NH 월간공유 4월호

지금의 안전자산은 무엇일까요?(Feat. SVB)

글로벌 은행들에 대한 불안감이 완전히 해소되지는 않았습니다. 미국 중소형 은행발 위기가 향후 규모가 큰 기업이나 다른 산업으로 전이될 것이라는 상상도 가능합니다. 하지만, 수 십년간 수많은 위기를 경험해온 글로벌 각국 정부와 중앙은행들은 이번 사태에 상당히 빠른 의사결정으로 대응하고 있습니다. 이를 감안하면 최근 사태는 우선 봉합 수순을 밟고 있다고 보는 것이 합리적입니다.

최근 금융시장은 위기 확산 우려에도 방어주나 안전 통화보다 대형 우량주(Mega-cap Tech)를 안전 주식으로 인식하는 경향이 강하다는 특징을 보이고 있습니다. Mega-cap Tech 입장에서는 미국 금리의 추가 상승폭이 제한적이라는 점도 긍정적 요인입니다.

또 다른 특징은 달러 약세입니다. 과거 달러 강세 국면과 비교해보면 중국의 경기 부양 의지와 미국 및 유럽의 리스크 확산 방지 의지가 맞물리며 나타난 결과로 해석할 수 있습니다. 달러 약세는 지속될 가능성이 있습니다. 향후 미국 소비자물가에 대한 부담감도 크지 않습니다. 3월 CPI에는 에너지 가격 등에 기인한 기저효과가 작용할 것입니다. 5월 이후에는 미국 내 이민자 입국이 활발해지며 임금 상승 압력도 약화될 것입니다.

이제는 기업 실적의 바닥을 확인할 차례입니다. 삼성전자가 1분기 영업 적자를 기록한다면 주식시장 참가자들은 우선 놀랄 수 있겠지만, 이는 오히려 반도체 공급 축소 요인으로 작용할 것인 바 반도체 사이클 저점에 대한 확신이 강해질 수 있을 것입니다.

결론적으로 KOSPI는 위기 확산 우려에도 단계적으로 저점이 상승하고 있음을 다시 한번 확인하였습니다. 최악의 시나리오가 아니라면 비중 확대 전략이 유효합니다. 그 중심에는 반도체가 있습니다.

Analyst

김병연 (투자전략 총괄)
02)768-7574
bk@nhqv.com

안기태 (경제)
02)768-7205
kt.an@nhqv.com

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

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

조연주 (미국 투자전략)
02)768-7598
julie.cho@nhqv.com

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

김규진 (AI/빅데이터전략)
02)2229-6737
kyoujin.kim@nhqv.com

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

I. 경제: 여진(aftershock) 13

II. 투자전략: 평균 실종 25

III. 퀀트: 2분기 퀀트 PICKS - 턴어라운드와 하이퀄리티 45

IV. 투자 아이디어: 2차 전지로의 쏠림, 이후의 대안은? 59

V. 이슈분석(1): ChatGPT, 새로운 IT 전쟁의 서막 71

VI. 이슈분석(2): Next SVB 찾아보기 83

VII. 이슈분석(3): SVB발 글로벌 은행 위기, 과거 사례와 비교 93

VIII. AI 모델로 예측한 4월 KOSPI 방향성: 강보합 111

Summary

지금의 안전자산은 무엇일까요?(Feat. SVB)

I. 경제: 여진(aftershock)

- 유동성: SVB(실리콘밸리은행) 파산 이후, 은행대출 프로그램이 가동되면서 Fed 보유자산이 3,000억달러 증가함. 뱅크런이 진정되면 해당 자산은 다시 감소. 작년 영국 LDI(부채연계투자)와 한국 레고랜드 사태와 마찬가지로 정책 당국은 경제 전체에 걸친 유동성 주입보다는 특정 산업에 대한 지원으로 대응할 전망
- 글로벌 경기: SVB 파산 이후 나타나고 있는 일련의 상황은 2008년처럼 시스템 리스크까지 야기하지는 않을 수 있으나, 1980년대 후반 저축대부조합 파산과 같이 경기 둔화를 초래하는 요인으로는 작용할 것. 잉여 유동성과 고용으로 지연되던 경기 침체가 SVB 사태를 계기로 2024년 초반까지 앞당겨질 것으로 추정. 중소형 은행은 미국 전체 대출의 40%를 차지하는데 이들의 신용창출이 줄어들면서 성장률 둔화
- 국내 경기: 공급 축소에 기반한 단가(P) 상승이 반도체 업황 개선을 주도하면 물량(Q) 측면에서 실질성장률 끌어올리는 힘은 약함. 올해 한국 성장률 1.2% 예상
- 인플레이션: 지그재그 형태로 떨어질 전망. 4월에 발표되는 3월 CPI는 기저효과가 작용해 5%대로 진입할 전망

Summary

지금의 안전자산은 무엇일까요?(Feat. SVB)

II. 투자전략: 평균 실종

- 글로벌 은행 위기의 기본 가정은 뱅크런 확산 제어 및 Fed 스탠스 변화에 따른 안도 → 각 업종별 양극화, 대형 우량 기업으로 쏠림 확대
- 금번 SVB사태의 특징은 대형 우량주(Mega-cap Tech)를 안전 주식으로 인식하는 경향이 확대된 것. Mega-cap Tech 입장에서 미국 금리의 추가 상승폭이 제한적이라는 점은 긍정적 요인
- 두번째 특징은 달러 약세. 중국의 경기 부양의지와 미국 및 유럽의 리스크 확산 방지 의지가 맞물리며 달러 약세 지속 예상
- 향후 미국 소비자물가에 대한 부담감은 크지 않음. 3월 CPI는 에너지 가격 등에 기인한 기저효과가 작용. 클리브랜드 연준(Inflation Nowcast)은 전년동월대비 +5.22% 예상. 5월 이후에는 Title 42 종료로 미국의 임금 상승 압력도 약화 가능
- 이제는 기업 실적의 바닥(Terminal)을 확인할 차례. 삼성전자가 1분기 영업이익이 적자라면, 공급 축소가 발표될 수 있고, 이는 저점 인식 확대로 연결될 것
- 결론적으로 KOSPI는 위기에도 단계적 저점 상승 확인. 비중 확대 유효
- 장기 투자전략 측면에서 챗봇이 산업 생태계를 변화시킬 패러다임 쉬프트로 부각될 개연성이 높아지고 있는 만큼 지금이 1990년대와 유사하게 소프트웨어에서 하드웨어 CAPEX로 연결되는 흐름이라면 한국 업종의 초점은 반도체가 될 것

Summary

지금의 안전자산은 무엇일까요?(Feat. SVB)

III. 퀀트: 2분기 퀀트 PICKS - 턴어라운드와 하이퀄리티

- KOSPI 12개월 EPS는 바텀 라인을 형성 중. 반도체 제외 KOSPI 12개월 EPS는 반등한 반면, 비중이 높은 반도체의 12개월 EPS가 여전히 하락 중이기 때문
- 2023년 실적 개선 업종은 자동차와 은행, 그리고 판가를 이미 인상한 기업(음식료 등)임. 음식료 등은 하락한 원자재 가격의 래깅 효과가 올해 반영되어 마진 스프레드가 개선
- KOSPI 전체 12개월 선행 EPS 반등을 위해서는 결국 반도체 실적 추정치의 개선이 관건
- 2분기 퀀트 PICK은 반도체와 하이퀄리티 기업
- ① 반도체, 1분기 실적을 기점으로 턴어라운드 가능성: 1분기 어닝 쇼크가 예상되나, 1분기를 저점으로 분기별 개선 예상. 월별로 실적을 공개하는 대만의 메모리 반도체 기업은 1분기 실적을 바닥으로 턴어라운드를 전망하고 있음
- 1분기 어닝시즌을 거치면서 2차전지 업종에 대한 쏠림은 완화되고, 반도체의 턴어라운드가 주식시장의 주요 테마가 될 것
- ② 하이퀄리티 기업: SVB, CS 사례와 같은 신용 위험 이벤트는 하이퀄리티 기업에 대한 관심을 높임. 하이퀄리티 기업 중에서도 영업현금흐름, 자산회전율, 레버리지 지표가 개선되는 기업에 주목

Summary

지금의 안전자산은 무엇일까요?(Feat. SVB)

IV. 투자 아이디어: 2차 전지로의 쏠림, 이후의 대안은?

- 연간 비중 확대 추천 업종은 턴어라운드 관점의 반도체, 신성장 장기 트렌드 관점의 인터넷(AI), 헬스케어(바이오시밀러)
- 여기에다 이번 포트폴리오에는 신재생(IRA수혜주), 중국 리오프닝 수혜주, 당사 AI추천주를 알파로 선정
- 최근 주식시장의 특징은 성장성이 두드러지는 일부 분야(2차 전지 등)로의 수급 쏠림 심화임. 탑다운 관점에서 통화 정책 및 경기에 대한 불확실성이 구조적 성장 및 정책 수혜에 집중된 것으로 판단
- 일부 업종으로 단기 집중된 쏠림은 장기간 지속되기보다는 일정 수익 구간이 지나면 통상 대안을 찾는 것이 경험적인 수순
- 바텀업 관점에서 대안을 추출해보면, 2차 전지 외에도 경기 개선의 강도와는 무관하게 탑라인 성장이 나올 수 있는 분야, 상대적 저평가 업종 중 예정된 모멘텀이 존재하는 업종, SNS상 대중에게 많이 언급되고 있는 업종 중 애널리스트의 의견도 긍정적인 업종 등을 제시
- **① 탑라인 성장 기대:** 신재생, 화장품/의류, 게임, 미디어콘텐츠
- **② 언더독의 반란:** 철강/비철금속
- **③ AI 추천주:** 조선, 우주항공

→ 4월 관심종목: 삼성전자, SK하이닉스, NAVER, 셀트리온, F&F, 씨에스윈드, 신세계, 풍산, 대우조선해양, 한화시스템

Summary

지금의 안전자산은 무엇일까요?(Feat. SVB)

V. 이슈분석(1): ChatGPT, 새로운 IT 전쟁의 서막

- 2020년대 AI 기술 발전은 1990년대 WWW 탄생 이후 IT 산업 발전 시기와 유사. 당시 마이크로소프트가 Windows 95를 출시해 일반인의 PC 및 인터넷 접근성을 개선시킴. 새로운 기술의 사용 편의성을 증진시킨 기업들이 빅테크 기업으로 성장한 경험
- 마이크로소프트는 GPT-4 공개하고, ChatGPT API를 MS Azure에 추가. 기업들이 애플리케이션이나 소프트웨어에 ChatGPT 기술 적용할 수 있게 하였음. 현 시기는 AI 기술과 타 산업이 융합하는 초기 단계
- 2020년대 AI 기술의 보편화는 1990년대와 다르게 더 압축적이고, 빠르게 진행될 전망. 따라서 AI 관련 빅테크로 성장하는 기업은 AI 기술에 대한 대중 접근성을 향상시키거나, AI 기술을 타 산업과 접목시키는데 성공한 기업이 될 것
- 주요 국가의 기술 패권 전쟁도 더욱 심화될 것. 미국은 중국향 반도체 수출을 규제함으로써 중국의 AI 기술 개발을 제한. 중국의 AI 모델 훈련은 고성능 GPU 부족으로 초기 난항 예상. 그럼에도 불구하고 바이두의 '어니봇' 등 중국도 이미 AI 기술 개발에 주력 중

Summary

지금의 안전자산은 무엇일까요?(Feat. SVB)

VI. 이슈분석(2): Next SVB 찾아보기

- SVB사태로 중소형 지방 은행 예금 이탈은 지속되고 있으나 장기 예금은 아직 유의미한 규모로 인출되지 않은 상황. 예금 이탈 방지를 위해 지방 은행 및 온라인 은행 중심으로 예금 금리가 상승 중
- 미국 지방 은행들의 예금 이탈에 따른 유동성 경색은 진정될 것으로 예상되나, 은행별 자산부채관리(ALM) 리스크는 단기에 해소되기 어려울 것으로 판단
- 코로나 이전부터 지금까지 예금을 중심으로 총자산이 급격하게 증가한 중소형 시중은행 가운데 매도가능증권(AFS)과 만기보유증권(HTM)의 평가 손실 규모가 큰 중소형 은행은 여타 은행 대비 예금 이탈, 자본 손실 압력이 더 높을 것
- Western Alliance, UMB Financial, ZIONS Bancorp, Comerica Inc, Intrust Financial, CVB Financial, First Citizens Bancshares 등이 이에 해당되는 은행. 이 은행들이 전체 은행 섹터에서 차지하는 비중은 미미하나, 정부 당국은 추가 파산 가능성을 모니터링 하는 중
- 미국 중소형 은행들은 예금 인출에 따른 자금 경색에 대비하기 위해 기업 및 부동산 대출 태도를 강화. 미국 기업 및 부동산 대출의 50% 이상을 중소형 지방 은행이 차지하고 있는 바. 미국 기업 및 가계 대출이 타이트해지는 구간에 진입할 전망

Summary

지금의 안전자산은 무엇일까요?(Feat. SVB)

VII. 이슈분석(3): SVB발 글로벌 은행 위기, 과거 사례와 비교

- ① 1989년 미국 저축대부조합 사태: 1980년대 저축대부조합(한국으로 치면 저축은행에 해당) 관련 규제가 완화되면서 위험자산 투자 확대. 1980년대 후반 물가억제를 위해 연준이 재차 금리를 인상하면서 대규모 파산을 경험. 금리인하 + 정리신탁공사(RTC) 통한 부실자산 정리 + 연방예금보험공사개선법(FDICIA)을 제정해 은행 건전성 규제를 강화
- ② 1994년 미국 오렌지 카운티 파산: 1990년대 초반 캘리포니아 지역 부동산 가격 하락으로 지방정부 재정 부실화. 오렌지 카운티는 증세 없이 재정을 충당하기 위해 위험자산 투자를 확대. 미 연준이 금리 인상을 단행하면서 투자 손실이 발생해 파산. 금리인하 + 주정부의 카운티 예산 제한 강화
- ③ 2008년 금융위기: 부실 대출자산의 파생상품 확산과 모럴 해저드가 원인. 연준은 다양한 유동성 지원책 및 신용시장 지원책을 발표해 시장 패닉을 진정시킴. 금융위기 이후 도드-프랭크 법 발효해 금융업의 감독과 규제 체계 강화, FDIC 권한 확대
- ④ 2011년 유로존 재정위기: ECB 정책 실패로 인해 발생. 남유럽 국가들이 확장적 재정정책을 시행한 상황에서 기준금리 인상으로 인해 비용 부담이 빠르게 확대되며 유로존 리스크가 확산. 재정위기 이후 EU는 다양한 금융 리스크 제어 장치들을 마련. 대표적으로 ESM(유로 안정화 기구), ECB의 TPI(파급경로 보호장치) 등. 유럽 내 은행권의 자본 적정성도 강화
- ⑤ SVB사태: 가파른 금리 인상에 따른 일부 은행의 자산부채관리(ALM) 전략 실패. 글로벌 및 국내 주요 대형 은행의 경우 자산 다변화 수준이 양호하고 예금도 안정적. 유로존 또한 재정 건전성, 정책 스탠스 등이 금융위기 당시보다 개선됐기 때문에 금융리스크가 유로존으로 전이될 가능성은 낮다고 판단. 과거 경험을 통해 연준은 금융리스크가 확대되는 것을 막기 위해서는 조기에 유동성을 공급해줘야 한다는 사실을 경험적으로 학습. 실리콘밸리뱅크 및 시그니처뱅크 사태 발생 직후 연준은 새로운 기금 BTFP를 조성하는 등 빠르게 개입

Summary

지금의 안전자산은 무엇일까요?(Feat. SVB)

VIII. AI 모델로 예측한 4월 KOSPI 방향성: 강보합

- 2023년 3월 20일 ~ 4월 14일 AI 모델의 예측 KOSPI 지수는 2,400P. KOSPI 밴드는 2,260~2,540P로 예상
- 재무(기업실적)+감성 변수가 주식시장에 미치는 영향력이 높을 것으로 전망. 감성 변수를 제외하면 변수별 모델 전반의 방향성이 부재해 박스권 장세 전망을 지지
- 스타일별로는 성장 스타일 선호도 상승. 업종별로는 산업재, 2차전지, 소비재 업종 선호
- SNS상에서는 한 달간 2차전지, 조선, 에너지 산업의 파급력이 상승. 테마별로는 우주항공/방위, 조선 테마의 파급력이 상승 중

Summary

관심종목

2023년 4월 관심종목

구분	코드	종목명	Valuation						실적 Momentum (Growth y-y)				수익률 1개월	수익률 YTD	시가 총액
			PER		PBR		ROE		매출액		영업이익				
			'23F	'24F	'23F	'24F	'23F	'24F	'23F	'24F	'23F	'24F			
			(배)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(% y-y)	(% y-y)	(% y-y)	(% y-y)	(%)	(%)	(십억원)
턴어라운드	A005930	삼성전자	31.4	12.5	1.2	1.0	3.8	9.0	-9.4	11.5	-68.7	182.7	0.0	10.5	364,754
	A000660	SK하이닉스	-7.3	18.9	1.1	1.0	-14.7	6.0	-46.1	57.3	-248.0	145.2	-2.5	15.9	63,263
신성장	A035420	NAVER	30.0	24.6	1.3	1.2	4.3	5.0	18.9	14.4	11.4	19.4	-2.1	16.6	33,958
	A068270	셀트리온	37.0	30.2	4.7	4.1	13.6	14.9	10.8	15.7	21.6	22.5	4.8	-2.7	21,982
탑라인 성장	A383220	F&F	10.1	8.5	4.1	2.9	47.1	39.5	23.1	15.8	28.9	18.1	-6.8	-8.2	5,083
	A112610	씨에스윈드	35.9	21.2	3.1	2.7	8.8	13.4	29.2	32.9	191.9	64.0	8.7	3.3	2,998
	A004170	신세계	5.8	5.0	0.5	0.4	7.1	7.8	6.1	8.8	9.7	12.8	1.0	-4.8	2,063
언더독	A103140	풍산	5.6	5.2	0.5	0.5	9.5	9.2	-1.0	1.5	15.6	4.1	-2.8	7.3	1,012
AI 정량 분석 + 섹터 정성 분석	A042660	대우조선해양	19.8	7.5	1.1	0.9	9.2	15.0	70.8	8.0	111.9	138.7	-6.1	29.6	2,634
	A272210	한화시스템	58.8	33.4	1.0	1.0	1.5	2.8	7.5	7.6	181.6	45.0	-7.7	12.6	2,244

주1: 2023년 3월 22일 기준; 주2: 추정치는 FnGuide 컨센서스; 주3: 컨센서스가 없는 종목은 NH투자증권에서 작성한 3개월 내의 추정치를 적용
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

지금의 안전자산은 무엇일까요?(Feat. SVB)

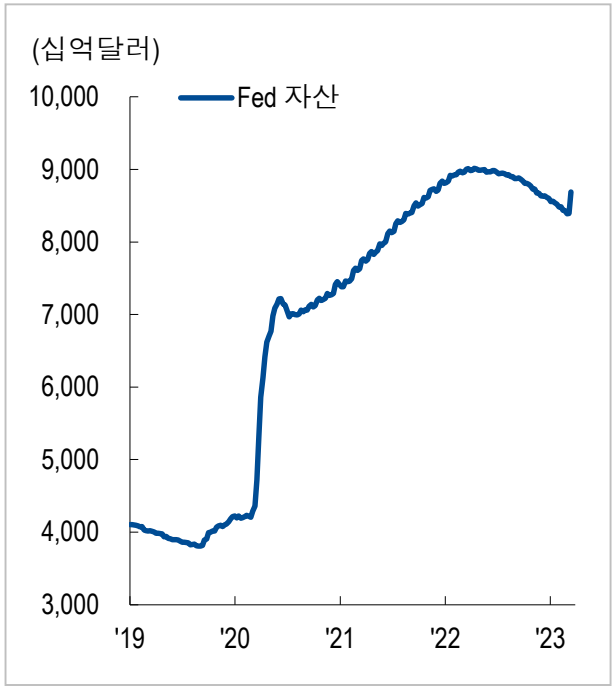
I. 경제: 여진(aftershock)

Economist: 안기태
tel 02) 768-7205 | e-mail kt.an@nhqv.com

3,000억달러 - 실리콘밸리은행 파산 이후 늘어난 Fed 보유자산

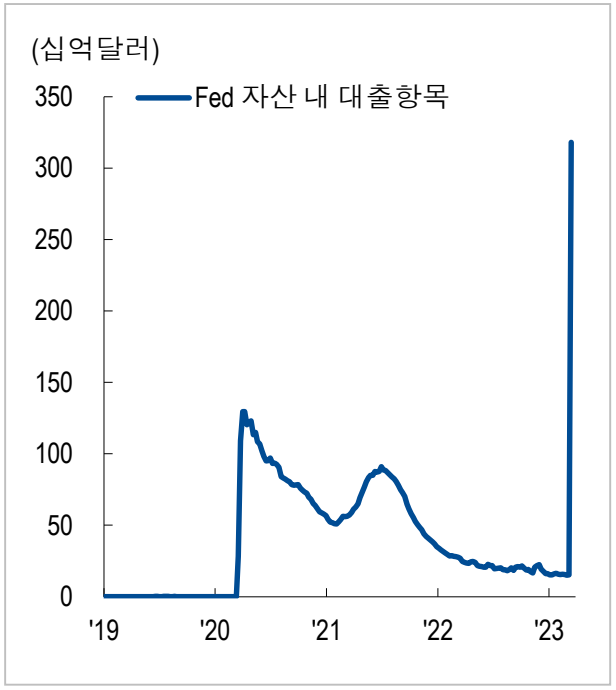
- Fed Watch ① 실리콘밸리은행 뱅크런 이후 은행대출 프로그램이 가동되면서 Fed 보유자산이 3,000억달러 증가했음. 채권 보유잔액은 감소하고 있음. **뱅크런이 수습되면 은행대출 지원 관련 자산은 다시 감소할 것임**
- Fed Watch ② FOMC나 의회 청문회 등 주요 이벤트에서 파월 의장의 언급이 있은 직후 경제지표나 금융상황은 이와 전혀 다르게 움직인 사례 다수. 3월 FOMC에 큰 의미를 두기 어려움

Fed 보유자산 3,000억달러 증가



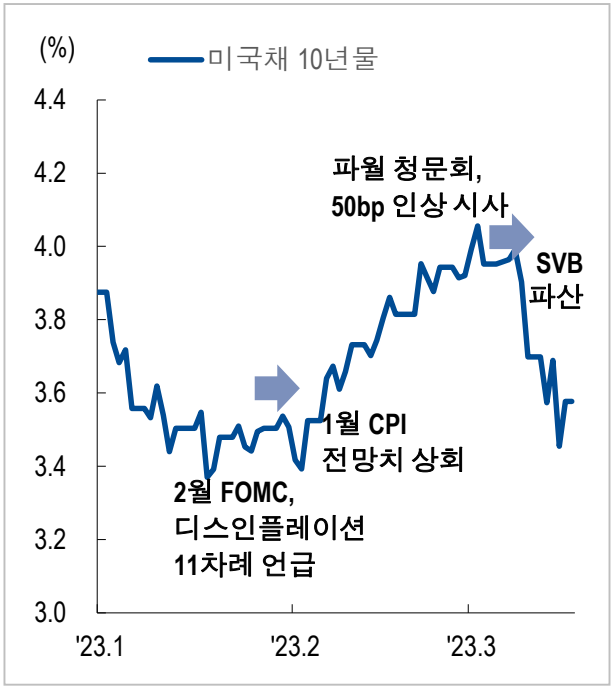
자료: 미국 연방준비제도, NH투자증권 리서치본부

은행 대출 프로그램 가동에 기인



자료: 미국 연방준비제도, NH투자증권 리서치본부

파월 의장을 너무 믿을 필요는 없음

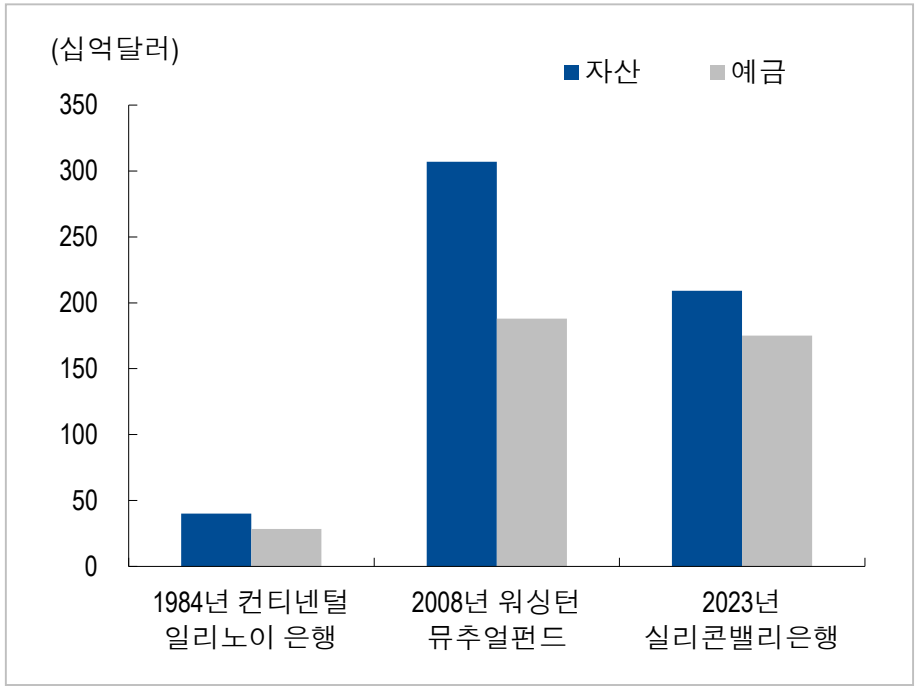


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

1984년 - 컨티넨털 일리노이 은행

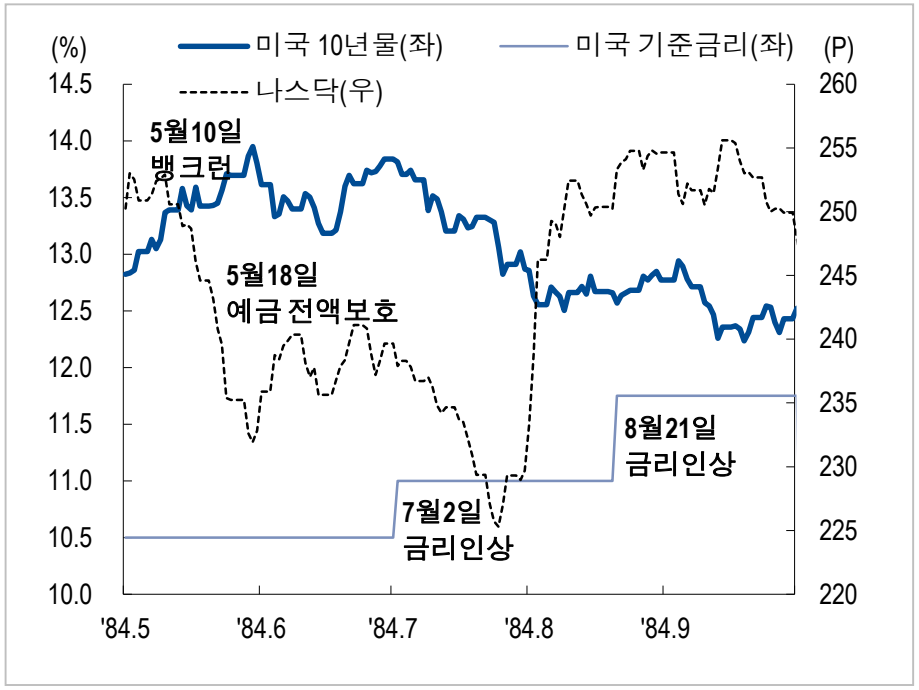
- 물가와 GDP 규모 변화를 감안할 때, 최근 파산한 실리콘밸리은행의 자산 규모는 1984년에 파산한 컨티넨털 일리노이 은행과 비슷함
- **1984년 5월 미국 연방예금보험공사는 보호한도 초과예금을 모두 지원하기로 결정 + Fed는 1984년 8월까지 기준금리 인상**
- 2022년 9~10월 영국 LDI(부채연계투자)와 한국 레고랜드 사태 발생 시기에 유동성 지원 개입은 있었으나 이후에 영국과 한국의 기준금리 인상은 지속되었음→ **정책 당국은 문제 있는 곳에 한해 유동성 집중 지원**

파산한 미국 은행의 당시 자산과 예금 규모



자료: 월스트리트저널, NH투자증권 리서치본부

컨티넨털 일리노이 은행 파산 이후 주요 시장 지표



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

1986년 – 저축대부조합 파산

- 과거 Fed 금리 인상이 시차를 두고 부동산 경기에 영향을 미치면서 저축대부조합 파산 발생
- 1986~1995년 3,234개 저축대부조합 가운데 1,043개 도산. 유가 하락과 부동산 부진이 겹친 텍사스는 1987년 파산 집중
- **미국 부동산 경기가 둔화된 상황이고 채권 투자 손실이 복구되지 않은 상황이기 때문에 지역은행이 추가 파산할 가능성이 있음.** 전국 단위 대형 은행의 문제가 아니라면 시스템 리스크로 확산되지는 않겠으나, 1980년대 후반처럼 다수 중소형 은행의 파산이 이어질 가능성은 있음

SVB와 뱅크런 발생 후보로 꼽히는 은행들

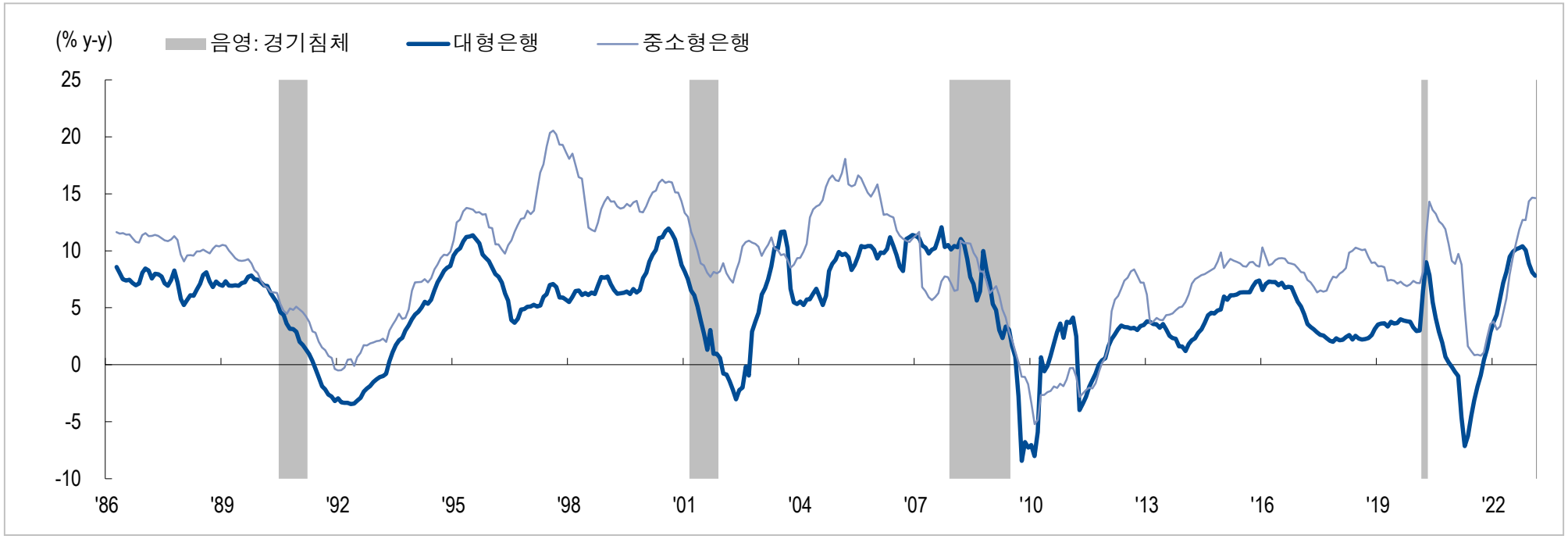
	자산(십억달러)	전체 예금대비 보증비율	레버리지비율	미실현 증권손실(십억달러)	미실현 손실 감안 레버리지 비율
Silicon Valley Bank	221	3%	8%	18	-0.1%
First Republic	213	20%	8%	5	5.9%
Western Alliance	68	23%	8%	1	6.6%
Comerica	85	29%	10%	3	6.4%
Zions	90	34%	7%	2	5.5%
Key Corp	190	40%	9%	7	5.6%

자료: Financial Times, NH투자증권 리서치본부

40% - 중소형 은행 대출 비중

- 미국 상업은행 가운데 중소형 은행은 전체 대출의 40%를 차지하며, 상업용 부동산 대출에서는 67%를 차지
- 시스템 리스크가 아니라 1984년 컨티넨털 일리노이 은행이나 1980년대 후반 저축대부조합 파산을 가정해도, 대출 증가율 둔화는 불가피할 것으로 예상
- **상업은행의 신용창출 둔화→ 긴축적 금융상황지수→ 성장률 둔화**

미국 은행의 대출 증가율 둔화 전망

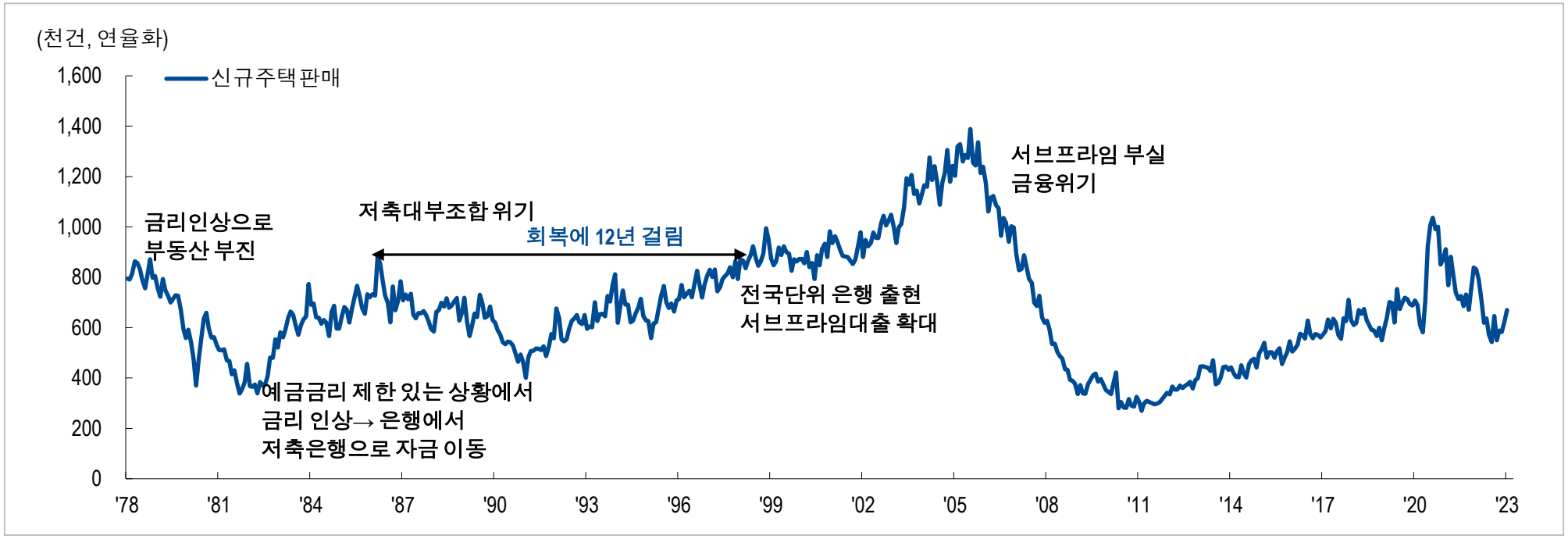


자료: 미국 연방준비제도, NH투자증권 리서치본부

12년 - 저축대부조합 파산 이후 회복에 소요된 기간

- 1986년 저축대부조합 파산 이후, 신규주택판매가 원래 수준을 회복하는 데 12년이 걸림
- **특정 사태가 경기 침체로 전이되는 수준은 사례마다 다르겠으나, 한번 타격을 입은 산업의 부진은 장기화될 수 있음**
- 벤처캐피털(VC), 프라이빗에쿼티(PE) 등은 지난 10년간, 특히 코로나19 이후 대규모 유동성을 바탕으로 성장한 산업임. 이 가운데 리스크 관리가 불충분한 부문은 한동안 부진이 지속될 가능성 높음

저축대부조합 파산 이후, 부동산 회복에 장시간 소요

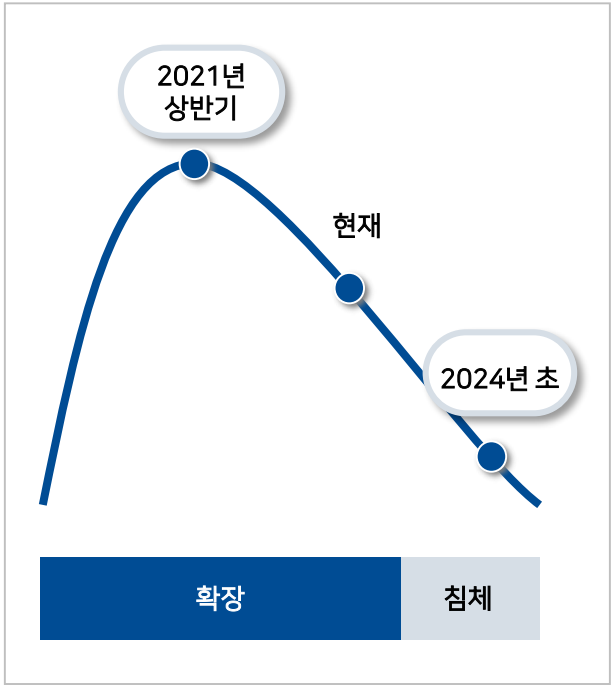


자료: 전미주택협회, NH투자증권 리서치본부

30만명 - 6개월 평균 고용 증가 규모

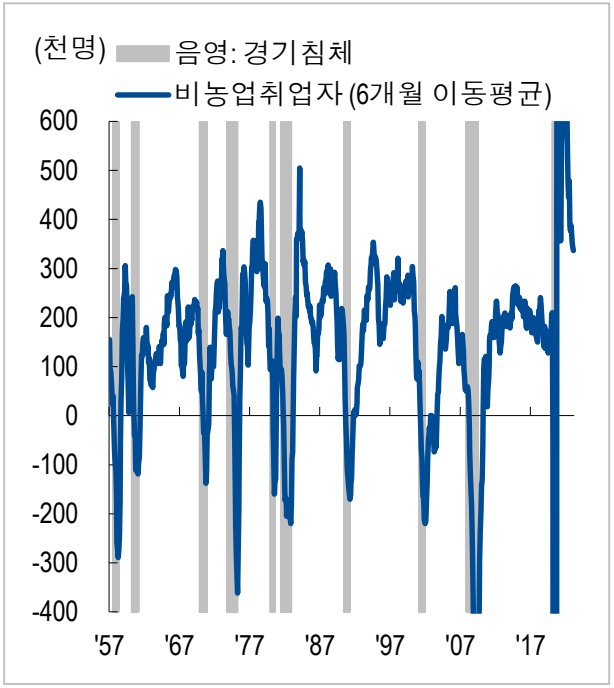
- 6개월 평균 미국 비농업부문 취업자 증가 규모가 30만명을 넘겼을 때 1년 내에 경기 침체가 발생한 적은 없음(=2월 기준으로 33만명). **지금의 고용지표를 보면 당장 침체가 발생하지는 않겠으나 은행의 신용창출 위축이 향후 고용에 영향을 미칠 것으로 보임**
- 침체는 미국 서부 지역에서 시작될 것으로 예상. 2015년 에너지 산업 부진이 수반된 경기 둔화 기간에는 노스 다코타를 비롯한 원유생산 지역의 고용 부진이 두드러졌는데 이번에는 캘리포니아에서부터 시작될 전망

2024년 침체 발생 전망



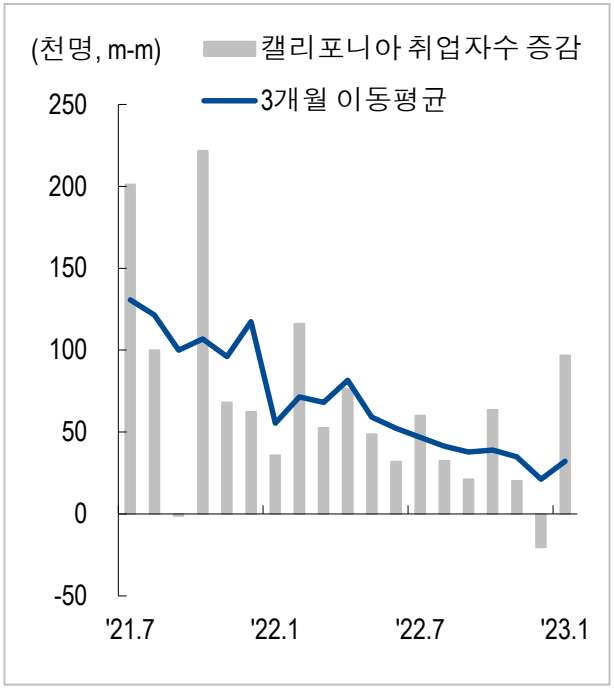
자료: NH투자증권 리서치본부

비농업취업자 6개월 평균>30만명



자료: 미국 노동통계국, NH투자증권 리서치본부

침체는 서쪽에서 시작될 전망



자료: 미국 노동통계국, NH투자증권 리서치본부

4% - 채권 선물시장의 2024년 말 기준금리 전망

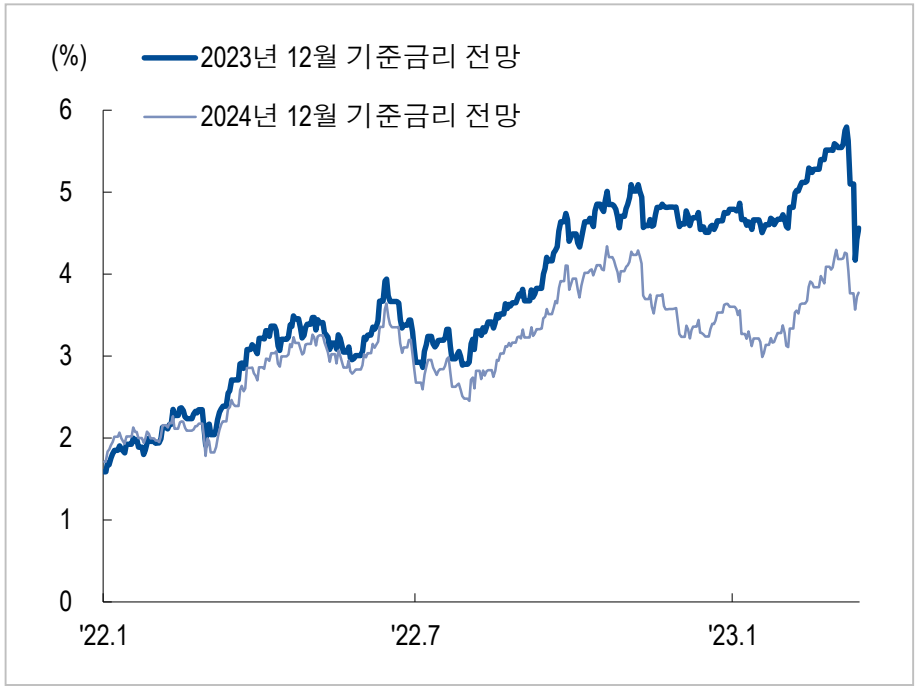
- **Market Watch:** 실리콘밸리은행 뱅크런 이후, 채권 선물시장에 반영된 2023년 12월 기준금리 전망치 급락. 특이한 점은 2024년 12월 기준금리 전망치는 상대적으로 소폭의 하향 조정을 보였다는 것
- **Fed Watch:** 기준금리는 향후 QT 규모 조절, 인상 중단 후인 2024년 인하되기 시작할 가능성이 있으나 하단이 예전처럼 낮지 않을 것으로 보임(매일 변동이 있으나 현재 채권 선물시장이 반영하는 2024년 말 기준금리는 4% 안팎)

2019년 Fed 통화정책 경로

2018년 12월	기준금리 2.5% (인상 종료)
2019년 1월	QT 규모 조절 시사
2019년 3월	기준금리 동결 Terminal Rate 2.5% 확정 QT 조절 확정
2019년 5월~9월	QT 축소하면서 최종 종료
2019년 8월	기준금리 인하

자료: 미국 연방준비제도, NH투자증권 리서치본부

채권 선물시장에 반영된 올해와 내년 말 기준금리 예상 경로

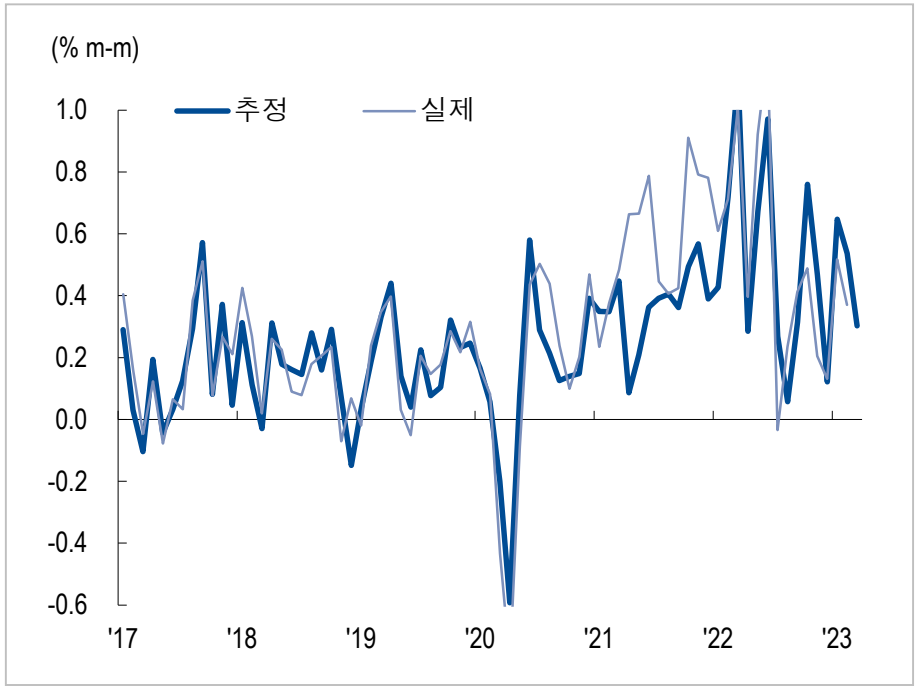


자료: 미국 연방준비제도, NH투자증권 리서치본부

5% - 3월 CPI 상승률 5%대 예상

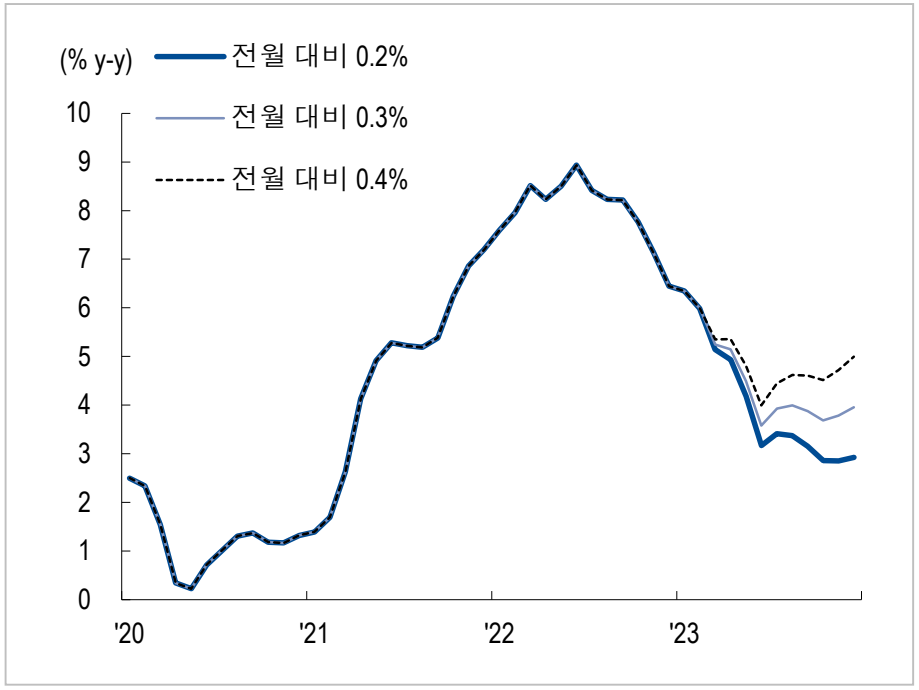
- **미국 CPI 전년 대비 상승률은 지그재그 형태로 낮아질 것으로 예상(=내려는 가겠으나, 일직선 형태는 아닐 듯)**
- 4월 12일 발표되는 3월 CPI는 기저효과(작년 3월 유가 급등)로 전년 대비 5%대로 낮아질 것으로 예상
- 5월 10일 발표되는 4월 CPI는 ① 기저효과가 3월보다 약해지고, ② 중고차 시장가격이 시차를 두고 CPI 통계에 반영되면서 하락 속도가 3월 데이터보다는 둔화될 것으로 예상

