리서치본부 투자전략부 2024년 3월 27일

NH 글로벌 투자전략 4월호

두 개의 기둥, 투자와 실적의 선순환

NH투자증권

백찬규 (글로벌 투자전략, 02)768-7610, peter.ck@nhqv.com)

김 환 (선진국 투자전략, 02)2229-6761, hwan.kim@nhqv.com)

박인금 (중국 투자전략, 02)2229-6168, PiaoRenjin@nhqv.com)

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

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

I. 글로벌 Top-Down 포트폴리오 전략: 두 개의 기둥, 투자와 실적 13

II. 글로벌 투자전략: 투자의 궤적을 따라갈 글로벌 주식시장 39

III. 중국 투자전략: 여전한 의심, 기회는 정부 투자에 61

IV. 글로벌 Top-Down 5단계 모델: 밸류에이션 부담 해소 중 79

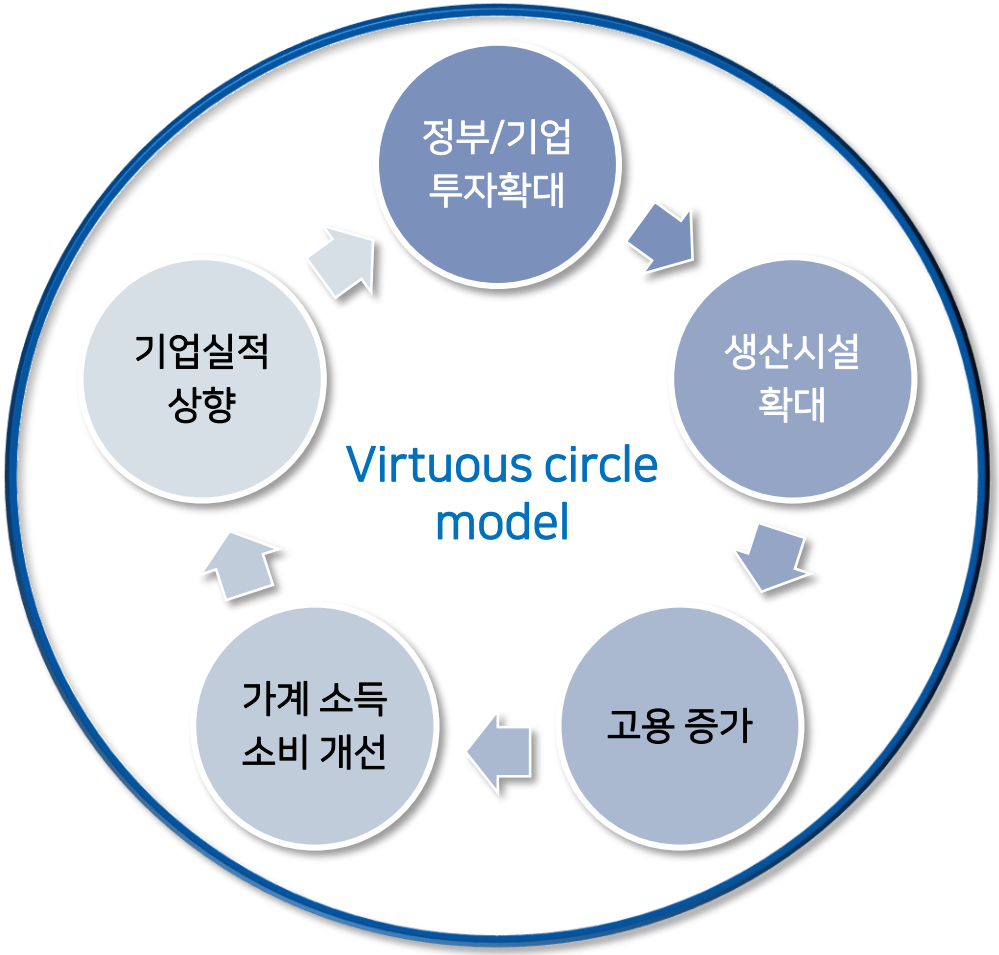
V. 글로벌 국가별 투자 포인트 91

Summary

두 개의 기둥, 투자와 실적의 선순환

투자와 실적 개선의 선순환을 기대

- 4월은 2024년 실적을 확인할 수 있는 첫 번째 시기입니다. 올해 연간 S&P 500 EPS 추정치 증가율은 +11.1% 수준으로 실적 개선 기대가 높아지고 있습니다.
- 실적 개선은 두 가지 경우로 나뉠 수 있습니다. 기업들이 비용을 줄이고 인력을 감축하며 마진을 높이는 경우, 다른 하나는 미래를 위한 투자를 통해 매출을 증가시키고 실적을 개선시키는 경우입니다.
- 최근 미국 내 정부와 기업의 투자가 이어지고 있습니다. '22년 하반기부터 민간기업의 투자가, '23년부터 정부의 투자가 확대되고 있습니다. 이미 이러한 기조는 IT와 산업재 업종 주가 흐름으로 증명되고 있습니다.
- 미국 내 투자가 실적 개선으로 이어지는 선순환의 긍정적인 양상이 주도 업종에서 나타나고 있습니다. 커뮤니케이션, IT, 산업재, 헬스케어가 그렇습니다. 인도 역시 이번 총선 이후 모디 총리 3기가 시작된다면 정부의 투자 정책이 경제와 시장을 견인할 것으로 기대합니다.



Summary

두 개의 기둥, 투자와 실적의 선순환

I. 글로벌 Top-Down 포트폴리오 전략: 두 개의 기둥, 투자와 실적

● 투자와 실적 개선이 주식시장을 견인할 것

- 투자: 정부와 기업의 투자 확대가 진행 중으로 관련 수혜를 주식시장은 이를 반영 중. 2023년부터 본격적으로 진행된 바이든 행정부의 투자 확대, 2022년부터 이어진 민간 기업의 투자 확대가 맞물리며 미국 경제 다이나믹스 개선
- 실적: 2024년 실적이 본격적으로 확인될 이번 실적 시즌에 대한 기대감 점증. 이번 분기 S&P 500 실적 개선은 시가총액 비중이 큰 커뮤니케이션(+26.2% y-y), IT(+20.0% y-y) 등이 견인할 것. 연간 기준 S&P 500 EPS는 전년 대비 11.1% 증가할 것으로 예상
- 연초 이후 인도 주식시장은 총선을 앞두고 글로벌 주식시장 내 상대적으로 성과 미미. 다만 4월 치러지는 총선 결과에 따라 모디 총리 3기가 개막된다면 정부 주도의 투자 확대가 경제 발전과 시장 상승을 견인할 것
- 지수 측면에서 NASDAQ(QQQ), 러셀1000성장(IWF), 인도(INDA), 업종 측면에서 테크(VGT), 산업재(XLI), 헬스케어(XLV), 금융(XLF) 등을 추천
- 주목할 만한 개별 종목은 마이크로소프트(MSFT), 아마존(AMZN), 엔비디아(NVDA), 마이크로(MU), 퀄컴(QCOM) 등 성장주 위주로 편입

두 개의 기둥, 투자와 실적의 선순환

II. 글로벌 투자전략: 투자의 궤적을 따라갈 글로벌 주식시장

● 멀티플에서 펀더멘털로의 이동

- 글로벌 주식시장의 반등세가 이어지는 가운데, 시중 금리가 여전히 높은 레벨을 유지. 이에 주가 밸류에이션 부담 높아짐. 따라서 멀티플의 추가 확장보다 펀더멘털의 개선 여부가 중요
- 최근 글로벌 펀더멘털의 회복은 선진국의 투자가 견인하는 중인 것으로 판단. 선진국의 CAPEX 확대가 이어지면서 성장률 전망치가 상향되고 있기 때문. 주요 선진국의 매크로 상황을 비교할 때, 미국, 일본, 유로존 순으로 펀더멘털이 개선될 것으로 예상
- 특히 유로존 주가 상승은 멀티플 확장에만 기인한 반면 미국 및 일본은 펀더멘털 개선이 가시화. 이에 미국 및 일본의 주가 상승 여력이 더 클 것으로 기대

