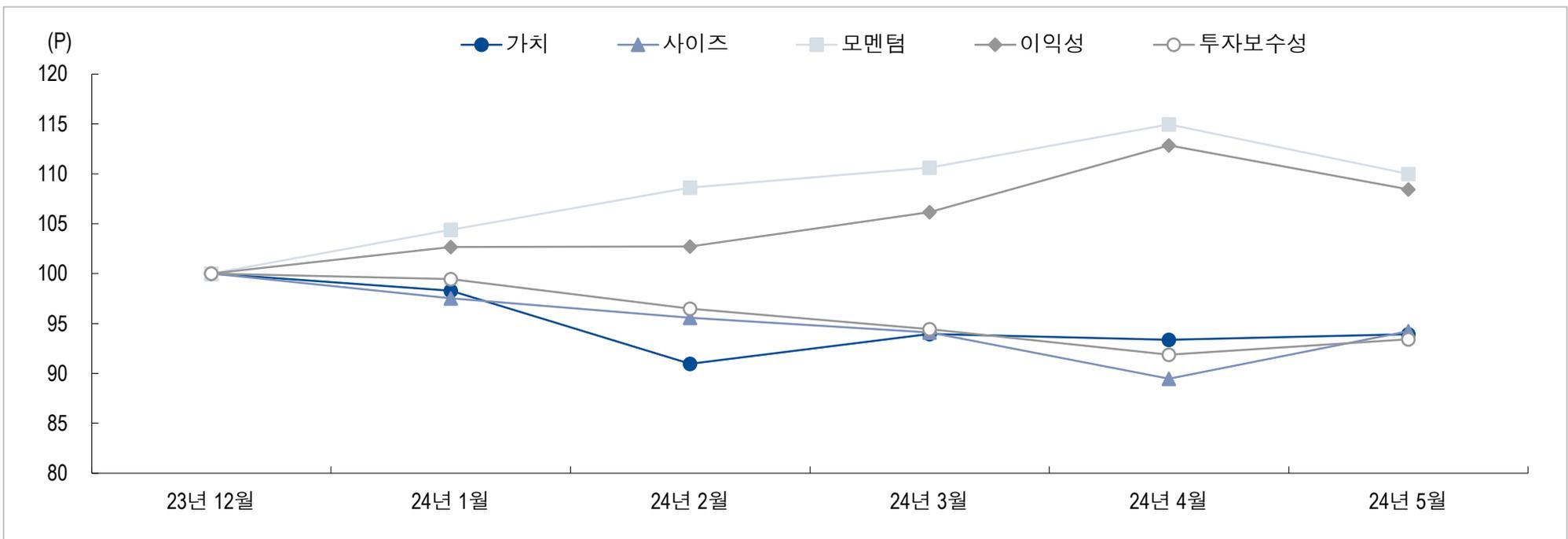
주1: KOSPI 200 - Doc2Vec SNS 공분산 HRP 모델의 7월 포트폴리오 기준
 주2: Refinitiv Global Equity Risk Model 스타일 점수 기준
 자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

주1: KOSPI 200 - Doc2Vec SNS 공분산 HRP 모델의 7월 포트폴리오 기준
 주2: PCR=주가/주당현금흐름(과거 12개월), PBR=주가/주당장부가치(과거 12개월)
 자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

이익성이 높은 산업에 대한 지속적인 관심 유효

- 포트폴리오의 가치 편향이 심화되고 있으나, 실제 주식시장에서 가치 스타일과 성장 스타일 지수 수익률에 큰 차이가 발생하지는 않고 있음
- 스타일 중에서는 이익성 스타일 지수가 높은 상승폭을 시현. 이익성(ROE: E/B) 스타일과 가치(PBR: P/B) 스타일이 유사한 지표를 참조한다는 점을 고려하면, 최근 가치 스타일에 대한 편향은 이익성에 대한 노출도 상승의 결과일 수 있음
- **가치 스타일 자체보다는 이익성이 높은 산업에 대한 지속적인 관심이 유효할 것**

한국 주식시장 스타일 포트폴리오 지수 추이



주: KOSPI, KOSDAQ 전종목 대상 스타일 포트폴리오(하위 1/5분위 대비 상위 1/5분위 포트폴리오)의 월말 수익률 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부

-
- 당사는 자료 작성일 현재 “동 자료상에 언급된 기업들” 의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 - 당사는 “LG전자, SK하이닉스, 삼성전기, 삼성전자, 셀트리온” 을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
 - 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
-