클리블랜드 연준의 인플레이션 전망은 비교적 잘 맞는 편



자료: 클리블랜드연준, NH투자증권 리서치본부

전월 대비 상승률에 따른 미국 CPI 전년 대비 상승률 궤적

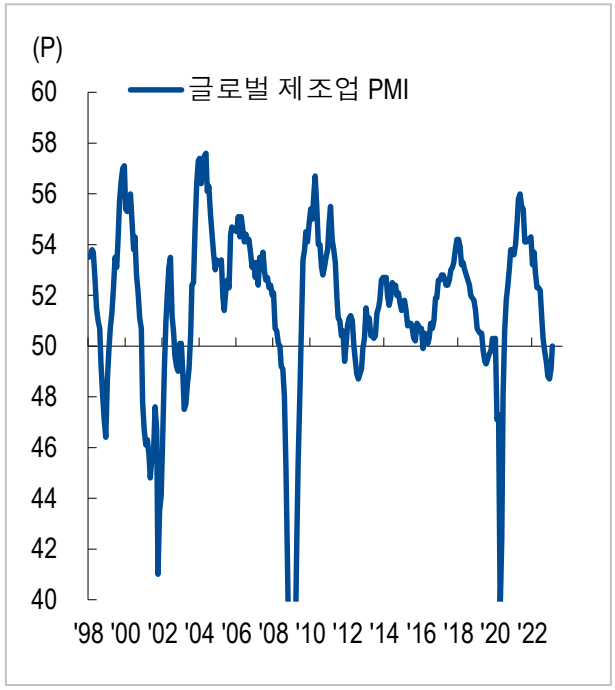


자료: 미국 노동통계국, NH투자증권 리서치본부

50P - 최근 글로벌 제조업 PMI

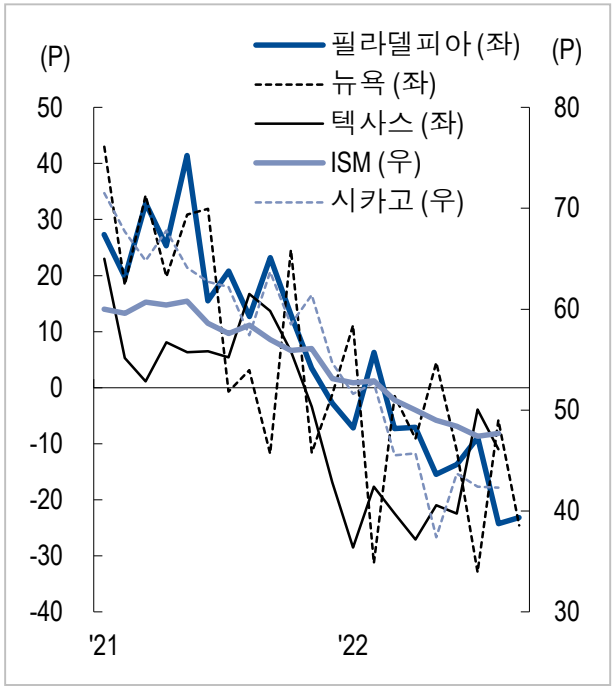
- 2023년 1월과 2월 글로벌 제조업 PMI는 2개월 연속 상승 (2월 PMI=50P)
- ISM 제조업 지수는 2월에 반등. 그러나 SVB 파산 이후 3월 뉴욕 제조업 지수는 하락 반전
- 2월에 주요 선행지수(글로벌 제조업 PMI, ISM 제조업 지수, 한국 선박제외 수출) 반등은 확인했으나, **향후 선형적으로 상승하기는 어려워 보임**

글로벌 제조업 PMI 2개월 연속 상승



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미국 지역별 제조업 경기지수



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

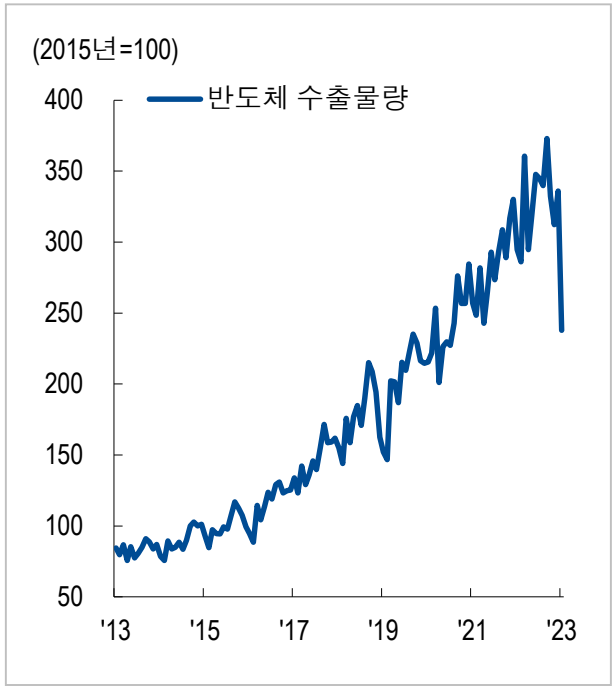
한국 수출 증가율 추이

자료: 산업통상자원부, NH투자증권 리서치본부

1.2% - 올해 한국 GDP 성장률

- 한국 경제 상황을 요약하면, 제조업/수출은 부진한데 서비스업/카드지출은 양호. 잉여유동성 축소되면 카드지출 증가세도 둔화될 전망
- 당사는 반도체 업황 개선을 수요 증가보다는 공급 축소에 따른 단가 상승이 주도할 것으로 예상하고 있음
- 한국 GDP 실질성장률은 수출 물량에 좌우되는데, 이 가운데 반도체 수출 물량이 중요. 따라서 **반도체 업황 개선이 주로 단가(P) 상승에 기반할 때 실질(Q) 성장률 개선 효과는 미미함**. 이에 따라 올해 한국 성장률은 1.2%로 예상

연초 반도체 수출 물량 감소

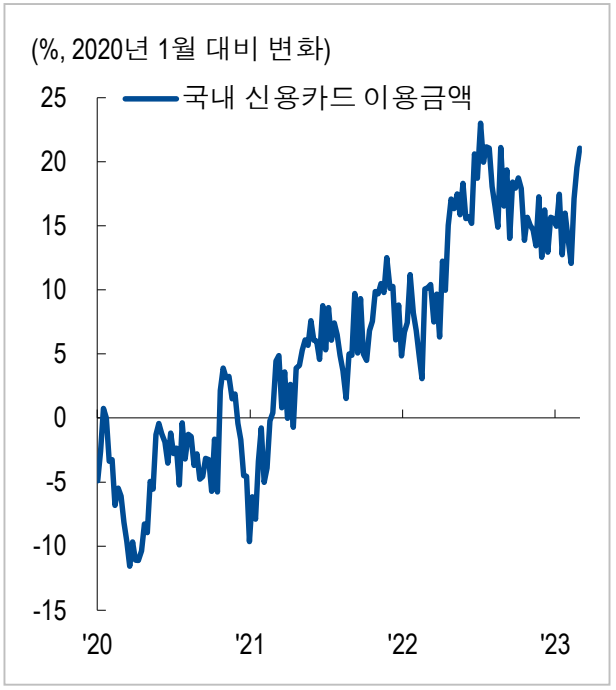


자료: 한국은행, NH투자증권 리서치본부

국내 경제-제조업과 서비스업이 엇갈림

자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

신용카드 지출은 양호



주: 4주 이동평균값
자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

This page intentionally left blank

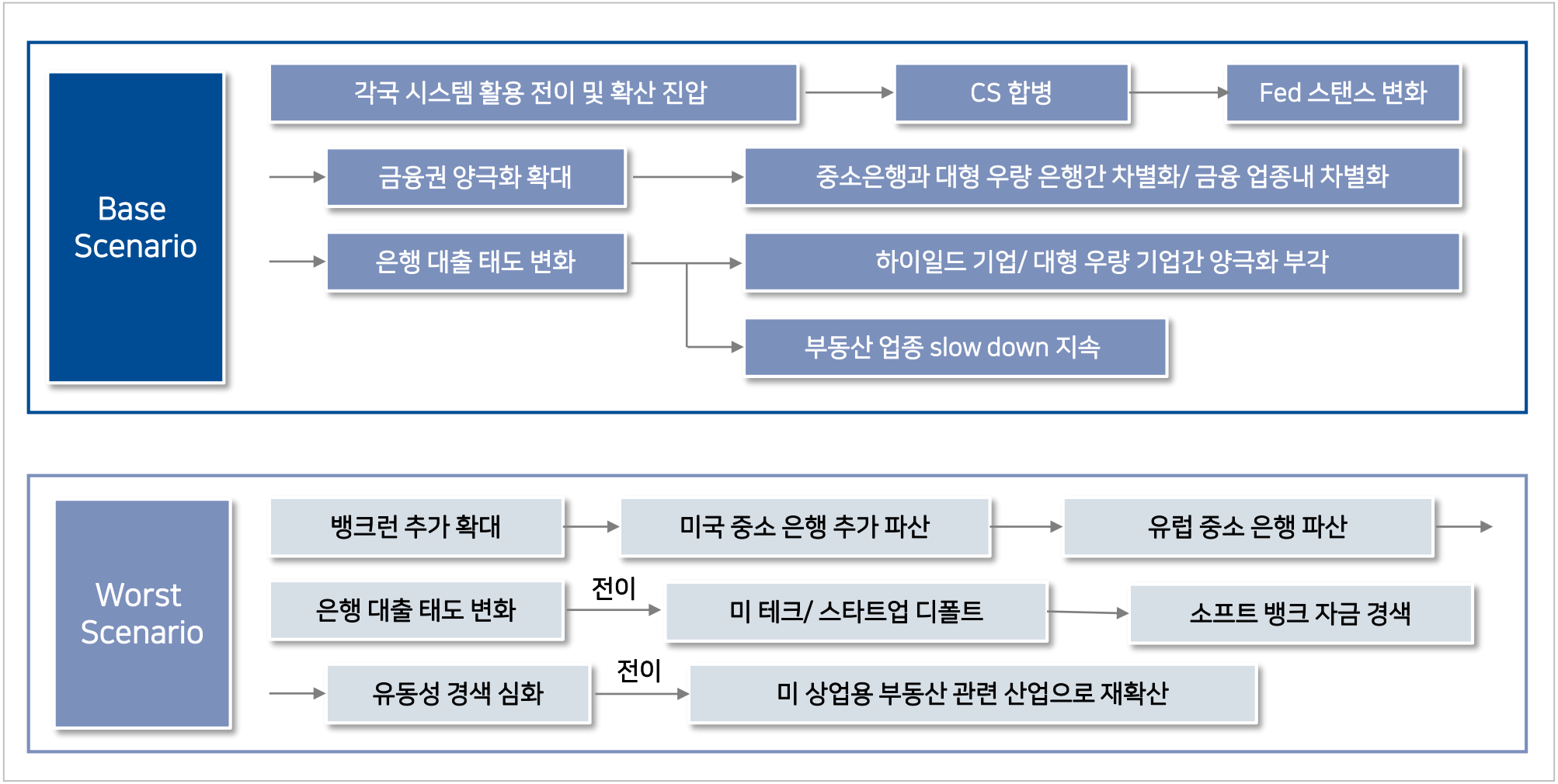
지금의 안전자산은 무엇일까요?(Feat. SVB)

II. 투자전략: 평균 실종

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

글로벌 은행 위기. 이제 위기의 시작인가? 진화 이후 안도 랠리일까?

기본 가정은 뱅크런 확산 제어 및 Fed 스탠스 변화에 따른 안도 → 각 업종별 양극화, 대형 우량 기업으로 쏠림 확대

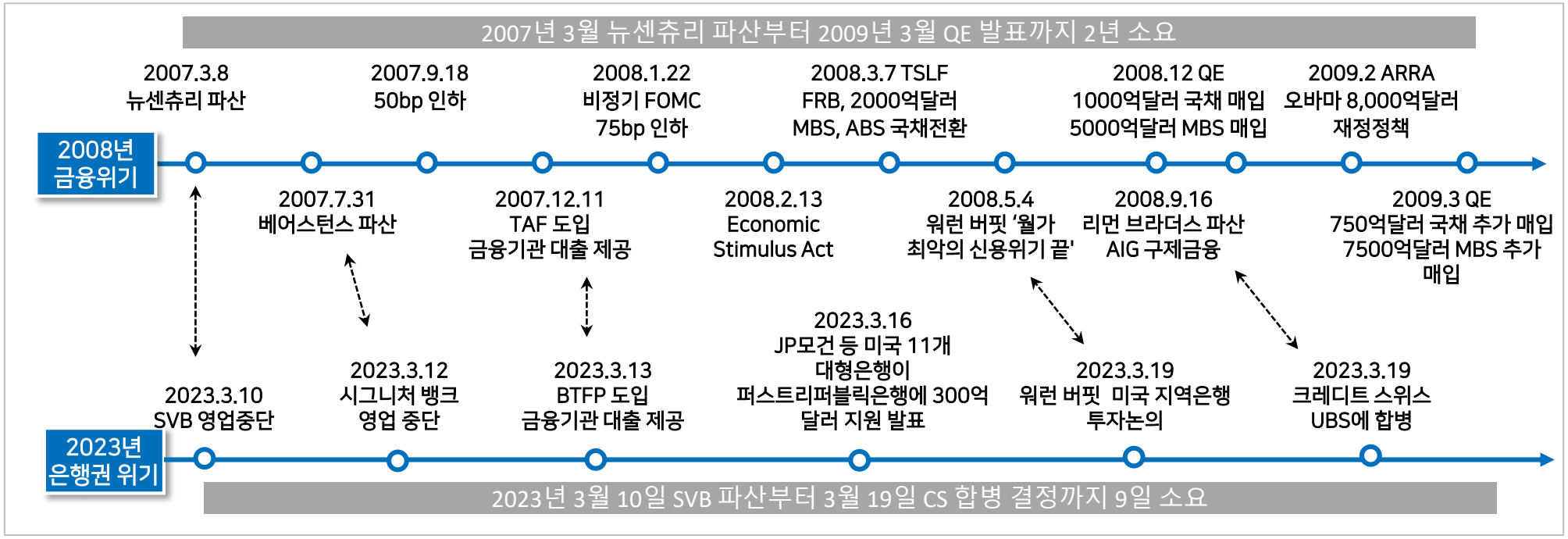


자료: NH투자증권 리서치본부

2008년 금융위기 대비 상당히 빠른 대처가 확산 방지 기대감을 상승시킴

- 2008년 금융위기와 2023년 미국 은행 유동성 위기의 주요 이벤트의 진행과정을 동일시할 수는 없지만, 유사한 이벤트를 비교해보면 현재는 각국 정부와 중앙은행의 상당히 빠른 대처가 진행되고 있음
- 이는 단기적으로 리스크 확산 방지 기대감을 상승시킴

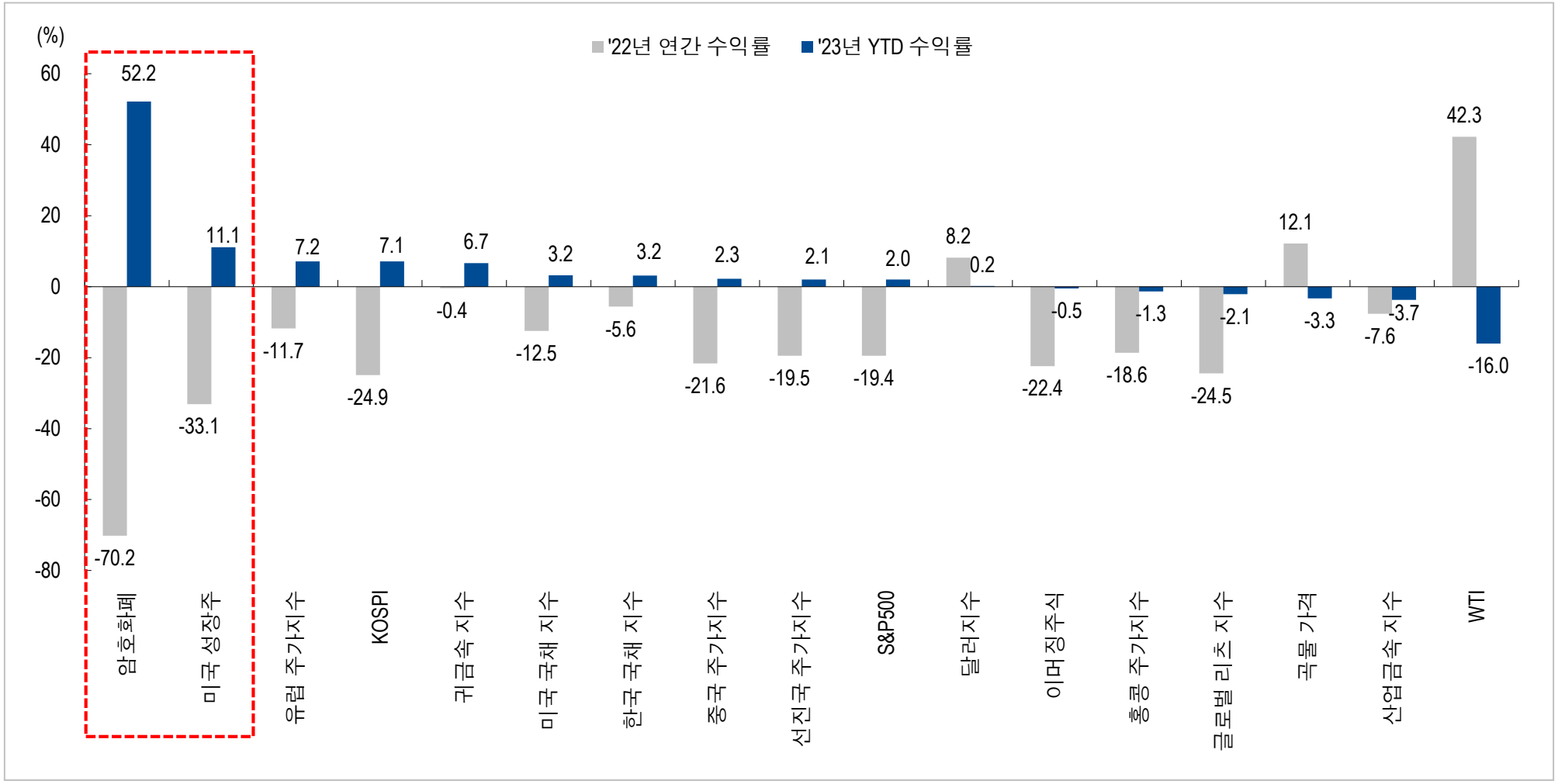
2008년 금융위기와 2023년 미국 은행 유동성 위기의 주요 이벤트 비교: 상당히 빠른 대처



자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부

SVB사태의 특징 ① : 글로벌 은행 위기에도 디지털 자산과 미국 성장주 상승

2022년 및 2023년 주요 자산 수익률

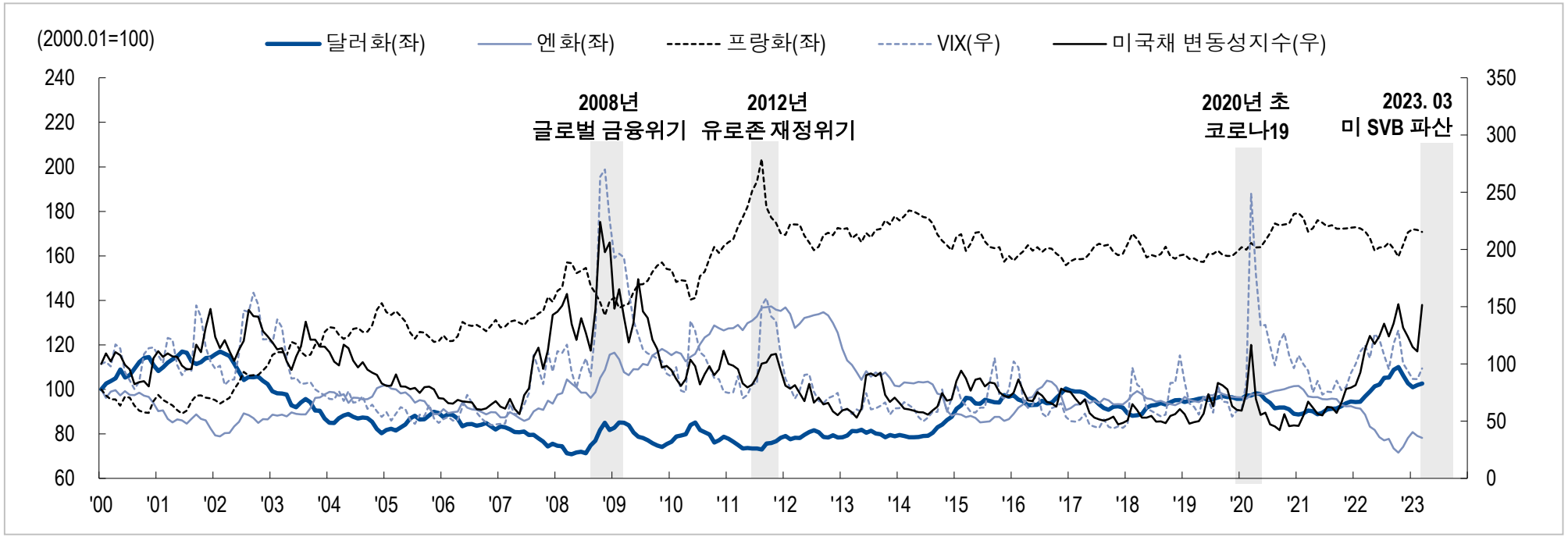


주: 3월 17일 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

주요 안전 통화는 안정적, 단기 자금 시장, 주식, 채권 시장의 변동성만 상승

- 프랑화와 엔화 등 주요 안전자산으로 여겨지는 통화는 안정적. 달러는 약세를 기록
- TED 스프레드, OAS 스프레드, 신용 스프레드 및 주식, 채권시장 변동성(VIX, MOVE)만 상승
- 금번 뱅크런의 시작이 실리콘 밸리 기업의 자금 인출이 중심이었다는 점에서 일부 자금은 자유로운 가치 저장 수단의 역할과 네트워크 신뢰도 측면에서 전통 은행 시스템에 대한 대안으로 비트코인, 혹은 금을 선택한 것으로 추정

주요 안전 통화와 변동성 지수

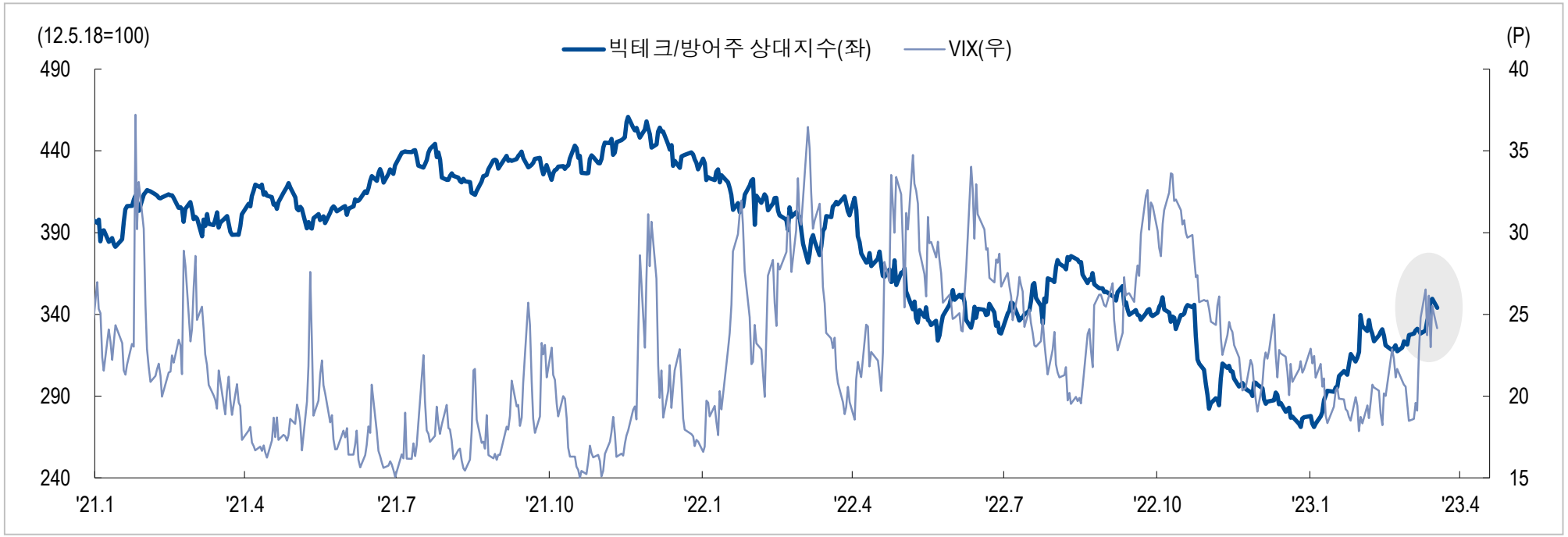


자료: Bloomberg , NH투자증권 리서치본부

Mega-cap Tech가 안전 주식이라는 인식 확대

- 과거와는 다르게 위험자산 회피 성향의 확대에도 Mega-cap Tech는 최근 S&P500 방어주 대비 상대 성과가 우수
- 금번 은행 위기 환경에서는 기존 방어주 대신 현금이 많고, 성장성이 담보된 대형 우량주(Mega-cap Tech)를 안전 주식으로 인식하는 경향이 확대된 것으로 판단

위험자산 회피 성향의 확대에도 Mega-cap Tech의 방어주 대비 상대 성과가 우수. 현금이 많은 대형 우량주를 선호

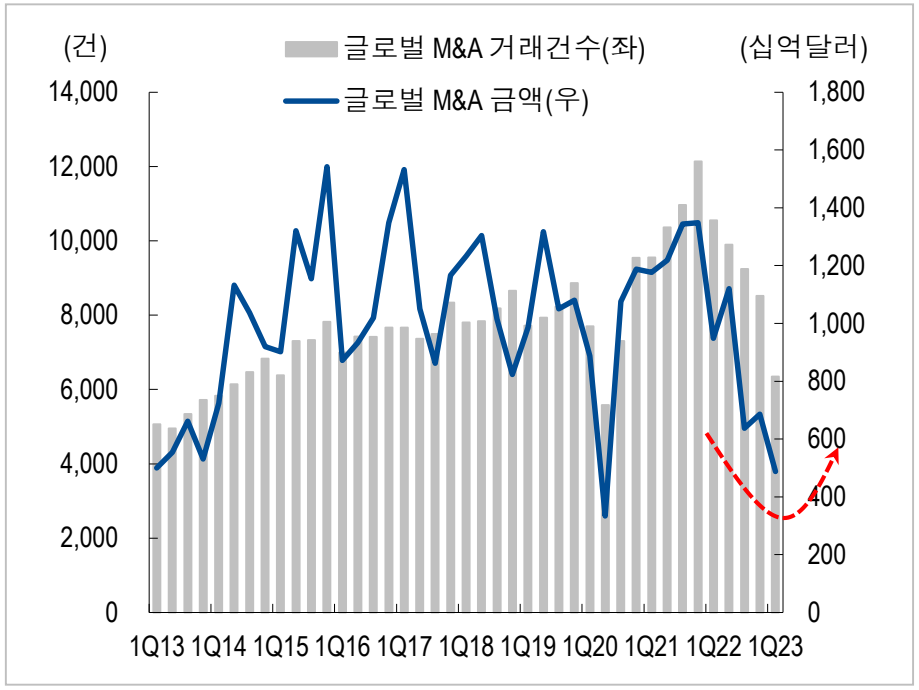


자료: Bloomberg , NH투자증권 리서치본부

신용 스프레드의 확대는 Mega-cap Tech에 기회 요인

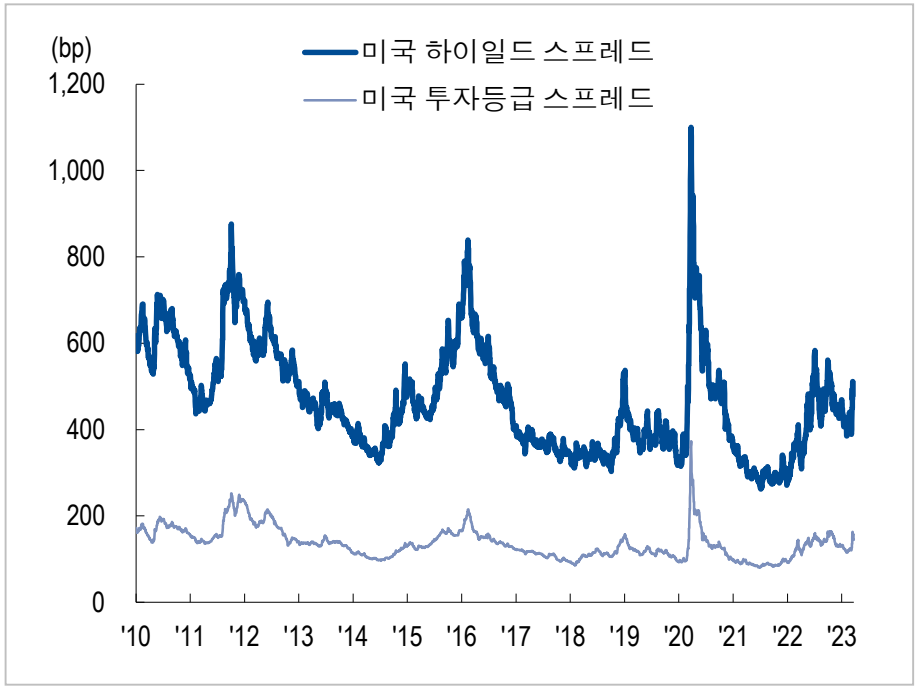
- 대형 우량 기업 입장에서는 금리 하락에 따른 할인율 감소, M&A 기회 확대, 펀더멘털 대비 단기 주가 매력 상승 등의 기회 요인 존재
- 하이일드 기업 및 아마존식 성장모델만을 추구하는 스타트업 등은 유동성을 확보하더라도 신용 스프레드의 확대로 조달 금리 상승, 이자 비용 확대 지속 예상. 하이일드 기업 대비 대형 우량 기업간 양극화가 부각될 가능성이 높음
- 현 시점은 AI 기술이 다른 산업과 융합하기 시작하는 시기. ChatGPT API를 통해 기업은 ChatGPT 기능을 커스텀 하여 활용 가능하기 때문에 산업 융합 및 확장이 과거보다 빠르고 용이. Mega-cap Tech는 현재 신용 스프레드 확대를 비즈니스 모델 확장 및 다변화 기회로 삼을 것

1년간 꾸준히 감소한 M&A 건수



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

선진국 크레딧 신용 스프레드

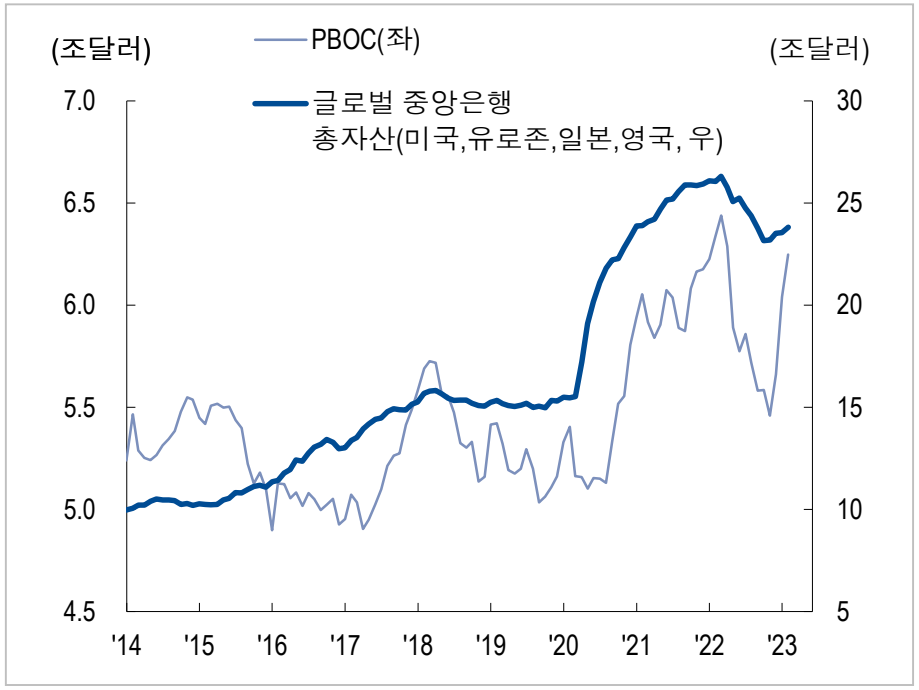


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

SVB사태의 특징 ② : 달러 약세

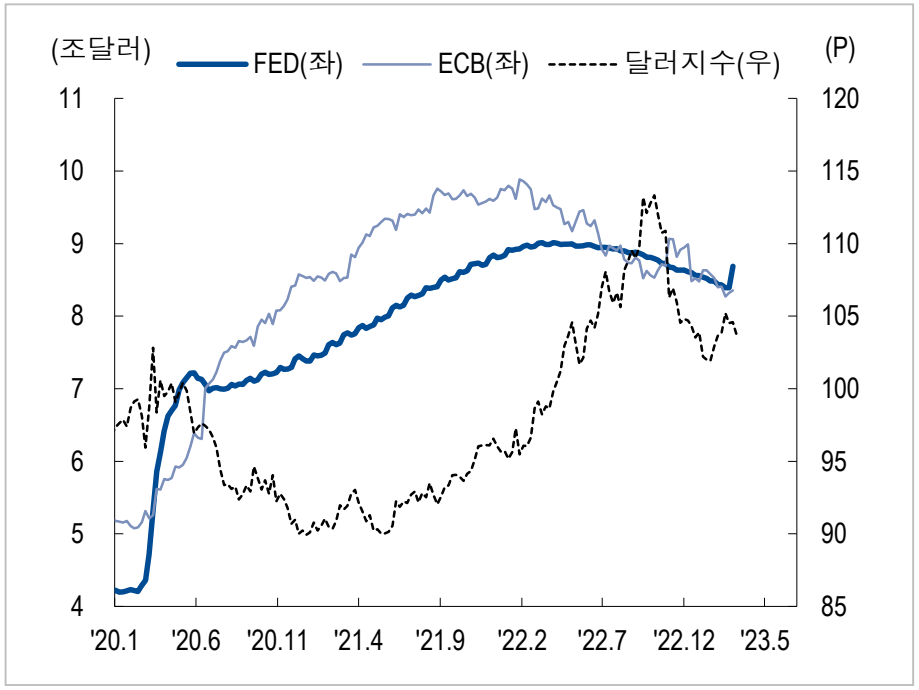
- Fed 및 ECB는 은행 위기 전이를 막기 위해 발빠르게 대처. 중국 인민은행은 예상외의 지준율 인하를 단행. 중국의 경기 부양의지와 미국 및 유럽의 리스크 확산 방지 의지가 맞물리며 유동성 경색 탈피 전망
- 이에 최근 달러는 약세를 기록

주요 4대 중앙은행 및 중국인민은행의 보유자산 비중 변화



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

주요 중앙은행 보유자산 추이와 달러인덱스

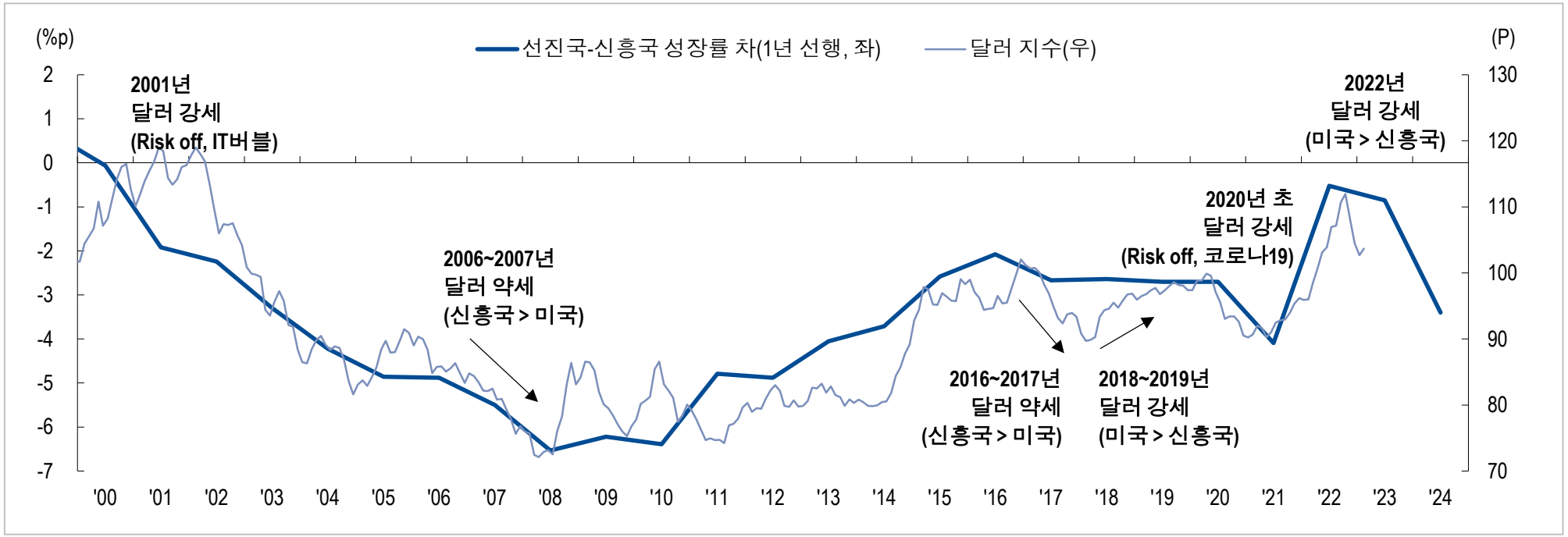


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

글로벌 은행 위기에도 달러 약세 전망 유효

- 과거 달러 강세는 위기에 따른 안전자산 선호, 미국 만의 경기 성장에 기인
- 현재 달러인덱스는 Fed의 Terminal Rate가 얼마 남지 않았다는 예상, 미국 외 지역의 턴어라운드 전망, 현재 은행 위기가 단기에는 확산되지 않을 것이라는 전망을 반영

시기별 달러인덱스 결정 요인

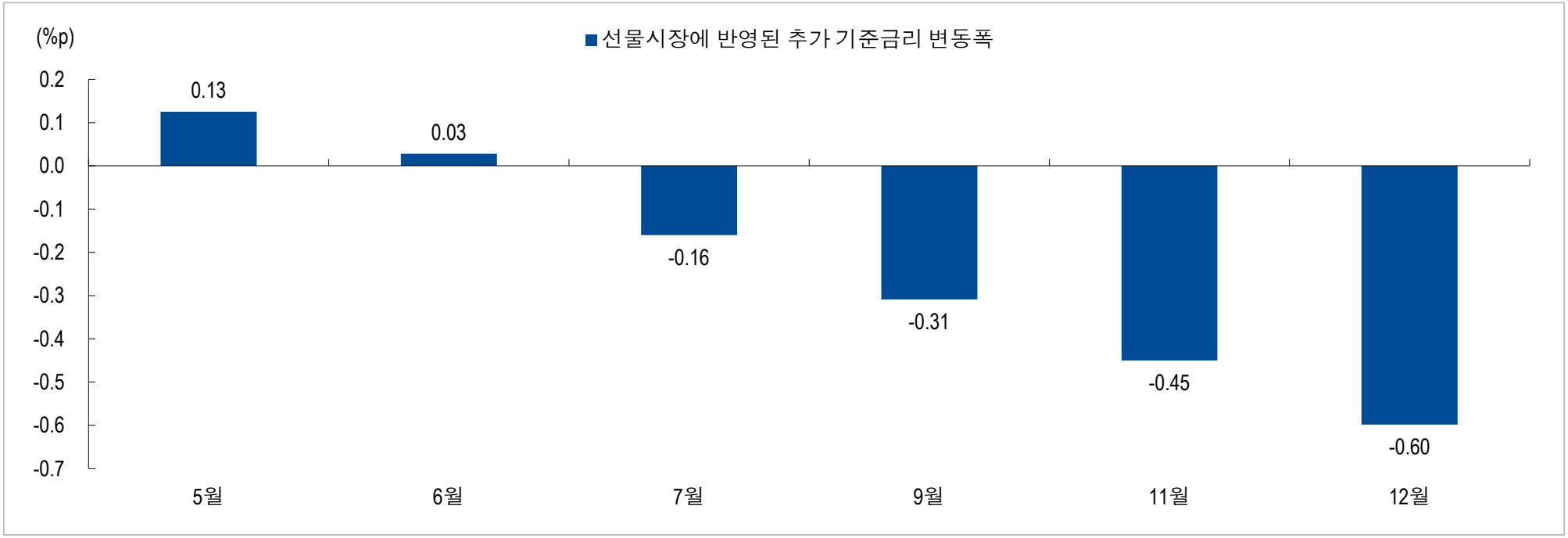


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

널뛰는 Fed Watch. Terminal Rate가 멀지 않았다는 생각과 금리 인하 기대 사이

- 선물시장의 기준금리 전망은 매일 바뀜. 현재 기준 5월 금리 인상이 Terminal Rate. 이후 70bp 이상의 금리 인하를 금융시장은 기대
- 금리인상 사이클이 마무리되었다는 긍정적 요인과 금리 인하 시점과 관련한 금융시장과 Fed와의 간극 사이에서 당분간 금융 시장은 시소게임이 나타날 전망. 하지만 금리 인하는 금리 인상 종료 → QT종료 → 금리 인하의 수순이라는 점에서 위기상황의 급변이 아니라면 빨라야 4분기 말, 2024년 초의 가능성이 높음
- **어느 견해이든 간에 미국 금리의 추가 상승폭이 제한적이라는 상황은 빅테크에 우호적으로 작용할 전망**

종착지에 다다랐다는 생각

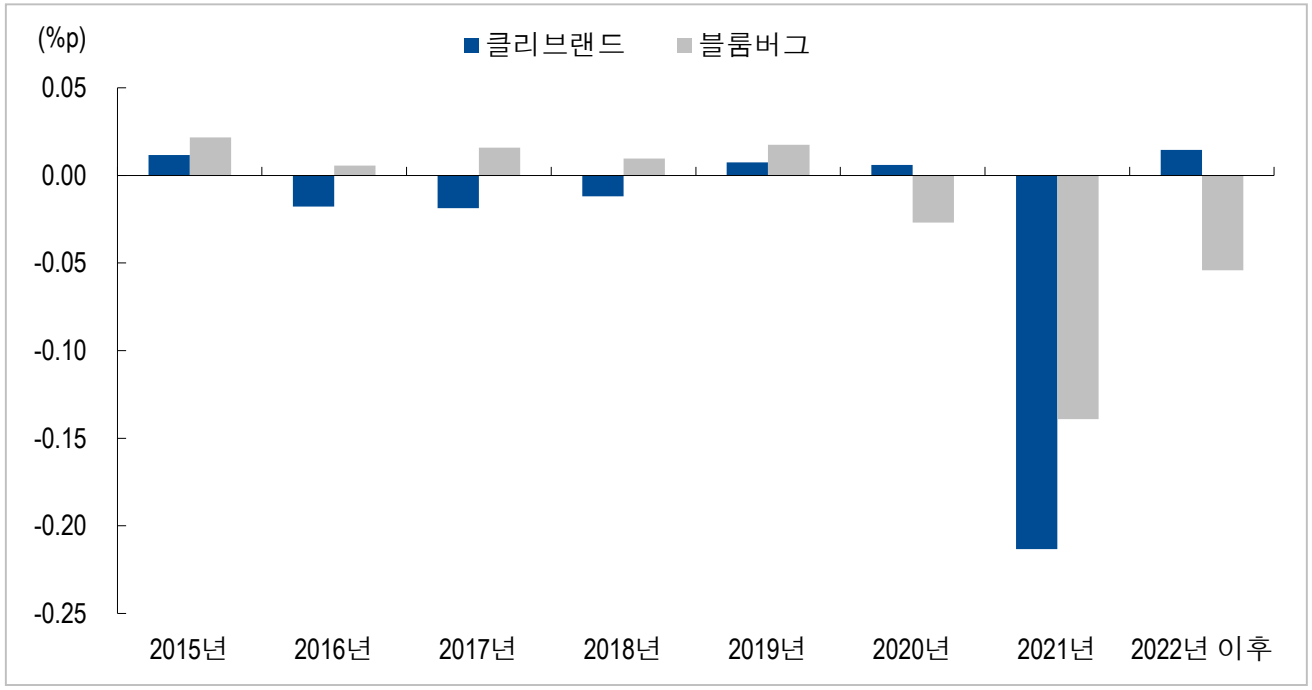


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

향후 미국 소비자물가에 대한 부담감은 크지 않음

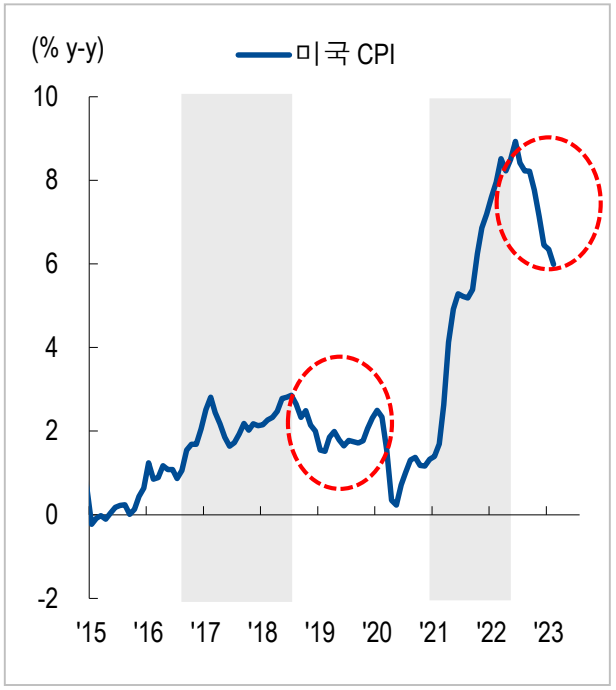
- 미국 물가 추정치는 블룸버그 컨센보다 Inflation Nowcast에 주목
- 클리블랜드 연은은 3월 CPI가 전년 대비 5.22%, 전월 대비 0.3% 상승할 것으로 예상. 에너지 가격 등에 기인한 기저효과가 작용할 전망
- Inflation Nowcast는 근원물가를 추정할 때 최근 물가에 높은 가중치를 부여. 이에 따라 클리브랜드 연은의 Inflation Nowcast는 물가가 피크아웃을 한 이후 적중률이 높음(2019~2020년, 2022년 이후)