● 투자 사이클에 연동될 글로벌 주식시장

- 투자 사이클 측면에서 미국의 CAPEX가 가장 활발하게 진행. 특히 AI 등 소프트웨어 투자가 확대되고 있는 가운데, 전력설비 및 주택 건설 등의 투자도 반등할 것으로 예상. 이와 같은 산업들은 양당 모두 강조하고 있어 대선 결과와 상관없이 투자 확대가 이어질 가능성 높음
- 일본 역시 정부 주도로 IT 장비 부문의 투자가 반등하고 있다는 점이 중요. 반면 유로존의 경우 EU 의회 선거를 앞두고 정치적 불확실성이 높아진 상황. 다만 이번 선거에서 약진이 예상되는 우파 정당연합은 친환경 정책에 반대하고 있으며, 방산 및 제약 산업에 대한 투자 확대 가능성을 시사. 관련 산업의 성장 가능성에 관심
- 연구 결과에 따르면 미국은 실제로 R&D 투자 확대를 통해 생산성이 높아진 것으로 분석. 이에 미국은 유로존과의 성장 격차가 확대되고 있는 상황
- 이를 종합하면 글로벌 경기 회복은 투자 확대를 통한 미국 경기 반등이 견인. 이는 글로벌 주식시장의 긍정적 요인. 특히 미국은 CAPEX 압력이 높은 산업 중심의 기업 실적 개선세도 가장 견조. 따라서 선진국 내 미국 주식시장이 가장 견조한 흐름을 보일 가능성이 높음

두 개의 기둥, 투자와 실적의 선순환

III. 중국 투자전략: 여전한 의심, 기회는 정부 투자에

● 낙폭 과대주 위주의 순환매 장세 예상

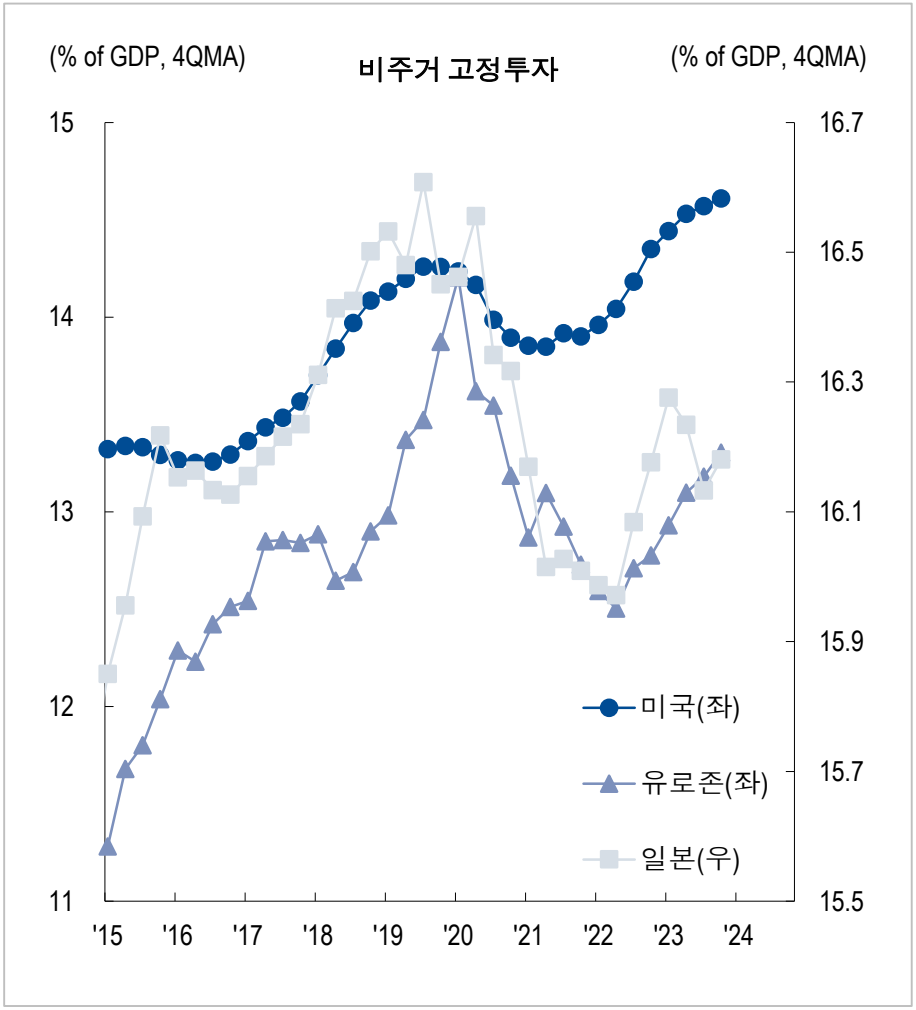
- 펀더멘털에 대한 여전한 의심의 눈초리: 기업 및 개인 예금 스프레드, 물가, 1선 도시 중고 부동산 거래 등 지표 회복에서 경기 저점 통과가 확인됨. 다만 내부 수요 확대 여부에 대한 시장 의구심 존재. 다수 성장 업종 공급 과잉에 따른 단가 하락 우려에 1분기 어닝쇼크 가능성이 높음. 실제로 2024년 A주 기업실적 예상치는 아직 하향조정 중
- 의구심을 일부 상쇄할 정책: 정부는 가계 부문의 과잉 저축을 채권 시장으로 유도하여 필요한 재정 부양 자금을 마련할 전망. 정부는 '대규모 설비 교체 및 소비품 이구환신 액션플랜'을 발표. 해당 정책 시행에 따라 연간 소매판매 1.2%p, 고정자산투자 0.7%p가 제고될 것
- 전체보다는 일부의 순환매 예상, +α인 정부 투자에 주목: 하방 리스크 요인이었던 부동산 기업(반케) 유동성 위기는 일단락. 채권 만기도래 물량이 많은 6월은 세심한 관찰이 필요한 시기. 4월 낙폭 과대주의 순환매 장세가 연출될 전망. 향후 기대 요인은 정부가 주도한 투자 및 소비 부양의 가시화