클리브랜드 연준의 물가 추정치 (Inflation Nowcast): 3월 CPI 5.22% y-y 예상



자료: 클리브랜드연은, 미국노동통계국, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

물가 피크아웃 이후 적중률 높아지는 경향

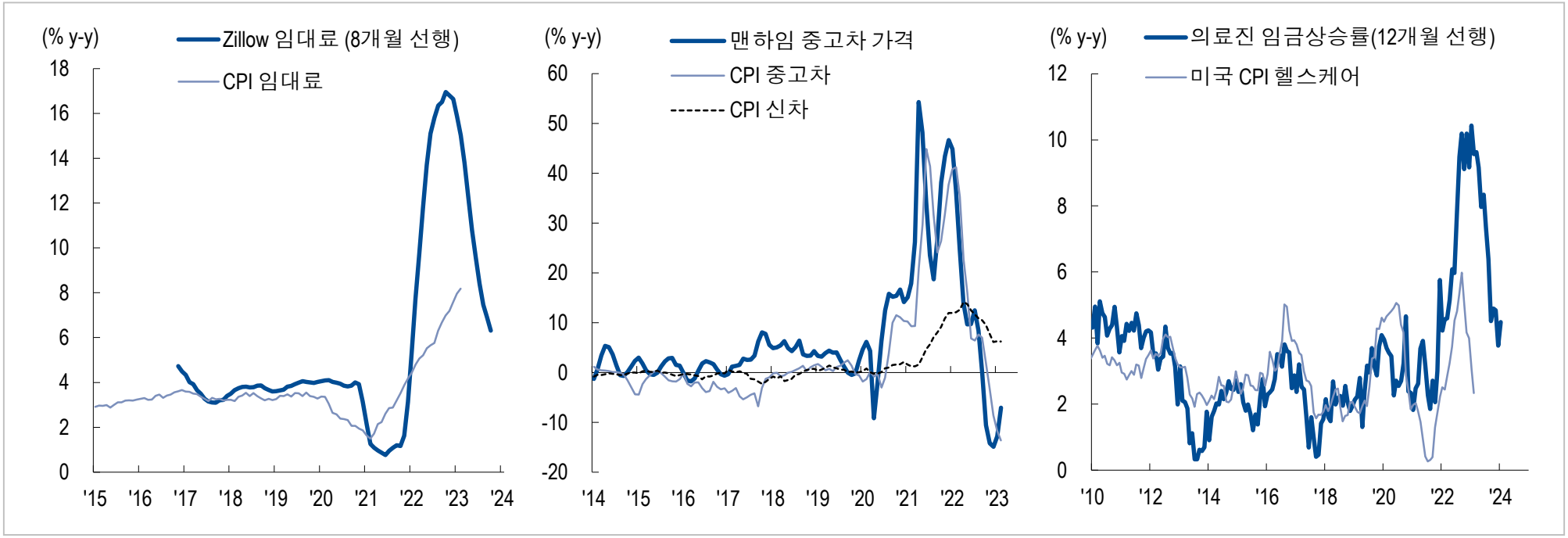


자료: 미국노동통계국, NH투자증권 리서치본부

주요 물가 선행지표도 3월 CPI의 부담이 크지 않음을 시사

- 미국 CPI 구성항목 내 임대료와 Zillow 임대료의 8개월 선행상관계수는 0.91. 최근 지연이 나타나고 있지만, 임대료는 하락 예상
- 미국 CPI 구성항목 내 중고차 항목과 맨하임 중고차 가격은 동행. 최근 맨하임 중고차 가격이 상승했으나 신차 가격은 하락
- 미국 CPI 헬스케어와 미국 의료진 임금상승률의 12개월 선행상관계수는 0.5. 의료비는 하락 지속 예상

에너지가격을 제외한 주요 미국 CPI 결정요인

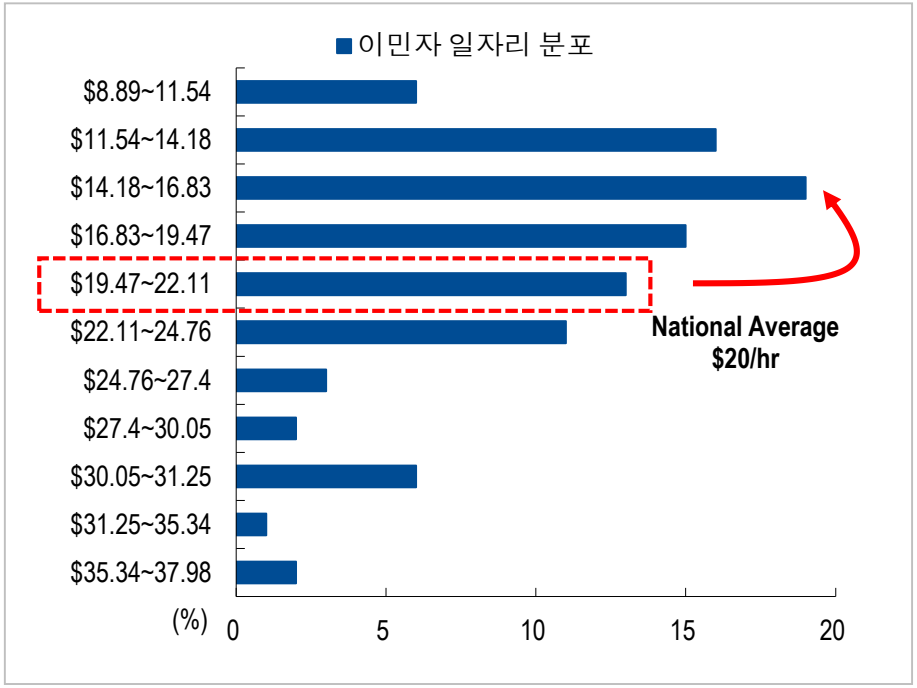


자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

5월 이후에는 Title 42 종료로 미국의 임금 상승 압력도 약화 가능

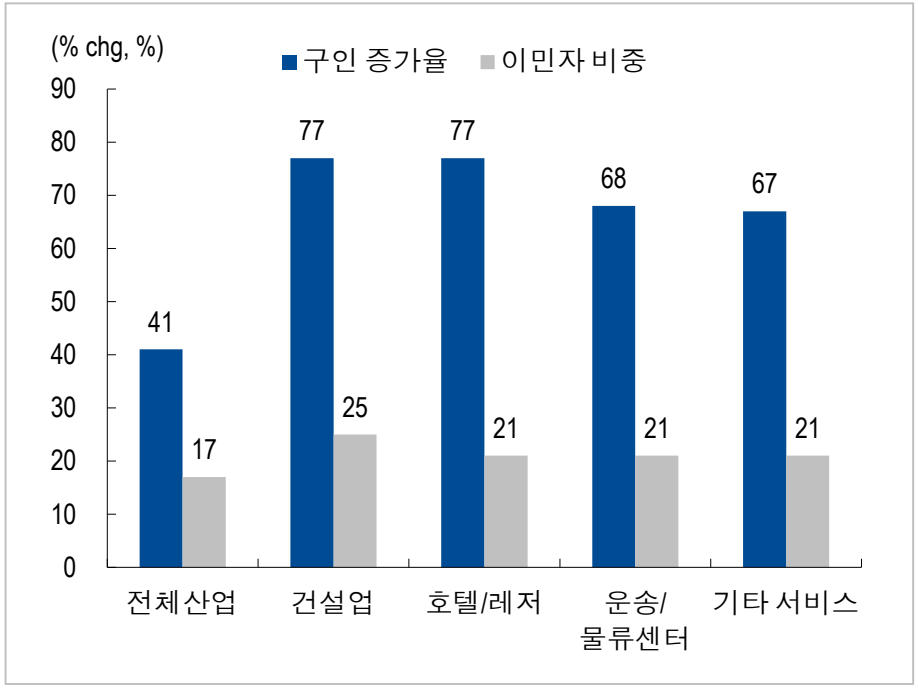
- 2020년 3월 20일 트럼프 행정부가 시행한 Title 42(외국인 입국 제한조치)가 2023년 5월 11일에 종료
- **이민자들의 시간당 평균 임금은 15달러(미국 평균 임금 시간당 20달러 수준)로 남부지역 고용이 증가할 경우 전체 임금 평균을 낮출 것**
- 건설 노동, 레스토랑, 호텔 안내, 항구 운반, 트럭 운전, 물류센터 배달 등에서 이민자 의존도가 높음

미국 이민자들의 시간당 임금은 국가 평균 대비 낮아



주: 2023년 2월 26일 기준
자료: ZipRecuirter, NH투자증권 리서치본부

미국 일자리 증가한 산업의 이민자 의존도 높은 편

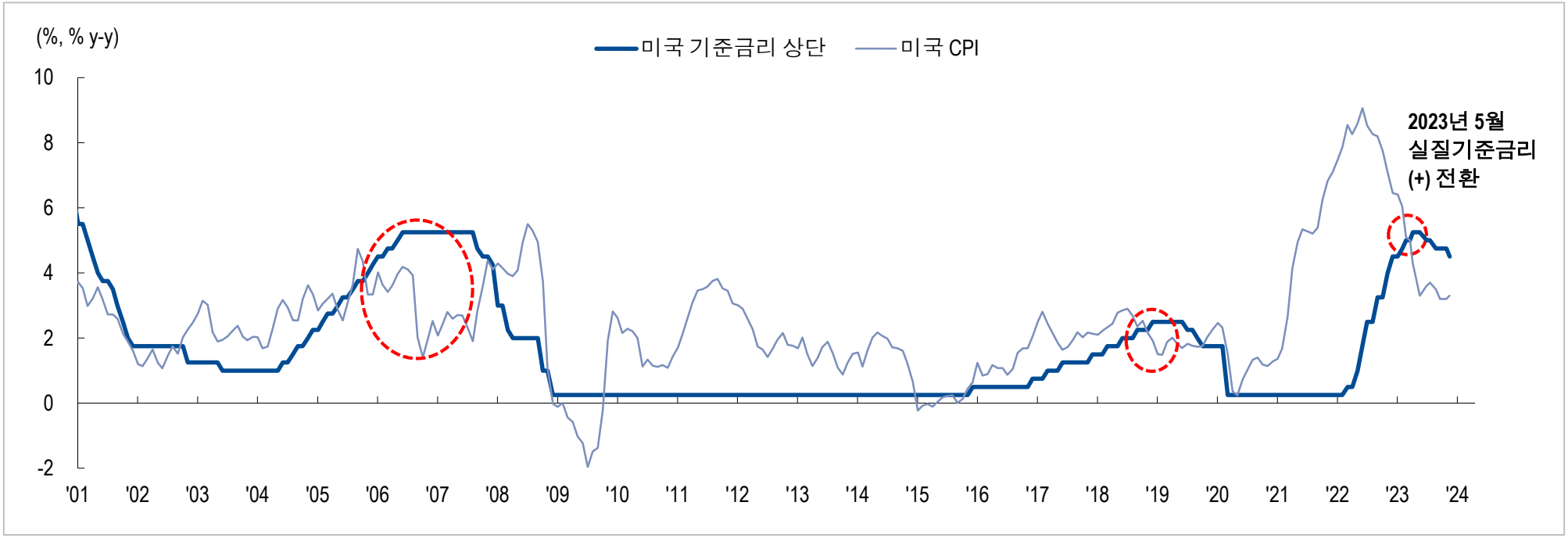


주: 구인 건수 2019년 5~7월부터 2021년 5~7월까지의 증가율. 이민자 비중은 2019년 5~7월 기간 기준; 자료: New American Economy, NH투자증권 리서치본부

5월 실질기준금리 플러스 전환 가능성은 5월 Terminal Rate 기대를 높이는 요인

- 현재 물가 추정치 상 2023년 5월 실질기준금리가 플러스 전환이 예상된다는 점도 5월 Terminal Rate에 대한 기대를 높이는 요인
- 2000년 이후 미국 금리인상 사이클이 마무리되며 실질 기준금리 플러스가 유지되었던 구간은 2006~2007년, 2019년. 해당 기간 주가는 양호

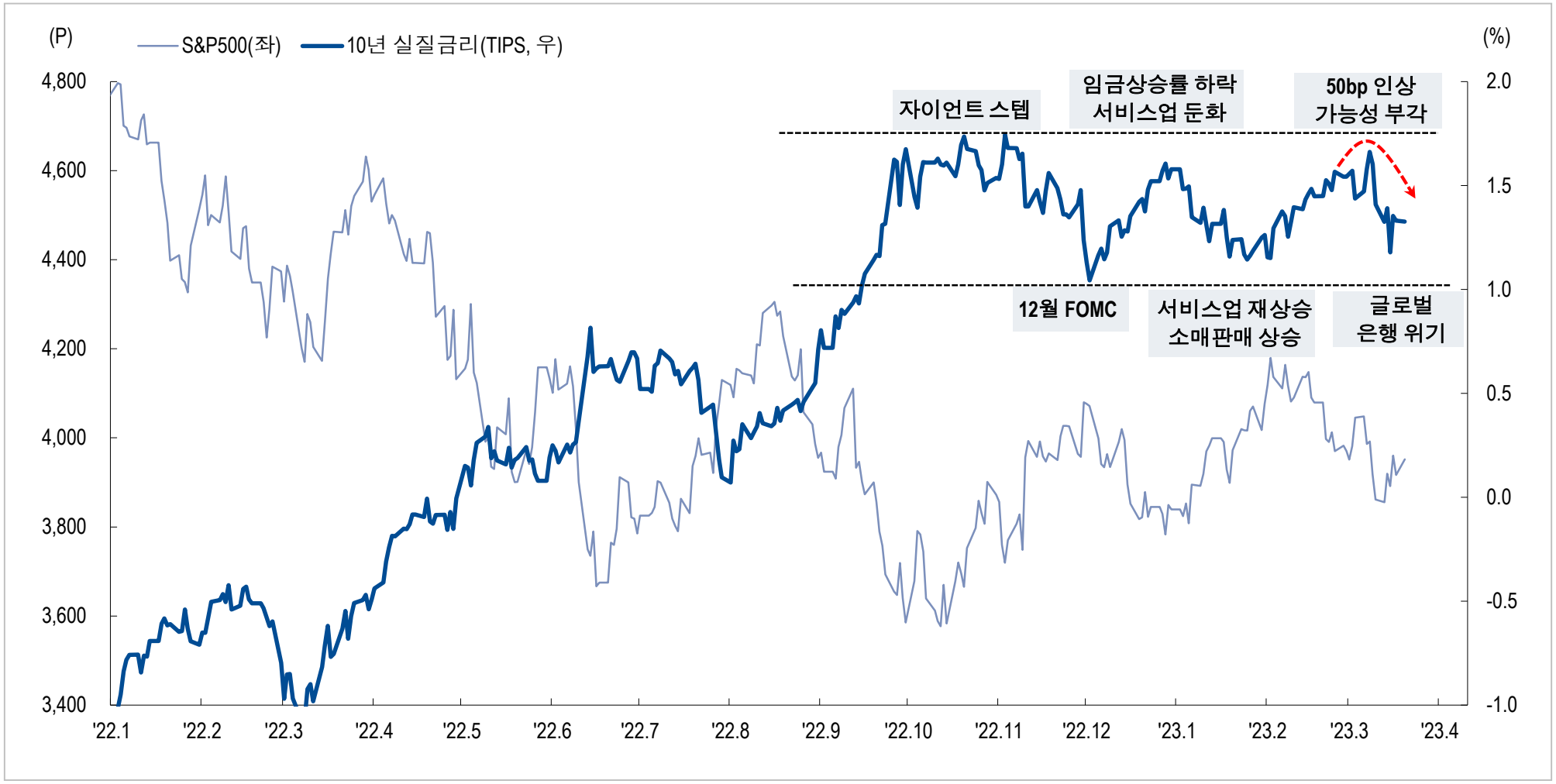
2023년 5월 실질기준금리는 플러스 전환 예상. 이는 Terminal Rate 도달 기대를 높이는 요인



자료: 미국 노동통계국, 연방준비제도, NH투자증권 리서치본부

10년 실질금리(TIPS), 추가 하락 예상

현재 10년 실질금리는 130bp. 인상 사이클의 종료가 얼마 남지 않았다는 전망이 확대되면 추가 하락 가능

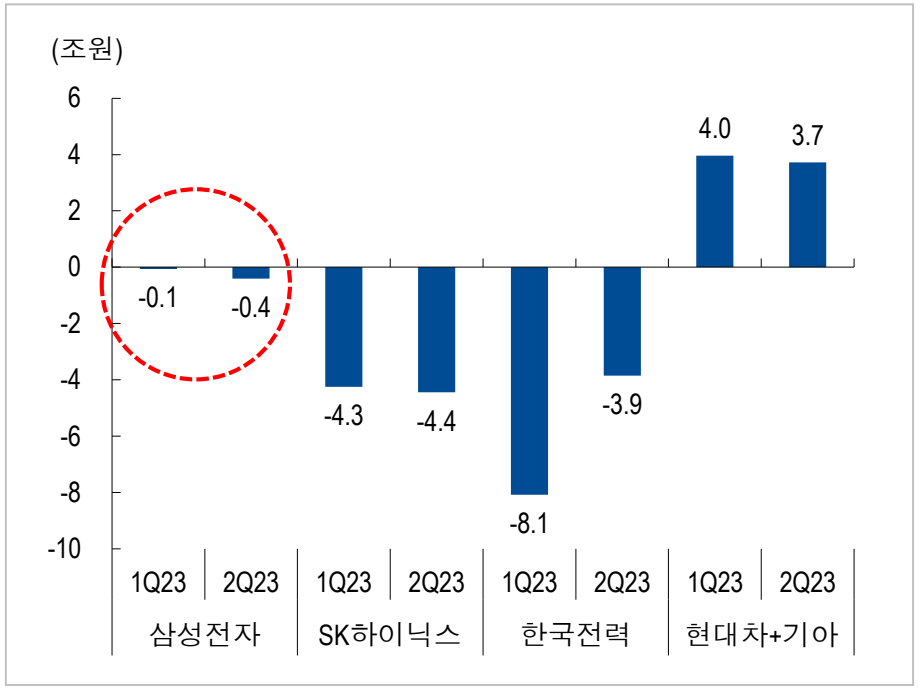


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

이제 기업 실적의 바닥(Terminal)을 확인할 차례

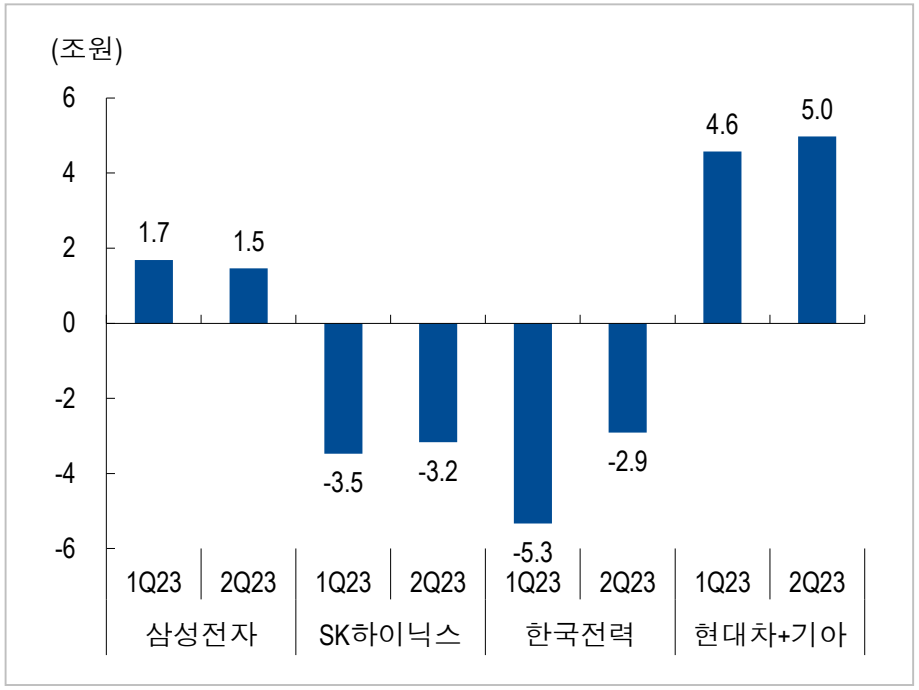
- 삼성전자의 1분기 영업이익이 적자라면, 시장의 반응은 두가지
- ① 적자에 따른 Contingency Plan 가동으로 **공급 축소 공식 발표 가능. 1분기 실적이 저점이라는 전망 확대로 주식 비중 확대 예상**
- **② 공급량 유지 발표, 수요 축소 지속 예상에 따라 1분기 대비 2분기 적자 확대가 예상된다면 비중 축소로 대응 가능**
- **①의 시나리오가 확률이 높다고 판단**

1분기 및 2분기 KOSPI 주요 종목 영업이익 최소 전망치



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

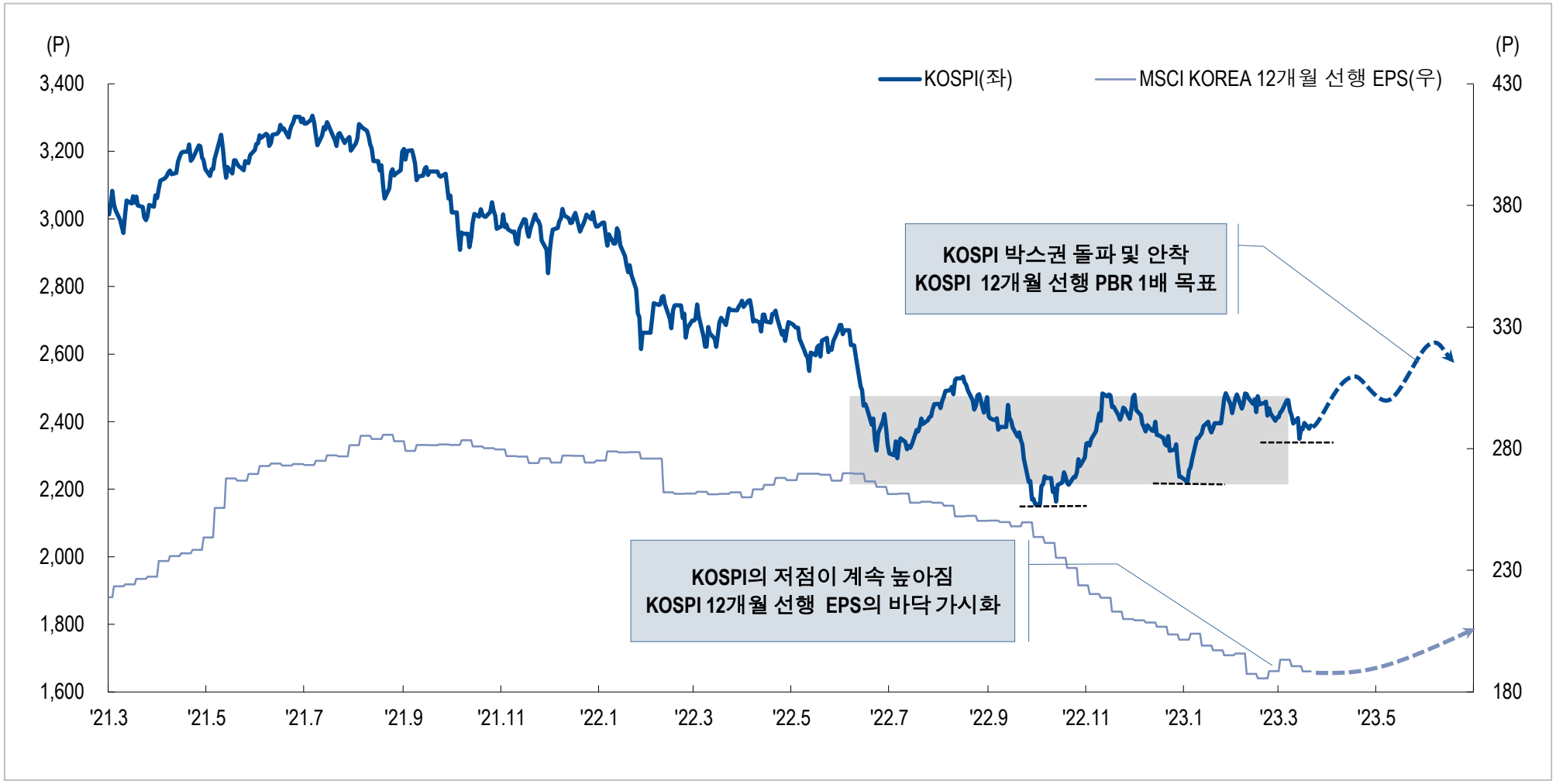
1분기 및 2분기 KOSPI 주요 종목 영업이익 평균 전망치



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

KOSPI는 위기에도 단계적 저점 상승 확인. 비중 확대 유효

12개월 선행 EPS의 바닥권이 형성 중

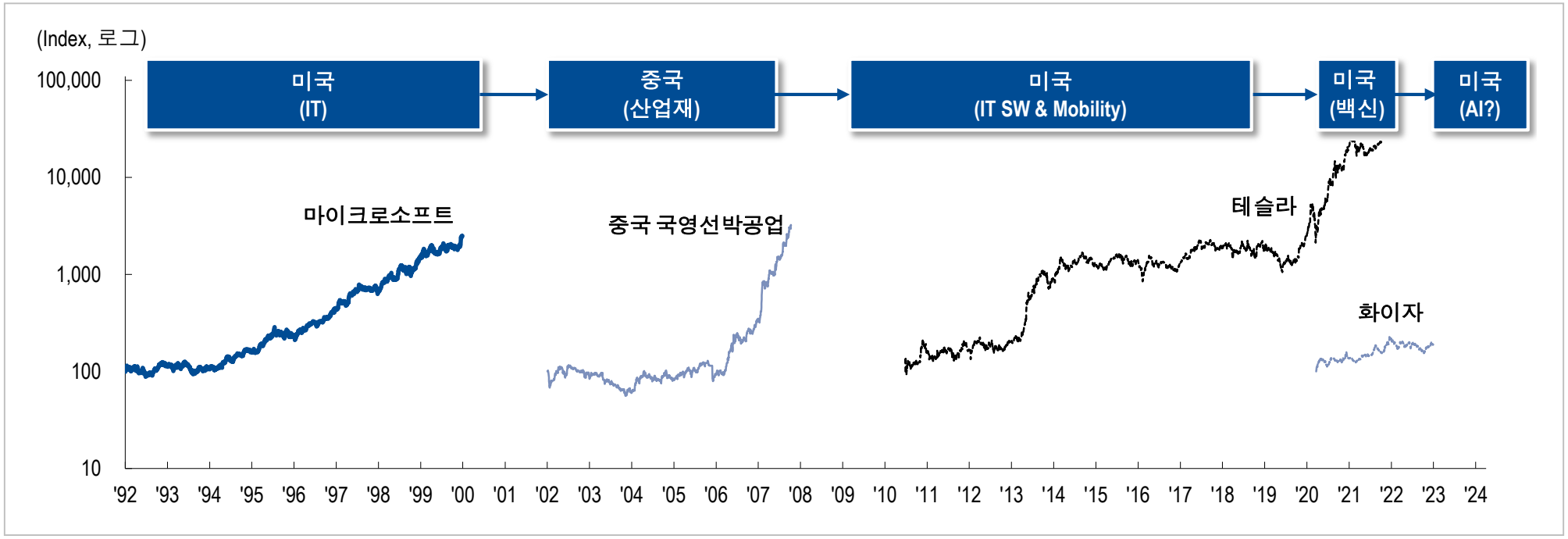


자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

[Ice Breaking] 주도주의 패러다임 쉬프트로 보면 1990년대와 유사할 수도…

- 주도주는 글로벌 패러다임의 변화 및 이를 주도하는 산업과 연동
- 1990년대는 마이크로소프트, 2000년대는 중국 국영선박공업, 2010년대는 테슬라, 코로나 이후 2020년대에도 여전히 테슬라가 주도주
- 장기 투자전략 측면에서 챗봇이 산업 생태계를 변화시킬 패러다임 쉬프트로 부각될 개연성이 높아지고 있음
- **현재로서는 1990년대의 주도주였던 마이크로소프트가 재차 주도권을 잡을 가능성이 높아지고 있음**

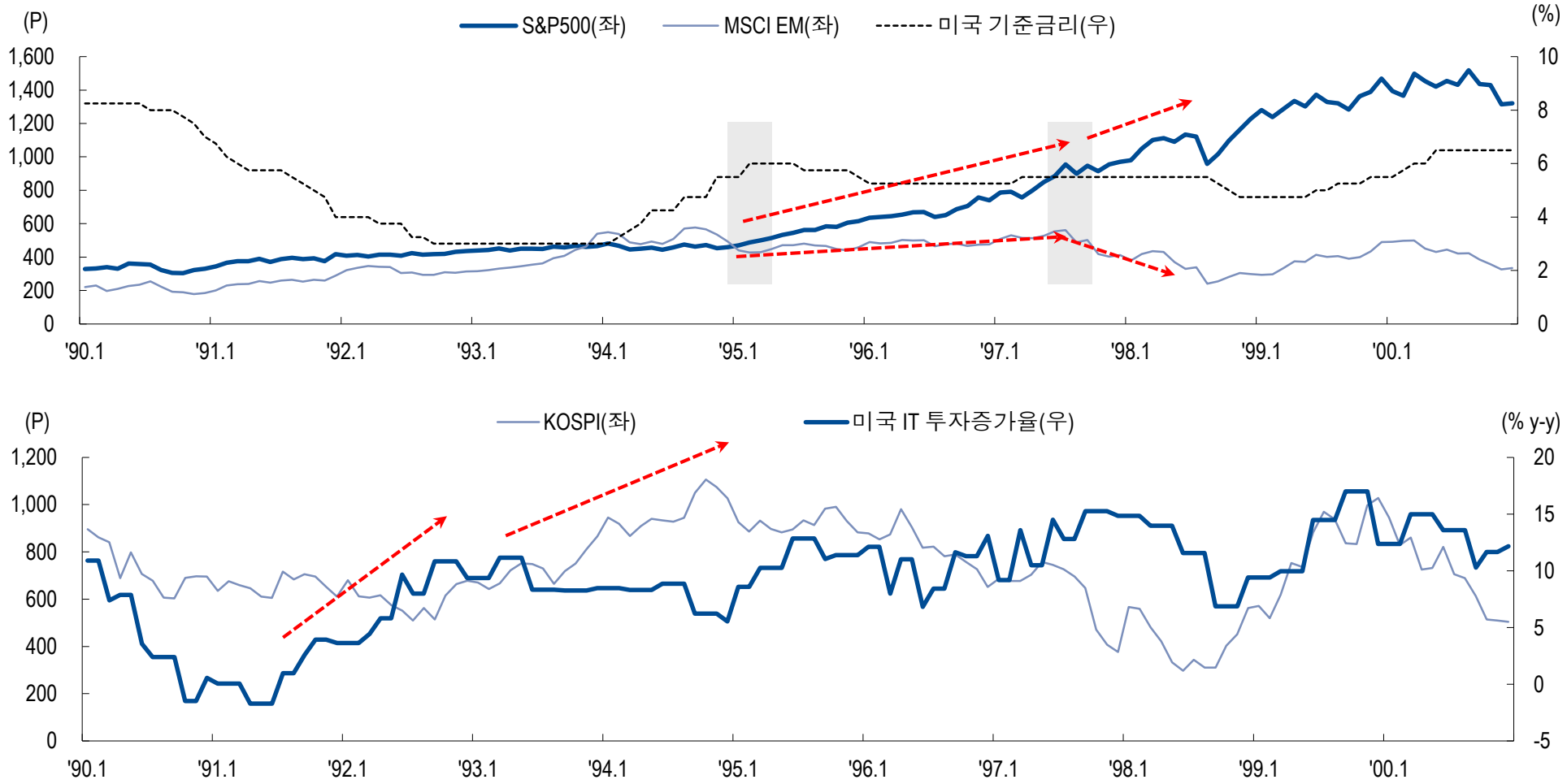
시기별 패러다임 변화와 당시 주도주



자료: Bloomberg, IHS Markit, NH투자증권 리서치본부

1990년대와 유사하게 소프트웨어에서 IT하드웨어 투자로 연결되는 흐름이라면…

1991년 미 IT CAPEX 증가 선행 이후 1992년 한국 주식시장 상승. 1995년 미 금리인상 마무리 이후 미국 주식시장 주도의 상승

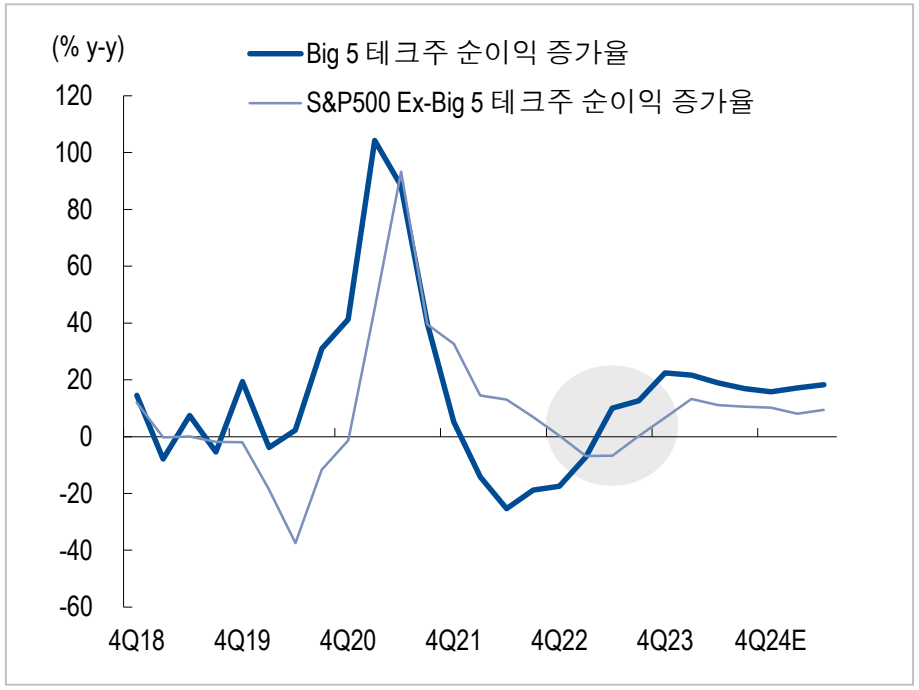


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

한국 업종의 초점은 반도체

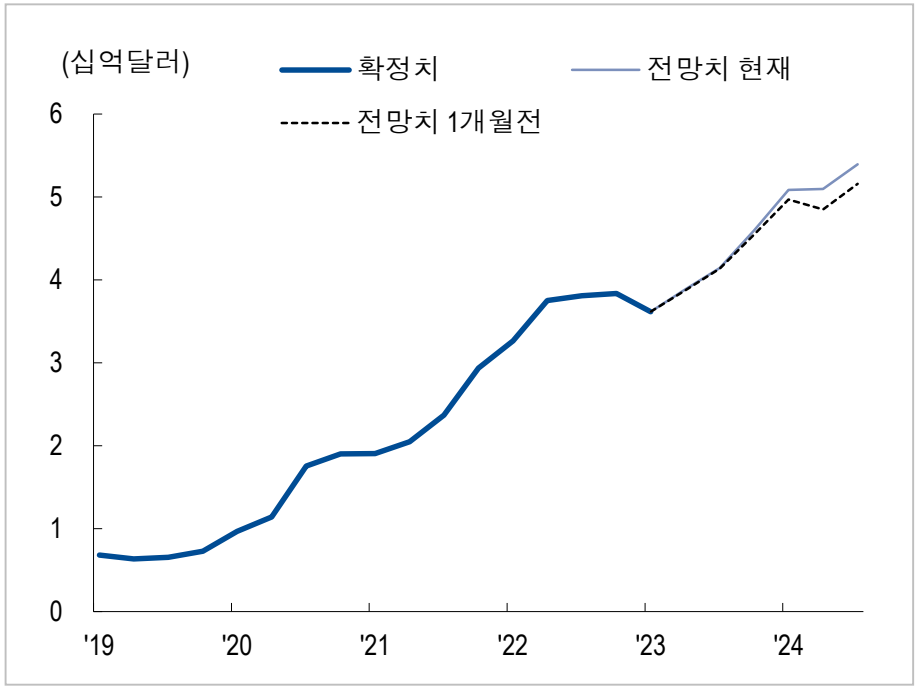
- 1분기를 기점으로 미국 Big 5 테크주의 실적 증가율이 여타 업종보다 상대적으로 높음
- CHIP4에 대한 우려에도 Mega-cap Tech 선전에 따른 수혜가 기대되는 한국 반도체의 실적 턴어라운드에 주목

미국 Big 5 테크주의 실적 증가율이 상대적으로 높아



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

엔비디아의 데이터센터 매출 추이



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

지금의 안전자산은 무엇일까요?(Feat. SVB)

III. 퀀트: 2분기 퀀트 PICKS - 턴어라운드와 하이퀄리티

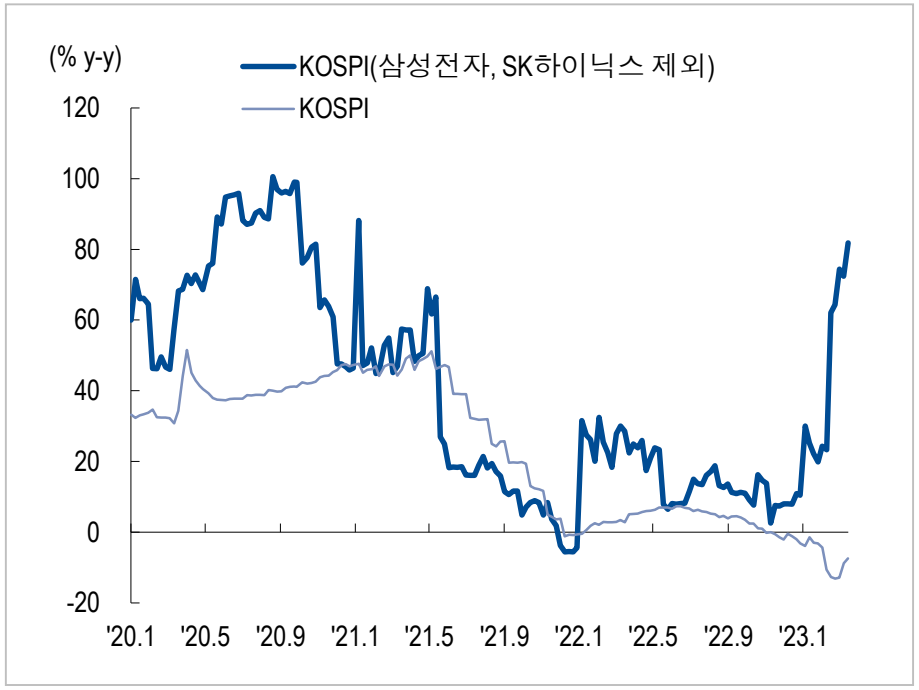
Quant: 김재은
tel 02) 768-7696 | e-mail jaeeun.kim@nhqv.com

Quant RA: 배철교
tel 02) 768-7776 | e-mail ck.bae@nhqv.com

KOSPI 12개월 EPS는 바텀 라인을 형성 중

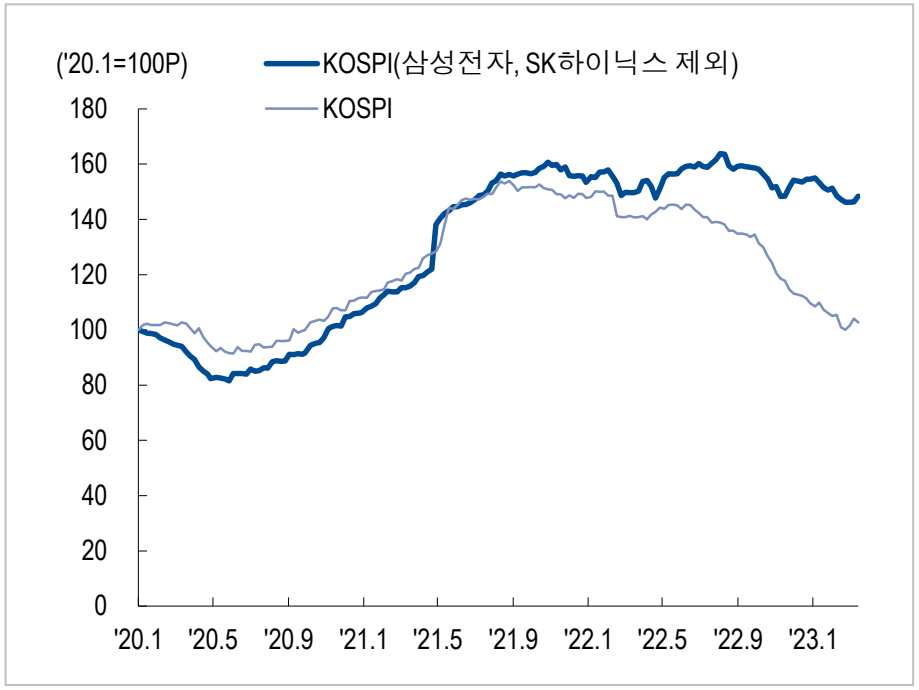
- 반도체를 제외하면 2023년 실적은 전년 대비 두 자릿수 성장률이 예상되고 있음
- 반도체 이외의 기업의 실적 전망치가 견조한 모습을 보이면서, 삼성전자와 SK하이닉스를 제외한 KOSPI 12개월 선행 EPS는 반등
- 비중이 높은 반도체의 12개월 EPS는 여전히 하락 중

KOSPI 12개월 선행 EPS 증가율



자료: Refinitiv, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

KOSPI 12개월 선행 EPS

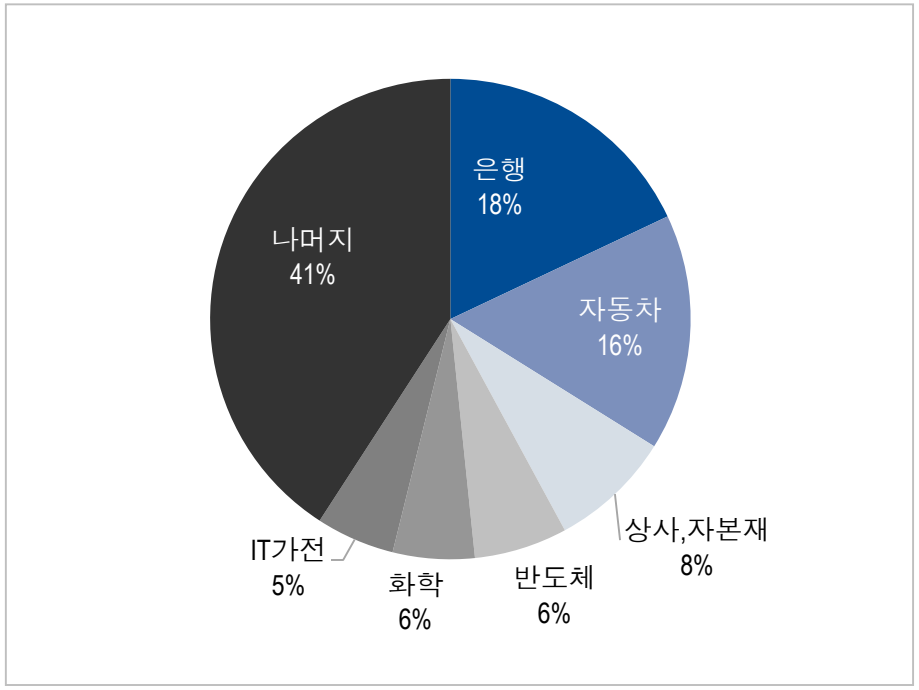


자료: Refinitiv, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

과거와는 다른 양상을 보이는 KOSPI 실적

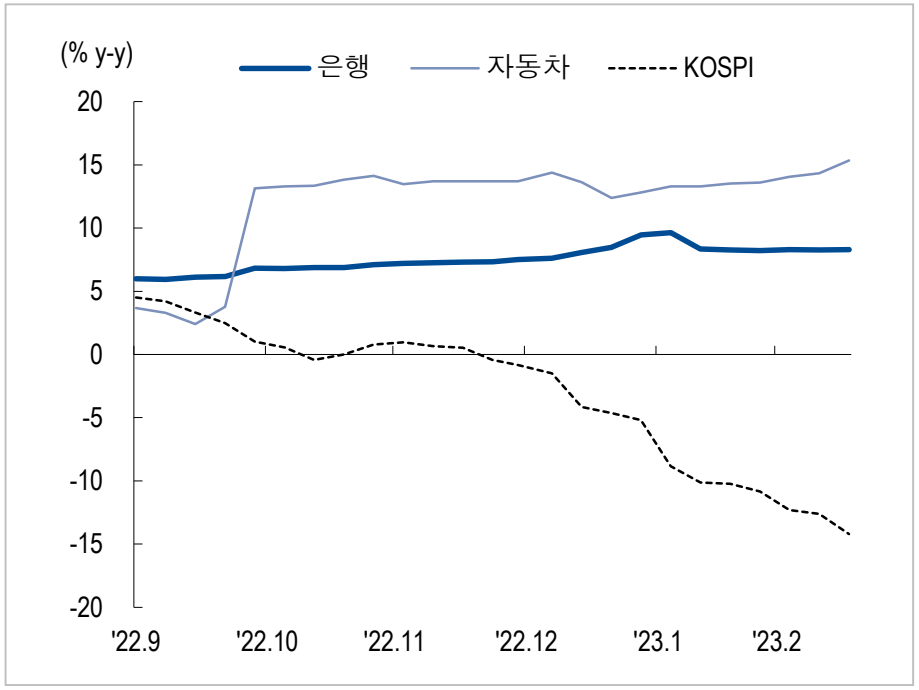
- 2023년 KOSPI 기업 실적은 과거와 크게 다른 양상
- 반도체 실적 악화로 은행과 자동차 업종의 실적이 가장 큰 비중을 차지
- **은행, 자동차 업종의 실적 전망치는 안정적인 개선세를 유지**

2023년 KOSPI 순이익 전망, 업종별 비중



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

은행, 자동차 업종 2023년 영업이익 전망

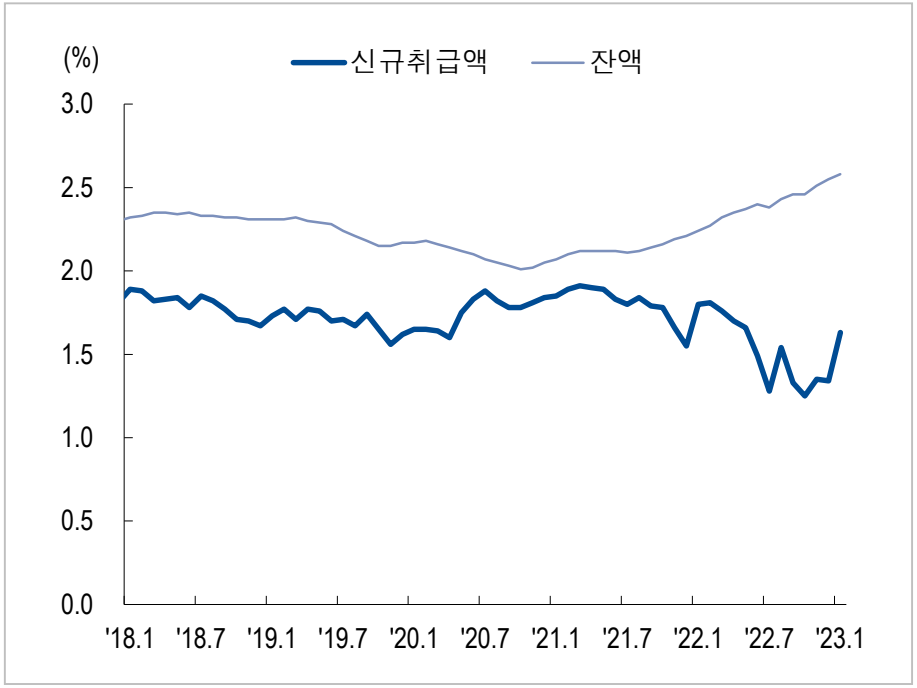


자료: Refinitiv, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

자동차와 은행이 KOSPI 이익 전망치 하향 조정을 완화

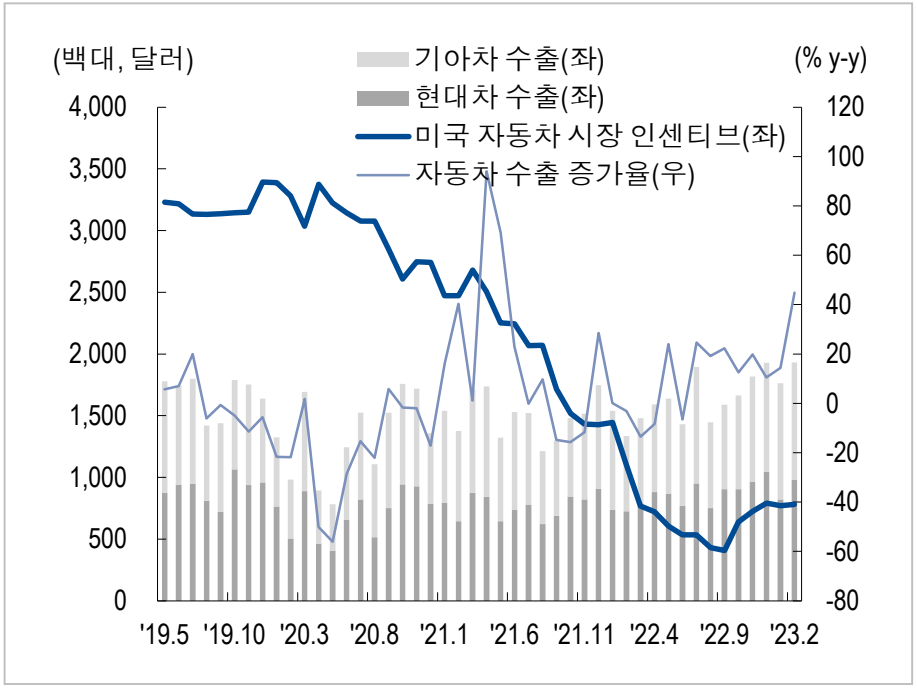
- 국내 은행의 경우, 지난해 예수금 증가율이 전년 대비 낮아졌으나, 유동성 등 전반적인 펀더멘털 양호. 글로벌 은행 관련 리스크가 국내 은행에 전이되지는 않을 것. **예대금리차는 확대 추세에 있어 양호한 실적 기대**
- 자동차의 경우, **미국 시장에서 판매 호조가 지속되고 있으며, 인센티브는 낮은 수준을 유지하고 있어 양호한 실적 기대**

국내 은행의 예대금리차



주: 연리 기준
자료: 한국은행, NH투자증권 리서치본부

현대차, 기아의 수출 물량과 미국 시장 내 인센티브



자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

판가를 이미 인상한 기업은 마진 스프레드가 개선

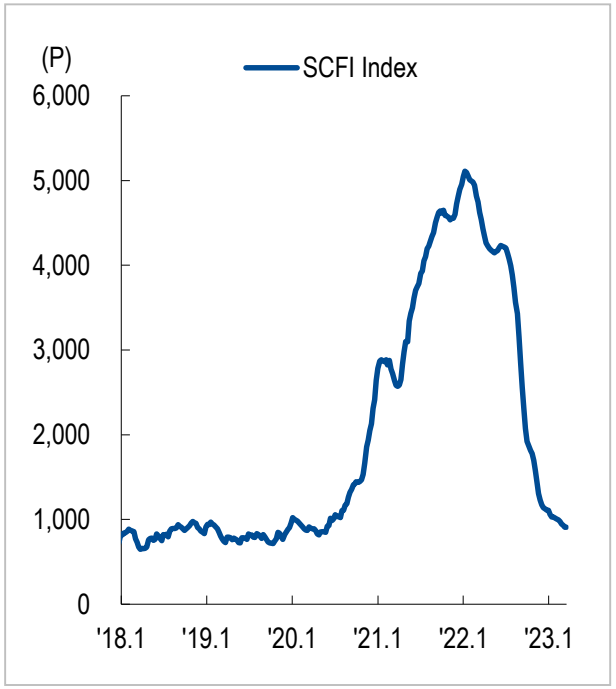
- **최근 실적 상향 조정되는 기업의 사례를 살펴보면 공통적인 테마는 원가 및 비용 감소 효과**
- 지난해 대비 크게 하락한 유가 및 원자재 가격이 래깅 효과로 원가에 이제 반영. 제품 판가를 미리 인상한 기업은 스프레드 개선 예상
- 물류 및 원재료 안정화(LG전자, 농심, LS ELECTRIC 등), 고정비 및 비용 축소(GS리테일 등) 등
- KOSPI 전체 12개월 선행 EPS 반등을 위해서는 결국 반도체 실적 추정치의 개선이 관건

최근 실적이 상향 조정된 기업 中

코드	종목명	업종
A005490	POSCO홀딩스	철강
A103140	풍산	비철,목재등
A122870	와이지엔터테인먼트	미디어,교육
A004370	농심	필수소비재
A005380	현대차	자동차
A060720	KH바텍	IT하드웨어
A012450	한화에어로스페이스	상사,자본재
A042660	대우조선해양	조선
A007070	GS리테일	소매(유통)
A010120	LS ELECTRIC	기계
A139480	이마트	소매(유통)
A006260	LS	기계
A035900	JYP Ent.	미디어,교육
A066570	LG전자	IT가전

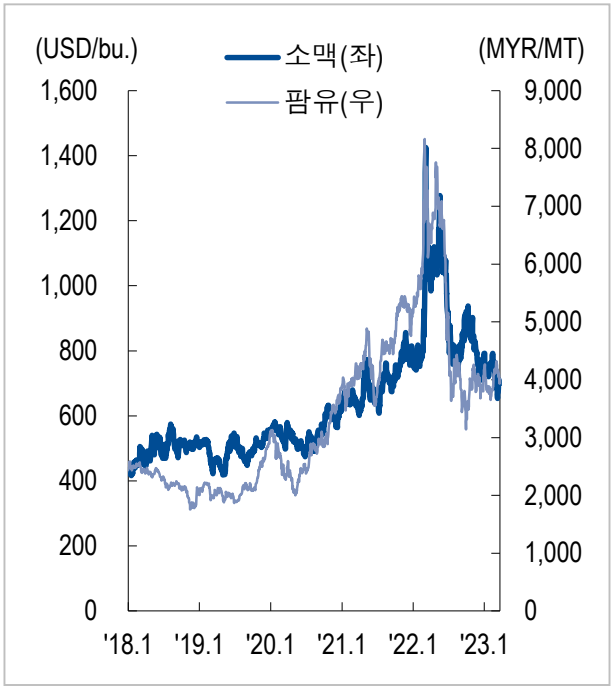
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

상하이컨테이너운임지수(SCFI)



자료: Shanghai Shipping Exchange, NH투자증권 리서치본부

소맥, 팜유 가격

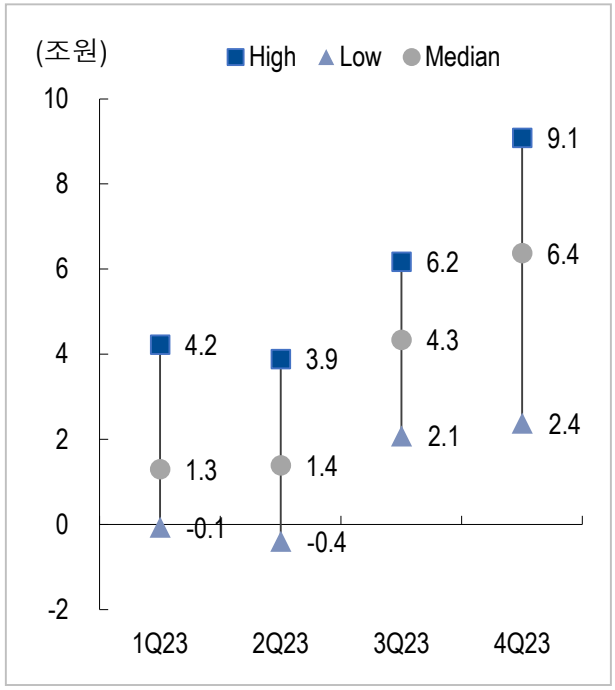


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

2분기 퀀트 PICK은 턴어라운드와 하이퀄리티 ① : 반도체

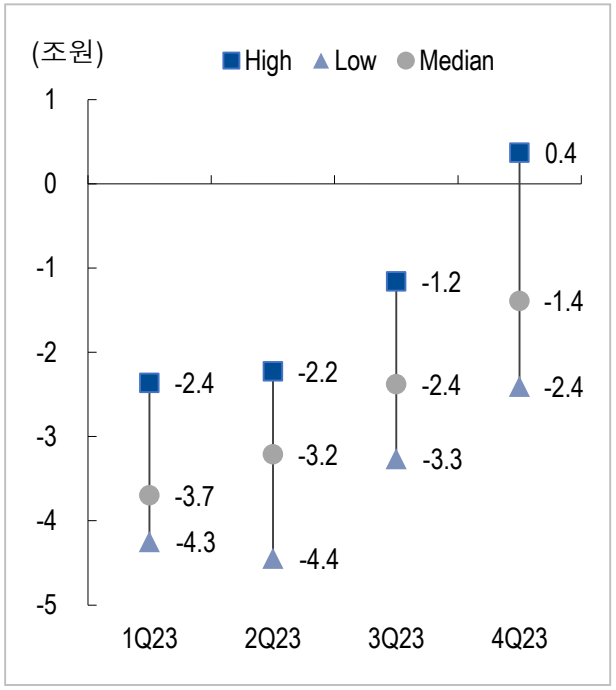
- 반도체, 1분기 실적을 기점으로 턴어라운드 가능성
- 현재 전망대로라면 삼성전자는 2분기 영업이익이 저점, SK하이닉스는 1분기 영업이익이 저점으로 향후 순차적으로 적자축소 시현
- 삼성전자의 경우, 스마트폰(S23)의 판매 성적으로 전체 영업이익 저점은 판단하기 쉽지 않음
- 그러나 반도체 부문은 어닝 쇼크를 반영하여, 1분기 저점 이후 분기별 점차 개선에 무게

삼성전자 분기별 영업이익



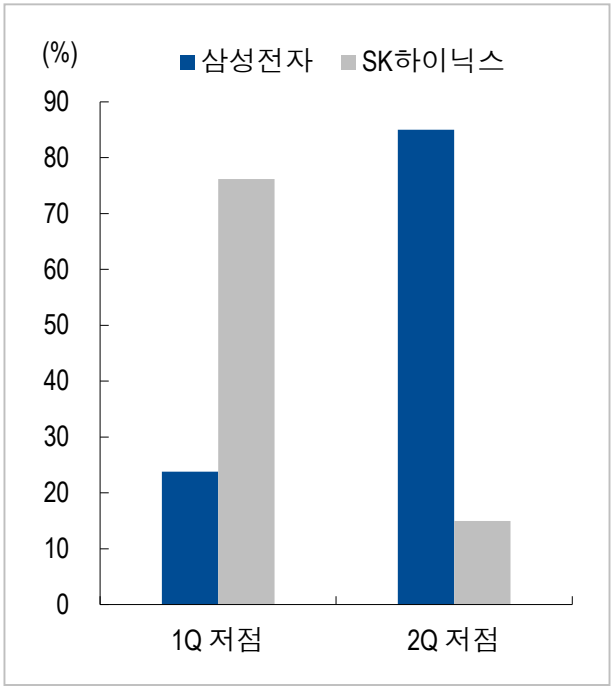
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

SK하이닉스 분기별 영업이익



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

1Q 및 2Q 실적 저점을 예상하는 애널리스트의 비중

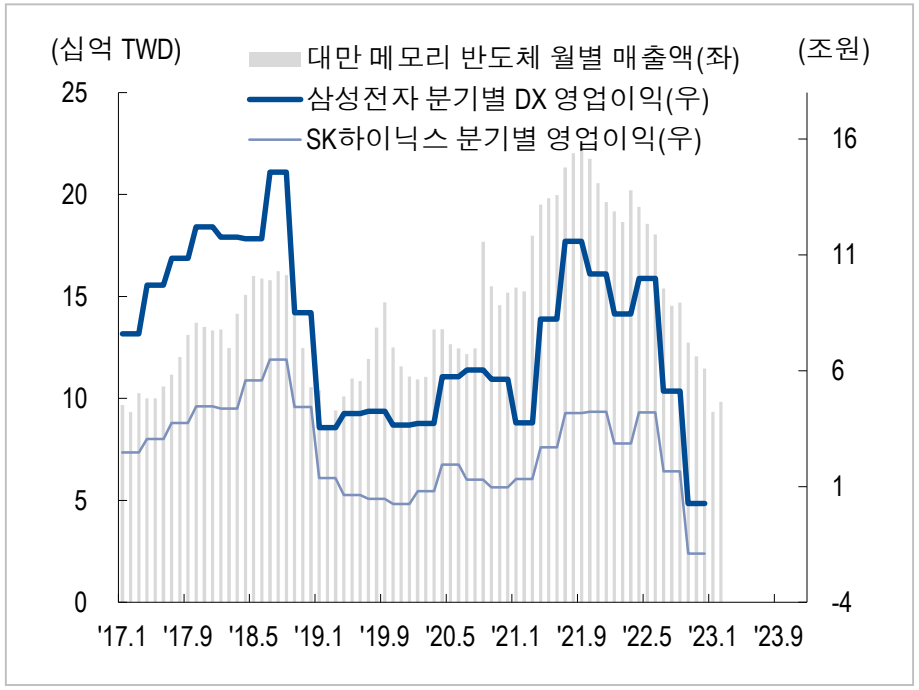


자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

대만의 메모리 반도체 기업은 1분기 실적을 바닥으로 턴어라운드를 전망

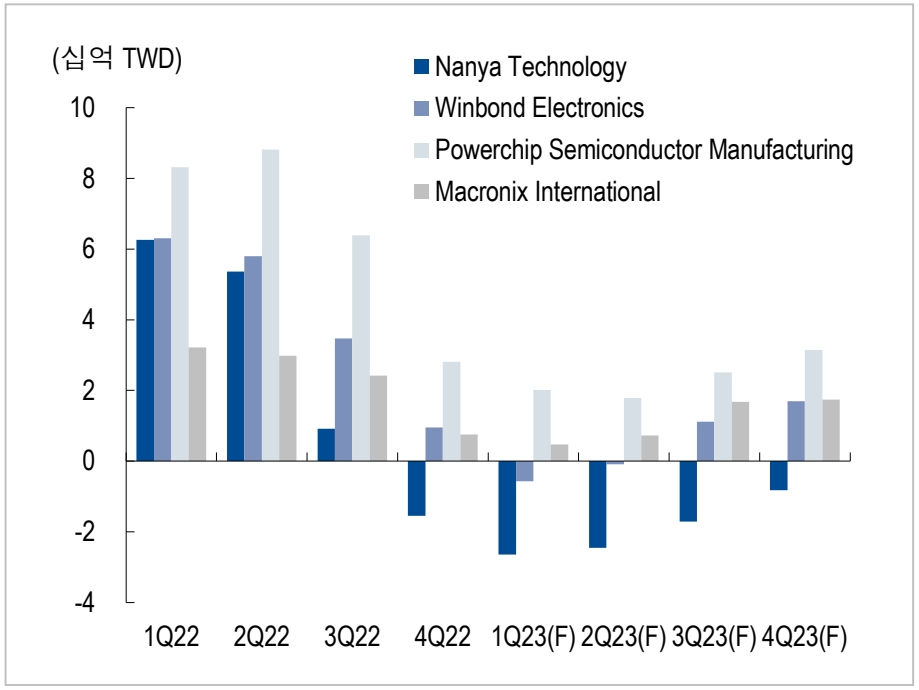
- 대만의 메모리 반도체 기업은 월별로 실적을 발표. 최근 2월 매출액은 전월 대비 5.3% 개선. 이들의 월별 매출액은 삼성전자 및 SK하이닉스 실적과 높은 상관관계를 보임
- 월별 실적이 공개되고 있기 때문에 향후 실적 전망치의 신뢰성이 상대적으로 높을 것. Nanya Technology, Winbond, PSMC, Macronix 등의 향후 EBIT 전망치를 살펴보면, 대체로 1분기 실적 저점 이후 점차 개선을 전망

대만 메모리 업체 월별 매출액 추이



자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

대만 주요 메모리 반도체 업체의 EBIT 전망

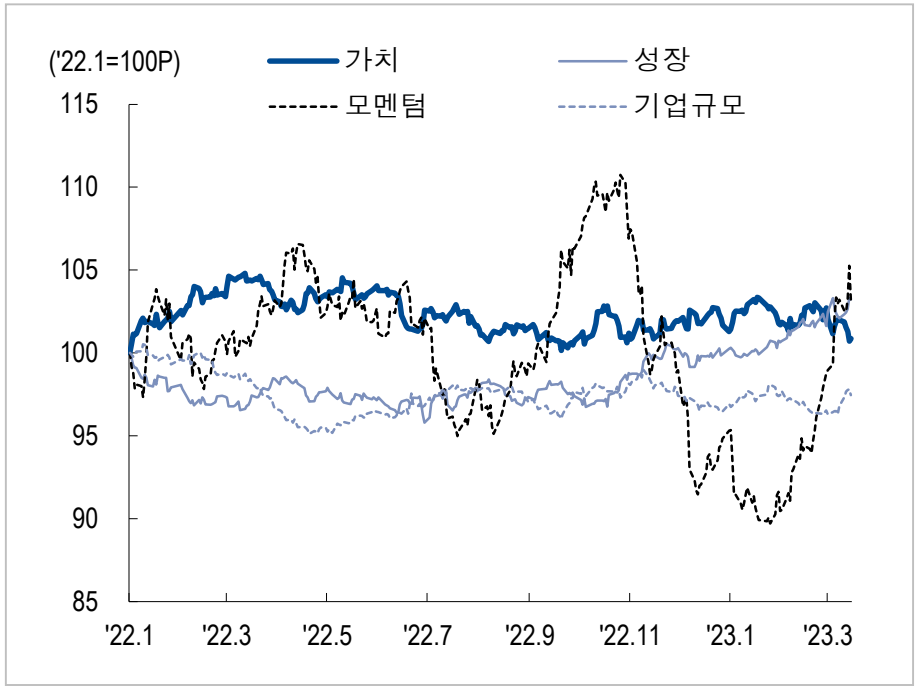


자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

1분기 어닝시즌을 거치면서 반도체의 턴어라운드가 주식시장의 주요 테마가 될 것

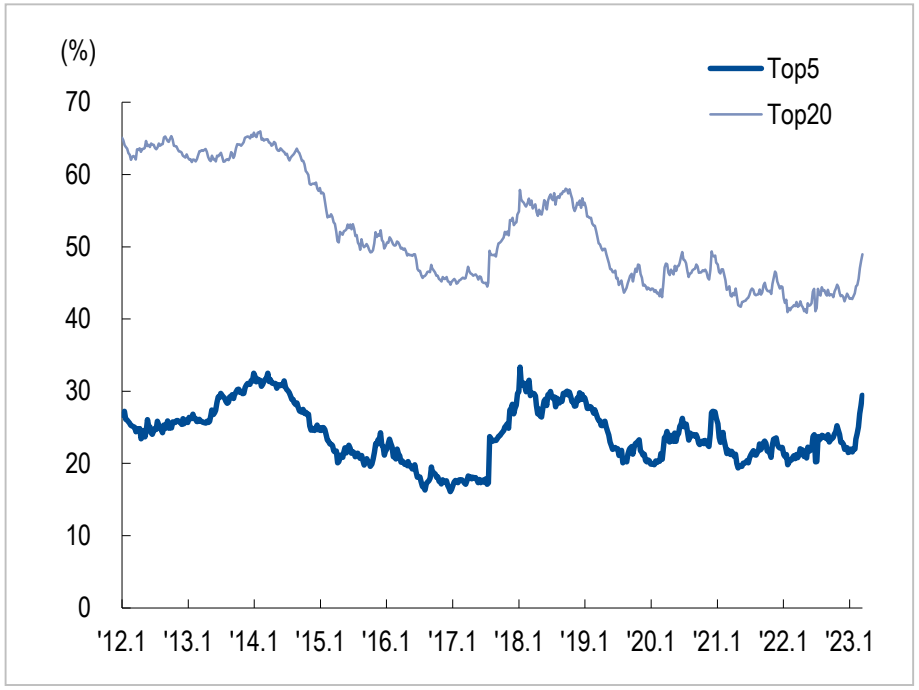
- 2022년 주식시장은 가치주와 성장주 간의 대결로 요약. 그러나 지난해 말부터 가치와 성장 간의 뚜렷한 역관계가 보이지 않음
- 이후 빠른 순환매로 낙폭과대주의 주가 모멘텀이 두드러졌음. 2~3월에는 2차전지로의 쏠림이 특징적
- 짧은 시기에 일부 기업으로 과도한 쏠림이 나타났다는 점을 고려하면 이러한 흐름이 지속되기는 어려울 것
- 1분기 어닝시즌을 거치면서 **반도체의 턴어라운드가 주식시장의 주요 테마가 될 것으로 판단**

국내 주식시장 스타일 민감도



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

KOSDAQ150 내 시가총액 상위주의 비중

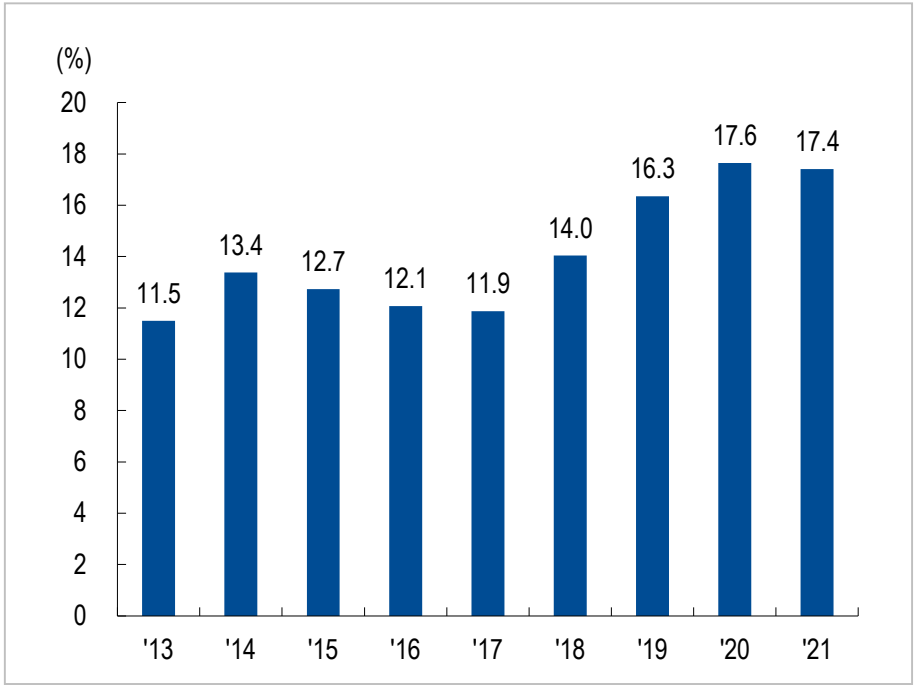


자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

② 하이퀄리티 기업

- SVB, CS 사례와 같은 **신용 위험 이벤트는 하이퀄리티 기업(강력한 재무 상태, 경쟁 우위, 지속적인 성장, 높은 수익성, 풍부한 현금 등)에 대한 관심을 높임**
- 고금리로 인해 기업들의 금융비용 부담 증가하고 있고, 신용 등급 하위 기업의 경우, 기업의 운영 및 투자 재원 확보에도 악영향
- 최근 회사채 미매각 사례도 나타나고 있음

국내 한계기업의 비중



주: 한계기업이란 영업활동으로 이자비용을 감당하지 못하는 재무적 곤경이 지속되는 기업으로 3년 연속 이자보상배율(영업이익/이자비용) 1미만인 기업을 지칭
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

회사채 신용 스프레드와 국내 주식시장 퀄리티 팩터 민감도

주: 3년물 기준, 신용 스프레드는 크레딧 수익률과 국고채 금리의 차이
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

하이퀄리티 기업 중에서도 양호한 영업현금흐름

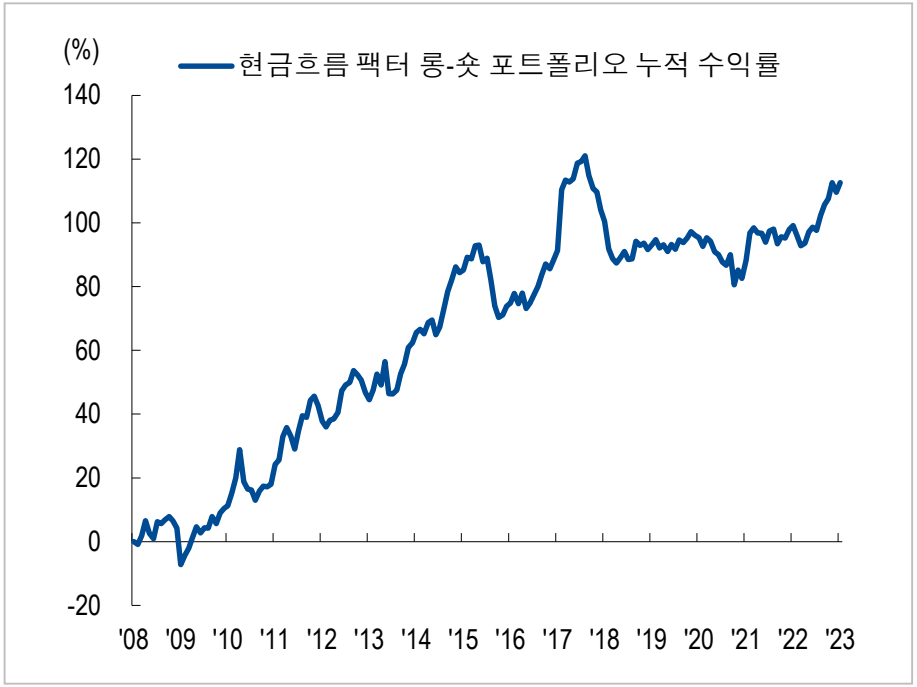
- 퀄리티가 높은 기업을 구분하는 기준에는 수익성, 안정성, 효율성 등 다양한 요인들이 존재. 9가지 개별 지표의 점수를 합산하여 산출하는 Piotroski의 F-score가 대표적
- F-score를 구성하는 요인들 중 KOSPI 시장에서 유의미한 성과를 보인 지표 중에는 현금흐름. 자본비용이 높아진 현 시점에서 풍부한 현금흐름을 갖춘 기업들이 사업 계획을 신속히 실천하고 실적 성장을 실현할 것

9개 지표로 퀄리티 종목을 선별하는 Piotroski F-Score

유형	지표	기준
수익성 (Profitability)	ROA	순이익이 0보다 크면 1점, 아니면 0점
	ΔROA	ROA가 전년대비 증가하면 1점, 아니면 0점
	CFO	영업현금흐름이 0보다 크면 1점, 아니면 0점
	ACCRUAL	영업현금흐름이 순이익보다 크면 1점, 아니면 0점
안정성 (Leverage, Liquidity)	ΔLEVER	부채비율이 전년대비 감소하면 1점, 아니면 0점
	ΔLIQUID	유동비율이 전년대비 증가하면 1점, 아니면 0점
	EQ_OFFER	보통주를 추가발행하지 않았으면 1점, 아니면 0점
효율성 (Operating Efficiency)	ΔMARGIN	매출총이익률이 전년대비 증가하면 1점, 아니면 0점
	ΔTURN	총자산회전율이 전년대비 증가하면 1점, 아니면 0점

자료: NH투자증권 리서치본부

잉여현금흐름이 양호한 기업은 주가도 긍정적

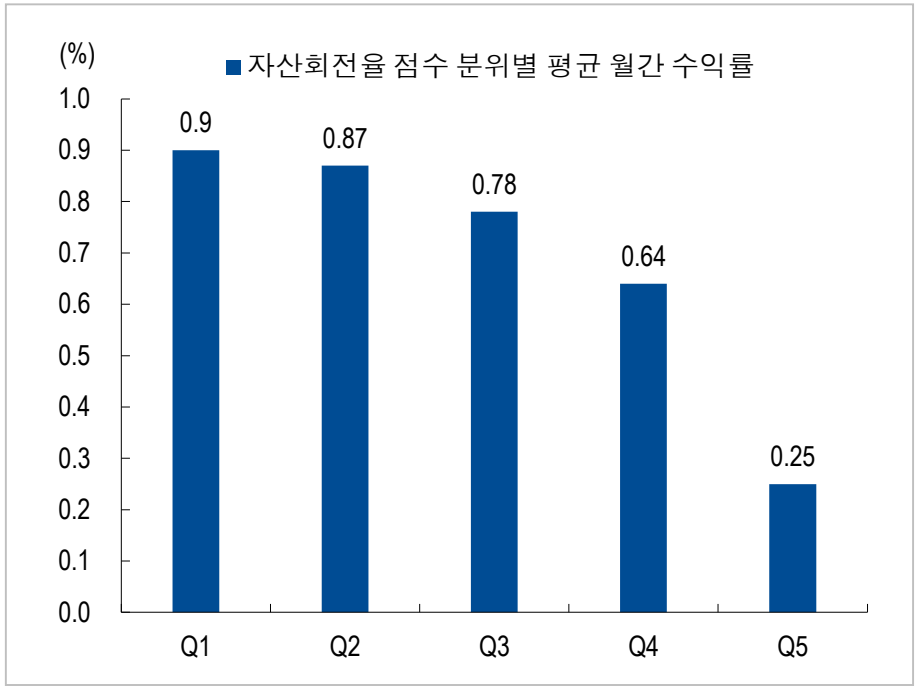


주: KOSPI 시장을 대상으로 잉여현금흐름/기업가치 기준 상위 20% 종목의 롱 포지션, 하위 20% 종목의 숏 포지션으로 구성된 포트폴리오. 지표 산출 시 섹터 중립화 실시했으며 매월 리밸런싱 가정
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

자산회전율과 레버리지 지표가 개선되는 기업에 주목

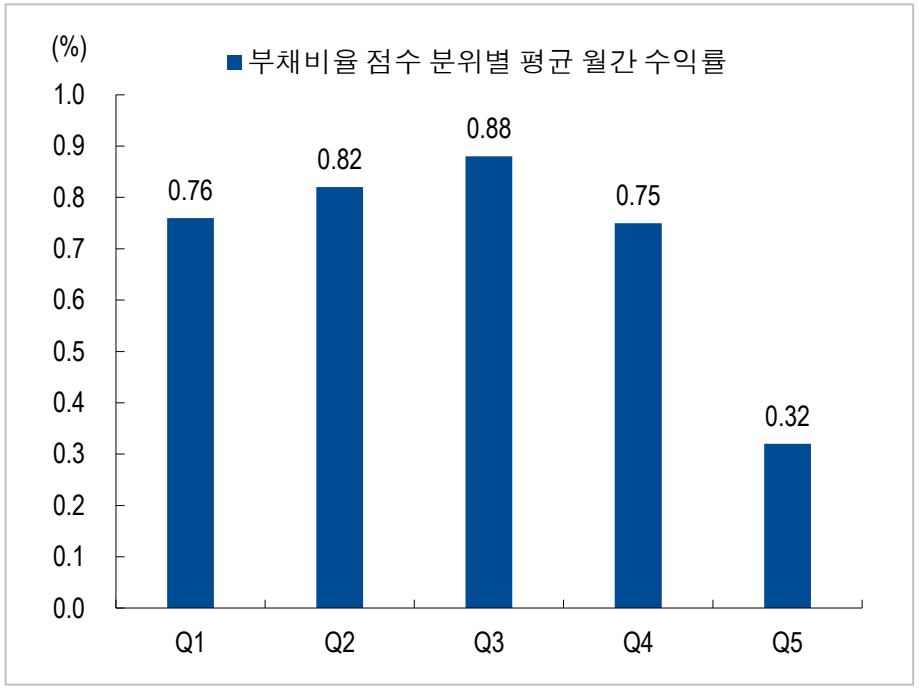
- 자산회전율과 부채비율도 퀄리티 기업을 판단하는 기준. 자산회전율이 높은 기업들은 동일한 자원으로 보다 많은 매출을 창출할 수 있으며, 회전율이 높아질수록 주가수익률 또한 높아짐. 자산회전율 상승 시 수익성이 증대되고 현금흐름이 개선
- 레버리지와 관련해서 저금리 시기에는 레버리지를 통해 외형성장이 가능. 그러나 고금리로 높아진 자본비용은 기업의 수익성에 부담으로 작용. 특히, 네거티브 스크리닝(특정 기준에 따라 투자 기업을 제외하는데 사용)에 유효

자산회전율이 상승할수록 주가도 양호



주: KOSPI 종목을 자산회전율 지표 기준 5분위로 구분해 평균 월간 수익률 계산. 지표 산출 시 섹터 중립화 실시했으며 매월 리밸런싱 가정
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

레버리지가 과도한 기업의 주가는 저조



주: KOSPI 종목을 부채비율 지표 기준 5분위로 구분해 평균 월간 수익률 계산. 부채비율 하위 20% 종목이 1분위에 해당. 지표 산출 시 섹터 중립화 실시했으며 매월 리밸런싱 가정
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

퀄리티 지표 스크리닝, 주요 기업은?

- 하이퀄리티 기업에 속하면서 퀄리티가 높아지고 있는 기업들을 선별
- Piotroski의 F-score 기준 상위 기업 중 영업현금흐름, 자산회전율, 레버리지 지표가 여전히 개선되고 있는 기업을 스크리닝

영업현금흐름, 자산회전율, 레버리지가 종합적으로 개선되고 있는 퀄리티 종목

종목코드	종목명	업종	시가총액 (십억원)	영업현금흐름 (십억원)	매출총이익 (십억원)	부채비율 증감 (% y-y)	총자산회전율 증감 (% y-y)	총자산 대비 영업현금 증감(% y-y)
A000150	두산	상사,자본재	1,640.8	1,166.3	3.7	-36.0	22.2	66.7
A140860	파크시스템스	IT하드웨어	881.0	24.6	2.1	-61.3	27.8	21.7
A003490	대한항공	운송	8,192.9	5,446.3	7.1	-16.4	53.6	73.9
A078930	GS	에너지	3,646.9	2,005.4	20.9	-18.7	14.8	52.6
A004000	롯데정밀화학	화학	1,377.7	517.5	23.2	-24.1	8.5	169.9
A036570	엔씨소프트	소프트웨어	8,540.1	782.6	0.0	-8.0	18.6	150.9
A085370	루트로닉	건강관리	605.2	23.2	7.2	-37.9	41.7	-28.9
A195870	해성디에스	반도체	725.1	166.5	35.9	-25.9	-5.5	1,130.7
A093370	후성	화학	1,135.1	98.4	-18.5	-17.2	12.0	30.7
A020560	아시아나항공	운송	961.4	2,016.7	155.6	170.8	52.0	521.0
A008770	호텔신라	호텔,레저서비스	2,873.0	147.0	25.8	-7.4	34.3	22.3
A007660	이수페타시스	IT하드웨어	506.6	13.5	27.9	-71.4	3.1	21.2
A003100	선광	운송	988.7	54.0	2.5	-18.3	15.2	-4.3
A128940	한미약품	건강관리	3,096.6	258.7	4.2	-17.6	11.4	11.7
A000080	하이트진로	필수소비재	1,560.5	453.0	4.6	-2.0	15.4	85.5

주1: 2022년 3분기 실적 기준으로 스크리닝; 주2: 상기 종목은 특정 지표 관점에서 추출한 종목으로, 추천 종목이 아님
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

ETF로 본 하이퀄리티 기업은?

- 국내 대표 퀄리티 ETF의 종목 선별 기준을 살펴보면 **하이퀄리티 기업 분류 기준 높은 수익성(ROE, ROIC 등), 안정성(부채비율, 유동비율 등)을 주로 활용**
- 삼성전자, 셀트리온, KT&G, 삼성전기, 고려아연, LG생활건강 등이 퀄리티 ETF에 주로 편입

국내 퀄리티 ETF가 분류에 활용하는 기준

Code	Name	ETF기초지수명	기준
A322120	ACE 스마트퀄리티	FnGuide 스마트 퀄리티 지수	높은 투하자본이익률(ROIC), 높은 유동비율, 낮은 부채비율
A333980	ARIRANG KS 퀄리티가중TR	FnGuide KS 퀄리티 가중 TR 지수	과거 5년의 ROE 및 ROA 데이터
A275300	KODEX MSCI퀄리티	MSCI Korea IMI Quality Capped	ROE, 부채/자본비율, 수익변동성
A244660	KODEX 퀄리티Plus	FnGuide 퀄리티 Plus 지수	영업효율성(매출총이익/총자산), 가치(장부가치/시가총액)

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

국내 퀄리티 ETF가 주로 편입하고 있는 기업

Code	Name	업종명	시가총액(억원)
A005930	삼성전자	반도체	3,593,809
A068270	셀트리온	건강관리	222,354
A033780	KT&G	필수소비재	124,387
A009150	삼성전기	IT하드웨어	112,265
A010130	고려아연	비철,목재등	104,480
A051900	LG생활건강	화장품,의류,완구	89,336
A036570	엔씨소프트	소프트웨어	82,657
A259960	크래프톤	소프트웨어	81,340
A011070	LG이노텍	IT하드웨어	59,996
A271560	오리온	필수소비재	52,583
A021240	코웨이	화장품,의류,완구	36,309
A081660	휠라홀딩스	화장품,의류,완구	22,752
A014680	한솔케미칼	화학	22,670
A137310	에스디바이오센서	건강관리	22,144
A030000	제일기획	미디어,교육	22,076
A000990	DB하이텍	반도체	21,711
A111770	영원무역	화장품,의류,완구	19,497
A004000	롯데정밀화학	화학	14,087
A353200	대덕전자	IT하드웨어	10,378
A003230	삼양식품	필수소비재	8,573
A195870	해성디에스	반도체	7,684

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

This page intentionally left blank

지금의 안전자산은 무엇일까요?(Feat. SVB)

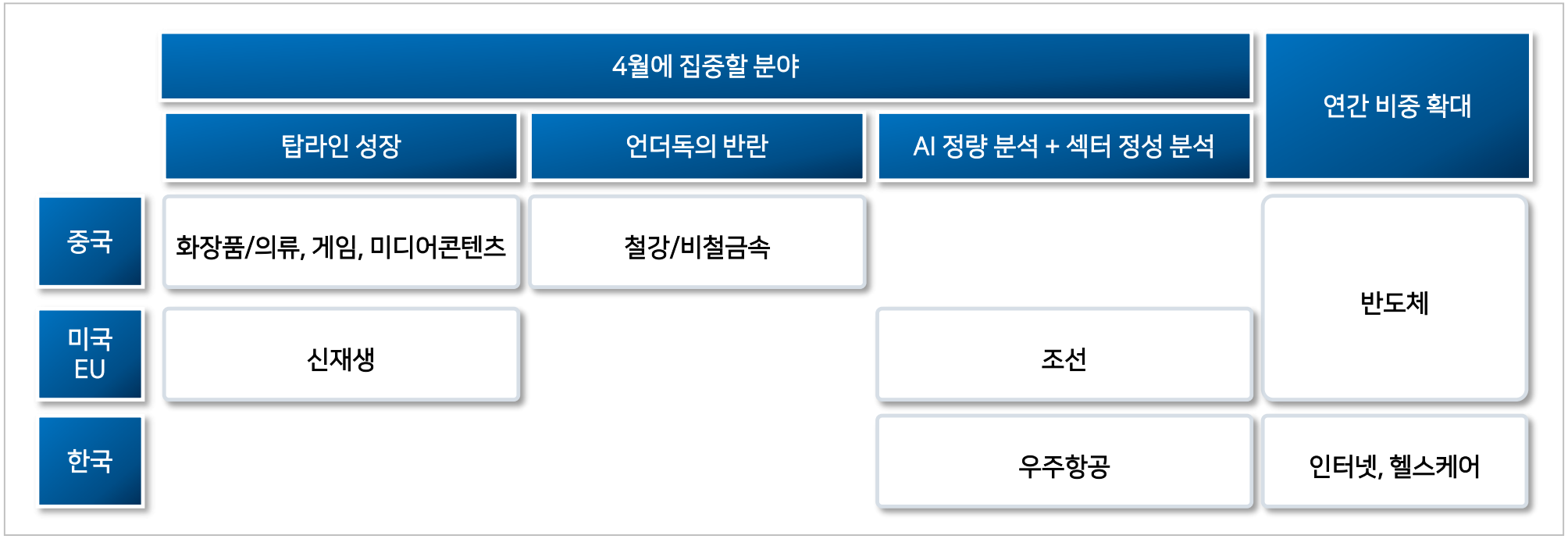
IV. 투자 아이디어: 2차 전지로의 쏠림, 이후의 대안은?