두 개의 기둥, 투자와 실적의 선순환

IV. 글로벌 Top-Down 5단계 모델: 밸류에이션 부담 해소 중

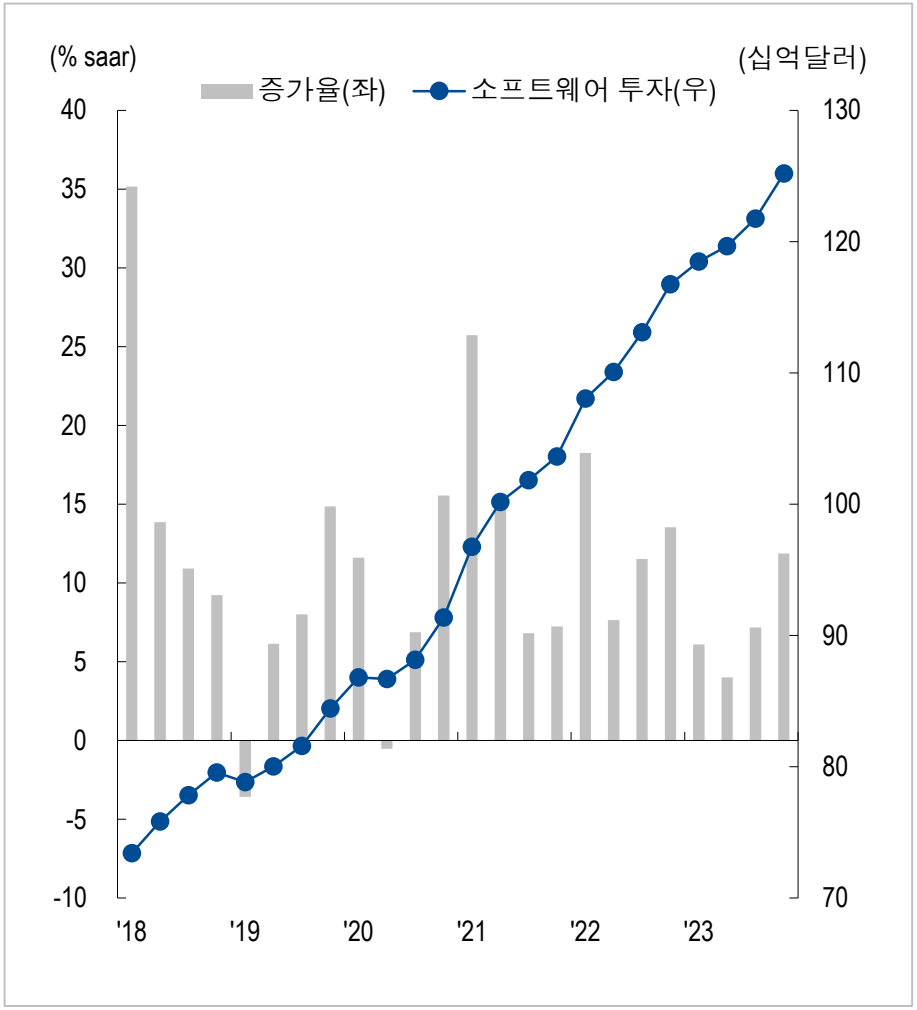
- 주요 지수의 밸류에이션 부담 해소, 위험자산 투자에 대한 긍정적 의견 유지
  - 1단계 위험자산 비중: 유동성 안정화 지표를 통해 바라본 위험자산 투자 시그널 장기적 관점에서 양호. 유동성 안정화 지표상 통화량 부담 해소, 회사채 레벨 양호 등 확인되는 바 위험자산에 대한 긍정적 투자의견 유지. 다만 미국채 금리 레벨 보합 국면에 진입하며 개선 속도는 더뎌진 상황
  - 2단계 DM vs EM: 선진국과 신흥국의 밸류에이션 스프레드 수준을 고려하면 선진국의 상대적 우위 발생. 달러 인덱스 레벨이 유지되고 연초 이후 비슷한 수준의 변동성이 이어진다면 신흥국 대비 선진국 시장 선호
  - 3단계 국가별 비중 선택: 6개 추적국가 밸류에이션 시그널은 상이. 선진국은 미국, 일본, 유럽 순이며, 신흥국은 한국, 인도, 중국 순으로 밸류에이션 메리트 긍정적 판단
  - 4단계 투자 기간 결정: 매크로 시그널 방향성은 유효하나 개선세가 점차 느려지는 상황. 5개 경제 지표의 래깅을 이용한 매크로 시그널은 지난해 3분기 바닥 통과 이후 개선 방향성 유지
  - 5단계 단기 트레이딩: 센티멘털 시그널은 보조 지표로 타깃 지수의 단기적 과매수/과매도 국면 파악. 현재 주식시장 가격 메리트 제한적