Strategist: 김영환
tel 02) 768-7677 | e-mail yh.kim@nhqv.com

4월 투자 아이디어

- 연간 비중 확대 추천 업종은 턴어라운드 관점의 반도체, 신성장 장기 트렌드 관점의 인터넷(AI), 헬스케어(바이오시밀러). 여기에다 이번 포트폴리오에는 신재생(IRA수혜주), 중국 리오프닝 수혜주, 당사 AI추천주를 알파로 선정
- ① 탑라인 성장 기대: 신재생, 화장품/의류, 게임, 미디어콘텐츠
- ② 언더독의 반란: 철강/비철금속
- ③ AI 추천주: 조선, 우주항공

2023년 4월 투자 아이디어

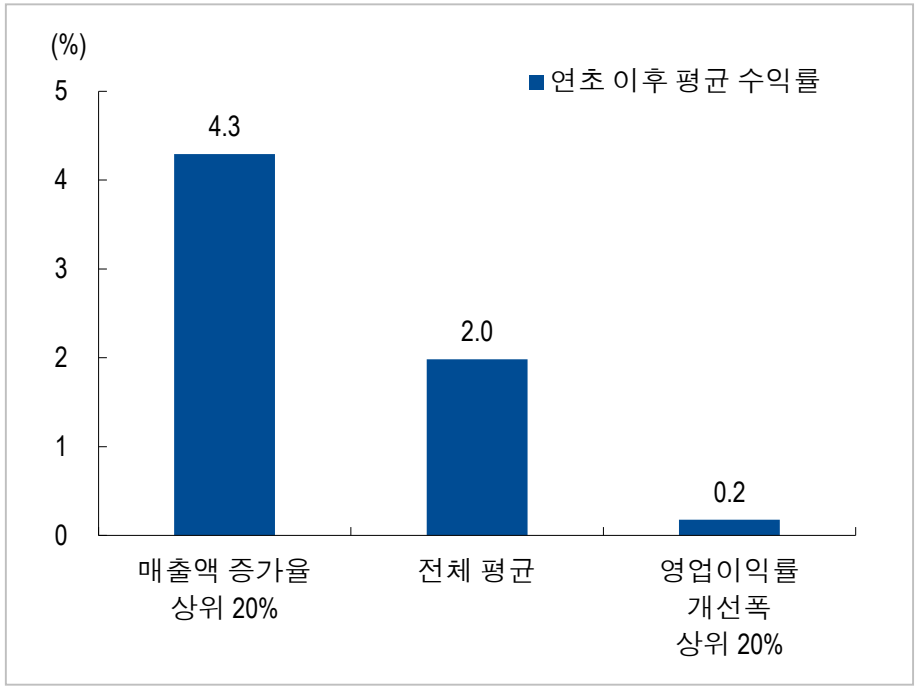


자료: NH투자증권 리서치본부

최근 주식시장의 특징은 성장성이 두드러지는 일부 분야로의 수급 쏠림 심화

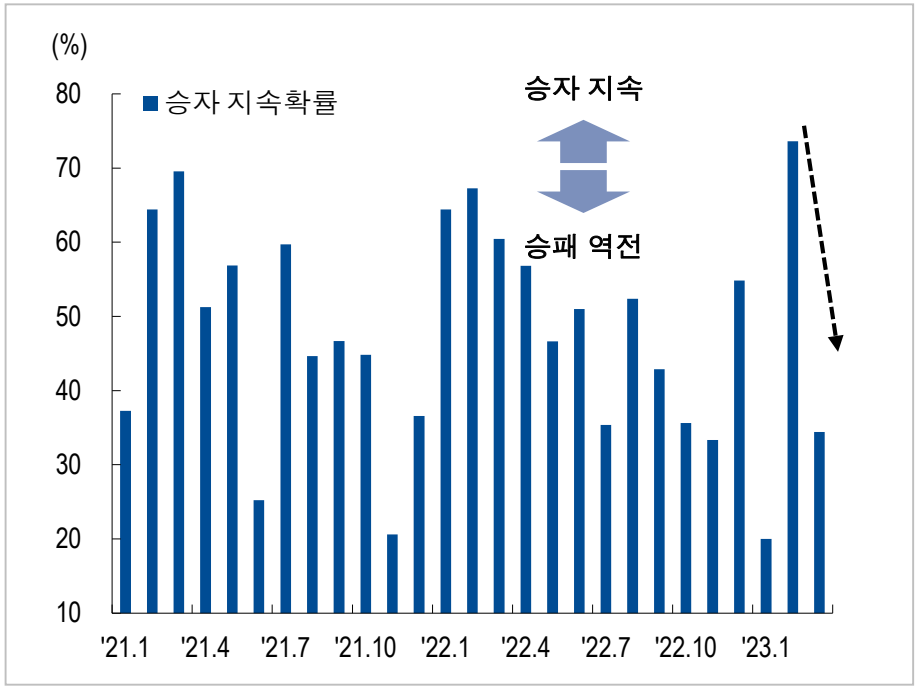
- 탑다운 관점에서 통화 정책 및 경기에 대한 불확실성이 구조적 성장 및 정책 수혜에 집중된 것으로 판단
- 일부 업종으로 단기 집중된 쏠림은 장기간 지속되기보다는 일정 수익 구간이 지나면 통상 대안을 찾는 것이 경험적인 수순

탑라인 성장에 프리미엄을 부여하는 시장



주1: 매출액 증가율, 순이익률, 영업이익률은 각각 2022년 실제치 대비 2023년 전망치 기준
주2: 증권사 3곳 이상이 커버하고 있는 종목들을 대상으로 분석
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

성장성이 두드러지는 일부 분야로의 쏠림이 극심했던 2월

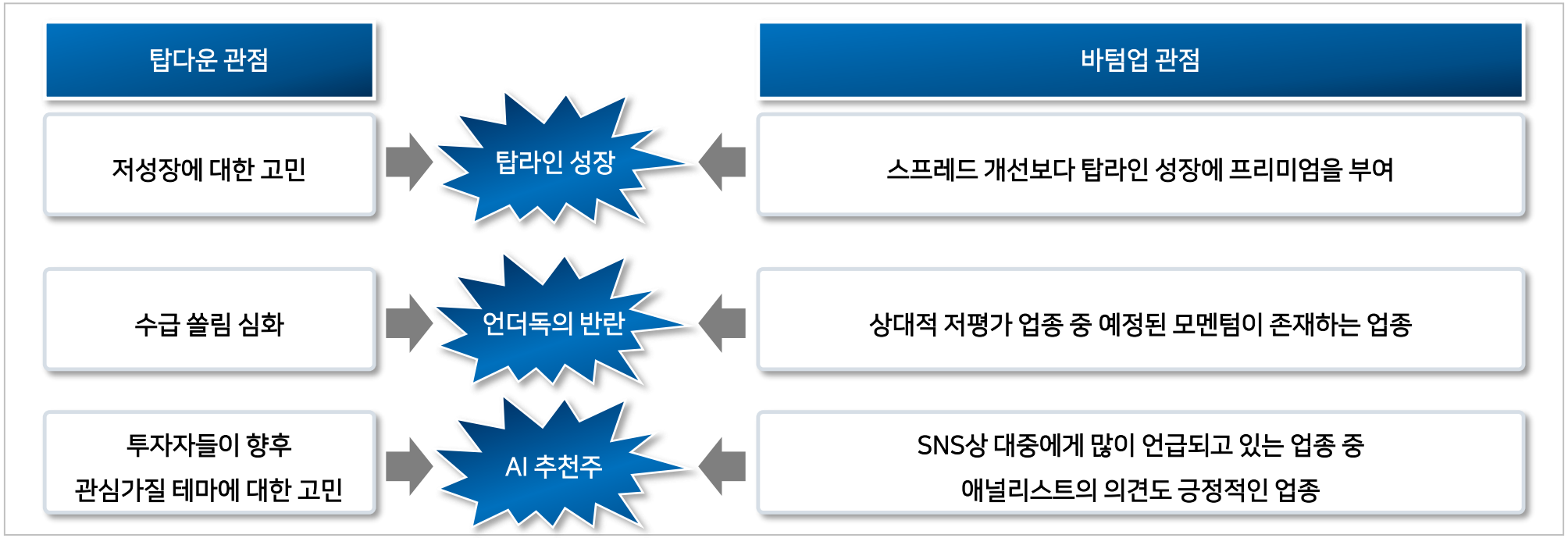


주: 한 달간 주가지수를 아웃퍼폼했던 종목들이 다음 달에 재차 아웃퍼폼한 비율. 코스피200 구성종목을 대상으로 분석
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

바텀업 관점의 대안 찾기

- 바텀업 관점에서 생각해보면, 2차 전지 외에도 경기 개선의 강도와는 무관하게 탑라인 성장이 나올 수 있는 분야, 상대적 저평가 업종 중 예정된 모멘텀이 존재하는 업종들이 향후 대안으로 떠오를 수 있음
- 투자자들이 향후에 관심을 가질만한 차기 증시 테마를 찾는데는 SNS 데이터를 활용해 유망 테마를 선정한 AI 추천주를 활용. SNS상 대중에게 많이 언급되고 있는 업종 중 애널리스트의 의견도 긍정적인 업종의 경우 차기 테마로 부상할 가능성

바텀업 관점의 대안 찾기: 2차전지 외 탑라인 성장이 나올 분야, 언더독의 반란, AI 추천주



자료: NH투자증권 리서치본부

① 탑라인 성장 기대: 미국·유럽발 성장이 기대되는 분야는 신재생에너지

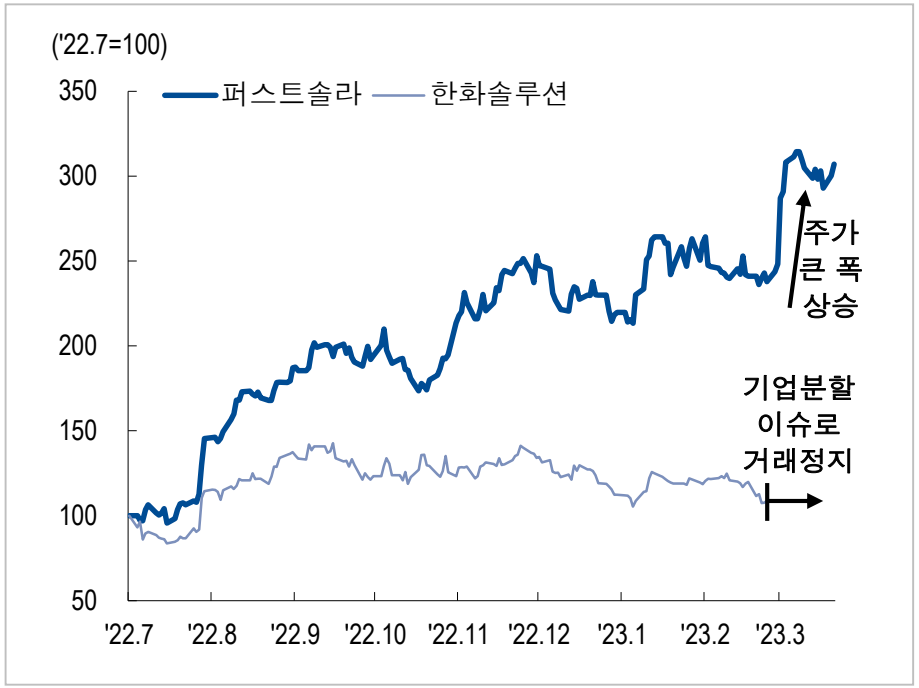
- 4월이면 미국 IRA에 근거한 신재생에너지 세액 지원 시작
- 유럽 또한 유럽판 IRA라고 불리는 CRMA, NZIA, TCTF를 통해 신재생에너지 분야 성장을 추진

미국과 EU의 그린산업 지원책

지역	법안	주요 내용
미국	인플레 감축법 (IRA)	태양광 제품별 생산 세액 지원 금액: **모듈 4~6센트/W,** 웨이퍼 12달러/㎡, 폴리실리콘 3달러/kg
		풍력 제품별 생산 세액 지원 금액: **타워 3센트/W** 블레이드 2센트/W, 해상구조물 2~4센트/W
		배터리 제품별 생산 세액 지원 금액: 배터리 셀 35달러/kWh 배터리 모듈 10~45달러/kWh
EU	탄소중립산업법 (NZIA)	풍력, 태양광, 수전해, 연료전지 등 8개의 전략 육성산업을 지정해 연간 수요의 40% 이상을 역내에서 생산하도록 산업을 육성
	한시적 위기 프레임워크 (TCTF)	제3국 보조금으로 인해 전략육성 산업 기업들이 EU 역외로 이탈하지 않도록 제3국 보조금에 상응하는 인센티브 제공

자료: 언론취합, NH투자증권 리서치본부

IRA 세부안 발표 앞두고 미국 신재생 기업 주가 큰 폭 상승



자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

K-콘텐츠, 한한령 이후 중국향 성장 재개 기대

- 중국이 2022년 12월에 이어 2023년 3월에도 외자 판호를 발급. 상업적 공연 허가 신청 접수도 재개. 한국 콘텐츠에 대한 중국 정부의 입장 변화 감지
- 한국 23개 콘텐츠 기업, 3/13~16 아시아태평양 지역 최대 TV 및 필름마켓인 홍콩 필마트(Hong Kong International Film & TV Market)에 참여해 중화권 수출 재개를 추진

2017년 이후 중국 외자 판호 발급 현황

시기	게임사	게임명
2020	컴투스	서머너즈워: 천공의 아레나
2021	핸드메이드	룸즈: 풀리지 않는 퍼즐
	펄어비스	검은사막 모바일
2022.12	넥슨	메이플스토리M
	넷마블	제2의 나라: 크로스 월드, A3: 스틸 얼라이브
	카밤	샵 타이탄
	스마일게이트	로스트아크, 에픽세븐
	엔픽셀	그랑사가
2023.3	넥슨	메이플스토리 IP 모바일게임
	넥슨게임즈	블루아카이브
	데브시스터즈	쿠키런: 킹덤
	티쓰리엔터테인먼트	클럽오디션

자료: 언론취합, NH투자증권 리서치본부

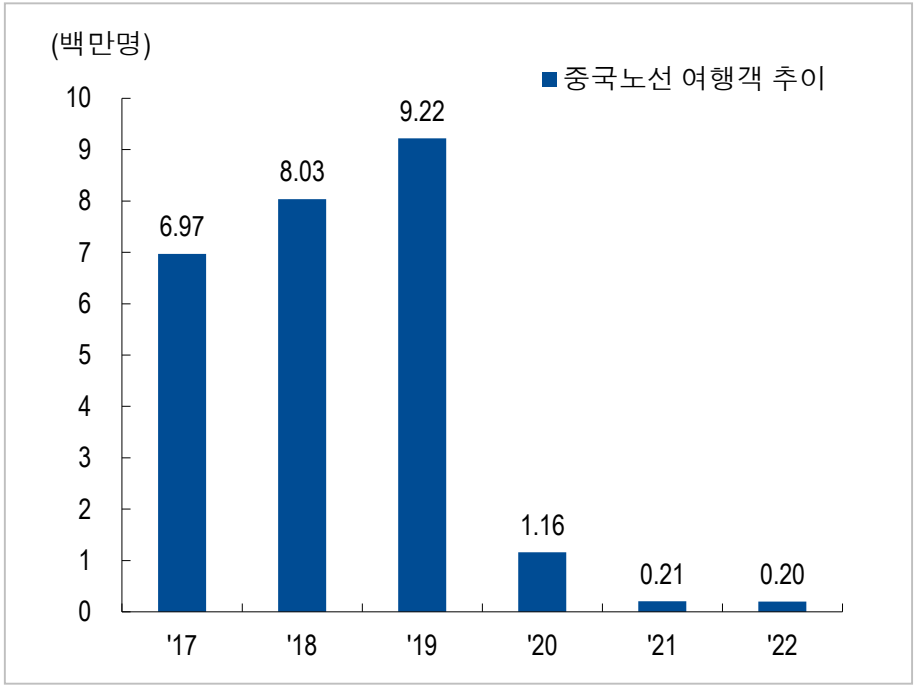
홍콩 '필마트(Filmart)' 참가로 K-콘텐츠의 중국 수출 재개 기대

자료: 문화체육관광부, NH투자증권 리서치본부

한·중 항공 노선, 코로나 이전 수준까지 회복된다면 50배

- 중국의 항공편 운항 제한이 풀리면서 한-중 항공편 증편 예정(주 62회 → 주 608회). 항공편 증편을 계기로 중국 여행객 확대에 따른 항공, 여행, 면세점 분야 수혜 기대
- 중국 노선은 과거 항공사 매출의 10~15%를 차지. 발빠른 증편이 가능한 대형 항공사 중심 수혜 예상
- 면세점은 7월까지 인천공항 T1 면세점을 독점적으로 운영하는 신세계 중심 수혜 예상

중국 노선 여행객 추이



자료: 국토교통부, NH투자증권 리서치본부

주요 항공사들의 한·중 노선 증편 계획

대한항공	주 13회 → 주 99회	6월까지
아시아나항공	주 10회 → 주 89회	4월까지
진에어	미취항 → 주 7회	3월 26일부터
에어부산	주 1회 → 주 3회	
제주항공	주 5회 → 주 16회	3월 26일부터
티웨이항공	미취항 → 주 2회	

자료: 문화체육관광부, NH투자증권 리서치본부

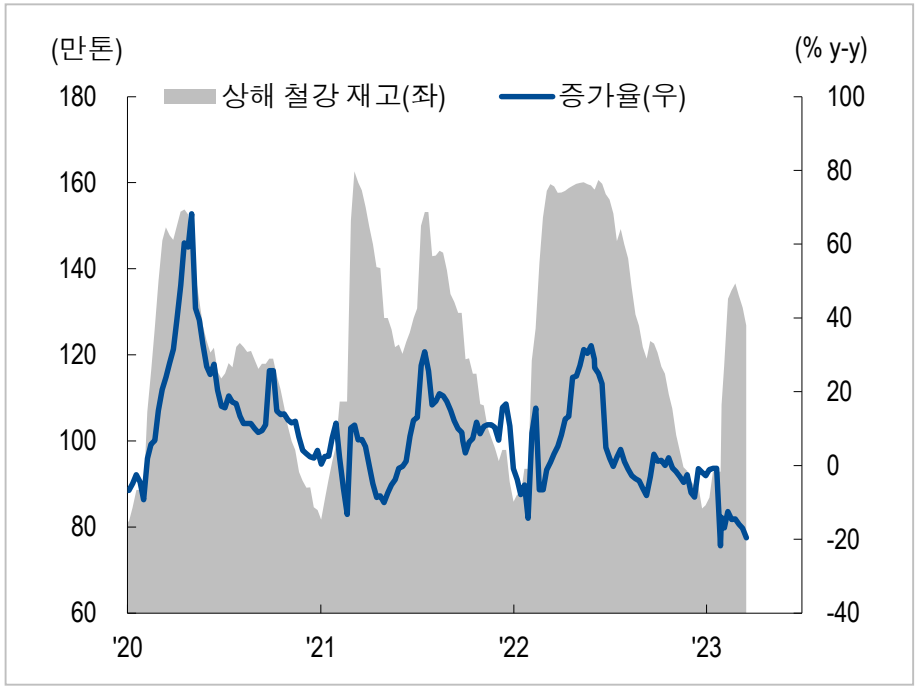
② 언더독의 반란: 철강/비철금속, 기대가 낮기 때문에 기회가 있다

- 중국 경기에 대한 기대감은 보수적인 성장률 목표치, 이미 불안한 부동산 상황 등을 감안해 낮아져 있는 상황
- 다만, 낮아져 있는 눈높이보다는 의미있는 부양책이 나올 가능성에 주목. 부동산 투자는 2년여 만에 하락세를 멈추고 제한적이나마 반등하는 모습. 철강 재고 또한 줄어들고 있음

중국 부동산 경기 부양, 일정 부분은 필요한 상황

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

중국 철강 재고 줄어들기 시작

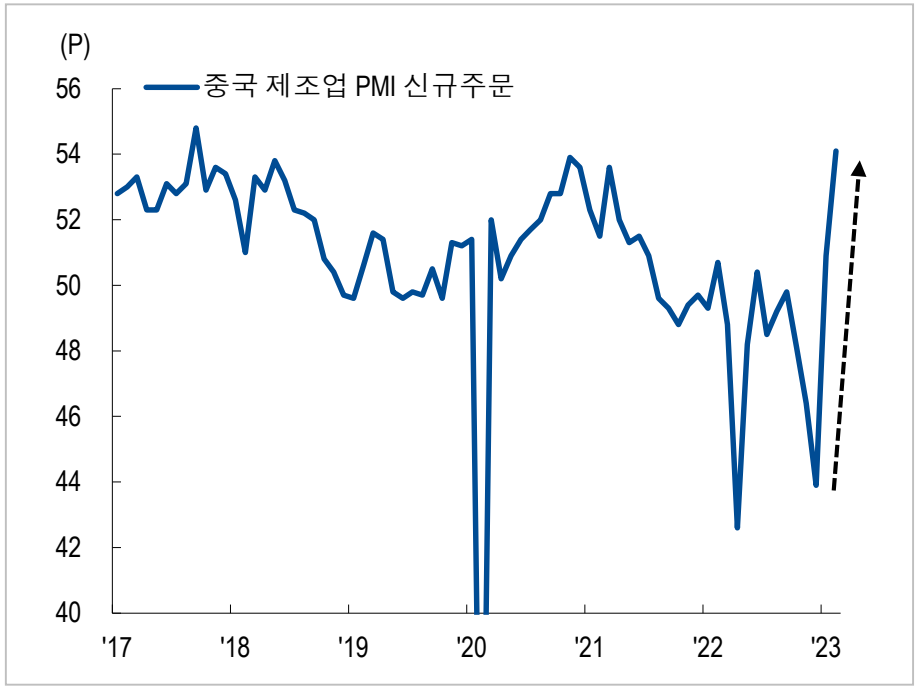


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

중국 원자재 수요 증가 시에는 벌크선 운임 개선 기대

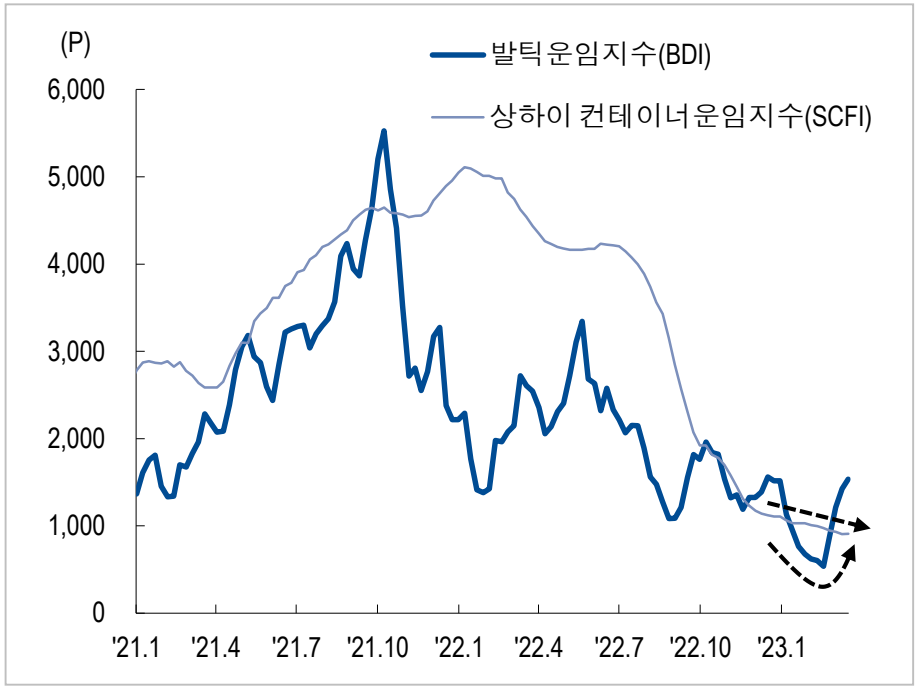
- 최근 컨테이너선 운임과 벌크선 운임의 디커플링 발생. 벌크선 운임 상승은 중국 제조업 가동률 상승 과정에서 인해 원자재 물동량이 늘어날 것이라는 전망과 관련
- 반면, 상품 물동량이 점진적으로 위축될 것이라는 예상하에 컨테이너선 운임은 부진한 흐름을 지속

중국 제조업 가동률 제고 기대



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

원자재 운송을 담당하는 벌크선 운임 반등

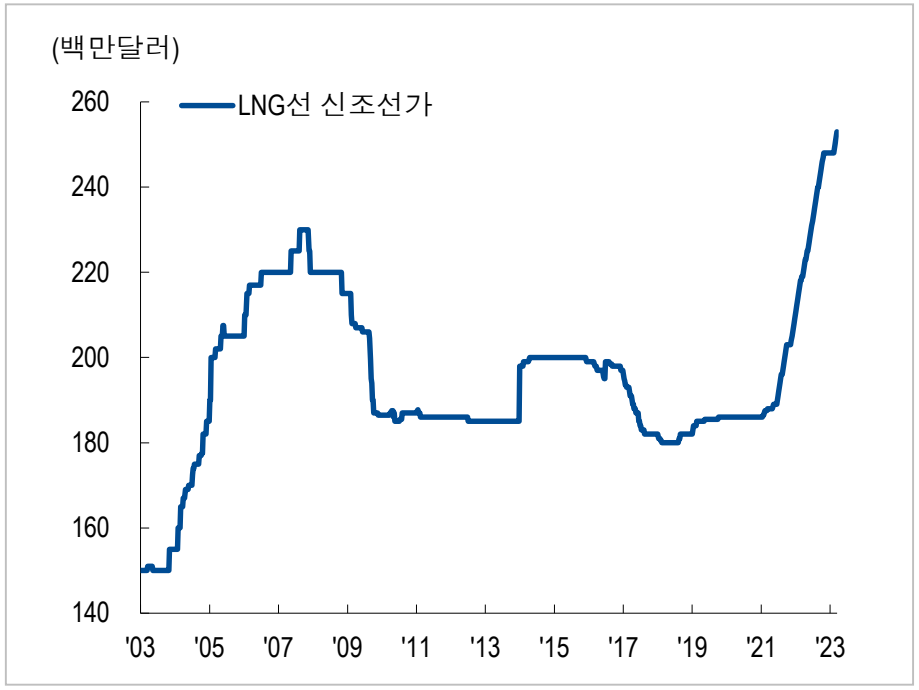


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

③ AI 추천주: 조선, 정책적 관점에서 LNG 프로젝트 증가 + 노후 탱커 교체 기대

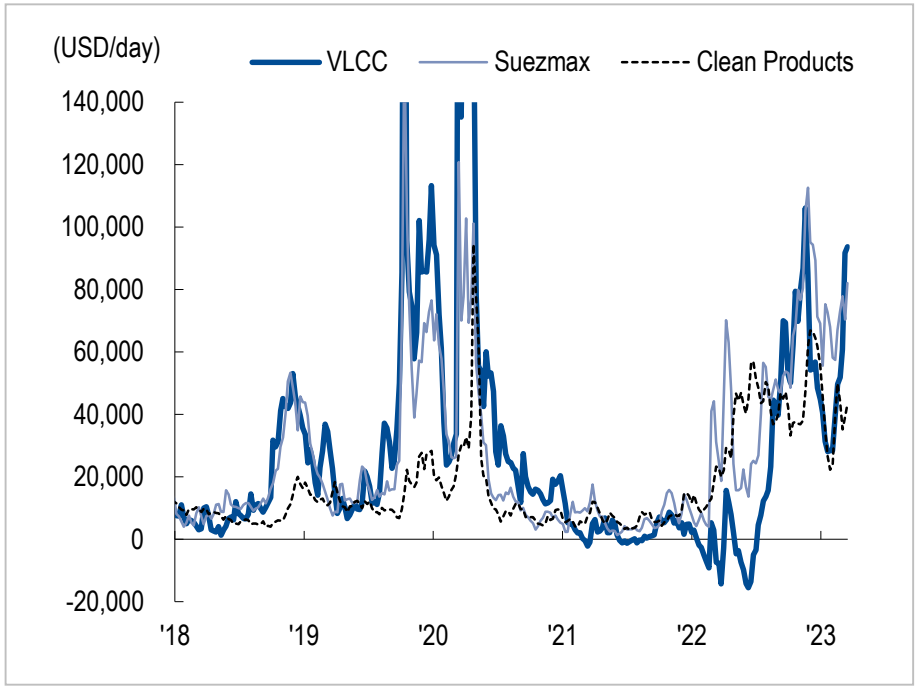
- 최근 LNG선 수주 흐름이 양호한데, 이는 유럽의 러시아 에너지 의존도 축소 과정에서 정책적으로 북미-유럽 LNG 수출 프로젝트 증가가 추진되고 있기 때문이라고 판단
- 추가적인 모멘텀은 탱커 수주로 예상. 선주들은 탈탄소 과정에서 물동량이 축소될 것으로 예상해 탱커 발주를 꺼리고 있었는데, 이 과정에서 운임이 상승. 운임 상승은 선주들의 발주를 촉진하는 요인으로 작용할 수 있음

LNG 수주 양호 + 선가 상승



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

양호한 운임 감안하면 추후 탱커 수주도 기대해 봄직함

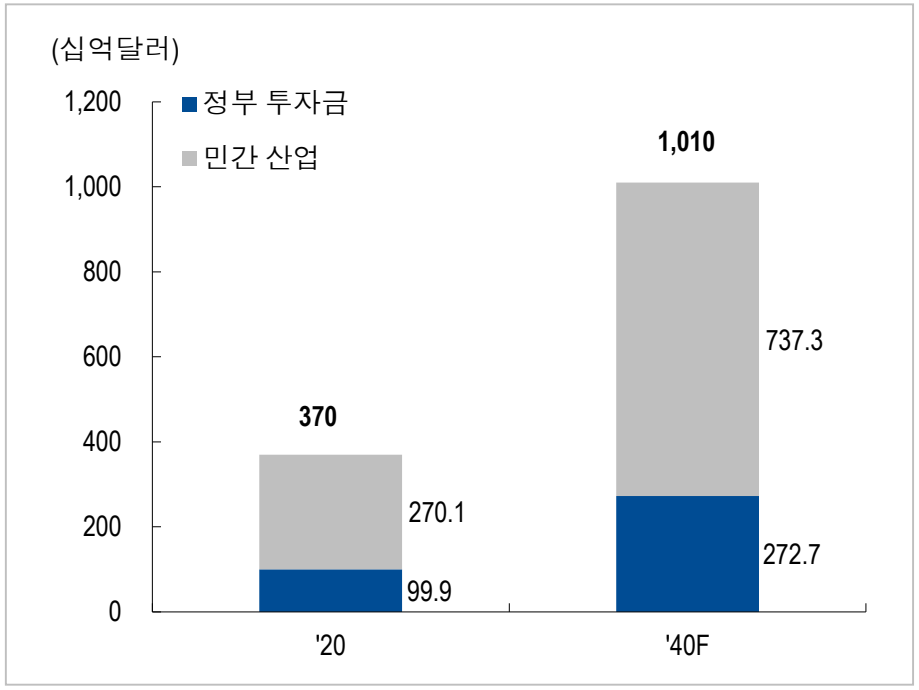


자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

국내 성장 테마는 우주항공

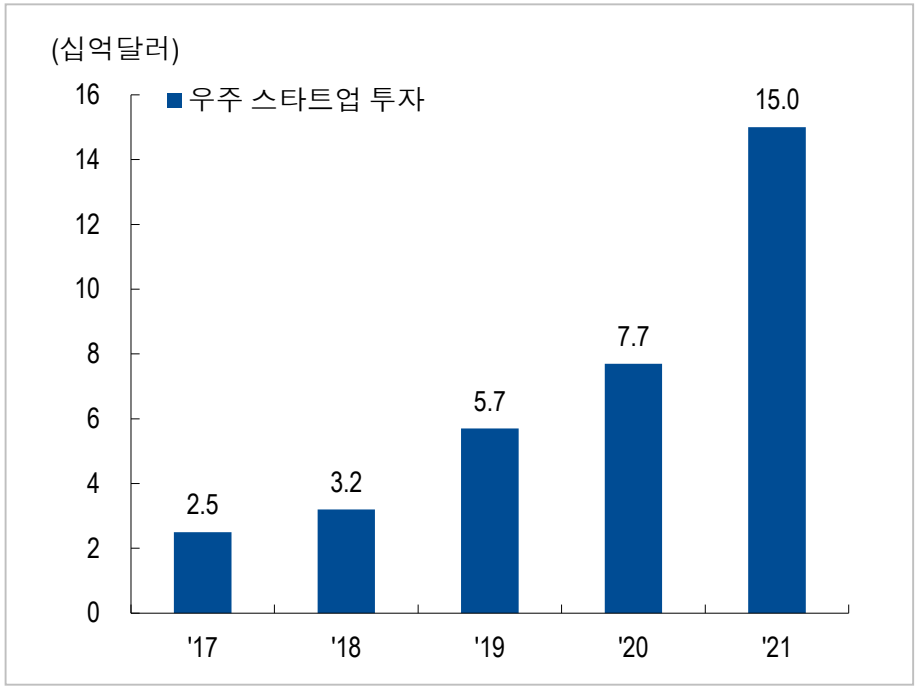
- 글로벌 우주 산업은 민간 비중 확대로 성장 본격화 중. 스타트업 투자 지속 증가 중. 2040년 우주 산업 규모 1조달러 전망
- 우리나라도 최근 누리호 발사에 성공하며 우주 개발을 가속화. 국내 기업들의 우주 R&D에 관심도 증가. 정부가 집중적으로 육성하려는 분야이며, 연내 우주항공청 개청, 우주항공 관련 기업들의 상장이 예정되어 있다는 점에서 긍정적 테마 지속 가능

우주 산업 규모 전망



자료: Citi GPS, NH투자증권 리서치본부

우주 스타트업 투자 증가 추세



자료: BryceTech Start-Up Space, NH투자증권 리서치본부

관심종목

2023년 4월 관심종목

구분	코드	종목명	Valuation						실적 Momentum (Growth y-y)				수익률 1개월	수익률 YTD	시가 총액
			PER		PBR		ROE		매출액		영업이익				
			'23F	'24F	'23F	'24F	'23F	'24F	'23F	'24F	'23F	'24F			
			(배)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(% y-y)	(% y-y)	(% y-y)	(% y-y)	(%)	(%)	(십억원)
턴어라운드	A005930	삼성전자	31.4	12.5	1.2	1.0	3.8	9.0	-9.4	11.5	-68.7	182.7	0.0	10.5	364,754
	A000660	SK하이닉스	-7.3	18.9	1.1	1.0	-14.7	6.0	-46.1	57.3	-248.0	145.2	-2.5	15.9	63,263
신성장	A035420	NAVER	30.0	24.6	1.3	1.2	4.3	5.0	18.9	14.4	11.4	19.4	-2.1	16.6	33,958
	A068270	셀트리온	37.0	30.2	4.7	4.1	13.6	14.9	10.8	15.7	21.6	22.5	4.8	-2.7	21,982
탑라인 성장	A383220	F&F	10.1	8.5	4.1	2.9	47.1	39.5	23.1	15.8	28.9	18.1	-6.8	-8.2	5,083
	A112610	씨에스윈드	35.9	21.2	3.1	2.7	8.8	13.4	29.2	32.9	191.9	64.0	8.7	3.3	2,998
	A004170	신세계	5.8	5.0	0.5	0.4	7.1	7.8	6.1	8.8	9.7	12.8	1.0	-4.8	2,063
언더독	A103140	풍산	5.6	5.2	0.5	0.5	9.5	9.2	-1.0	1.5	15.6	4.1	-2.8	7.3	1,012
AI 정량 분석 + 섹터 정성 분석	A042660	대우조선해양	19.8	7.5	1.1	0.9	9.2	15.0	70.8	8.0	111.9	138.7	-6.1	29.6	2,634
	A272210	한화시스템	58.8	33.4	1.0	1.0	1.5	2.8	7.5	7.6	181.6	45.0	-7.7	12.6	2,244

주1: 2023년 3월 22일 기준; 주2: 추정치는 FnGuide 컨센서스; 주3: 컨센서스가 없는 종목은 NH투자증권에서 작성한 3개월 내의 추정치를 적용
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

지금의 안전자산은 무엇일까요?(Feat. SVB)

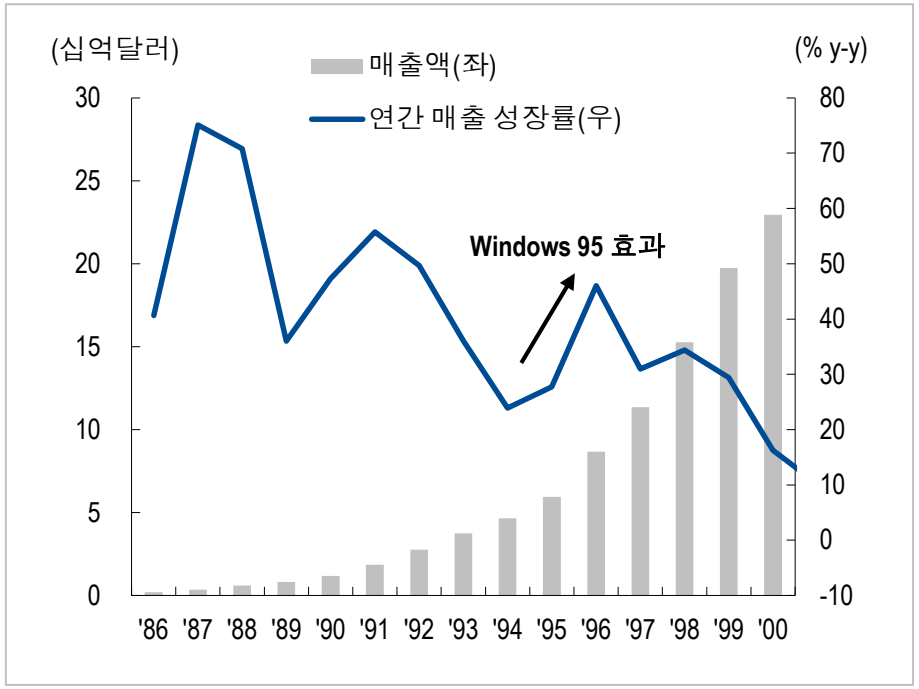
V. 이슈분석(1): ChatGPT, 새로운 IT 전쟁의 서막

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

2020년대 AI 기술 발전은 1990년대 IT 산업 발전 시기와 유사

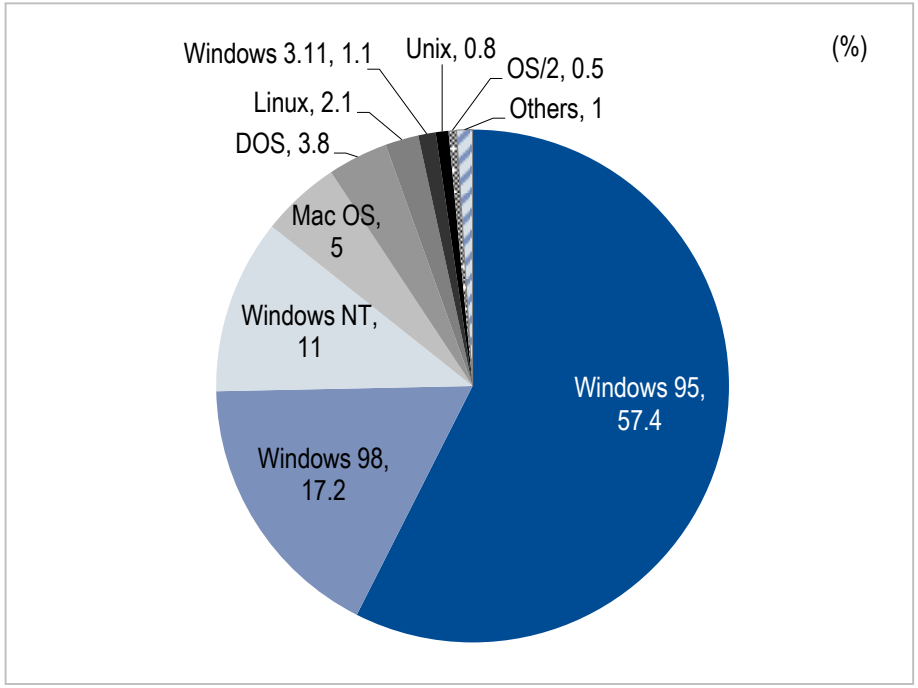
- 2020년대 AI 기술 발전은 1990년대 WWW 탄생 이후 IT 산업 발전 시기와 비교 가능
- 새로운 기술(인터넷)의 사용 편의성을 증진시킨 기업들이 빅테크 기업으로 성장
- 마이크로소프트는 혁신적인 소프트웨어(Windows 95) 개발을 통해 인터넷과 PC에 대한 일반인의 접근성을 한 단계 더 개선

2000년 이전 마이크로소프트 매출 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

1998년 PC 운영체제 점유율, Windows 95 비중이 압도적

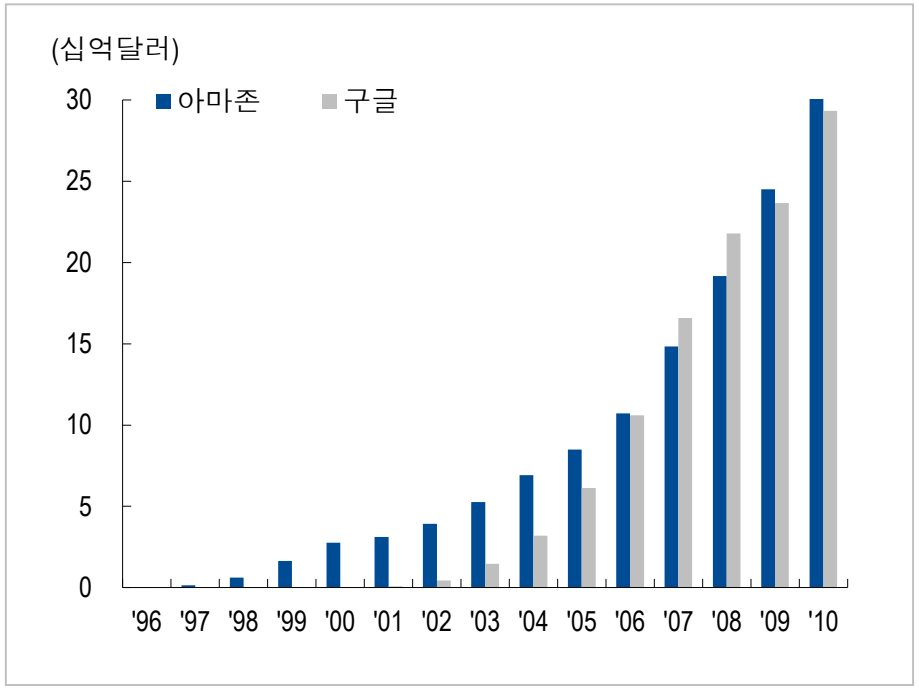


자료: IDC, NH투자증권 리서치본부

새로운 기술 사용 편의성을 증진시키 기업이 빅테크 기업으로 성장

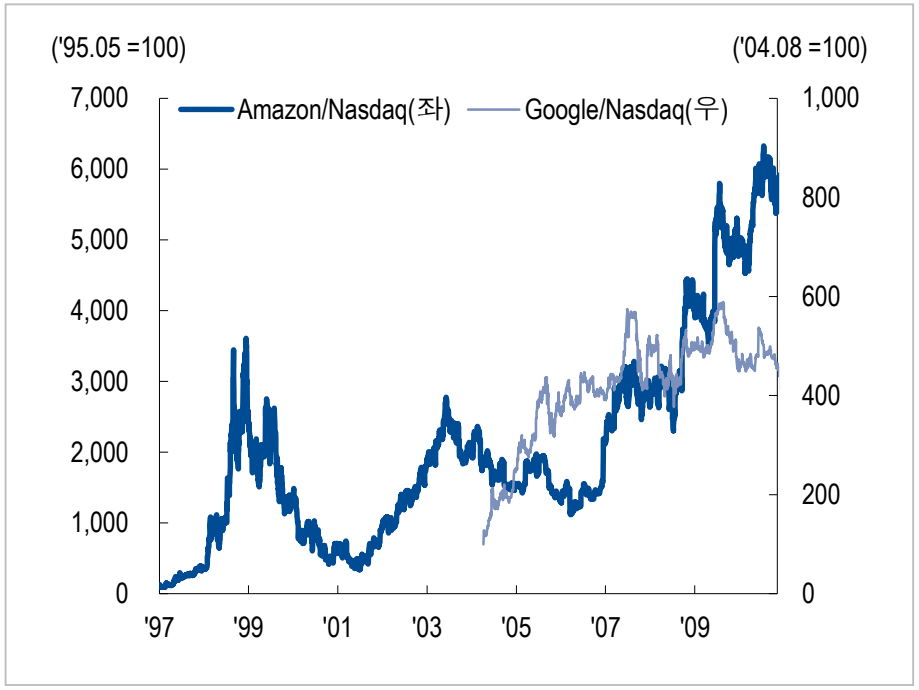
- 1998년 구글은 페이지랭크(PageRank) 알고리즘 기반의 검색 엔진을 개발하여 검색 속도와 품질을 크게 향상시키고, 깔끔한 UI(User Interface)를 통해 검색 엔진 업계에서 선두로 자리잡음
- 아마존 역시 고객의 편의성을 증대시키는 방식으로 온라인 쇼핑 시장에서 점유율을 높인 기업. 1998년 아마존은 구매자의 구매 내역을 기반으로 맞춤형 상품을 추천하고, 배송지 네트워크를 구축하여 빠른 배송을 지원하는 등 고객서비스에 집중

창업 초기 아마존, 구글 매출 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

구글, 아마존의 나스닥 대비 상대주가 지수

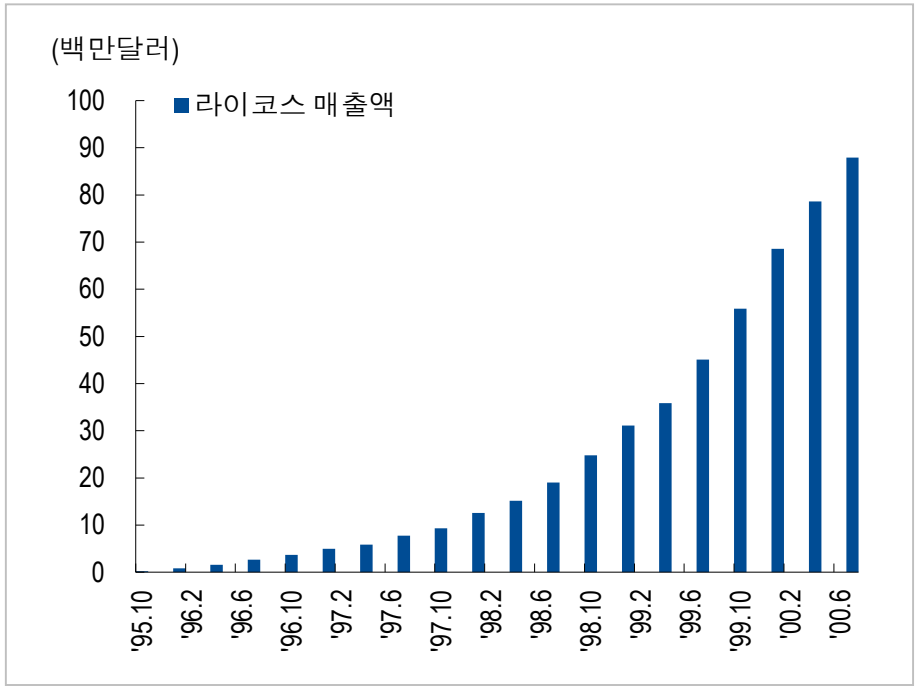


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

모든 인터넷 기업이 살아남은 것은 아니다

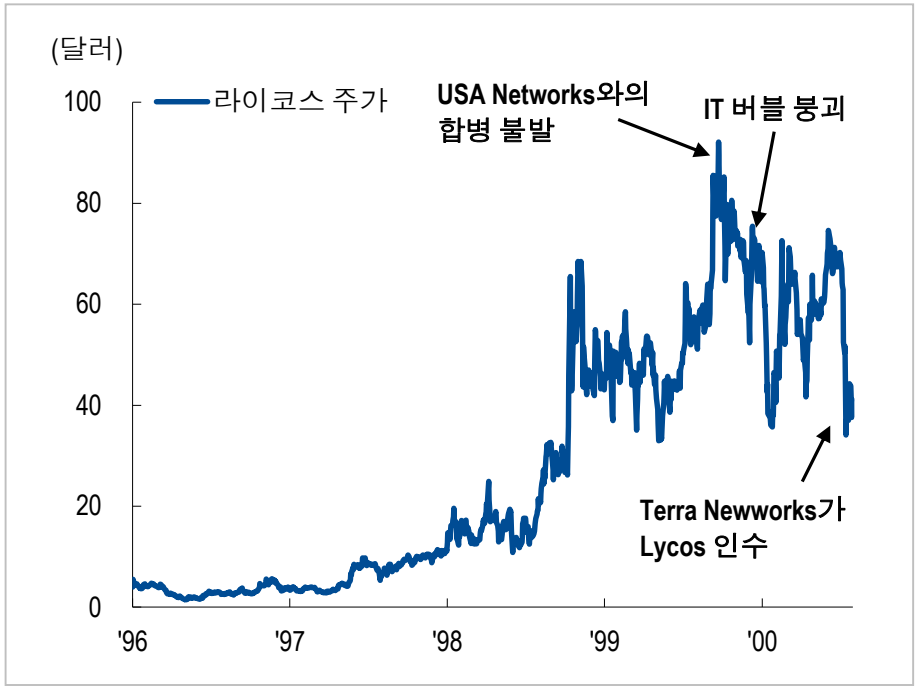
- 라이코스(Lycos)는 인터넷 상업화 초기에 검색 엔진 분야에서 높은 점유율을 차지했으나, 경쟁사들에 밀려 사라진 검색 엔진
- 1994년 라이코스는 새로운 알고리즘 기반의 검색 엔진을 출시. 관련성 높고 빠른 검색 결과로 대중에게 인기가 높았고, 매출도 꾸준히 성장
- 1990년대 후반 라이코스는 핵심 사업인 검색 엔진 이외의 이메일과 온라인쇼핑 등 다른 사업으로 무리하게 확장을 추진. 이후 검색은 구글, 이메일은 야후, 온라인 쇼핑은 아마존에 밀려나면서 쇠퇴

라이코스 분기별 매출액은 꾸준히 증가



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

라이코스 주가 추이

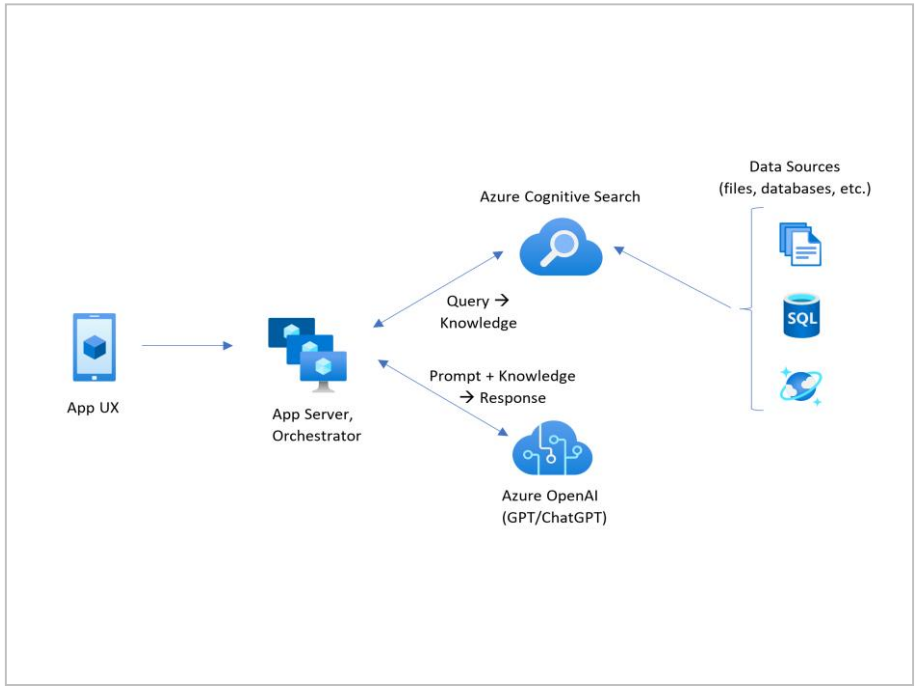


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

현 시기는 AI 기술과 타 산업이 융합하는 초기 단계

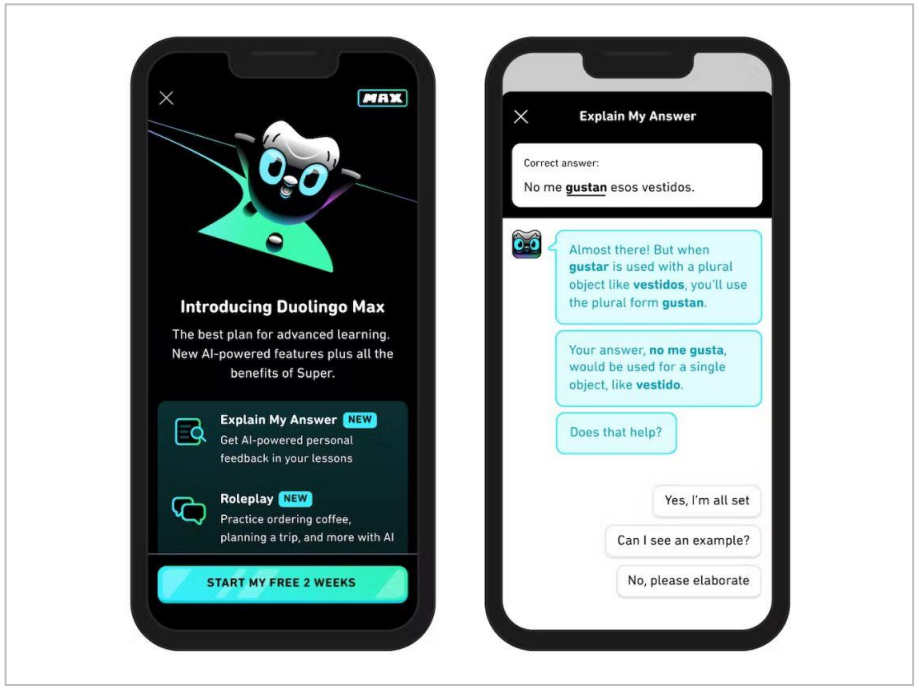
- ChatGPT API가 MS Azure 클라우드 서비스에 추가되면서 기업 고객이 ChatGPT 기능을 각 업종/회사에 맞게 조정하여 사용 가능
- 특정 산업의 전문 지식 데이터를 학습할 시, 상황에 맞는 전문적인 답변을 내놓을 수 있음
- ChatGPT API는 이미 언어 교육 프로그램인 Duolingo에 적용되어 출시