선진국 내 미국의 비주거용 고정투자가 가장 큰 폭 확대



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

미국 내 AI 등 소프트웨어 투자 증가 지속

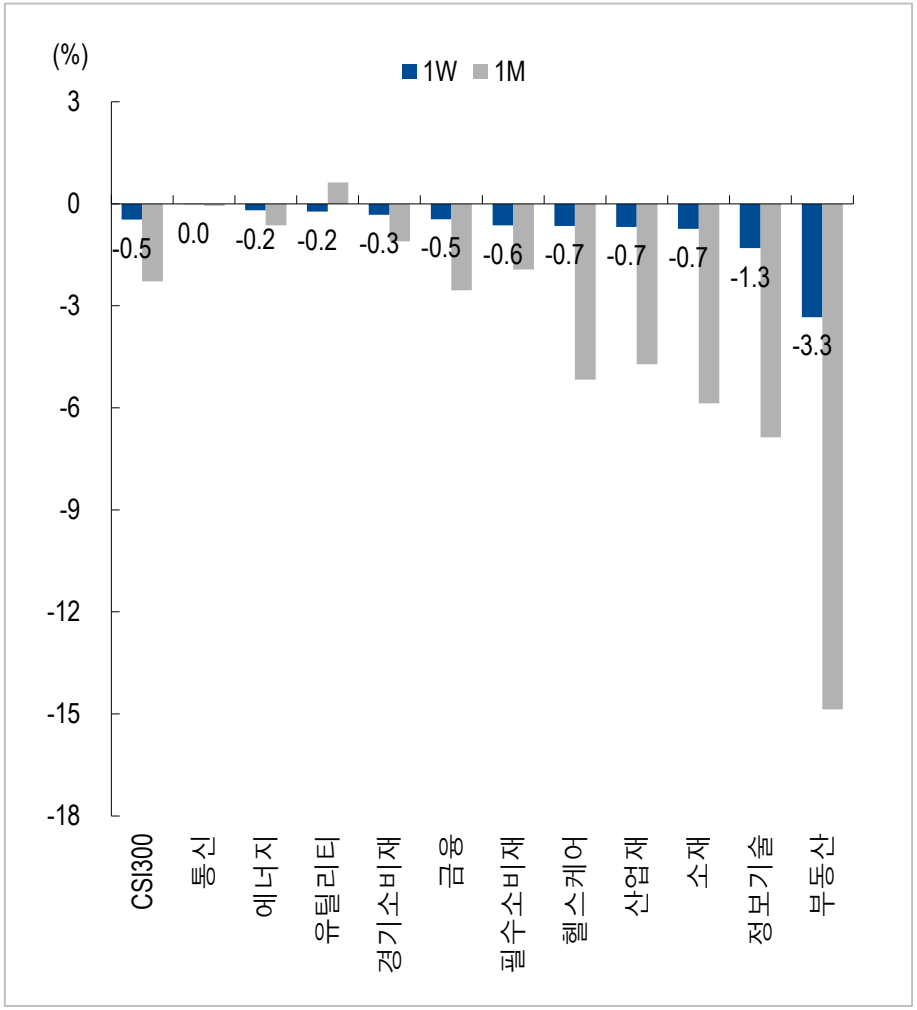


자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

Key Point

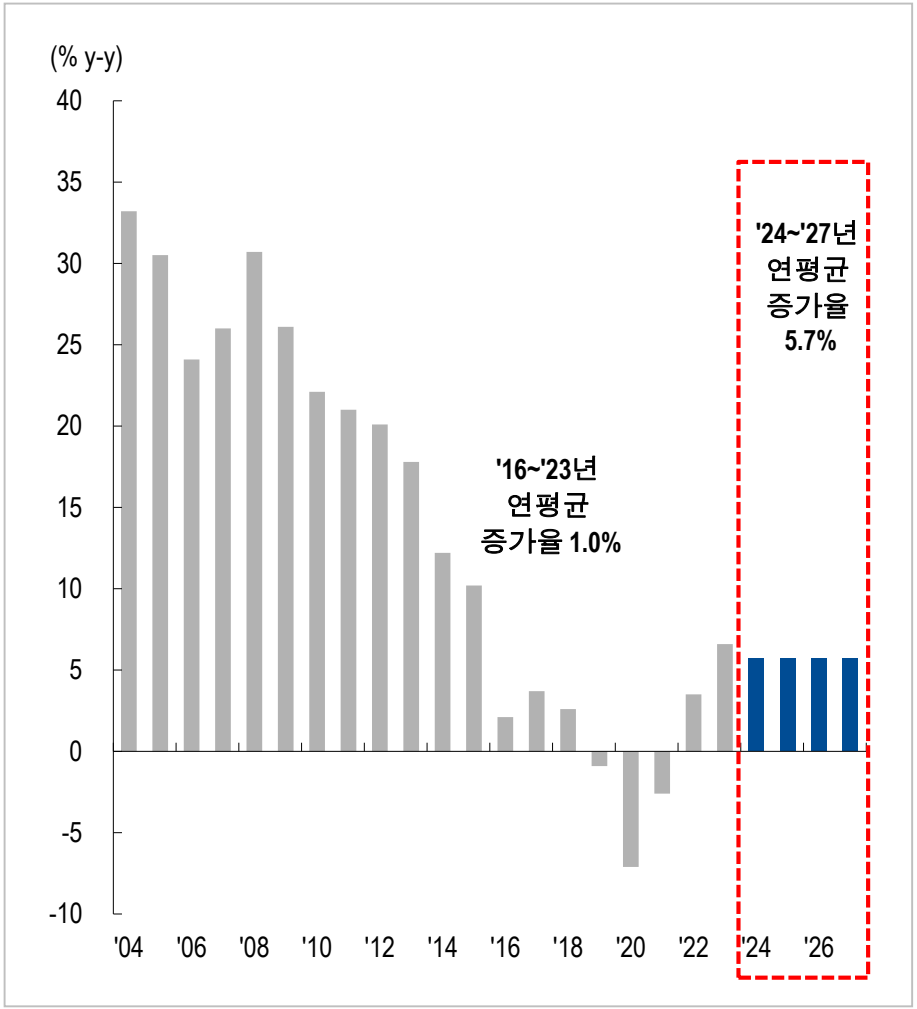
중국 투자전략: 여전한 의심, 기회는 정부 투자에

최근 1개월 대부분 업종의 실적 하향 조정



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

'24~'27년 설비투자 증가율 연평균 5.7%를 기록할 전망



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

Key Point

글로벌 포트폴리오: 성장 업종과 산업재 선도 기업 주목

카테고리	기업명	티커	투자 포인트	시가총액 (십억달러)	1M 등락률	12M 등락률
Conviction Picks	마이크로 소프트	MSFT	• 기업향 갱신 지속, 구독 모델, Azure, 게이밍 등에 기반한 양호한 현금흐름 • AI Copilot 서비스 침투율 상승, Azure 성장률 반등, 게임 부문 포트폴리오 강화 등	3,142.0	3.1	50.7
	아마존	AMZN	• 미국 최대 전자상거래 기업이자 글로벌 최대 클라우드 서비스인 AWS 제공 • 로보틱스, 오토메이션 기술을 통한 매출 기회 창출과 수익성 개선	1,866.7	2.7	83.1
Large Cap Core	엔비디아	NVDA	• AI/데이터센터향 매출 수요 급증에 따른 실적 추정치 지속 상향 긍정적 • 게이밍 부문 수요 회복과 자율주행 부문의 구조적 성장세 기대	2,375.1	20.5	254.8
	마이크론	MU	• 글로벌 대표 반도체 기업으로 업황 반등에 따른 실적 개선 기대 • 예상보다 양호했던 지난분기 실적 및 양호한 반도체 가격 전망 등 긍정적	129.7	36.2	91.5
Quality & Dividend Select	머크	MRK	• 암, 알츠하이머, 코로나 치료제 등 파이프라인 경쟁력 확보 • 키투르다, 린파르자, 브리디온 등 메가 드러그 판매 양호 및 동물용 치료제 기대	317.4	-3.2	19.6
	코카콜라	KO	• 논알콜 음료 시장에서 코카콜라라는 강력한 브랜드와 점유율을 보유한 기업 • 현주가 기준 3.2% 배당수익률 및 점진적인 수익성 개선 긍정적	260.4	-1.3	-0.8
Momentum Play	버티브	VRT	• 동사의 전력/열관리 솔루션은 AI인프라에 필수적으로 데이터센터에 높은 탑재율 • 엔비디아 신제품 시스템 협력사로 선정되어 액체 냉각 솔루션 구축에 주도적 역할	31.3	30.7	526.1
	퀄컴	QCOM	• 글로벌 1위 통신칩 팹리스 기업으로 다양한 무선용 칩셋 및 라이선스 판매 • AI 스마트폰 수요 개선에 힘입은 2025년까지 스마트폰 출하량 7~8% 증가에 따른 수혜	187.0	8.1	34.3

주: 3/25 종가 기준
자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

Key Point

글로벌 ETF: 투자와 실적의 선순환 관점에서 VGT, XLI 주목

카테고리	티커	비고	투자 포인트	시가총액 (십억달러)	1M 등락률	12M 등락률
지수 전략	SPY	S&P 500	• 미국 대표지수로 고른 업종분산이 된 S&P 500을 추종하는 ETF • 2024년 S&P 500 지수 기준 양호한 실적 개선 전망을 반영하여 편입	532.2	2.3	31.3
	QQQ	NASDAQ	• 미국 대표지수 중 하나인 하이테크 중심의 NASDAQ을 추종 • 빅테크에 집중된 지수로 2024년 실적 개선을 주도할 미국 성장주에 투자	257.6	1.8	43.1
	INDA	인도	• MSCI India 지수를 추종하는 ETF로 인도에 상장된 주식에 투자 • 젊은 생산 가능인구, 영어 사용 국가, 발전된 IT S/W 등 중장기 성장성 확보	8.9	-2.4	31.1
스타일 전략	IWF	러셀 1000 성장	• 시가총액 1~1,000위까지 기업을 편입한 러셀 1000 지수 내 성장주에 투자 • 실적 개선의 온기 확산 전망에 따라 대형주에서 중형주까지 투자대상 확대	89.4	2.0	42.7
	MOAT	경제적해자	• 기업 경쟁력을 확보해 경제적 해자를 구축한 기업에 투자하는 ETF • 워런 버핏 투자방식에 입각한 전략을 구사하며 장기적 관점에서 유용	14.8	1.8	24.6
섹터 전략	VGT	하이테크	• 미국 하이테크 기업 중 대형 성장주에 투자하는 ETF • ChatGPT발 AI 투자 확대, 상용화에 따른 수혜가 가능한 산업군 편입	66.1	2.5	41.5
	XLI	산업재	• 미국 산업재 업종 내 시총 상위 기업으로 구성된 ETF • 미국내 소비와 생산 재개, 공장 증설 및 글로벌 방위산업 수혜 기대	17.8	3.5	28.4
	XLV	헬스케어	• 미국 헬스케어 업종 내 시가총액 상위 기업에 투자하는 ETF • 시중 금리 하향에 생명공학, 신약, 의료기기 산업 실적 개선 전망	40.7	-1.8	14.1
	XLF	금융	• 미국 금융 업종 내 시총 상위 기업으로 구성된 ETF • 연준의 정책 변경에 따른 수혜 및 고금리 악영향 통과 긍정적	37.6	2.4	33.1

주: 3/25 종가 기준
자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

This page intentionally left blank

두 개의 기둥, 투자와 실적의 선순환

I. 글로벌 Top-Down 포트폴리오 전략: 두 개의 기둥, 투자와 실적

글로벌 전략: 백찬규

tel 02) 768-7610 | **e-mail** peter.ck@nhqv.com

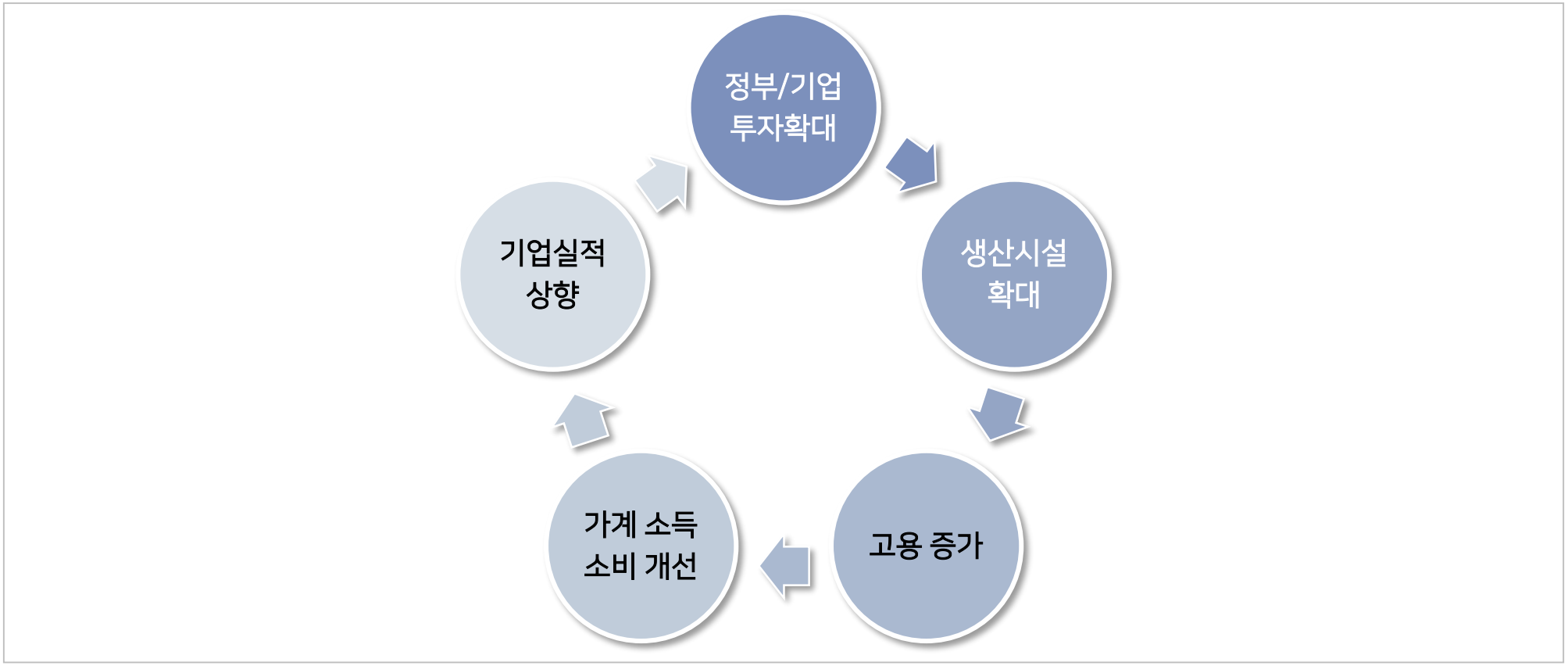
미국 투자전략: 조연주

Tel 02) 768-7598 | **e-mail** Julie.cho@nhqv.com

투자와 실적 개선의 선순환 국면에 진입한 업종에 주목

- 2022년부터 이어진 기업의 투자 확대와 2023년 가파르게 증가한 정부의 투자 확대는 경제 다이나믹스 개선에 일조
- 이에 기반해 주요 업종들은 실적 개선에 따른 시장 펀더멘털이 강화되고 주가가 상승하는 선순환 국면에 진입

투자와 실적 개선의 선순환

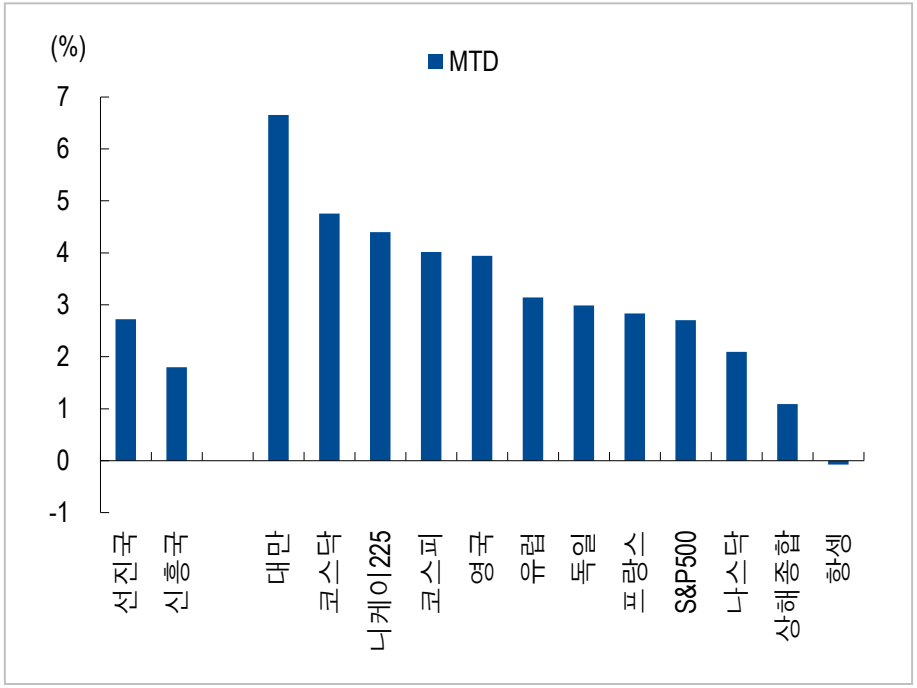


자료: NH투자증권 리서치본부

3월 글로벌 주식시장

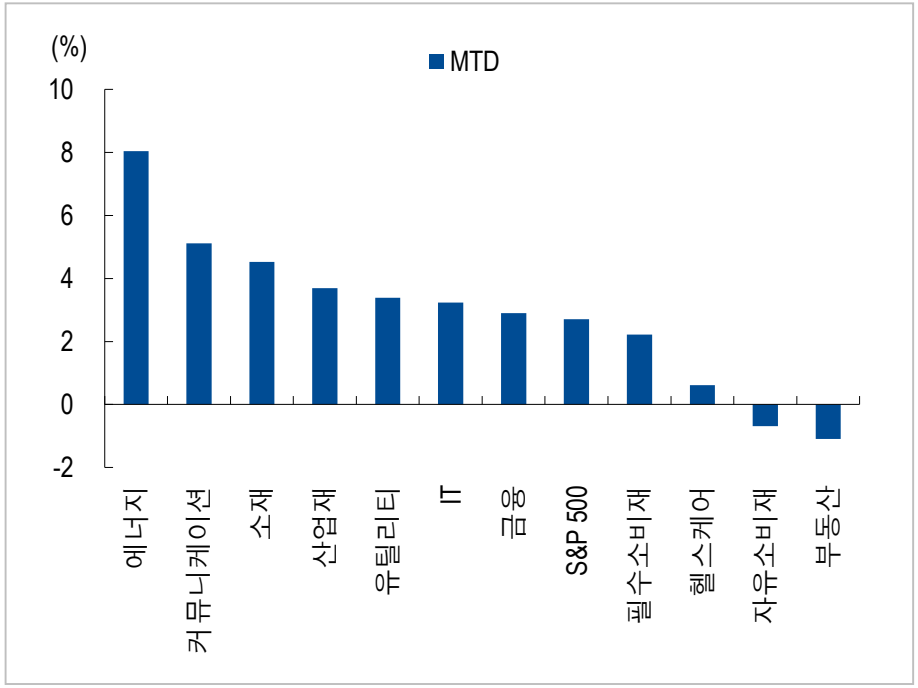
- 미국을 위시한 선진국 주식시장은 월 초반의 부진을 빠르게 통과하며 일제히 상승 마감
- S&P 500 내 11개 업종 중에서는 에너지, 커뮤니케이션, 소재, 산업재 등이 시장을 주도