개별 기업의 MS Azure의 OpenAI 활용 구조



자료: Microsoft Azure , NH투자증권 리서치본부

Duolingo, 대화 형식으로 언어를 배울 수 있음

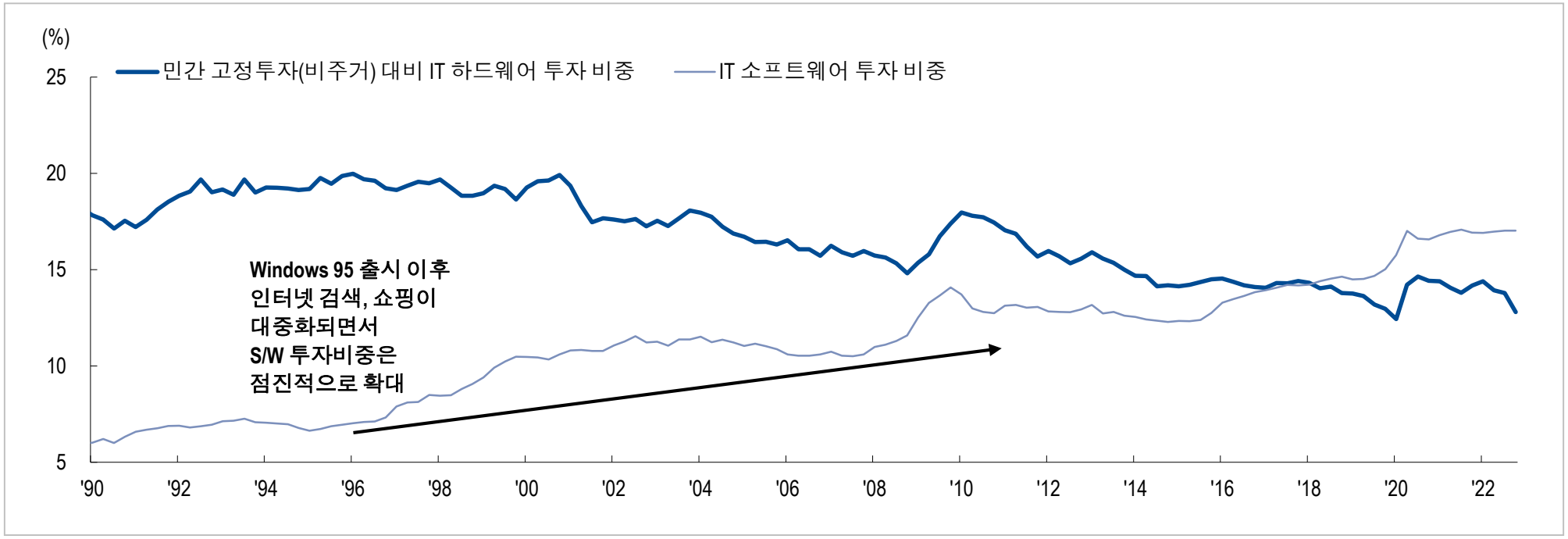


자료: OpenAI, NH투자증권 리서치본부

2020년대의 AI 기술 보편화는 더 압축적이고 빠르게 진행될 전망

- 1990년대 WWW가 인터넷 보편화를 촉발시킨 것처럼, 2020년대에는 ChatGPT로 인해 AI 기술의 보편화 시기가 다가올 것
- AI 기술의 보편화 과정에서 살아 남는 기업은 혁신적인 기술과 직관적인 UI를 통해 AI 기술에 대한 대중 접근성을 향상시키거나, AI 기술의 장점을 다른 산업과 접목시키는데 성공한 기업일 것
- 다만, 1990년대와 다르게 2020년대 AI 기술의 보편화는 더 압축적이고, 빠르게 진행될 것으로 예상

미국 민간 고정투자 중 IT 하드웨어와 소프트웨어 투자 비중 추이

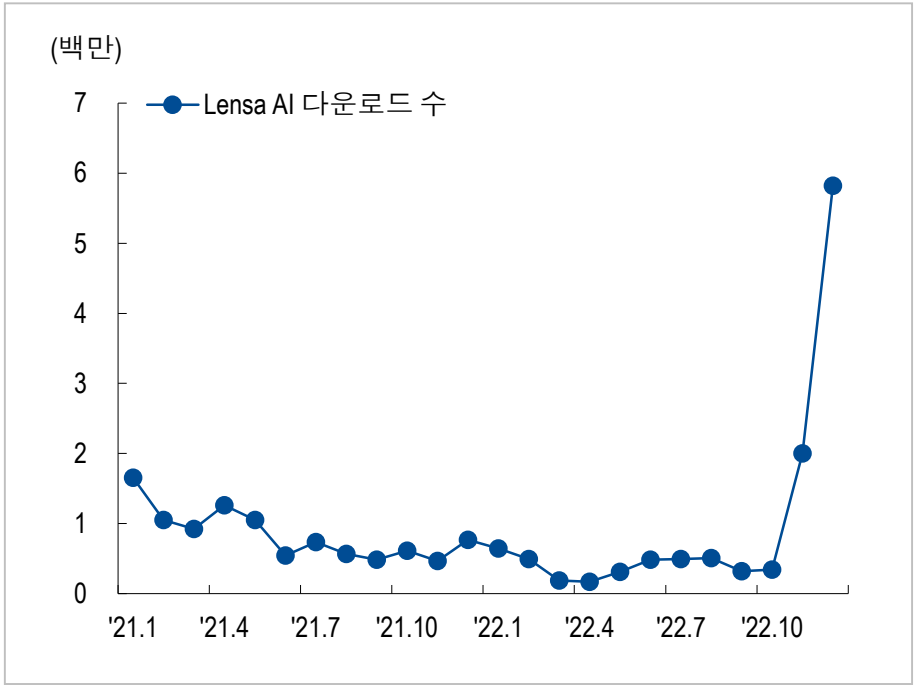


주: 미국 민간 비주거용 고정자산 투자 금액 대비 정보처리 하드웨어, 소프트웨어 투자 금액 비중; 자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

AI 기술과의 융합은 이미 시작

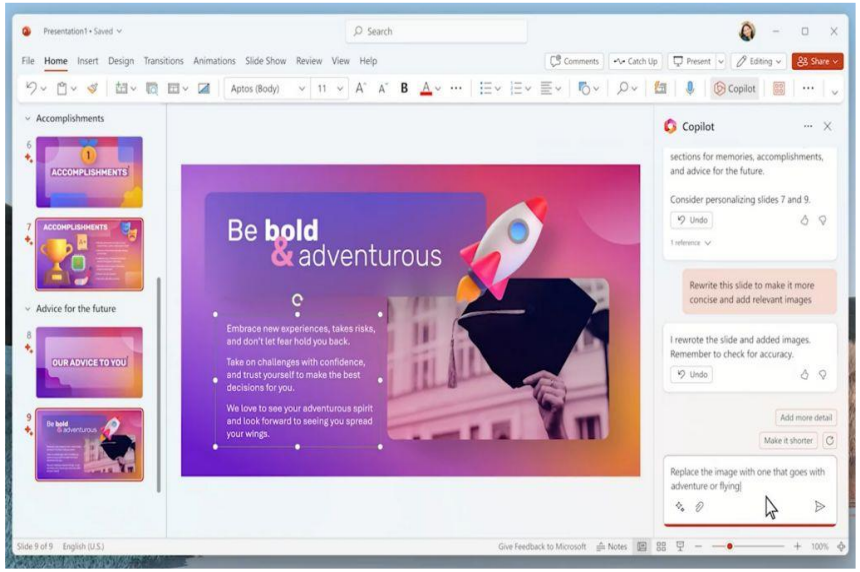
- AI 기술을 기존의 모바일 애플리케이션이나 소프트웨어와 융합시킨 사례는 이미 존재
- 업로드한 사진을 기반으로 50개의 예술작품화 된 아바타 사진을 생성해주는 'Lensa AI'가 작년 말 출시하여 흥행
- 마이크로소프트의 Office(Word, PowerPoint, Excel 등)에 GPT-4 기술을 융합한 MS Copilot을 공개

연간 Lensa AI 다운로드 수



자료: Statista, NH투자증권 리서치본부

MS Copilot은 PPT 슬라이드를 작성해 줌

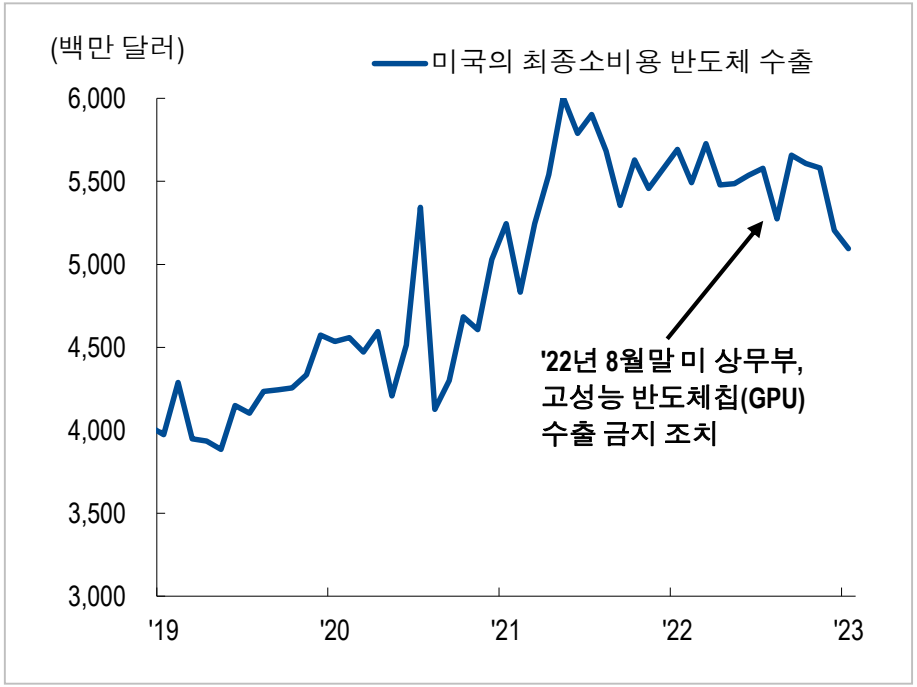


자료: Microsoft, NH투자증권 리서치본부

미국과 중국의 기술 패권 전쟁도 더욱 심화될 것

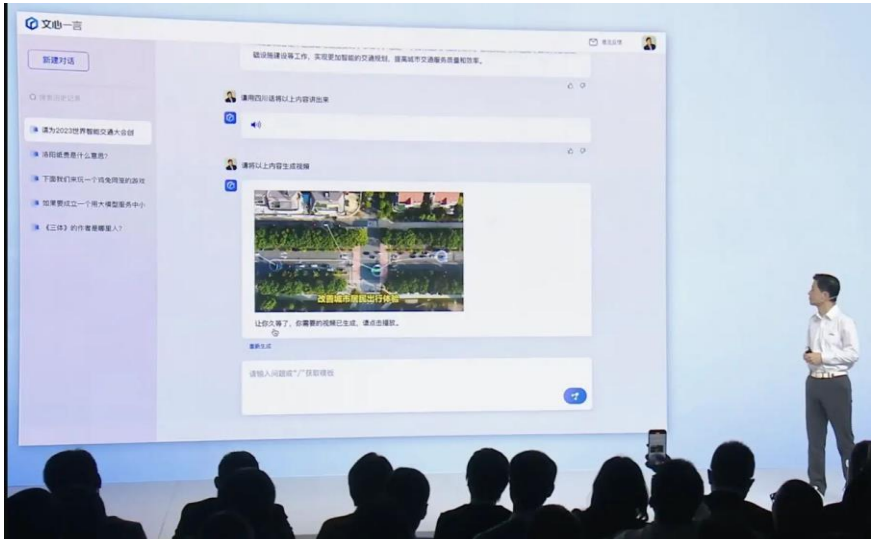
- 미국은 AI 기술 패러다임을 주도하고, 중국의 AI 개발을 억제하기 위해 중국향 첨단 반도체 수출을 규제
- 미 상무부는 엔비디아와 AMD에 고성능 GPU의 대중 수출을 금지. ASML도 대중 수출 금지 목록에 EUV 장비에 이어 DUV 장비도 추가
- 중국의 AI 모델 훈련은 고성능 GPU 부족으로 초기 난항이 예상. 그럼에도 바이두의 '어니봇'이 출시되는 등 중국도 이미 AI 개발에 주력 중

미국의 최종소비용 반도체 수출액 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

바이두의 어니봇 시연 영상

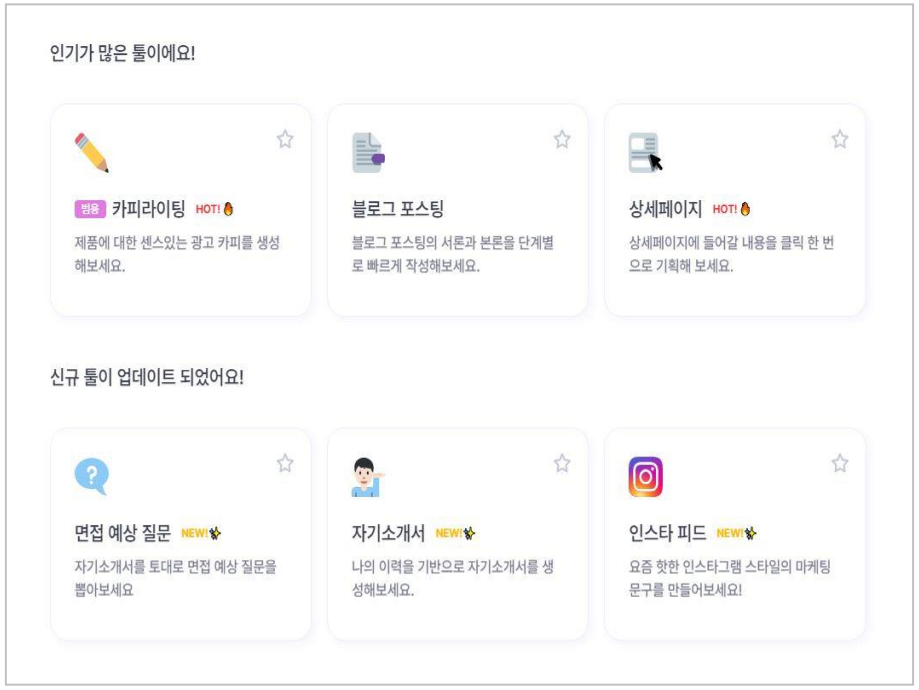


자료: 바이두, NH투자증권 리서치본부

Appendix. 한국의 생성형 AI 모델 활용 사례

- 한국어에 특화된 AI 모델 기반의 카피라이팅 생성 서비스를 제공하는 '뤼튼(wrtn)'
- 현재 AI 언어 모델 중 기술 면에서는 GPT-4가 뛰어남. 그러나 한국 고유 문화가 반영되는 한국어 글 생성에는 뤼튼이 강점을 보유
- 한국 문화나 언어에 특화된 서비스를 제공하는 AI 기업은 한국 내에서 경쟁력을 확보할 수 있을 것

뤼튼이 제공하는 서비스



자료: 뤼튼, NH투자증권 리서치본부

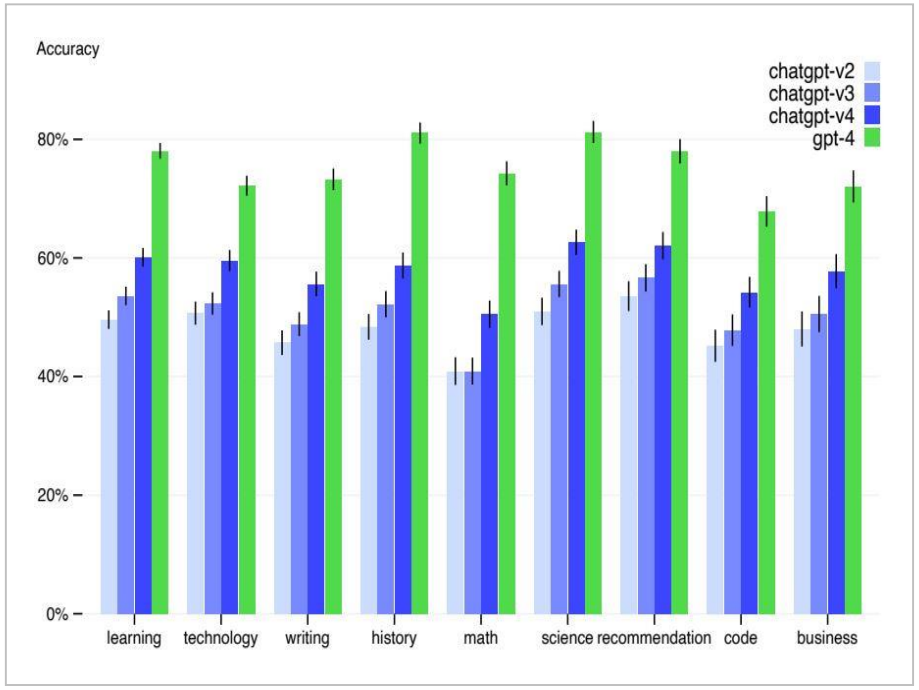
뤼튼의 자소서 작성 기능

자료: 뤼튼, NH투자증권 리서치본부

Appendix. GPT-4가 기존 GPT 모델과 다른 점 ①

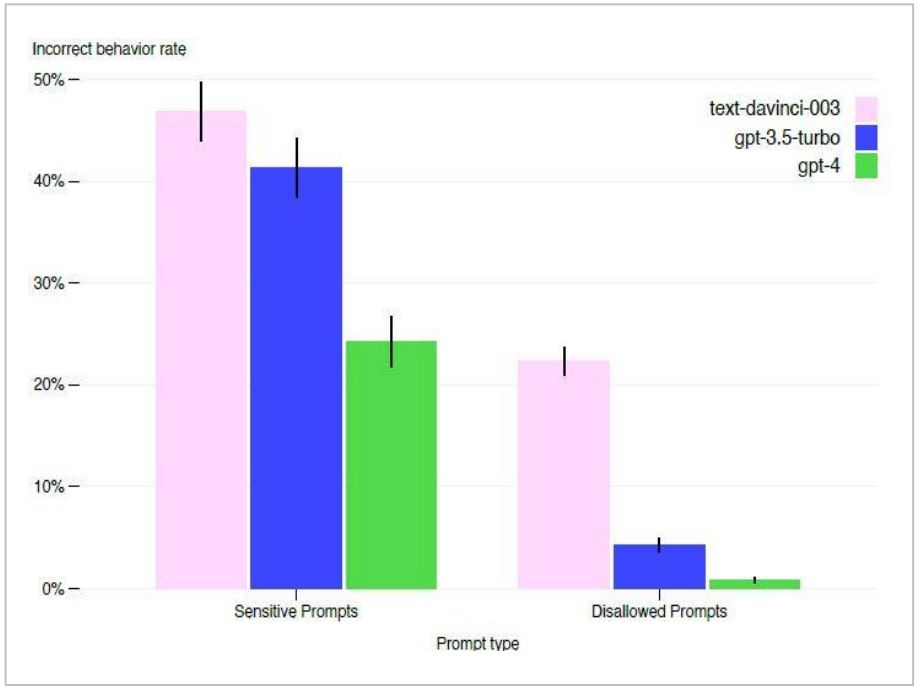
- 기존 GPT-3.5의 단점을 개선하고 신기능을 추가한 GPT-4가 공개
- 1) ChatGPT의 대표적인 오류인 '환각 현상(Hallucination)'과 '탈옥 현상(Jailbreak)'이 개선
- GPT-4는 사실 기반 답변 비율이 높고, 불법적이거나 비윤리적인 질문에 대한 답변은 하지 않음

GPT-4의 과목별 사실 기반 답변 비율이 높아짐



자료: OpenAI, NH투자증권 리서치본부

GPT-4는 허용되지 않은 부분에 대해 답변하지 않음

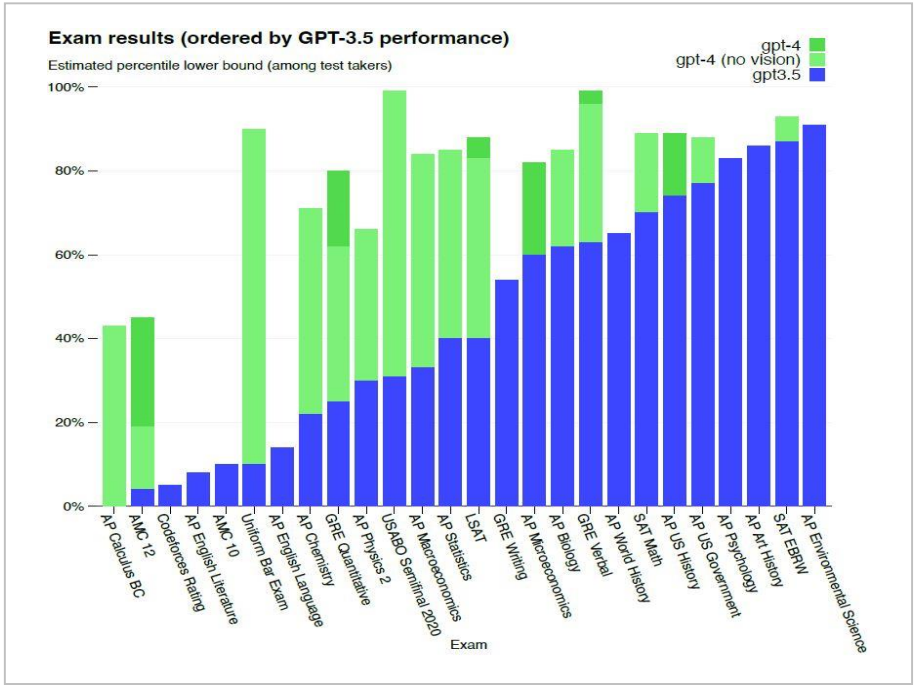


자료: OpenAI, NH투자증권 리서치본부

Appendix. GPT-4가 기존 GPT 모델과 다른 점 ②, ③

- 2) 언어적인 측면에서 논리적으로 답변하는 능력이나 전문 지식 수준이 개선
- GPT-4는 미국 SAT 읽기&쓰기 시험에서 670점(800점 만점)을 기록하여 상위 7% 수준 기록. 한국 수학능력시험 언어영역 1~2 등급에 해당
- 3) 멀티모달(Multimodal) 모델. GPT-4는 텍스트 기반으로 학습하던 GPT-3.5와 다르게 이미지, 오디오, 비디오 데이터로 학습이 가능

GPT-3.5 대비 GPT-4의 주요 시험 점수는 개선



자료: OpenAI, NH투자증권 리서치본부

GPT-4는 치킨 모양이 세계지도임을 인식함

자료: OpenAI, NH투자증권 리서치본부

This page intentionally left blank

지금의 안전자산은 무엇일까요?(Feat. SVB)

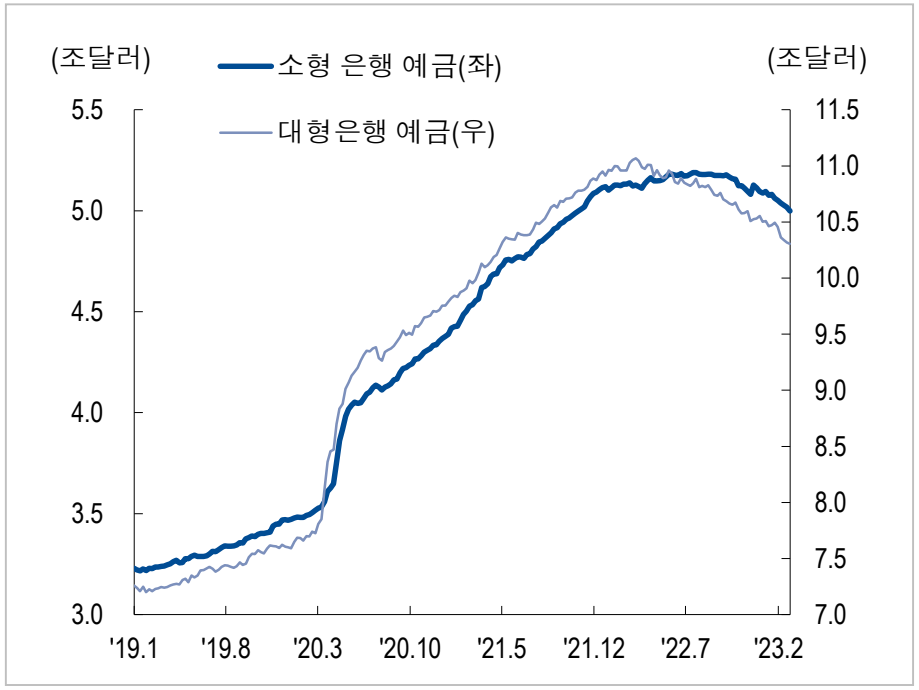
VI. 이슈분석(2): Next SVB 찾아보기

Strategist: 조연주
tel 02) 768-7598 | e-mail julie.cho@nhqv.com

미국 중소형 은행 예금 잔액 감소 중

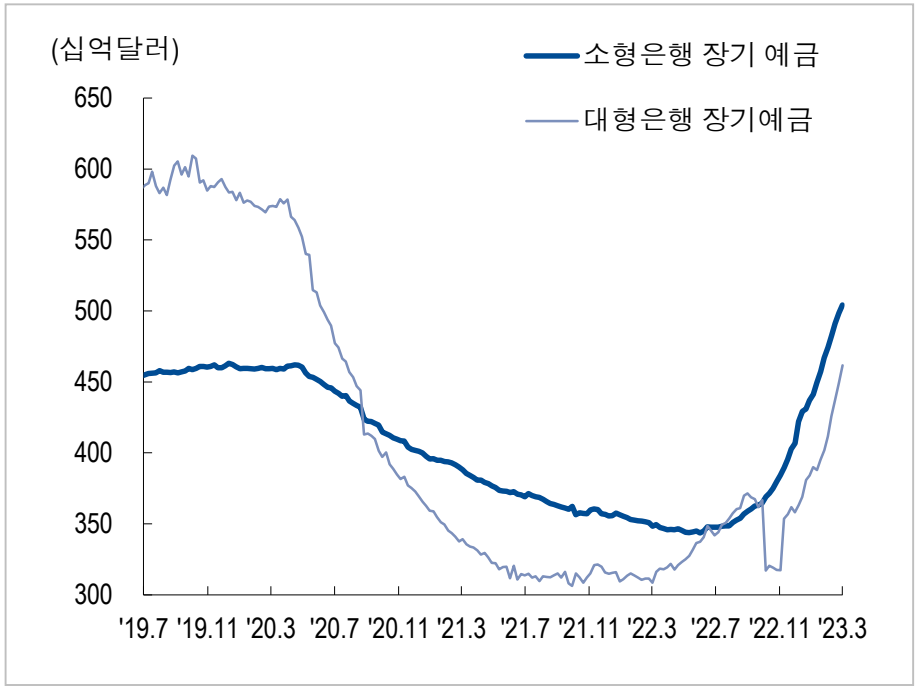
- 실리콘밸리 은행(이하 SVB)와 시그니처 은행의 파산으로 미국 중소형 은행권 전반적으로 예금이 감소
- 다만, 미국 은행권 장기 예금의 경우 아직 유의미한 규모로 인출되지 않은 상황

미국 소형 은행 예금 2022년 말부터 감소하기 시작



자료: Federal Reserve, NH투자증권 리서치본부

미국 은행 장기 예금은 아직 유의미한 규모로 인출은 없어

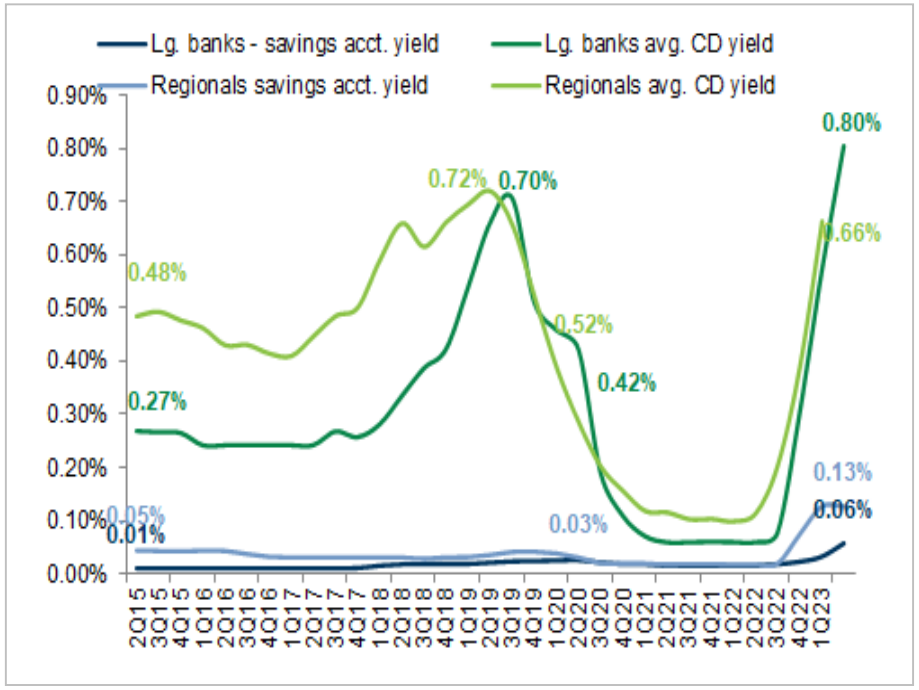


주: 미국 은행 장기 예금(Large time Deposit)은 정해진 날짜 전 예금인출이 불가
자료: Federal Reserve, NH투자증권 리서치본부

예금 이탈 방지를 위해 미국 중소형 은행 예금 금리 상승 중

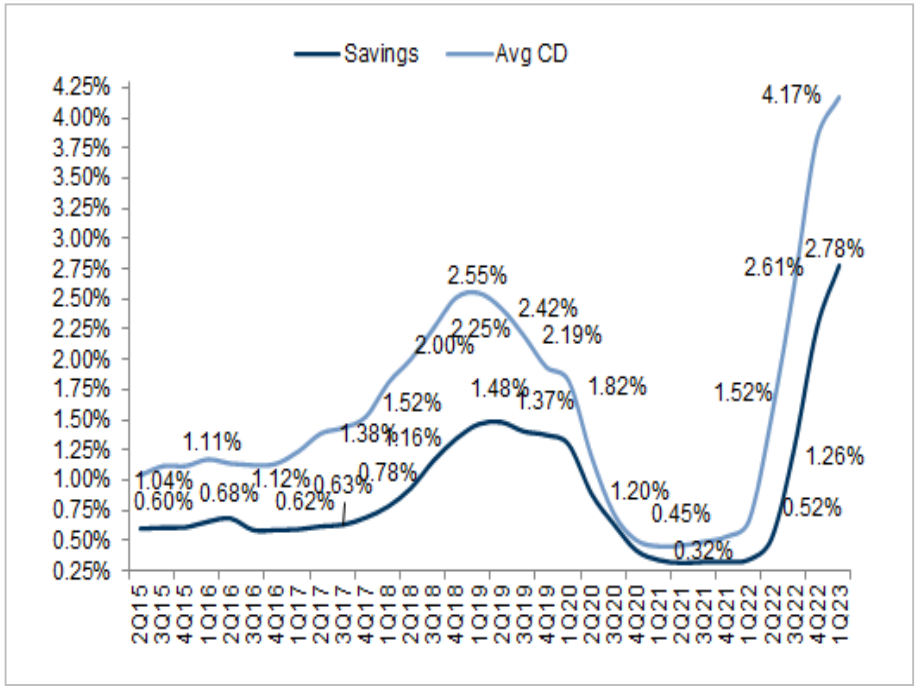
- 추가 예금 인출을 막기 위해 미국 은행권은 예금 금리를 높이는 모습
- 지방 은행의 예금 금리는 대형 은행 대비 높은 수준이며 온라인 은행의 예금 금리 및 CD 금리 상승

미국 지방 은행 예금 금리는 급등, 대형 은행은 낮은 수준



자료: Company Data, SNL Financial, GS Economics, NH투자증권 리서치본부

미국 온라인 은행 예금 금리 상승 중

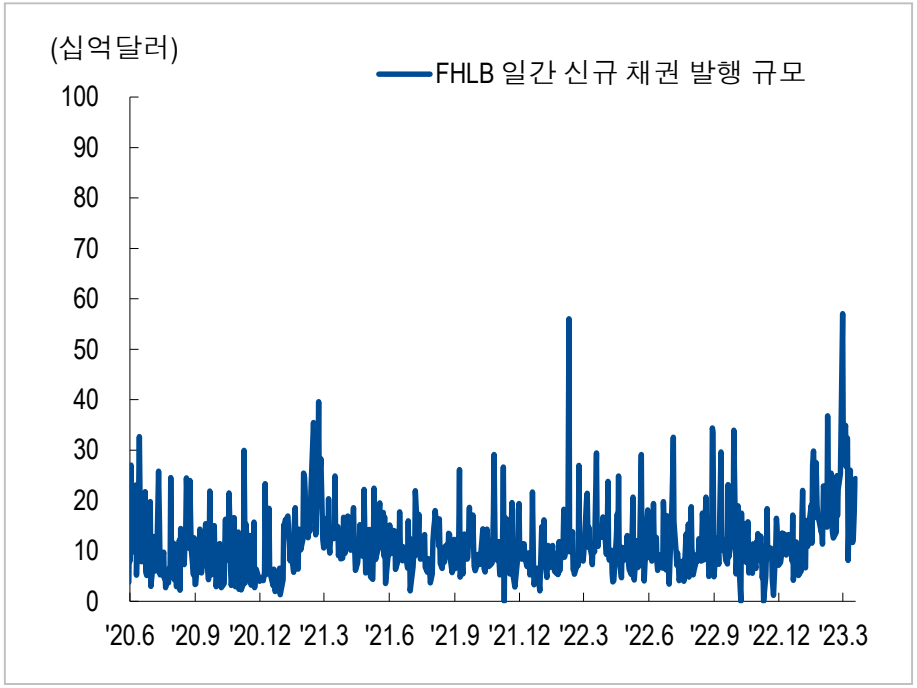


자료: Company Data, SNL Financials, GS Economics, NH투자증권 리서치본부

미국 중소형 은행 신뢰도 하락

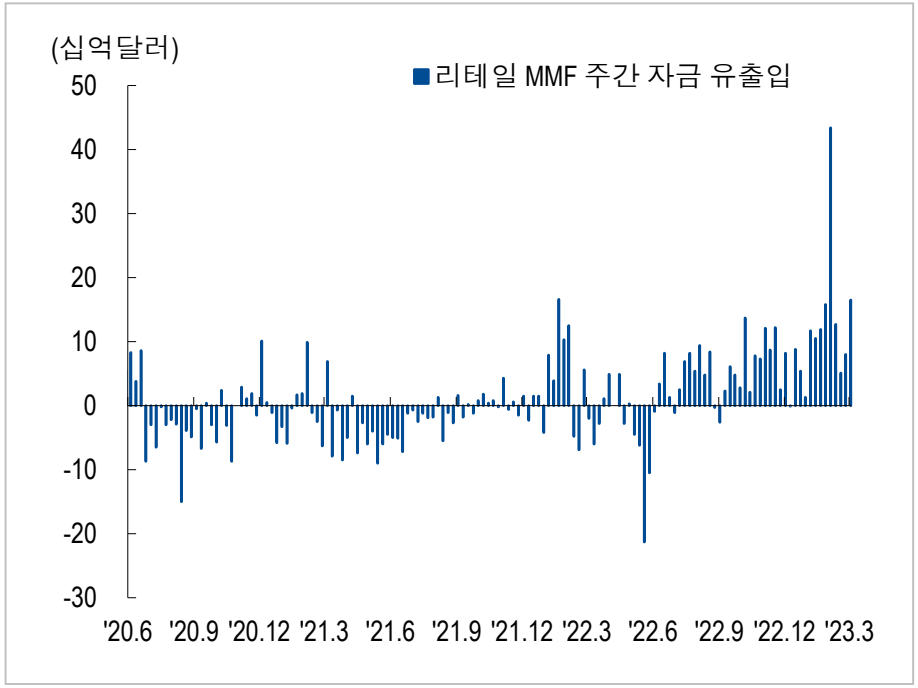
- 미국 중소형 은행의 자금 유치를 위해 미국 연방 주택 대부 은행에서 유동성을 공급하는 것이 보편적
- 3월 SVB 및 시그니처 은행 파산 이후 미국 연방 주택 대부 은행의 신규 채권 발행 규모가 급증. 중소형 은행에 대한 유동성 공급을 위한 것으로 판단. 또한, **미국 중소형 은행에서 예금을 인출해 국채를 매입하는 것으로 추정됨**. 최근 한 주간 Retail MMF에 유입된 자금이 크게 증가

미국 연방 주택 대부 은행 신규 채권 발행 급등



자료: FHLB, NH투자증권 리서치본부

미국 중소형 은행 예금이 MMF로 유입되고 있는 것으로 추정

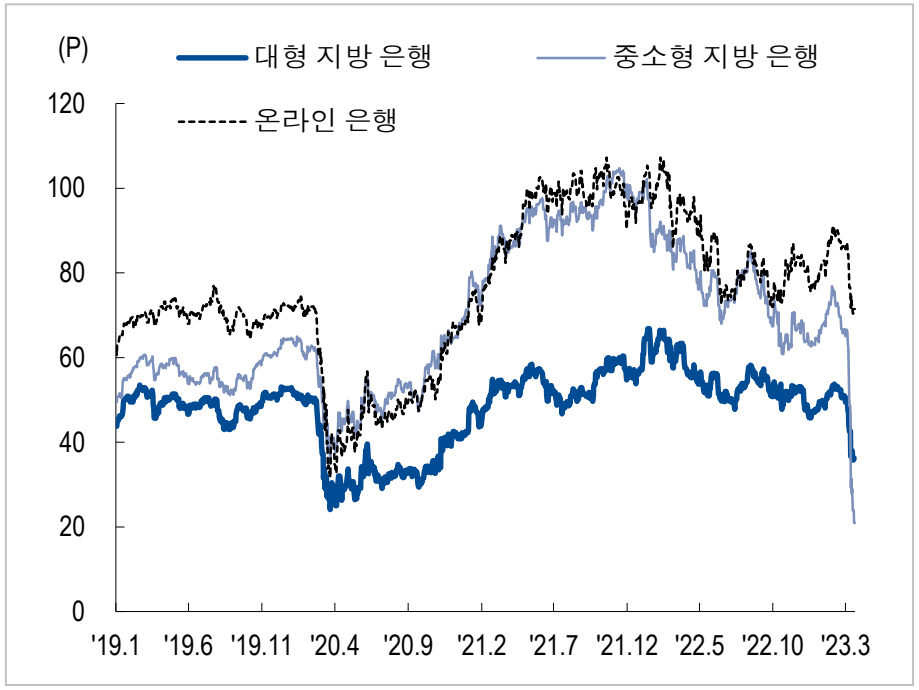


자료: Morning Star, NH투자증권 리서치본부

미국 중소형 은행 센티먼트 부진

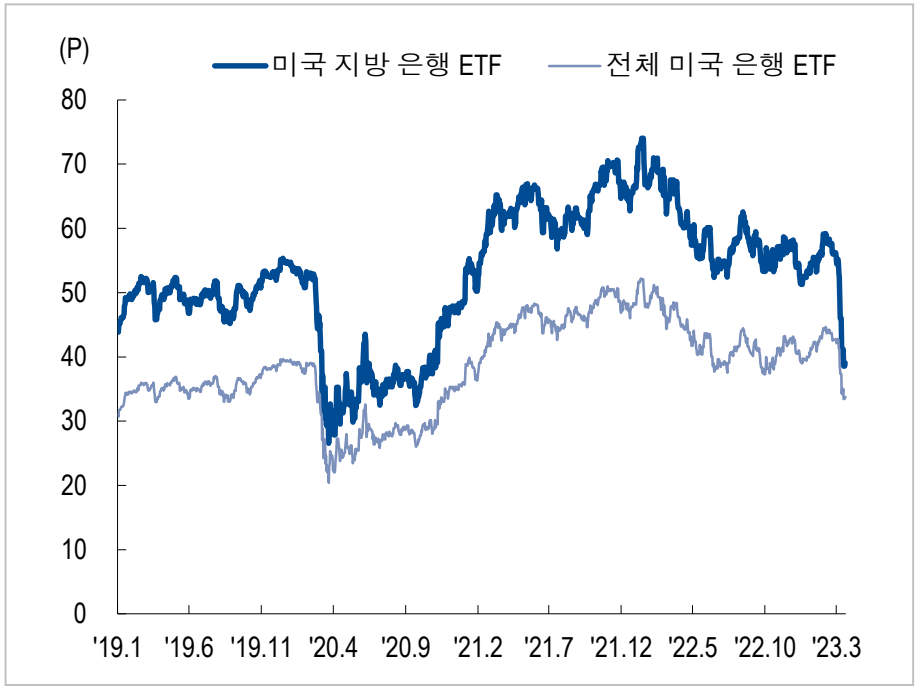
- 미국 중소형 은행에 대한 경계감은 주가 흐름을 통해 실시간으로 확인 가능
- 은행권 전반적으로 액티브와 패시브 자금이 모두 유출되었으나 특히 중소형 은행 및 지방 은행 ETF 중심의 낙폭 확대를 확인

미국 중소형 지방 은행 주가 낙폭이 가장 심각한 수준



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미국 지방 은행 중심으로 ETF 자금 이탈



자료: Morning Star, NH투자증권 리서치본부

미국 중소형 은행 가운데 Next SVB 찾기

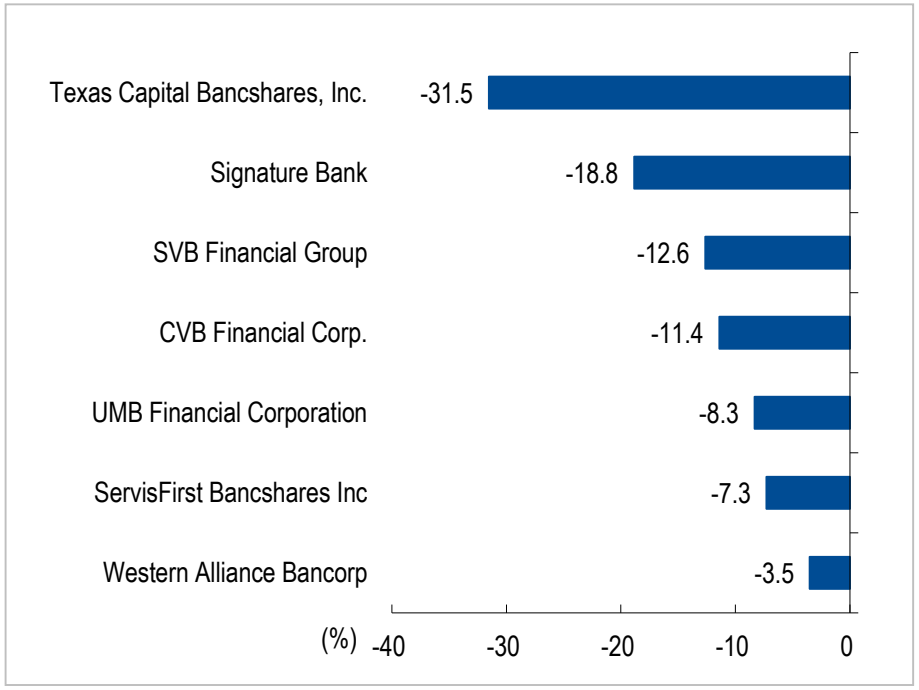
- 미국 지방 은행들의 예금 이탈에 따른 유동성 경색은 진정될 것으로 예상되나, 은행별 자산부채관리(ALM) 리스크는 단기에 해소되기 어려울 것으로 판단

자산부채관리 위험에 따른 등급 하향 검토 중인 은행 리스트

기업명	총자산 (백만달러)	(매도가능증권 +만기보유증권 손실 규모)/CET1(%)	CET1 비율(%)	예금보호금액 초과 예금 비율(%)	신용 등급
First Republic Bank	212,639	-37.7	9.1	67.7	B2
Signature Bank	110,363	-101.1	12	94.5	C
Zions Bancorp	89,545	-50.8	9.7	52.5	Baa1
Comerica Inc	85,406	-38.5	10	62.5	A3
Western Alliance Bancorp	67,734	-20.8	9.3	57.7	Baa2
UMB Financial Corp	38,512	-51.4	10.6	75.1	A3
INTRUST Financial Corp	2,524	-91.3	9.6	41.2	Baa2

주: 2022년 결산 보고서 기준
자료: Moody's, S&P Capital IQ, NH투자증권 리서치본부

지난 1년간 예금 인출 규모가 가장 컸던 지방 은행 리스트

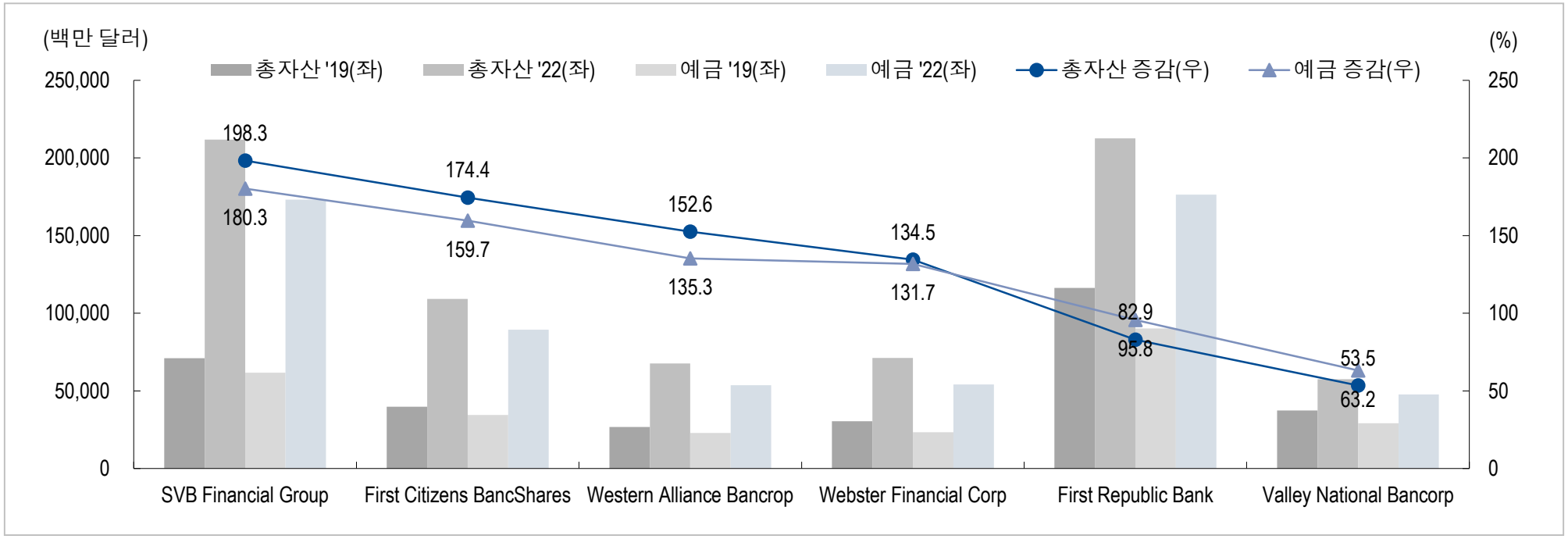


자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

중소형 시중은행 가운데 매도가능증권과 만기보유증권의 평가 손실 규모가 관건

- 코로나 이전부터 지금까지 예금을 중심으로 총자산이 급격하게 증가한 중소형 시중은행 가운데 매도가능증권(AFS)과 만기보유증권(HTM)의 평가 손실 규모가 큰 중소형 은행은 여타 은행 대비 예금 이탈, 자본 손실 압력이 더 높을 것
- Western Alliance, UMB Financial, ZIONS Bancorp, Comerica Inc, Intrust Financial, CVB Financial, First Citizens Bancshares 등이 이에 해당되는 은행. 이 은행들이 전체 은행 섹터에서 차지하는 비중은 미미하나, 정부 당국은 추가 파산 가능성을 모니터링 하는 중