3월 글로벌 주식시장 일제히 강세



자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

S&P 500 업종 에너지, 커뮤니케이션, 소재 순으로 강세



자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

4월 포트폴리오: 투자와 실적 개선의 선순환 보여줄 업종과 기업에 주목

- 본격적인 2024년 실적 시즌 개막에 따라 투자자들의 포커스는 실적에 집중될 것
- 지난해부터 이어진 정부와 기업의 투자가 올해 실적 개선으로 이어지는 선순환되는 국면에 진입

글로벌 Top-down 포트폴리오 투자 아이디어

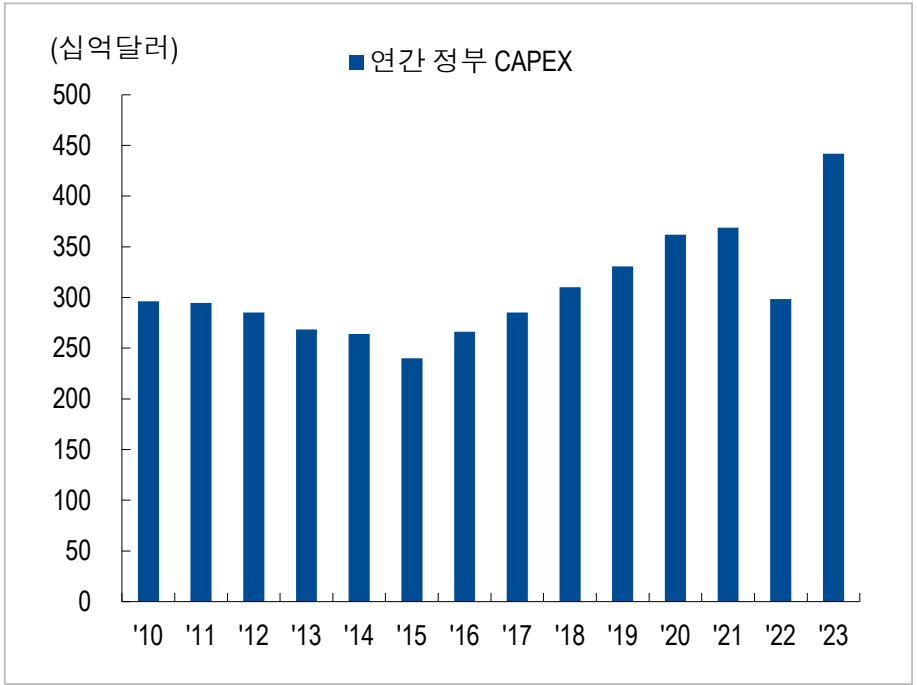
투자: 정부와 기업의 투자 확대	• 정부: 바이든 행정부 집권 이후 정부 정책 기조는 투자 확대로 연결 • 기업: 민간 기업의 자본지출은 2022년 하반기를 기점으로 턴어라운드, 건설지출액 증가세 양호 • IT, 커뮤니케이션, 산업재, 헬스케어 업종의 경우 정부와 기업의 활발한 투자에 따른 수혜 기대
실적: 2024년 실적 본격 확인	• 분기 실적: 시가총액 비중이 큰 커뮤니케이션(+26.2% y-y), IT(+20.0% y-y) 등이 견인 • 2024년: S&P 500 연간 기준 EPS 추정치는 전년동기 대비 11.1% 증가할 것으로 기대 • 커뮤니케이션, IT, 자유소비재 등 성장 업종 3인방의 실적 개선세가 두드러질 것
인도 총선: 모디 총리 3기 기대	• 4월 인도 총선 개시, 결과는 6월 4일 나올 예정이며 모디 총리의 3기 개막 기대 • 적극적인 경제 정책 드라이브가 이어질 것인 바 경제와 주식시장 관점에서 긍정적

자료: NH투자증권 리서치본부

투자: 바이든 행정부의 투자 확대

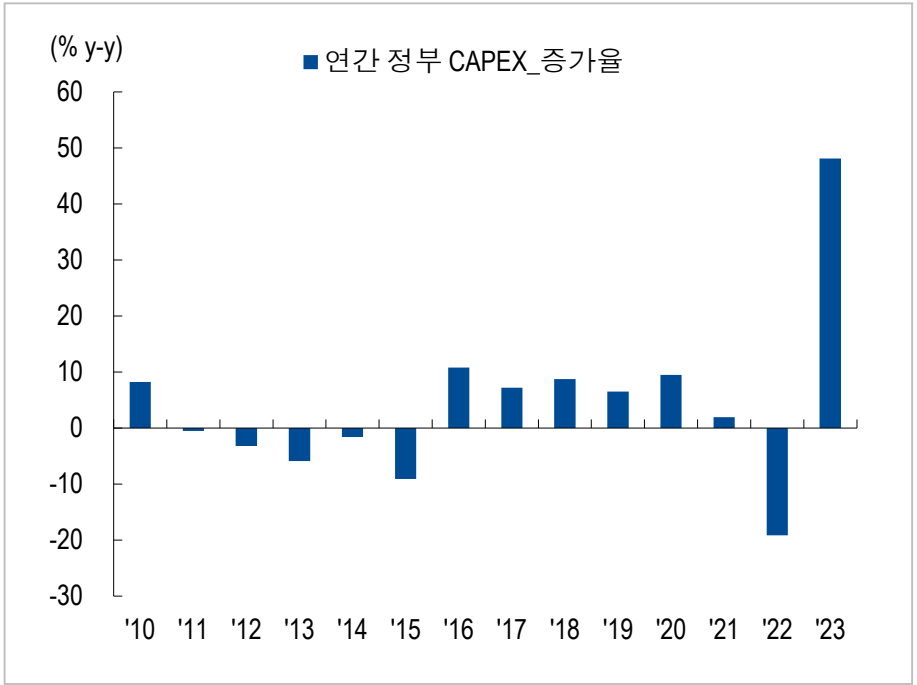
- 2023년 바이든 행정부의 CAPEX 규모는 4,500억달러에 달하며 규모 면에서 최고치를 달성
- 정부발 투자는 부진했던 2022년을 뒤로 하고 50%에 달하는 증가율을 보이며 현 정부의 강한 투자 의지를 보여줌

미국 정부의 투자 증가로 경제 다이나믹스 개선



자료: FRED, NH투자증권 리서치본부

바이든 행정부 투자는 2023년 50%에 달하는 증가율 달성

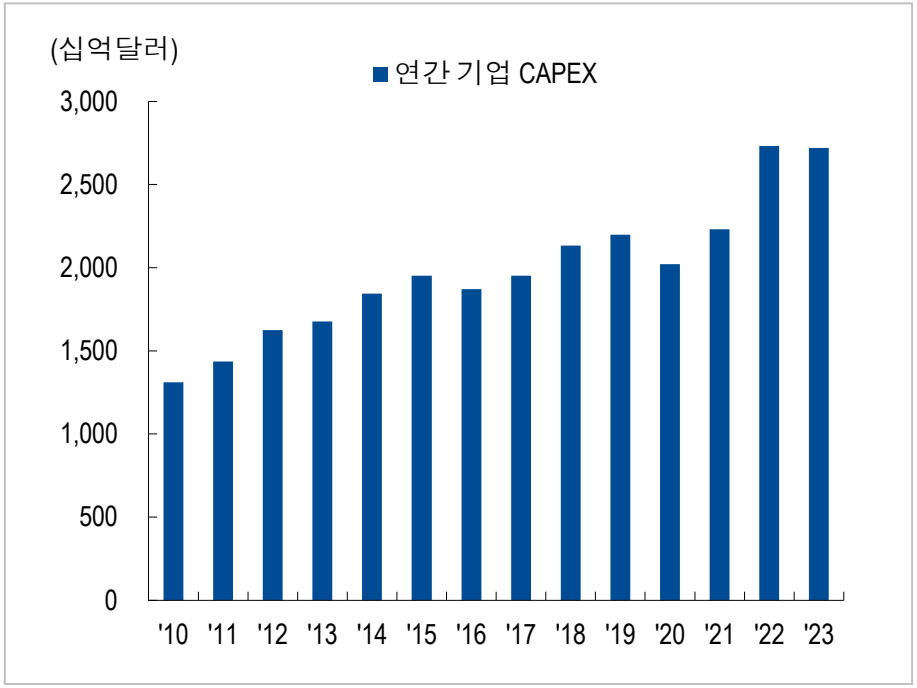


자료: FRED, NH투자증권 리서치본부

투자: 민간 기업 투자는 위축에서 확대로 전환

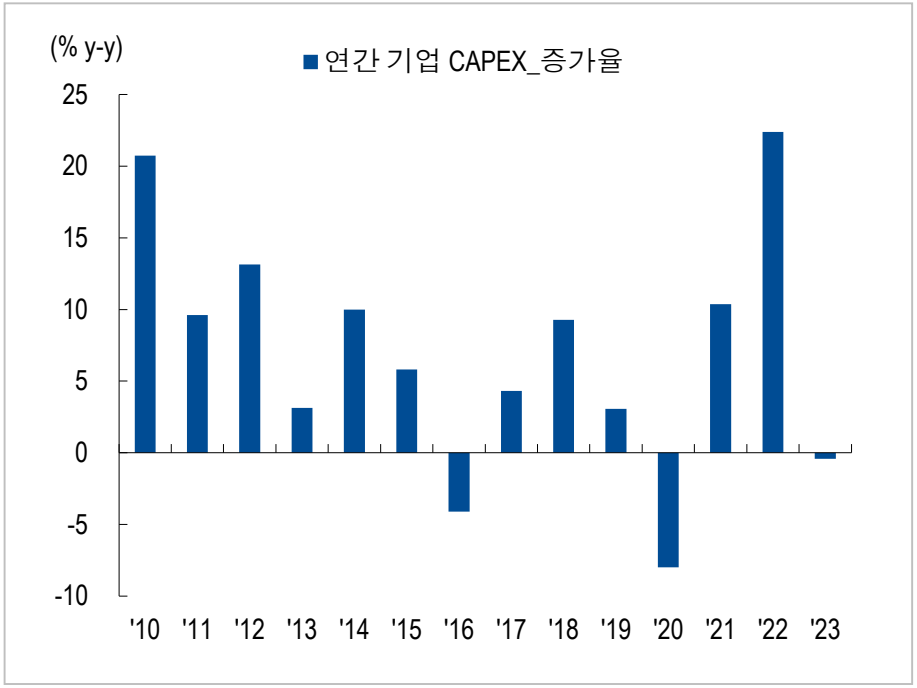
- 비금융 민간기업 투자 규모는 코로나19 팬데믹을 기점으로 정체됐으나 2022~2023년 규모 확대
- 2021년부터 이어진 민간기업 투자는 경제 선순환의 근원으로 양호한 흐름 확인