코로나19 이전 대비 예금 중심의 외형 확장 가팔랐던 미국 중소 은행

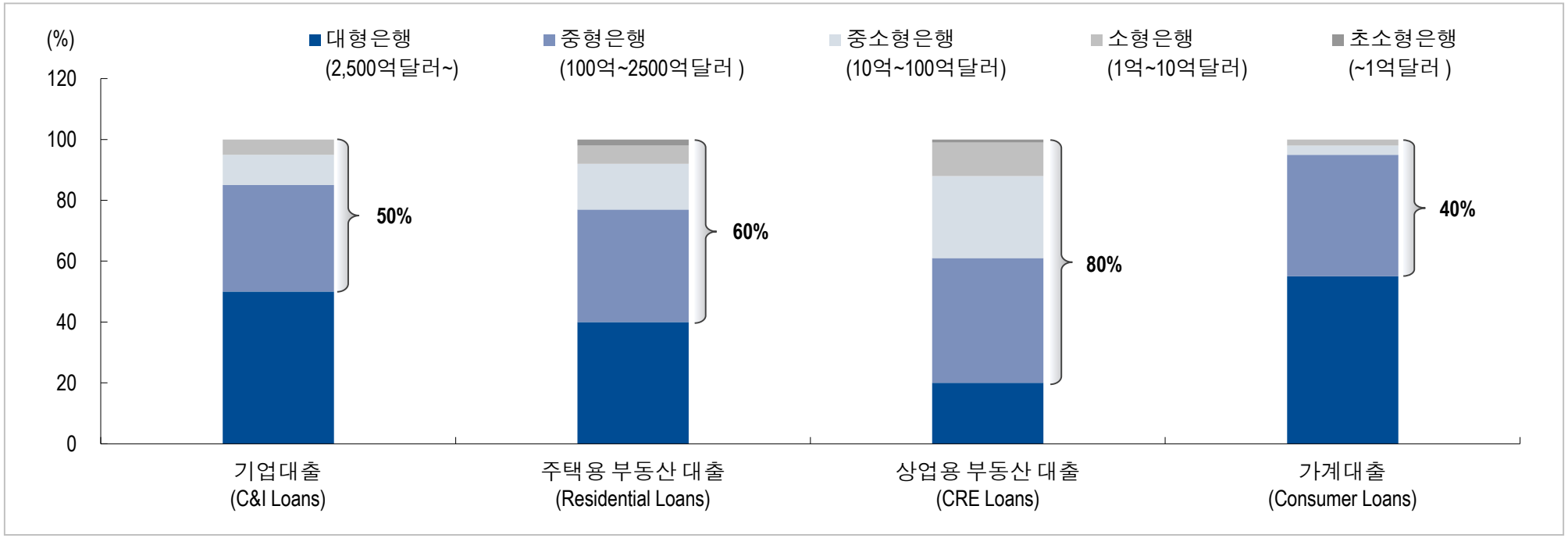


자료: Moody's, S&P Capital IQ, NH투자증권 리서치본부

미국 중소형 은행에 대한 기업 및 부동산 대출 의존도 높아

- 미국 중소형 은행은 기업 대출의 50%, 주택용 부동산 대출의 60%, 상업용 부동산 대출의 80%를 차지. 다만 최근 **중소형 은행들은 갑작스런 예금 인출에 대비하기 위해 기업 및 부동산 대출을 줄이려는 추세**
- 중소 지방 은행을 중심으로 대출이 점차적으로 어려워지는 구간에 진입할 전망

미국 중소형 은행의 종류별 대출 규모 - 특히 기업 및 부동산 대출 비중이 높음

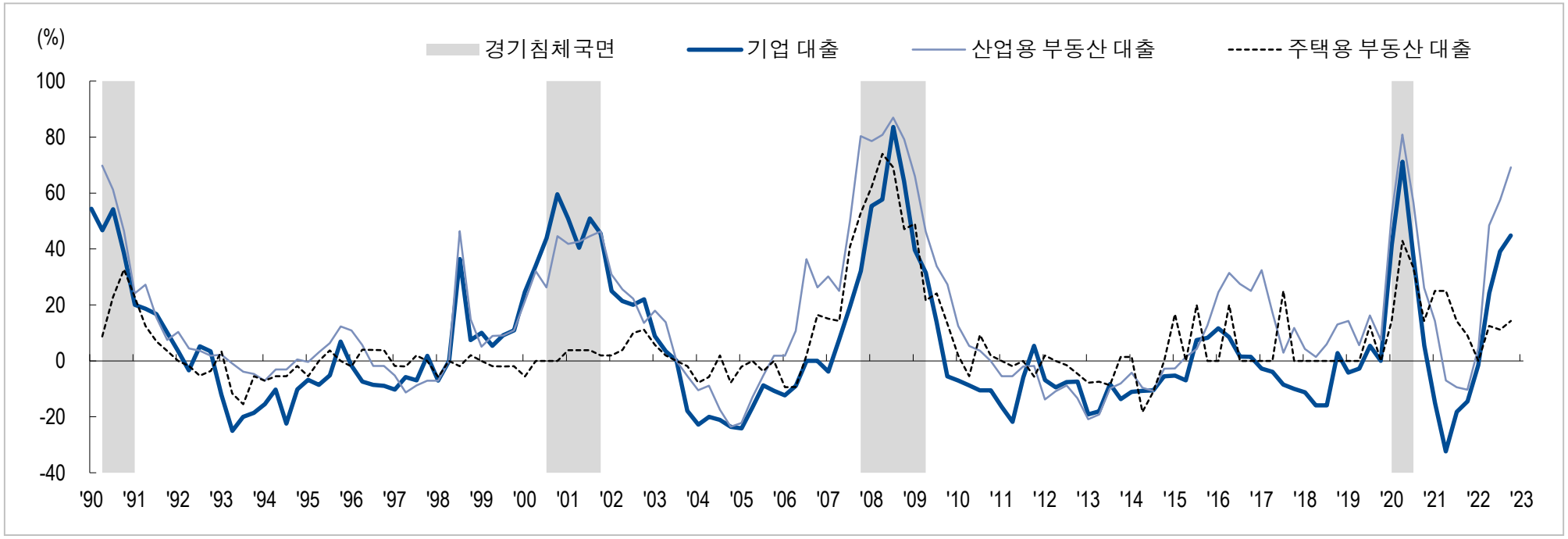


자료: FDIC, NH투자증권 리서치본부

미국 중소형 은행들은 기업 및 부동산 대출 태도를 강화

- 미 연준이 매 분기 주요 은행 대출 책임자를 대상으로 실시하는 Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practice에 따르면 **대출 기준이 높아지고 있다는 답변이 상승**
- 미국 기업 및 부동산 대출의 50% 이상을 중소형 지방 은행이 차지하고 있는 바. 미국 기업 및 가계 대출이 타이트해지는 구간에 진입할 전망

미국 은행권 대출 관련 서베이 지표

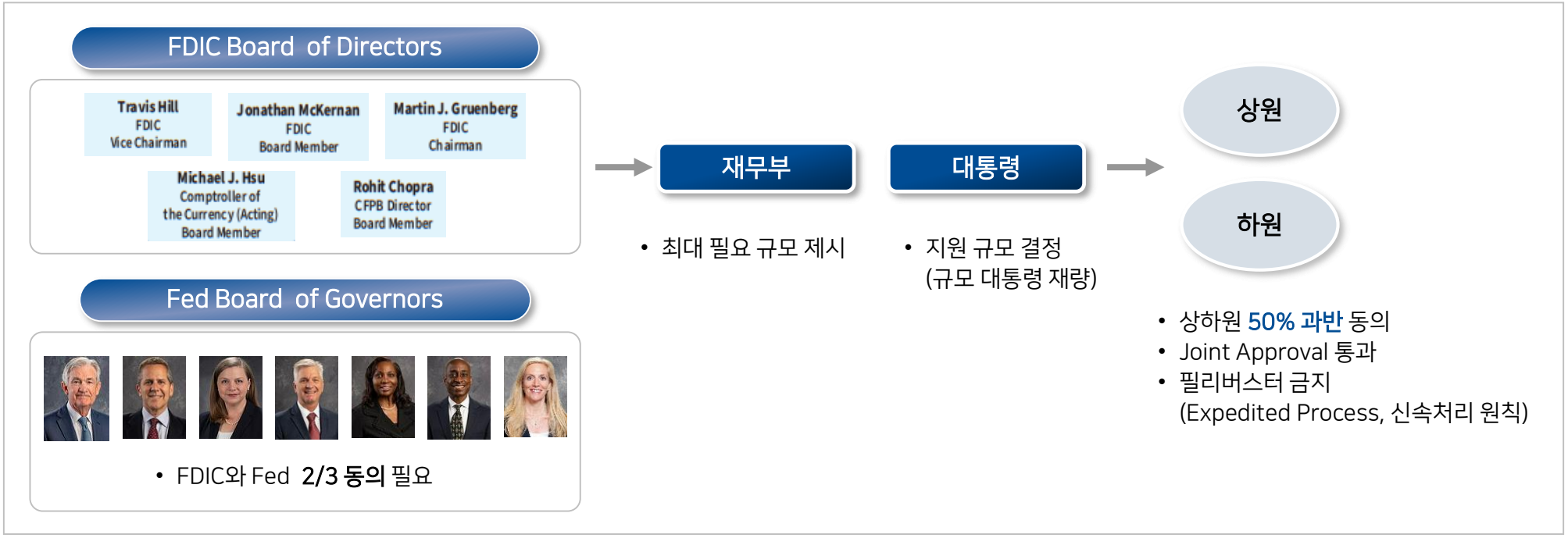


자료: Federal Reserve Banking Survey(SLOOS), NH투자증권 리서치본부

바이든 행정부의 'Unlimited deposit guarantee' 카드?

- 은행권 부실 우려로 기업 및 부동산 **대출이 어려워질 경우 바이든 행정부는 모든 예금을 보호해주는 Unlimited Deposit Guarantee(무제한 예금 보호) 정책이 존재**. 실제로 2008년 금융위기 당시 정부가 나서서 예금 전액 보호를 시행
- 예금 전액 보호를 위해서는 FDIC와 Fed 위원 2/3의 동의가 필요. 시스템 리스크 우려가 있다고 판단되면 대통령이 필요한 규모를 의회에 상정하여 상하원 의원 과반의 동의를 얻어야 함
- 모럴 헤저드에 대한 비판도 존재

바이든 행정부가 예금 전액 보호 정책을 시행하기 위해서는 상하원 동의 필요



자료: NH투자증권 리서치본부

지금의 안전자산은 무엇일까요?(Feat. SVB)

VII. 이슈분석(3): SVB발 글로벌 은행 위기, 과거 사례와 비교

Strategist: 김영환
tel 02) 768-7677 | e-mail yh.kim@nhqv.com

SVB를 시작으로 G-SIB까지 은행 시스템 불안이 번짐

- 미국 중소형 은행에 대한 불안을 촉발한 실리콘밸리은행과 시그니처은행은 각각 16위, 29위 은행이었으며 글로벌 신용평가사에서 투자등급을 부여받았음
- 짧은 시간 안에 중형 은행들의 파산에 이어 가장 크고 안전한 은행이라고 할 수 있는 G-SIB(글로벌 시스템 중요은행)에 해당하는 크레디트 스위스(CS)가 UBS에 긴급 합병되면서 글로벌 은행 불안감 확대

부도에 이른 은행들의 미국 내 순위

이름	순위	자산 (백만달러)
실리콘밸리은행	16	209,026
시그니처은행	29	110,364
실버게이트은행	128	11,353

주: 2022년 말 기준
자료: FSB, NH투자증권 리서치본부

G-SIB으로 은행 시스템 불안이 번짐

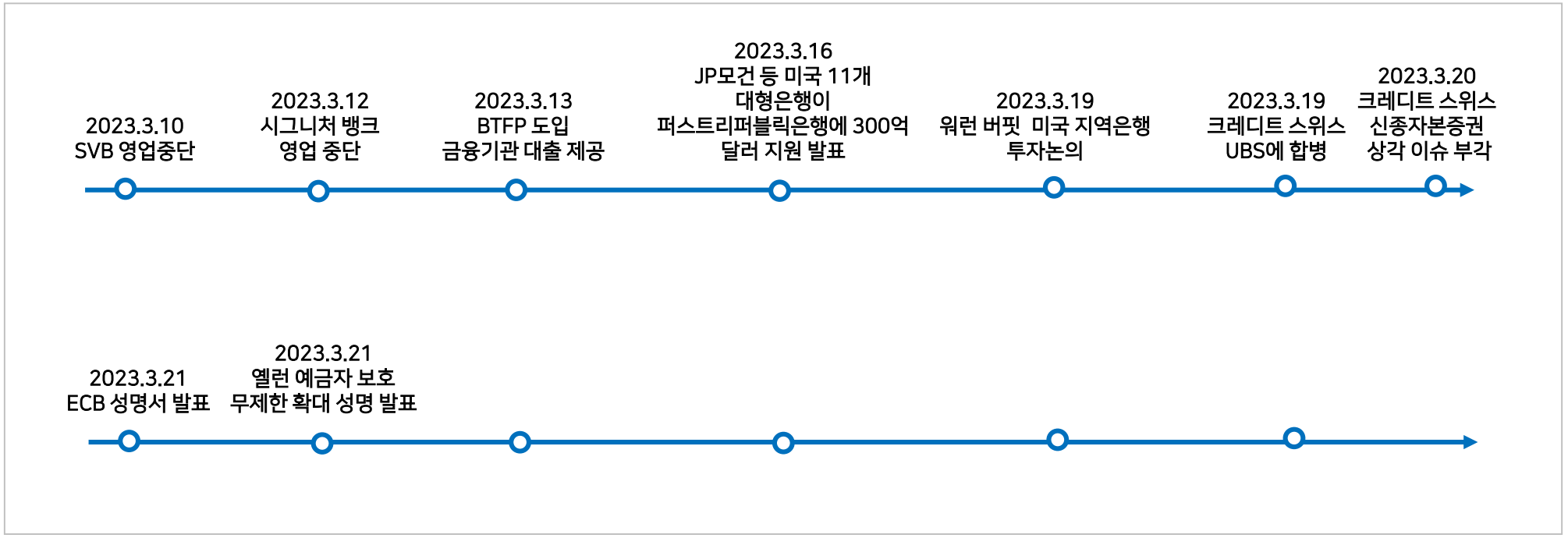
버킷	해당 은행
4	JP모건체이스
3	뱅크오브아메리카, 씨티그룹, HSBC
2	중국은행, 바클레이스, BNP파리바, 도이치뱅크, 골드만삭스, 중국공상은행, 미쓰비시UFJ
1	중국농업은행, BNY멜론, 중국건설은행, 크레디트 스위스, BPCE, 크레디아그리콜, ING, 미즈호, 모건스탠리, RBC, 산탄데르, 소시에테제네랄, 스탠다드차타드, 스테이트스트릿, 스미모토미쓰이, 토론토도미니언, UBS, 유니크레딧, 웰스파고

주: 2022년 11월 기준
자료: FSB, NH투자증권 리서치본부

과거 경험을 바탕으로 은행 시스템 불안에 상당히 빠르게 대처 중

- 3월 10일 SVB영업중단 이후 Fed의 BTFP(Bank Term Funding Program)도입까지 3일, 21일 미국 재무부의 예금자 보호 무제한 확대까지 11일이 경과
- 이는 과거의 경험을 바탕으로 각 위기 이후 발전해온 제도적 시스템에 의해 처리한 결과
- 과거 위기 사례를 점검

2023년 은행 유동성 위기 일지

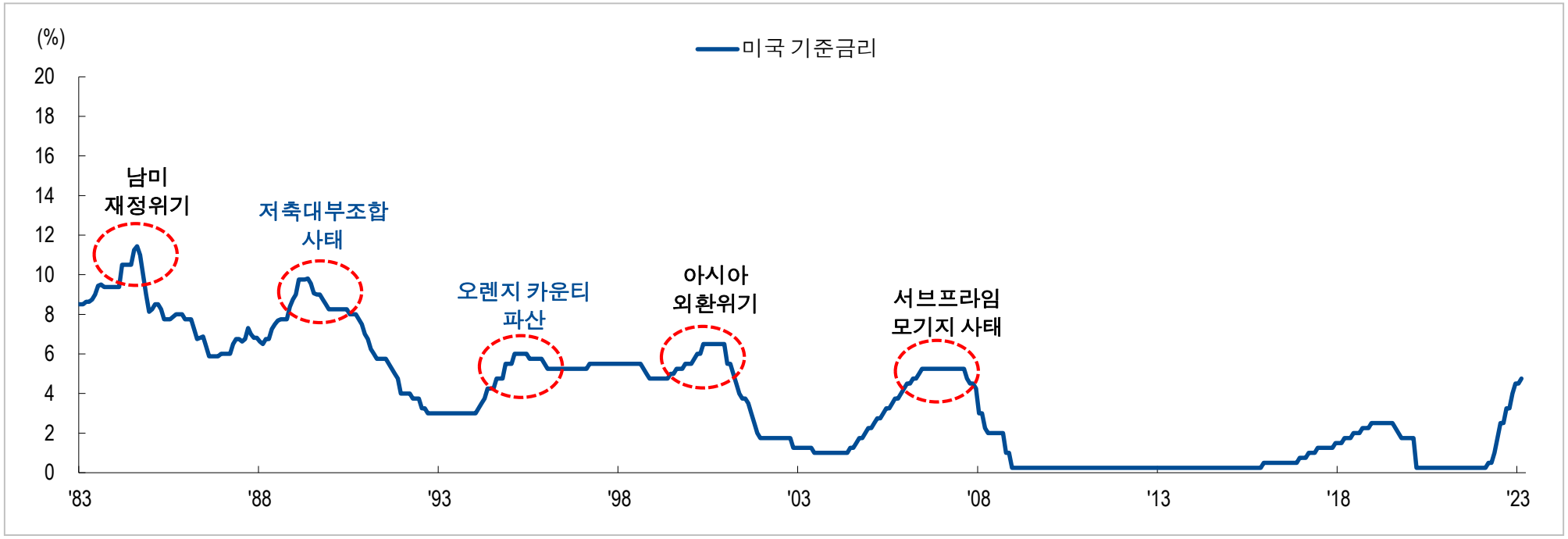


자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부

과거 미국 금리 인상기에 발생했던 위기 사례 점검

- 미국 금리 인상 사이클마다 일정 규모의 신용위기는 항상 발생. 투자자들은 저금리 환경이 길어지면 이에 적응해 포트폴리오를 조정하는 바, 급격한 금리 인상 뒤에는 금리 상승 시 불리한 포지션을 취하고 있는 투자자들의 타격이 불가피
- 과거 금리 인상기에 미국에서 버블이 터졌던 사례들로는 1980년대 후반~1990년대 초반에 진행됐던 저축대부조합 사태와 1994년 오렌지 카운티 파산이 있음

1980년대 이후 미국 기준금리 인상 사이클별 발생 위기 사례 정리



자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

① 미국 저축대부조합 사태(1989~1995년)

- 1980년대는 저축대부조합발 버블과 그 붕괴가 일어났던 시기
- 1979~1981년 폴 볼커 연준 의장의 급격한 금리 인상 단행 이후 저축대부조합(한국으로 치면 저축은행)들은 자본유출에 시달렸음. 저축대부조합 예금금리보다 시중 단기금융시장 금리가 높았기 때문
- 당시 저축대부조합들은 예금금리 상한 규제로 인해 시중금리보다 높은 예금금리 제공이 불가했음. 때문에 저축대부조합은 수익성 개선을 위해 정치권에 강력하게 로비를 펼침으로써 각종 규제를 완화

1980년대 저축대부조합 사태 진행 과정

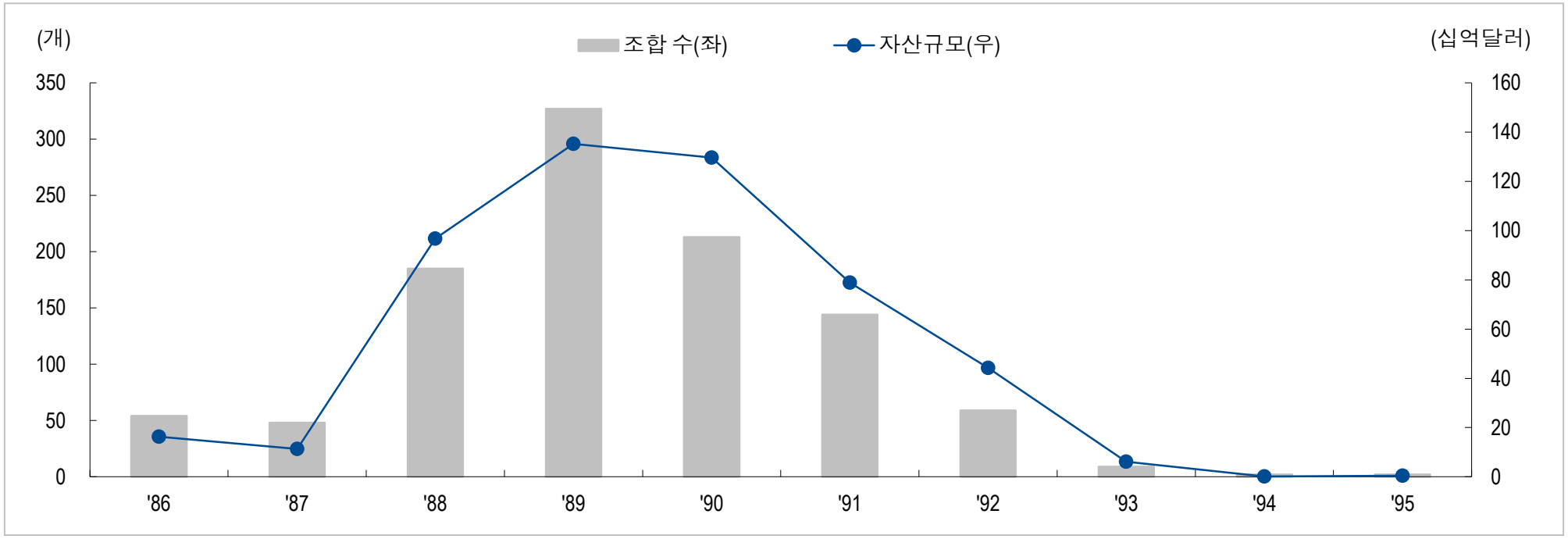
시기	사건	내용
1979 ~ 1981년	미 연준 기준금리 인상에 따른 저축대부조합 수익성 악화	MMF 등 단기금융시장 시중금리가 저축대부조합 예금이자율을 상회
1980 ~ 1982년	저축대부조합의 설립요건 완화, 대출 관련 규제 완화, 순자산 요건 완화	금리 상승에 따른 저축대부조합 수익성 악화를 막기 위한 규제완화 조치
1982 ~ 1985년	저축대부조합 급증	저축대부조합 총자산 3년간 56% 증가 (1982년 6,860억달러 → 1985년 10,680억달러)
1984년	콘티넨탈 일리노이 은행 구제에 따른 도덕적 해이 증가	미국 자산 8위 은행인 콘티넨탈 일리노이 은행 지급불능사태에 대응해 연방예금보험공사(FDIC)는 45억달러 규모 규제금융/예금자 보호조치 실시
1986년	저축대부조합 부실 조짐	농업, 에너지, 부동산 등 3대 경제부문의 경기침체로 부실대출 급증
1989년 8월 ~ 1995년 12월	4,000여 개의 주택대부조합 가운데 부실이 큰 1,043개가 조합이 부도	불량자산 매입을 위해 정리신탁공사(RTC) 설립. 총 1,250억달러 투입
1991년	연방예금보험공사개선법(FDICIA) 제정. 규제 강화	건전성 규제 강화, 적기시정조치제도 도입, 현장검사기능 강화

자료: FDIC, NH투자증권 리서치본부

금리 인상과 저축대부조합들의 대규모 파산 사태

- 문제는 1980년대 후반 물가억제를 위해 연준이 재차 금리를 인상하면서 발생. 저축대부조합들은 금리 상승에 따른 채권가격 하락을 견디지 못하고 대규모 파산 사태를 경험
- 미국 정부는 정리신탁공사(RTC)를 설립하고 1,250억달러 규모의 공적자금을 투입. 그 이후 저축대부조합 부실자산을 정리하고, 연방예금보험공사개선법(FDICIA)을 제정해 은행 건전성 규제를 강화함으로써 사태를 일단락시킴

연도별 주택대부조합 파산 건수 및 자산규모



자료: FDIC Banking Review(2000), NH투자증권 리서치본부

② 미국 오렌지 카운티 파산(1994년)

- 1994년은 미국 캘리포니아 주 오렌지 카운티의 파산이 있었던 시기
- 오렌지 카운티는 샌프란시스코 내에서도 부촌으로 꼽히는 곳으로 재정적으로 건전한 지역이었음

1994년 오렌지 카운티 파산 사태 진행 과정

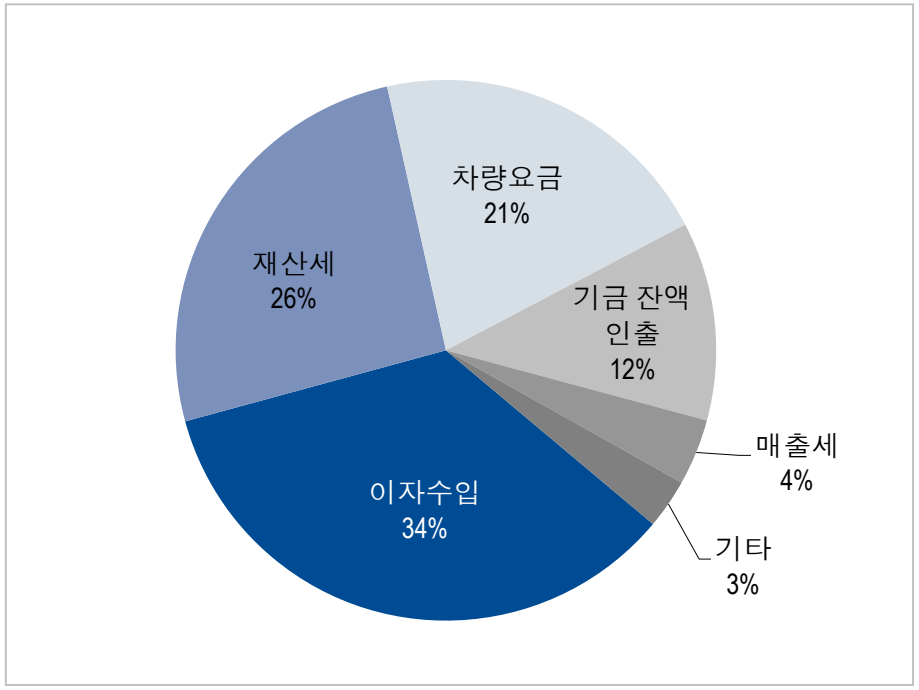
시기	내용
1990년 이전	오렌지 카운티 정부 및 지역 공공기관 예치금 76억달러를 국공채에 투자
1991~1992년경	캘리포니아 지역 부동산 가격 하락으로 인한 지방정부 재산세 수입 감소
1991~1992년경	기금이 보유한 국공채를 담보로 레포시장에서 자금을 차입. 차입한 자금을 장기 채권에 투자
1994년	미 연준, 기준금리 인상(1994년 1월 3.0% → 1995년 2월 6.0%)
1994년 11월	오렌지 카운티 재무관, 손실 보고
1994년 12월	오렌지 카운티 파산 선언
1995년	미국 지방정부 재정건전성에 대한 불신 확대

자료: California Issues Forum(1998), NH투자증권 리서치본부

세수 부족분 벌충을 위한 고위험 투자

- 캘리포니아 지역 부동산 가격 하락으로 인해 재산세 수입이 줄어듦에 따라, 부족한 세수를 벌충하기 위해 오렌지 카운티 기금은 보유한 채권을 담보로 부채를 일으켜 장기채에 투자
- 1994년 미 연준이 금리 인상을 단행하면서 투자 손실이 발생했고, 기금은 이자와 지출을 지불할 능력을 상실. 오렌지 카운티 파산 이후 미국 지방채 시장은 냉각

오렌지 카운티 재무관의 1995년도 예산안



자료: Los Angeles Times Orange County Edition, NH투자증권 리서치본부

오렌지 카운티 파산 당시 레버리지 규모

구분	금액	비율
194개 기관의 초기 투자자금	76억달러	37%
차입을 통한 투자	130억달러	63%
총 투자액	206억달러	100%

자료: California State Auditor(1995), NH투자증권 리서치본부

두 사례의 공통점은 금리 민감도와 당겨진 기준금리 인하

- 사태의 핵심은 금리 민감도: 저금리 국면에서 금리 민감도가 높은 자산을 많이 보유하던 기관이 금리 인상으로 인해 파산사태에 직면
- 당겨진 기준금리 인하: 파산 사태 발생 이후 기준금리 인상이 길게 진행되지 못했으며, 멀지 않은 시점에 기준금리 인하가 단행

저축대부조합 사태, 오렌지 카운티 파산과 SVB 사태 비교

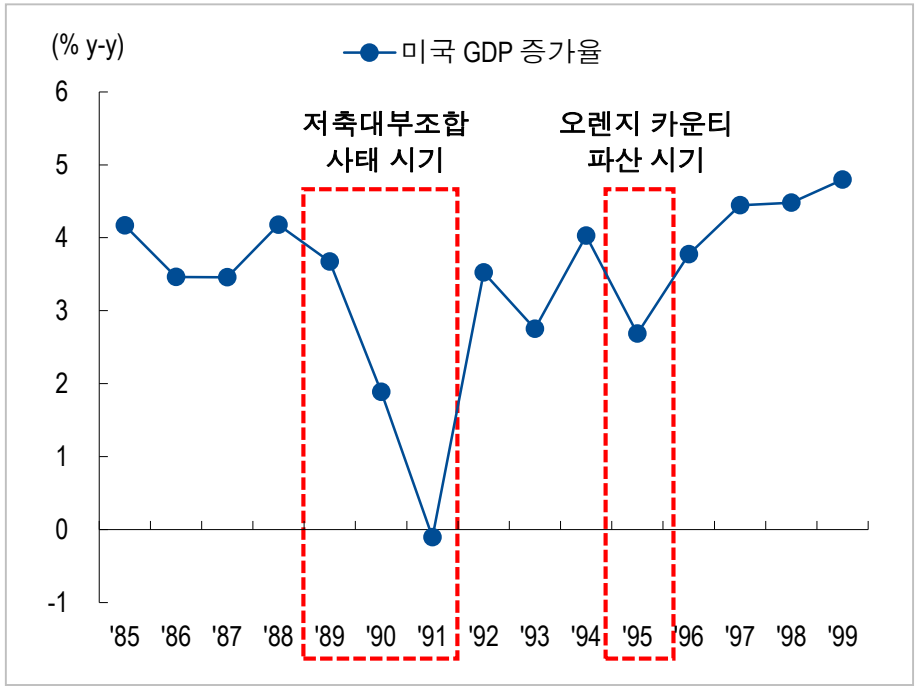
	저축대부조합 사태	오렌지 카운티 파산	SVB 사태
시기	1989~1991년	1994년	2023년
원인	고위험 채권 투자 + 금리 인상	레버리지 장기 국채 투자 + 금리 인상	장기 국채 투자 + 금리 인상
기준금리 인상 폭	28개월간 387bp ('86.11 5.88% → '89.3 9.75%)	14개월간 300bp ('94.1 3.00% → '95.3 6.00%)	11개월간 450bp ('22.3 0.25% → '23.2 4.50%)
여파	공적자금 투입 저축대부조합 규제 강화	지방채 시장 위축	은행시스템 리스크 확산 빠른 파산 결정
이후 기준금리 인하 시점	1989년 10월부터 금리 인하 단행 ('89.3 9.75% → '92.9 3.00%)	1995년 7월부터 금리 인하 단행 ('95.6 6.00% → '96.1 5.25%)	-

주: 2023년 현재 연준의 기준금리 인상은 진행 중
자료: NH투자증권 리서치본부

두 사례의 차이점은 확산성에 따른 경제·시장 반응이 달랐음

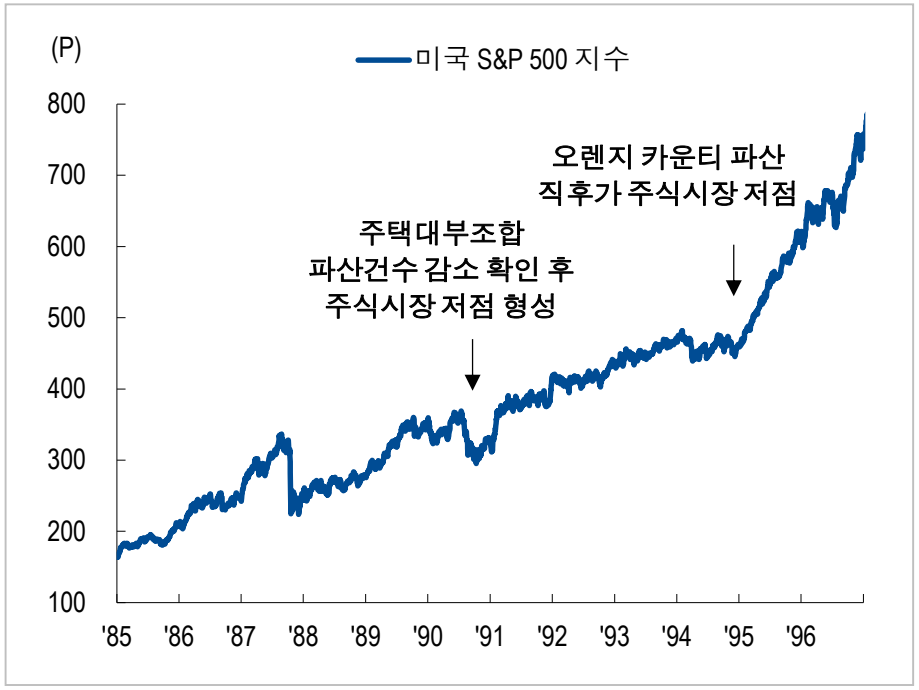
- 가장 큰 차이점은 확산성. 저축대부조합 사태는 실제 모기지 연체율 상승과 이에 따른 손실, 이러한 익스포저를 보유한 기관이 많았다는 점이 특징. 반면 오렌지 카운티 파산은 기금 재무관의 일탈적인 위험자산 투자로 인해 손실이 발생한 예외적인 경우에 가까움
- 저축대부조합 사태는 1991년 일시적으로 미국 경제를 역성장시킨 반면, 오렌지 카운티 파산 사태의 경제적 영향은 제한적. 주가 측면에서도 저축대부조합 사태의 경우, 파산건수가 정점을 지난 이후 주가가 상승세로 전환. 오렌지 카운티 파산의 경우 파산신청 시점에 주가가 저점을 형성하고 상승세로 전환

저축대부조합 사태·오렌지 카운티 파산 시기 미국 GDP 증가율



자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

저축대부조합 사태·오렌지 카운티 파산 시기의 주가지수 반응

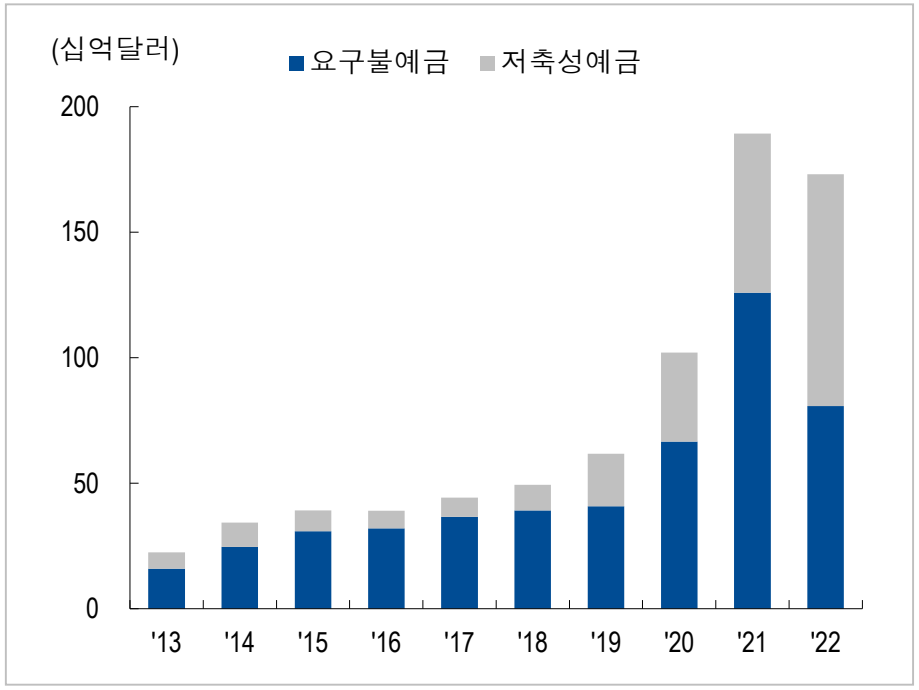


자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

③ 2008년 금융위기: 부실 대출자산의 파생상품 확산과 모럴 해저드가 원인

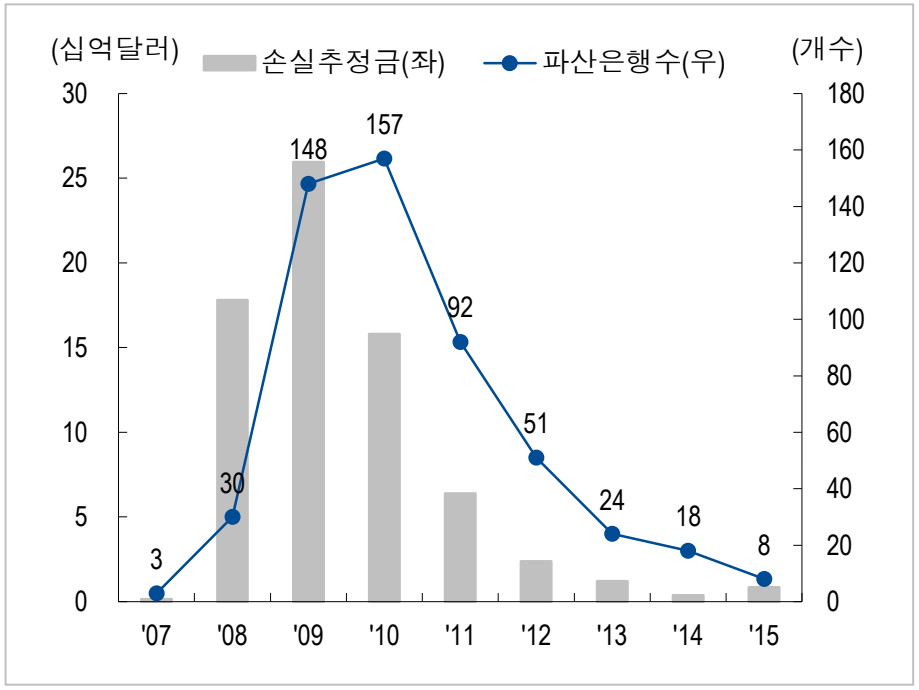
- 2008년 금융위기의 원인이 부실 대출자산의 파생상품 확산과 모럴 해저드라면, SVB사태의 원인은 가파른 금리 인상에 따른 일부 은행의 자산부채관리(ALM) 전략 실패로 근본적으로 다름. 2020년 이후 급격하게 늘어난 요구불예금을 비교적 현금화가 어려운 장기 국채에 투자했던 SVB는 단기적 유동성 관리에 실패하며 파산. SVB 파산은 SVB의 주요 고객인 실리콘밸리 지역의 스타트업 및 VC들의 폰뱅크런도 한 몫
- 이와는 대조적으로 글로벌 및 국내 주요 대형 은행의 경우 자산 다변화 수준이 양호하고 예금도 안정적

SVB 요구불 및 저축성 예금 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

2008년 서브프라임 모기지 대규모 부실

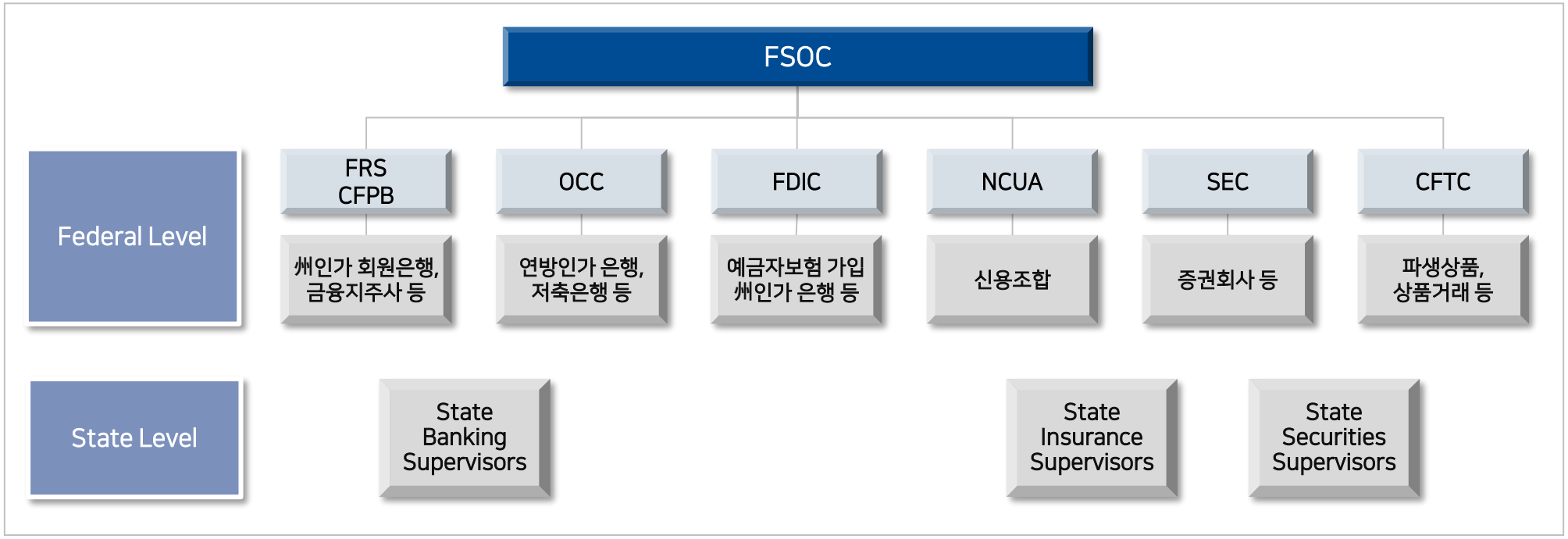


자료: FDIC, NH투자증권 리서치본부

2008년 금융위기 이후 도드-프랭크 법 발효

- 2009년 6월 오바마 대통령은 미국 금융개혁 방안을 발표. 2009년 12월 프랭크 법안 하원 통과 이후 2014년 볼커룰 최종 법안 발효
- 월가 개혁, 소비자보호법, 도드-프랭크 법(Dodd Frank Rule) 발효와 바젤법 등 금융업의 감독과 규제 체계가 강화

미국 금융업 규제 체계

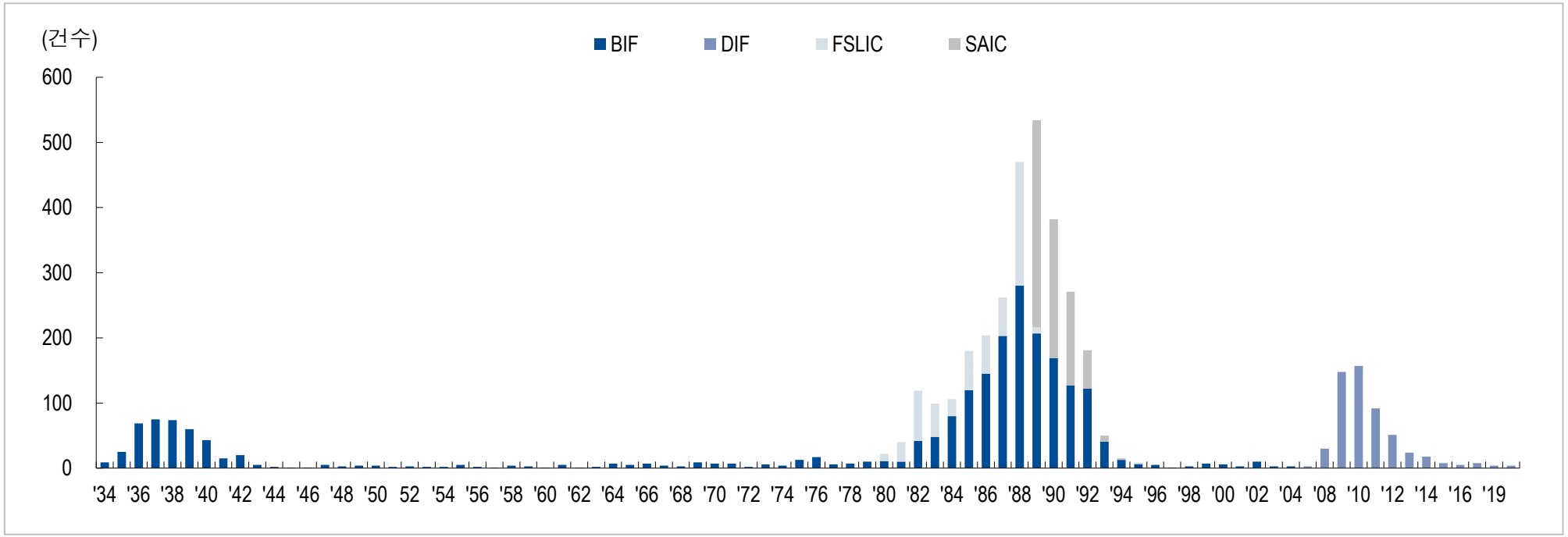


자료: NH투자증권 리서치본부

2008년 금융위기 이후 FDIC 권한 확대

- 연도별 FDIC(연방예금보험공사) 구제 제도를 살펴보면 크게 BIF(은행보험기금), FSLIC(연방 저축대부조합 보험공사), SAIC(저축대부조합 보험기금), DIF(예금보험기금)로 분류
- FDIC가 1990년 초 추가한 조항 SRE(Systemic Risk Exception)가 처음으로 발동되면서 "Too Big To Fail"에 대한 정부의 구제금융이 본격화. 이후 2010년 도드-프랭크 법안 및 경제규제개혁 법안 등이 통과되면서 **FDIC는 회생법원의 대체기관으로서 거대 금융회사의 '명령적 환급' 수령자로 기능**

미국 은행 파산 건수 및 그에 대응하는 구제 기금

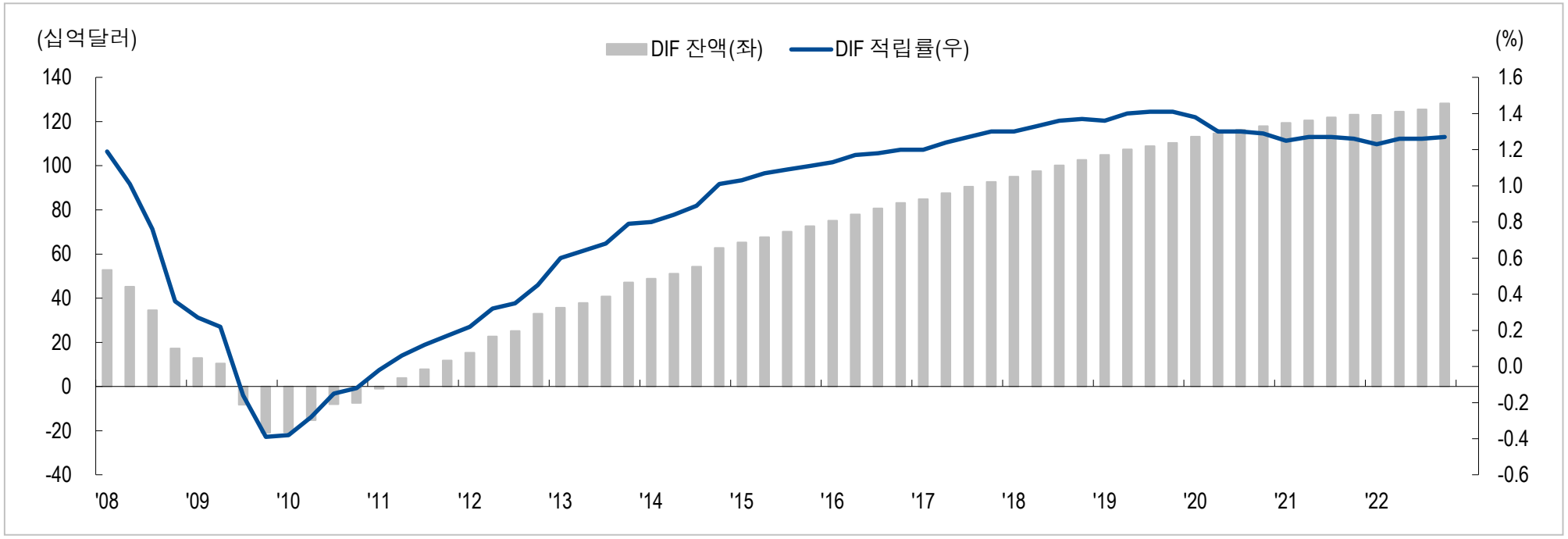


자료: FDIC, NH투자증권 리서치본부

예금보험기구의 기금 건전성 확보

- FDIC의 예금보험기금은 1,250억달러 수준으로 충분
- 2008년 금융위기, 2020년 코로나19 사태 등 위기 발생 시 정부의 공적자금 투여가 활발해져 금융권역 내에서 기금 부족 문제가 크지 않은 상황

미국 연방예금보험공사 DIF 잔액 및 적립률

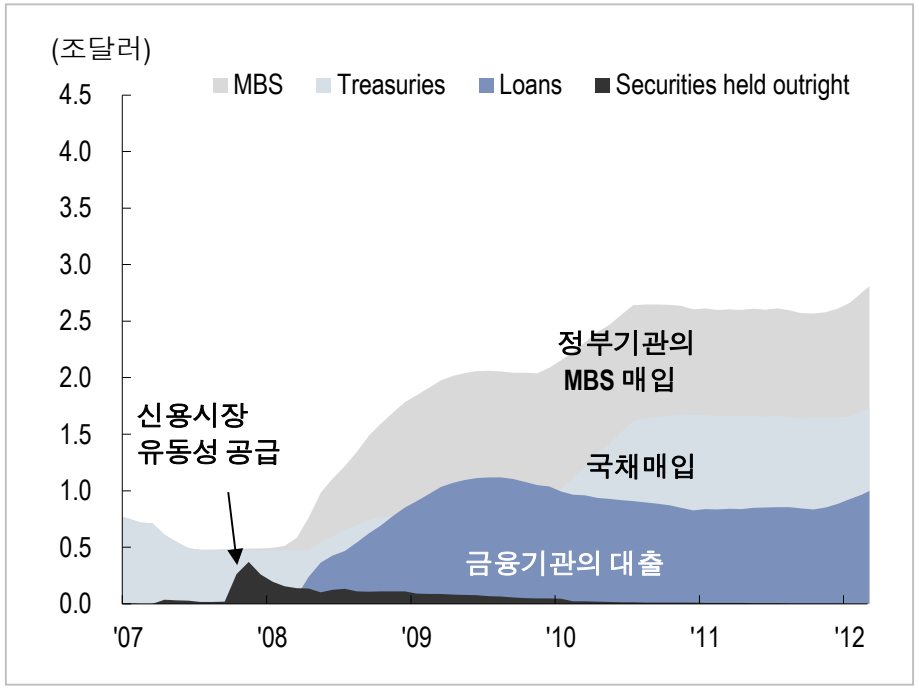


자료: FDIC, NH투자증권 리서치본부

연준의 유동성 공급

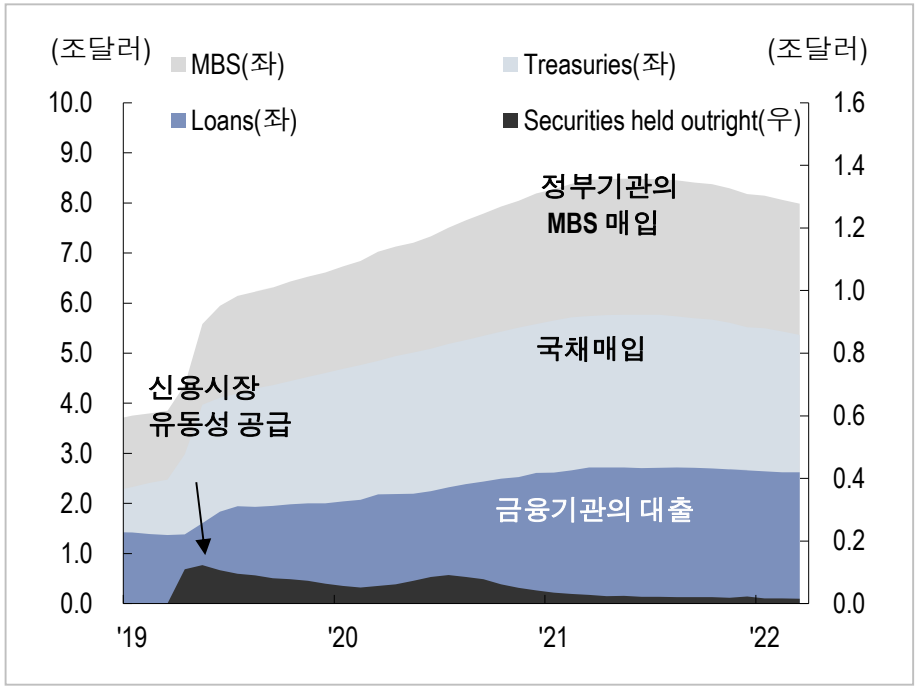
- 2007년 베어스턴스 파산, BNP 상환 중단, 모기지 업체 줄도산 등이 이어지면서 연준은 다양한 유동성 지원책 및 신용시장 지원책을 발표. 2020년 코로나19 위기에도 이와 같은 통화부양 정책을 동일하게 활용
- **이번 실리콘밸리뱅크 및 시그니처뱅크 사태 발생 직후 연준은 새로운 기금 BTFP를 조성하는 등 빠르게 개입**. BTFP는 은행이 보유한 자산을 담보로 1년간 자금을 대출하는 용도로 활용되며, 제2의 SVB 사태를 막기 위해 여타 은행들의 자금과 신용을 지속 공급함으로써 금융 시스템 능력을 강화

2008년 금융위기 이후 유동성 공급 정책



자료: Federal Reserve Bank, NH투자증권 리서치본부

2020년 팬데믹 위기 이후 유동성 공급 정책

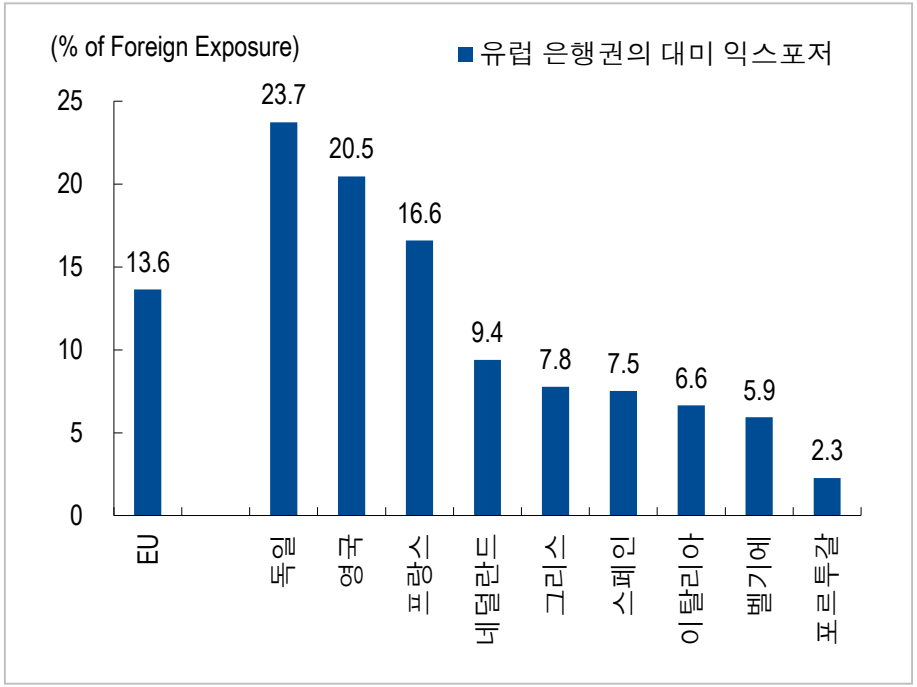


자료: Federal Reserve Bank, NH투자증권 리서치본부

미 SVB 사태, 유로존으로 전이될까?

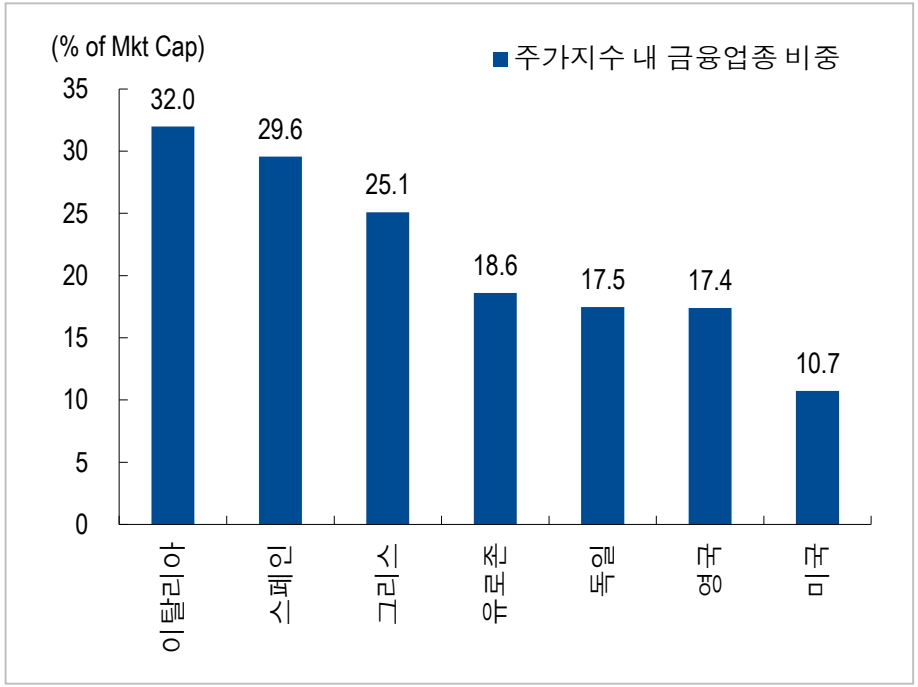
- 유럽 은행권의 대미 익스포저는 평균 14% 수준으로 높고, 유로존 주식시장 내 금융업종 비중이 다른 선진국 대비 크다는 점은 부담 요인
- 하지만 **만약 미국에서 금융 시스템 리스크가 발생하더라도 유로존으로 전이될 가능성은 낮다고 판단.** 현재 유럽의 재정 건전성, 정책 스탠스 등이 금융위기 당시보다 개선됐기 때문

유럽 은행권의 대미 익스포저 비중 비교



자료: BIS, NH투자증권 리서치본부

주요국 주식시장 내 금융업종 비중 비교

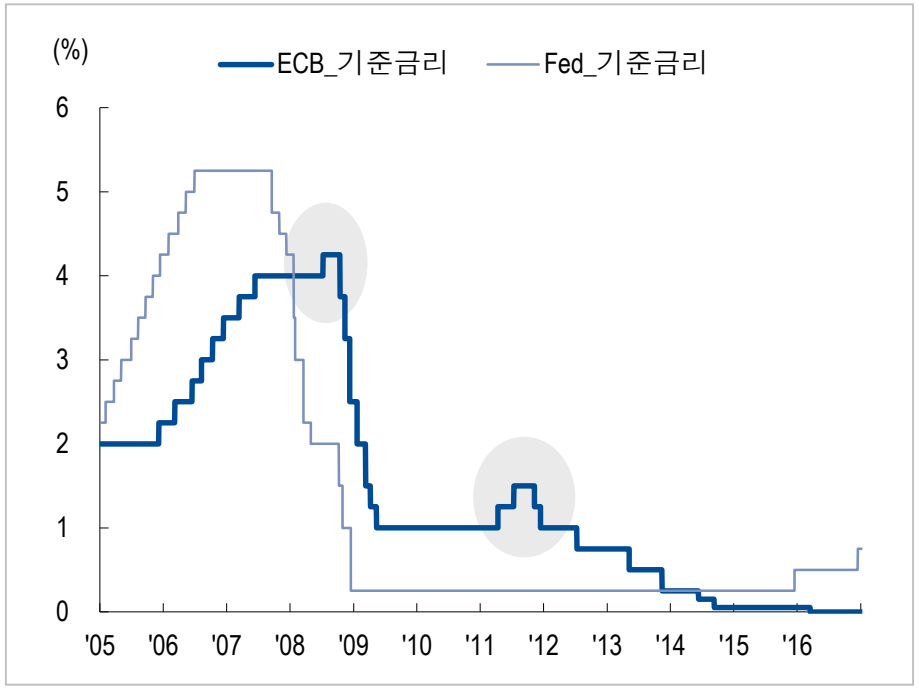


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

④ 2011년 유로존 재정위기: 원인은 ECB 정책 실패

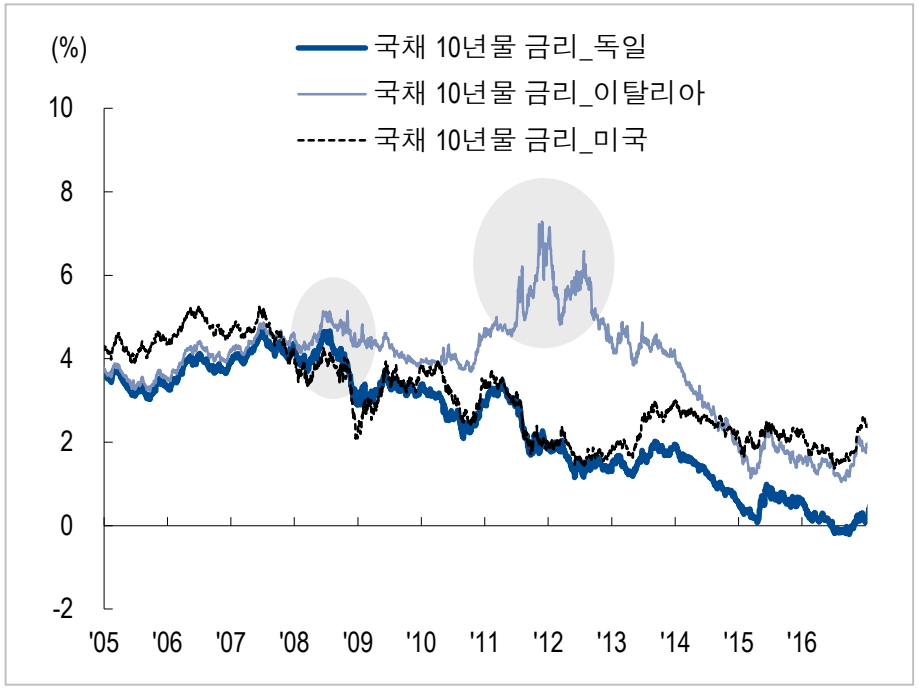
- 금융위기 징후가 발생하면서 연준은 2007년 9월부터 금리 인하 기조로 돌아섰으나 ECB는 오히려 기준금리를 25bp 인상. 인플레이션 압력이 높아졌기 때문. 결국 미국 리먼 브라더스 파산으로 금융위기가 본격적으로 확산된 이후에야 금리 인하 기조로 선회
- ECB는 유로존 경기 반등을 고려해 기준금리를 2011년 4월 25bp, 7월 25bp 총 50bp 인상. 이미 남유럽 국가들이 추가적 재정정책을 시행한 상황에서 유로존의 기준금리가 1.50%까지 높아져 비용 부담이 빠르게 확대되며 유로존 리스크 재확산. 이른바 PIIGS 재정위기의 시작

금융위기 당시 ECB의 정책 실패 사례



자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

그 결과 재정 취약국의 금리 급등 압력 확대

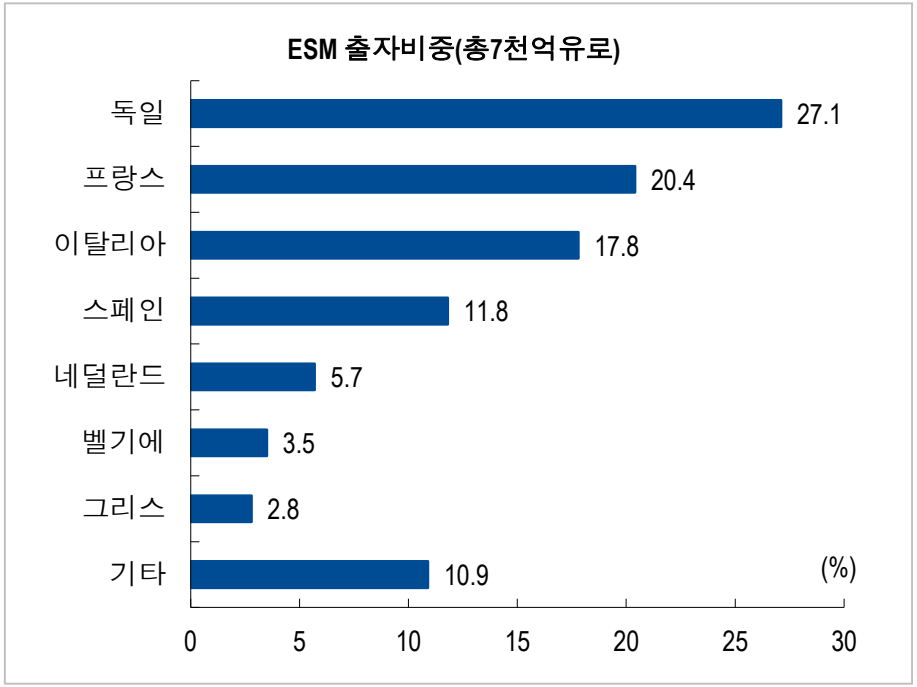


자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

유럽도 금융위기 이후 ESM, TPI 등의 위기 관리 시스템 마련

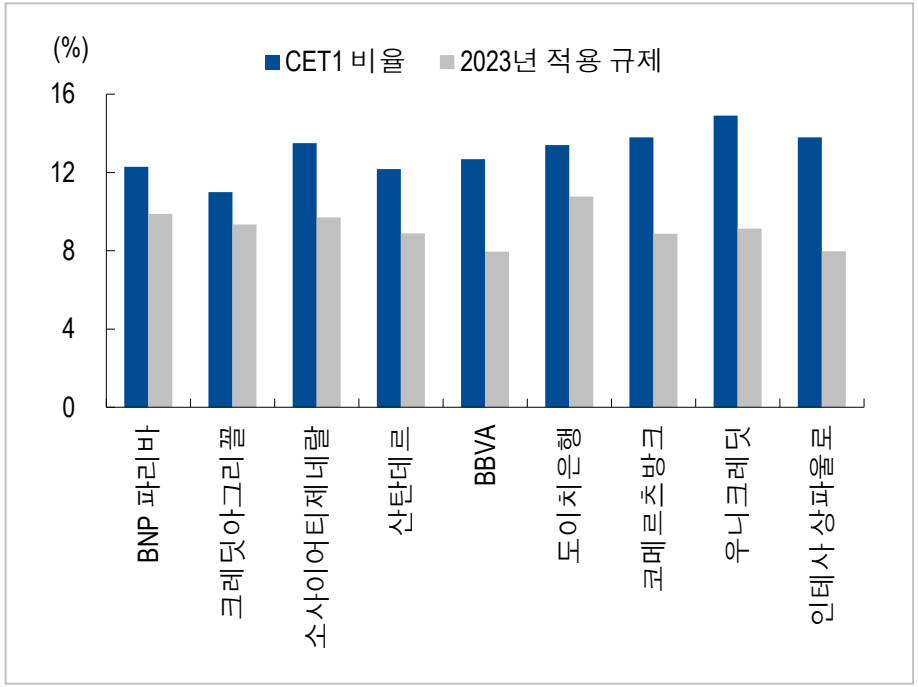
- **재정위기 이후 EU는 다양한 금융 리스크 제어 장치들을 마련.** 대표적으로 ESM(유로 안정화 기구), ECB의 TPI(파급경로 보호장치) 등. ESM은 EU 회원국들에 대한 항구적 구제금융 기관. TPI는 최근 정책 정상화 과정에서 발생할 수 있는 일부 재정 취약국의 금리 변동성 확대를 완화시켜주는 프로그램
- 유럽 내 은행권의 자본 적정성도 강화. 유럽 은행권은 경기대응 완충 자본을 적용 중이며, 올해 적용 비율도 상향 예정. 유럽은행의 자본 비율은 규제 대비 높은 버퍼를 보유

ESM 기금의 국가별 출자 비중



자료: ESM, NH투자증권 리서치본부

유럽 주요 은행 CET1 비율 비교



자료: ECB, NH투자증권 리서치본부

지금의 안전자산은 무엇일까요?(Feat. SVB)

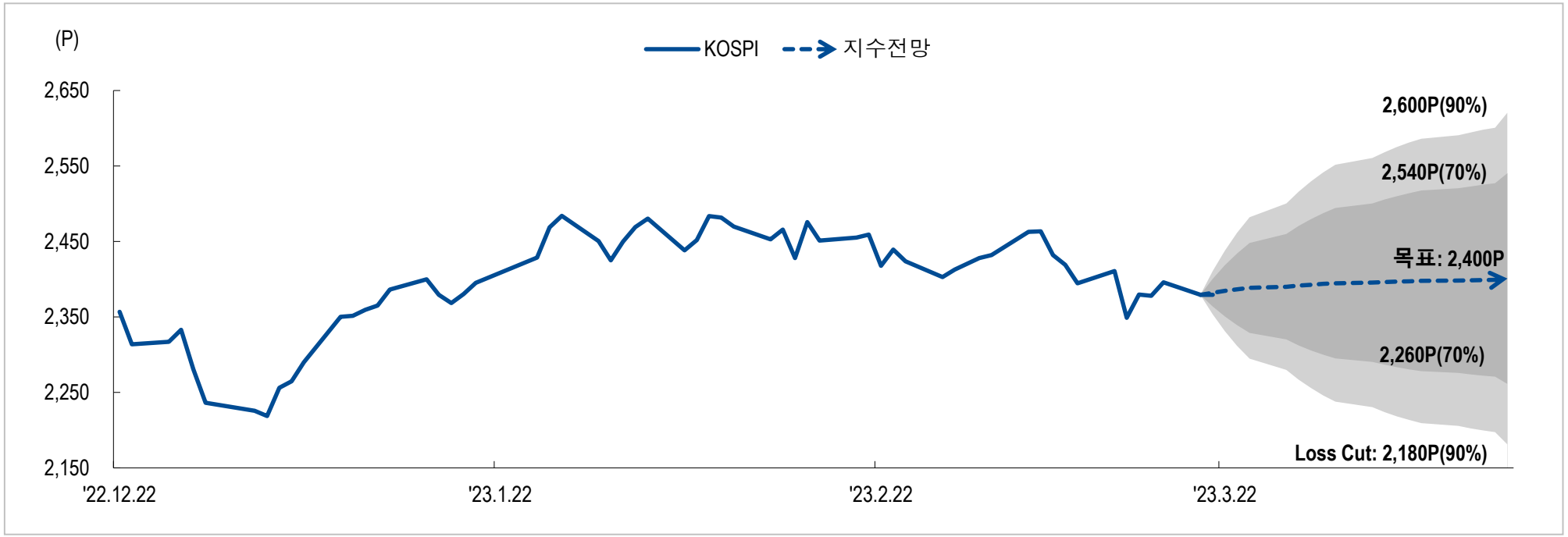
VIII. AI 모델로 예측한 4월 KOSPI 방향성: 강보합

AI/빅데이터: 김규진
Tel 02) 2229-6737 | e-mail kyoujin.kim@nhqv.com

2023년 4월 AI 모델의 KOSPI 방향성 예측 결과, 강보합 전망

- 2023년 3월 20일 ~ 4월 14일 예측 KOSPI 지수는 2,400P
- 같은 기간 KOSPI 밴드는 2,260~2,540P, 월간 변동범위 ±5.9% 전망

2023년 2월 21일 ~ 3월 21일 예측 KOSPI 지수는 2,428P



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

재무 + 감성 변수의 높은 유의도 지속

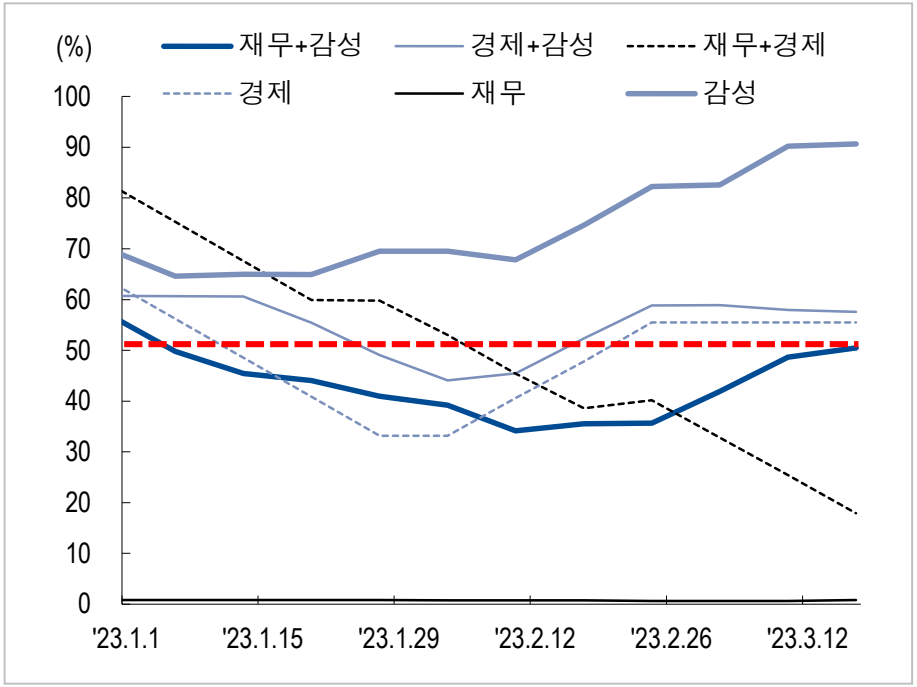
- 여전히 재무(기업실적)와 감성 변수가 주식시장에 미치는 영향력이 높을 것으로 전망
- 감성 변수를 제외한 변수별 모델 전반의 방향성이 부재하며, 이는 박스권 장세에 대한 전망을 지지

AI 모델별 3개월 평균 유의도와 상승확률

	유의도(%p)	상승확률(%)
재무+감성	65.8	50.5
경제+감성	8.2	57.6
재무+경제	11.3	17.9
경제	7.3	55.5
재무	27.1	0.8
감성	24.9	90.6

자료: NH투자증권 리서치본부

모델별 3개월 평균 상승확률에서도 명확한 방향성 부재

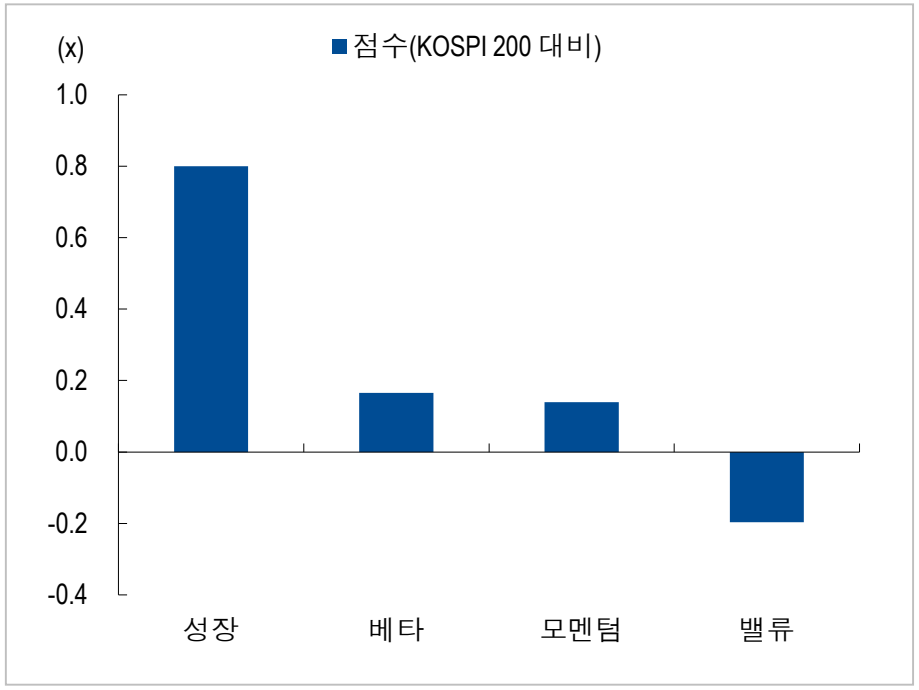


주: 빨간 점선은 상승확률 50% 기준
자료: NH투자증권 리서치본부

AI 모델의 4월 선호 업종은 산업재, 2차전지, 소비재 등

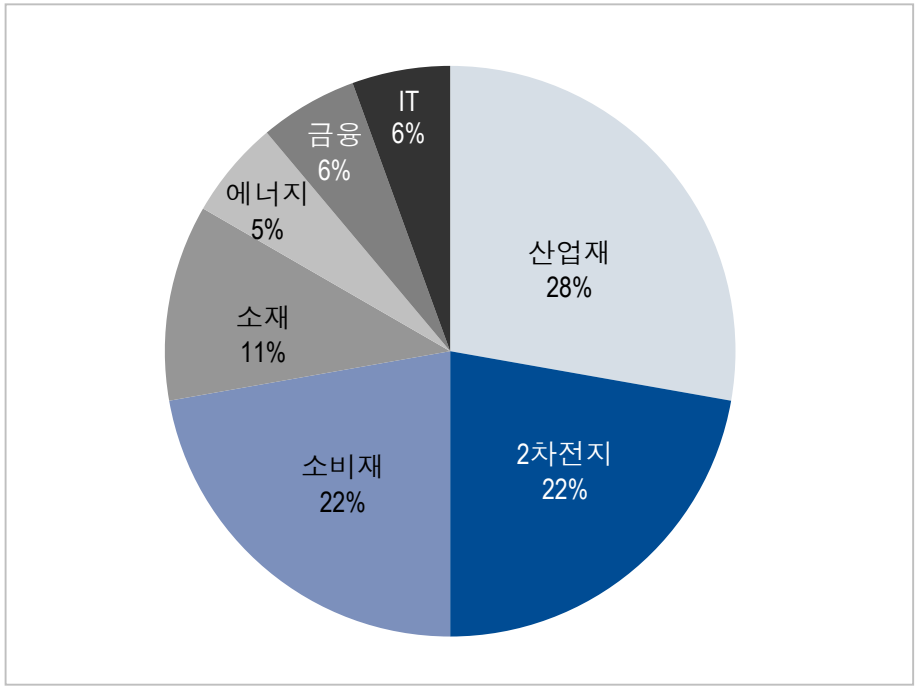
- 2023년 3월 말 기준, AI 모델은 **성장 스타일 선호**
- 업종별로는 **산업재, 2차전지, 소비재 업종 선호**
- 산업재 중에서는 조선, 기계 등 산업이 포함

AI 모델의 스타일별 선호도



주1: KOSPI 200 - Doc2Vec 이벤트효과 전략 4월 포트폴리오 기준
주2: Refinitiv Global Equity Risk Model 스타일 점수 기준
자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

AI 모델 업종별 선호도

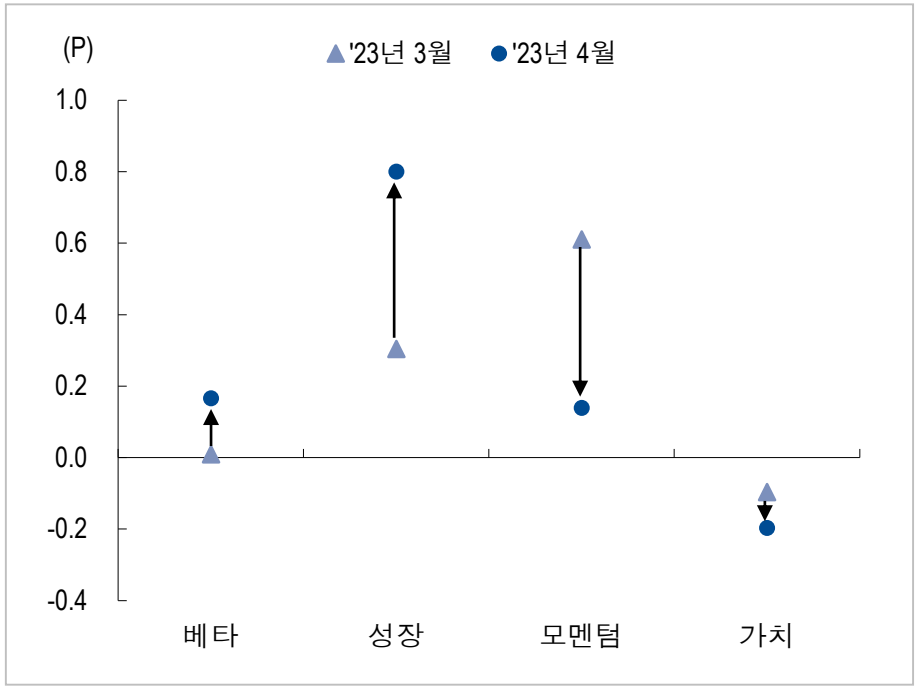


주: KOSPI 200 - Doc2Vec 이벤트효과 전략 4월 포트폴리오 기준
자료: NH투자증권 리서치본부

성장 스타일 선호도 상승: 태양광, 기계 등 관련 종목 비중 상승

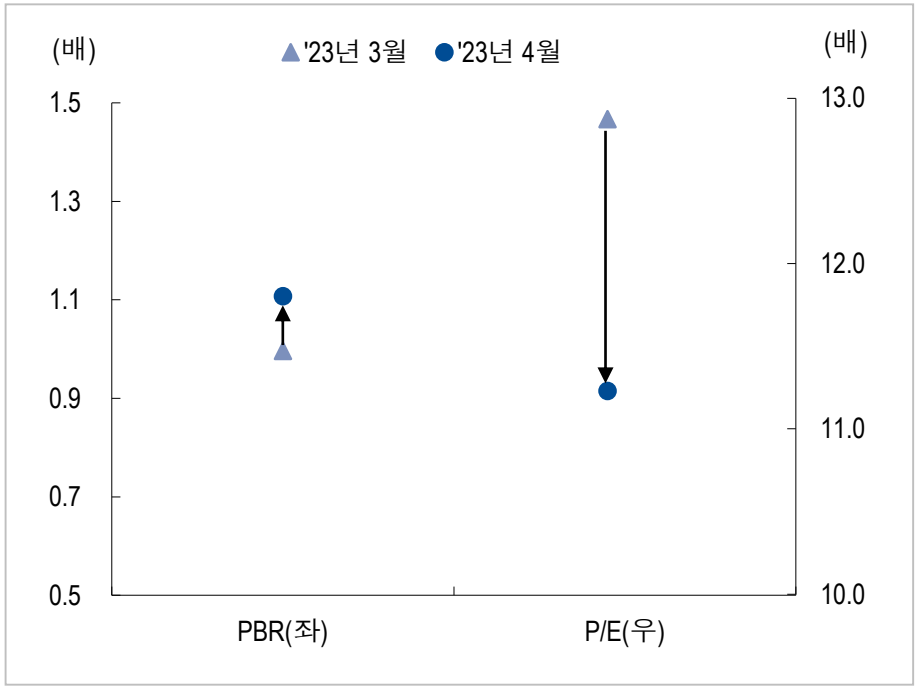
- AI 포트폴리오에서 가치 스타일 비중이 높았던 철강과 통신 관련 종목이 제외되고, 태양광, 기계 등 관련 종목 비중 상승
- 이에 따라 AI 포트폴리오 PBR은 다소 상승하였으나, 이익성 지표인 PER은 하락. **이익 모멘텀이 존재하는 성장주에 대한 접근이 유효**할 것

성장 스타일 선호도 큰 폭으로 상승



주1: KOSPI 200 - Doc2Vec 이벤트효과 전략 4월 포트폴리오 기준
주2: Refinitiv Global Equity Risk Model 스타일 점수 기준
자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

AI 포트폴리오 PBR은 상승하였으나, PER은 하락



주1: KOSPI 200 - Doc2Vec 이벤트효과 전략 4월 포트폴리오 기준
주2: PCR=주가/주당현금흐름(과거 12개월), PBR=주가/주당장부가치(과거 12개월)
자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

Appendix. AI 포트폴리오 구성종목

2023년 4월 AI 포트폴리오 구성종목

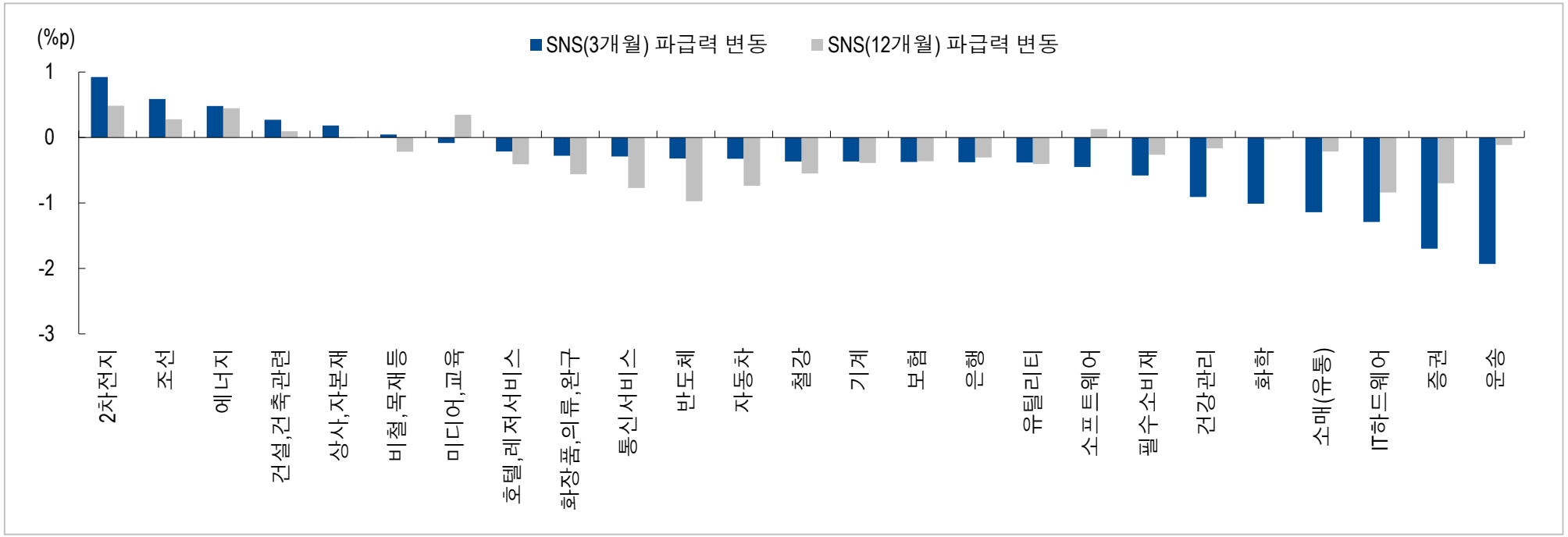
코드	종목	산업분류	세부분류	SNS상관관계	주가상관관계	이벤트효과 Spread	포트폴리오 비중(%)
A003670	포스코케미칼	2차전지	2차전지	0.33	-0.03	0.36	5.56
A011170	롯데케미칼	2차전지	2차전지	0.35	0.17	0.18	5.56
A096770	SK이노베이션	에너지	에너지	0.31	0.10	0.21	5.56
A377300	카카오페이	금융	금융	0.33	0.10	0.22	5.56
A014680	한솔케미칼	2차전지	2차전지	0.38	0.12	0.26	5.56
A111770	영원무역	소비재	의류	0.33	0.14	0.19	5.56
A014820	동원시스템즈	소재	포장재	0.35	0.17	0.19	5.56
A010120	LS ELECTRIC	산업재	기계	0.32	0.13	0.19	5.56
A282330	BGF리테일	소비재	유통	0.32	-0.08	0.40	5.56
A012750	에스원	산업재	보안	0.27	0.03	0.23	5.56
A271560	오리온	소비재	식품/음료	0.33	0.07	0.26	5.56
A000990	DB하이텍	IT	반도체	0.28	0.03	0.26	5.56
A006400	삼성SDI	2차전지	2차전지	0.34	0.14	0.20	5.56
A298020	효성티앤씨	소비재	스판덱스	0.37	0.14	0.23	5.56
A241560	두산밥캣	산업재	기계	0.35	0.16	0.19	5.56
A009830	한화솔루션	소재	태양광	0.32	0.01	0.31	5.56
A042660	대우조선해양	산업재	조선	0.30	0.08	0.22	5.56
A001740	SK네트웍스	산업재	렌터카	0.32	0.11	0.21	5.56

주1: 상기 종목은 특정 지표 관점에서 추출한 종목으로 추천종목이 아님
주2: KOSPI 200 – Doc2Vec 이벤트효과 모델의 2023년 3월 17일 기준 포트폴리오
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

SNS상 파급력이 강화된 업종: 2차전지, 조선, 에너지 등

- 최근 한 달간 파급력이 강화된 산업은 2차전지, 조선, 에너지. 약화된 산업은 운송, 증권, IT하드웨어 등
- 2차전지는 3개월과 12개월 모두에서 파급력 상승
- 반도체는 12개월 기준 파급력이 가장 큰 폭으로 하락하였으나, 3개월 기준으로는 하락세가 둔화되는 양상

최근 1개월간 산업별 SNS(3개월, 12개월 분량 텍스트 기준) 파급력의 변동

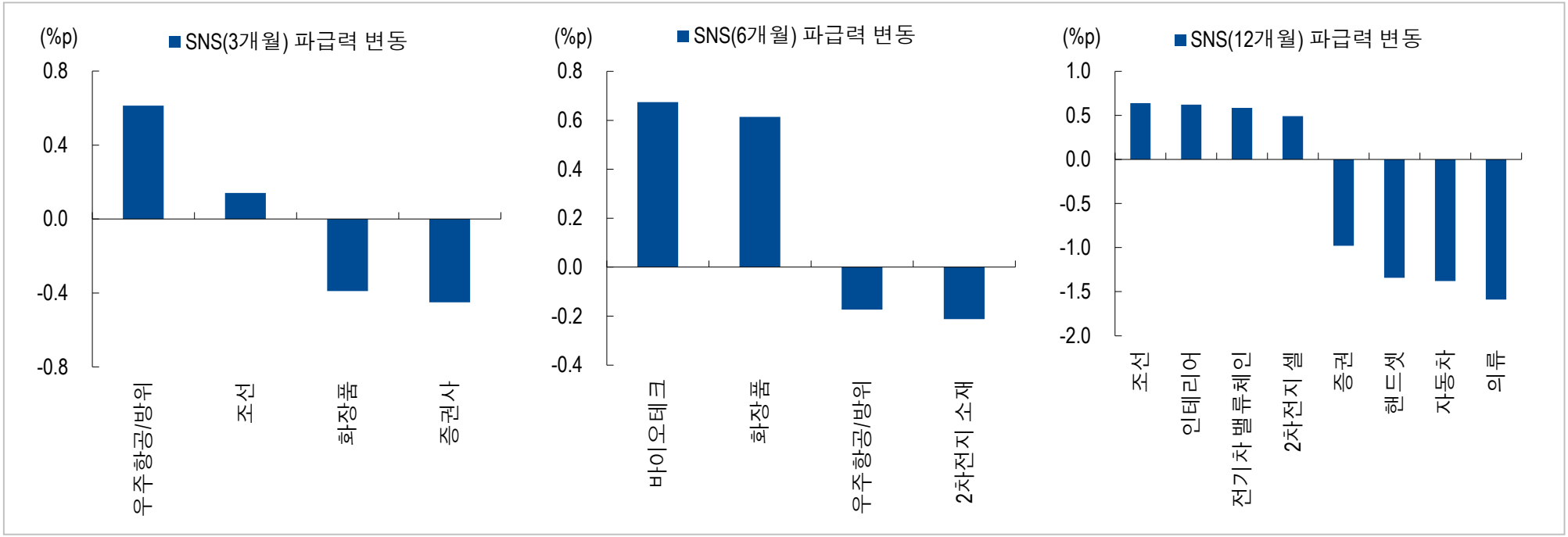


주1: SNS 상관관계는 기업이 SNS(트위터)상에서 다른 기업과 연관되어 많이 언급될수록 상승. 즉 시장에서의 파급력이 강해질수록 SNS 상관관계도 상승
주2: 파급력의 변동치는 각 개월별로 측정된 산업별 평균 SNS 상관관계의 1개월 변동치
자료: NH투자증권 리서치본부

SNS상 파급력이 강화된 테마 : 우주항공/방위, 조선 등

- 테마별로는 **단기적으로 우주항공/방위, 조선 테마의 파급력이 상승. 장기적으로는 조선, 전기차 밸류체인, 2차전지 셀 테마의 파급력 상승**
- 2차전지 셀 테마는 장기적으로 SNS상 파급력이 상승하였으나 2차전지 소재 테마는 최근 상승세 둔화

최근 1개월간 테마별 SNS(3개월, 6개월, 12개월 분량 텍스트 기준) 파급력의 변동



주1: SNS 상관관계는 기업이 SNS(트위터)상에서 다른 기업과 연관되어 많이 언급될수록 상승. 즉 시장에서의 파급력이 강해질수록 SNS 상관관계도 상승; 주2: Doc2Vec으로 학습한 기업별 텍스트 임베딩이 유사한 기업끼리 재분류(실루엣 스코어 최소화하는 군집 개수를 기준으로 K-Means 군집분석 시행)하여 테마를 부여; 주3: 파급력의 변동치는 각 개월별로 측정된 산업별 평균 SNS 상관관계의 1개월 변동치
자료: NH투자증권 리서치본부

- 당사는 자료 작성일 현재 "동 자료상에 언급된 기업들" 의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 "NAVER, SK하이닉스, 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.