민간기업 투자 증가세 지속



자료: FRED, NH투자증권 리서치본부

미국 대선을 앞두고 증가율은 정체

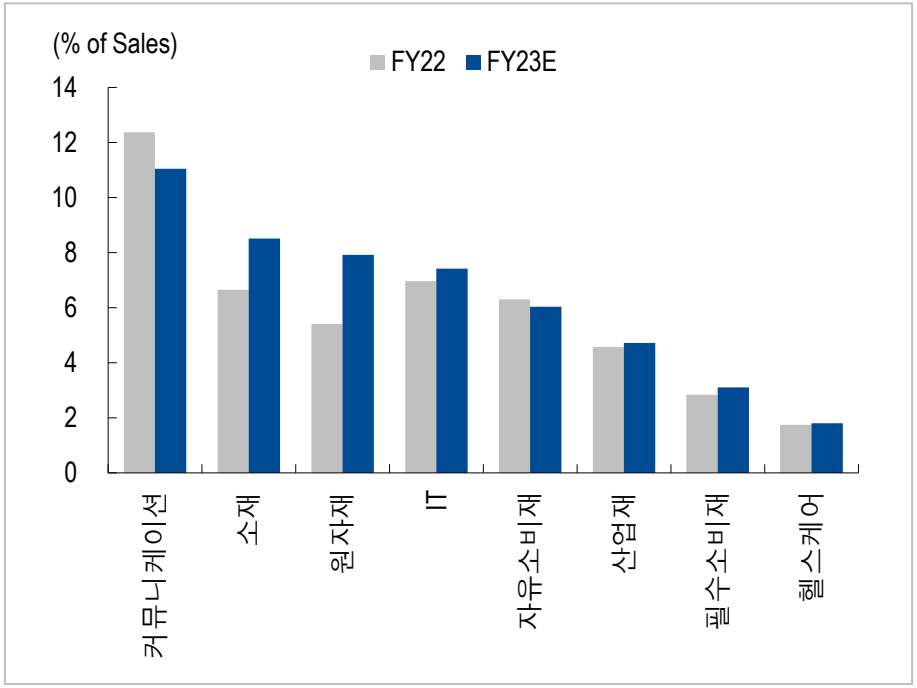


자료: FRED, NH투자증권 리서치본부

업종: 시장을 견인하는 업종이 미래를 위한 투자 주도

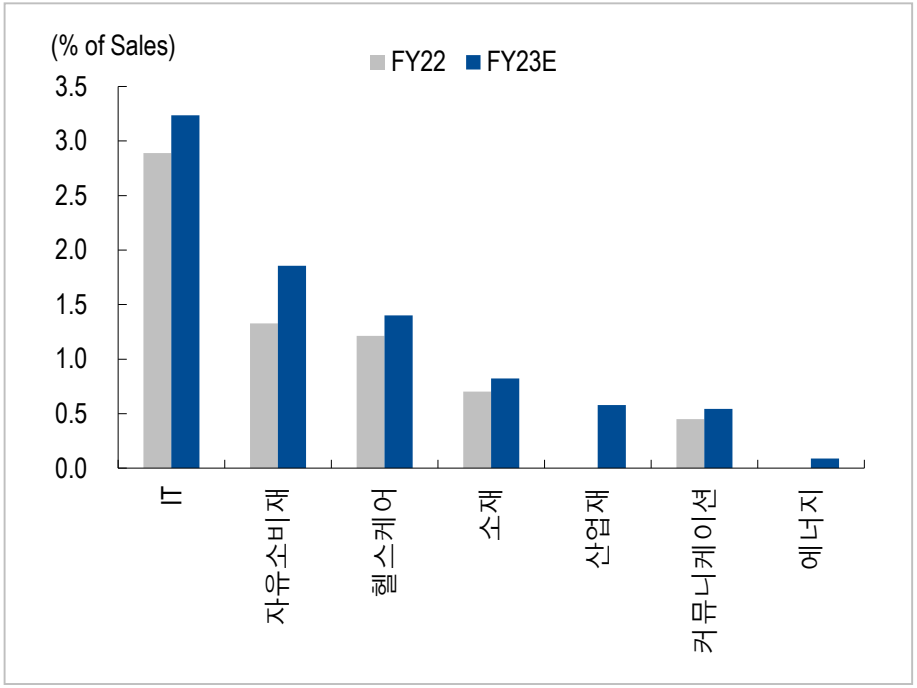
- CAPEX는 미래 실적을 위한 항목이며, R&D는 새로운 제품과 서비스의 원천이 되는 항목으로 평가
- 기업들의 미래 성장을 위해 두 항목의 증가는 필수적으로 커뮤니케이션, 자유소비재, 헬스케어, 커뮤니케이션 긍정적

CAPEX: 미래 실적을 위한 기반으로 커뮤니케이션이 선두



주: 업종 특성상 부동산과 유틸리티 제외
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

R&D: 새로운 제품과 서비스의 원천으로 시장 견인 업종이 주도

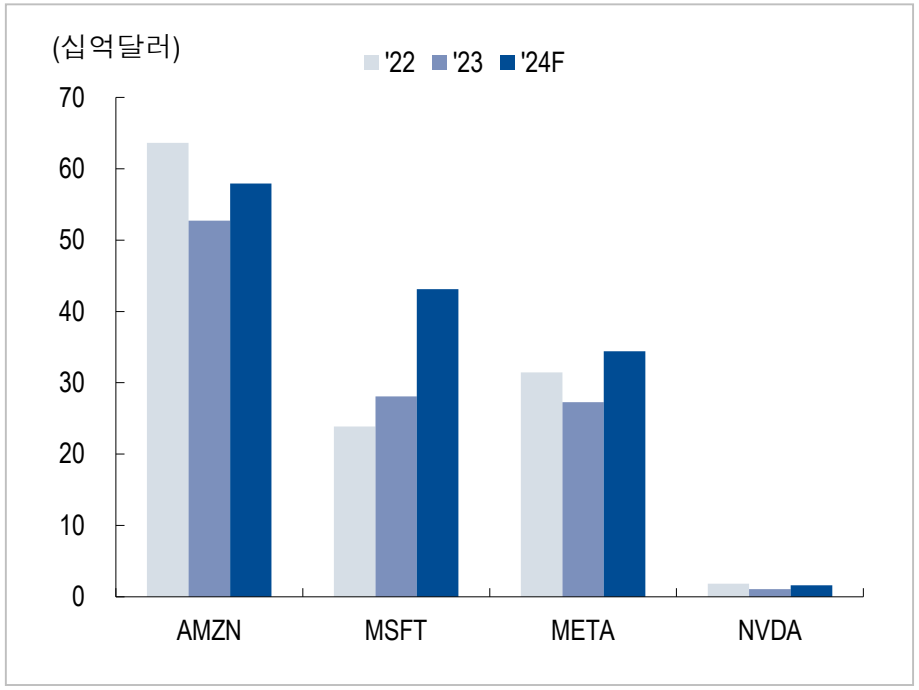


자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

개별 기업: AI 시대 새로운 투자 사이클 도래

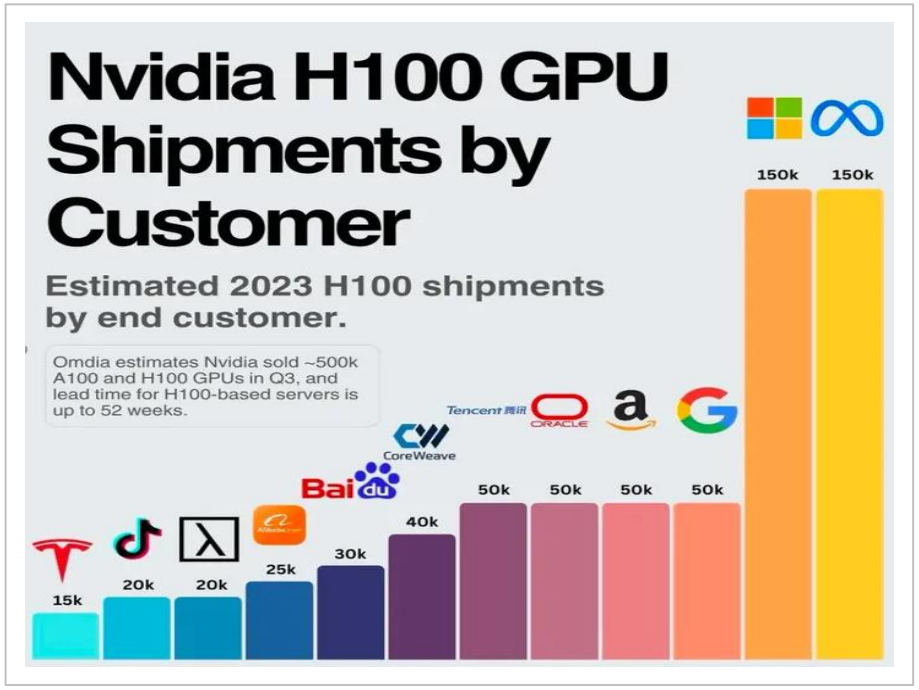
- 아마존, 마이크로소프트, 메타 등 클라우드 컴퓨팅 또는 AI 서비스를 제공하는 기업들의 새로운 투자 사이클 진입
- AI GPU에 대한 투자 확대가 실적 개선과 주가 상승으로 이어지는 선순환 국면 도래

AI 시대 새로운 투자 사이클 도래



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

AI에 대한 투자가 현 주가를 증명: 메타, 마이크로소프트



자료: Omdia Research, NH투자증권 리서치본부

정책: 지지율이 높은 트럼프 후보가 천명한 'Freedom Cities 10곳'

- 공화당 대통령 후보인 트럼프는 새로운 토지 개발을 제시하며 Freedom City라 명명한 10곳의 도시 건설을 제시
- 공약의 주된 골자는 연방정부의 빈 부지에 새로운 기업도시를 건설하고 플라잉 카를 도입하는 등 최첨단 도시로 육성하는 것

트럼프 대통령 후보자 새로운 토지 대개발: 10 Freedom Cities

CNN politics

Trump proposes building 10 'freedom cities' and flying cars

By Eric Bradner, Kristen Holmes and Alicia Wallace, CNN
4 minute read · Published 6:24 PM EST, Fri March 3, 2023

"I want to ensure that America, not China, leads this revolution in air mobility," Trump, who announced his third bid for the presidency in November, said in a four-minute video detailing his plan.

He said he would launch a contest to charter up to 10 "freedom cities" roughly the size of Washington, DC, on undeveloped federal land.

"We'll actually build new cities in our country again," Trump said in the video. "These freedom cities will reopen the frontier, reignite American imagination, and give hundreds of thousands of young people and other people, all hardworking families, a new shot at home ownership and in fact, the American dream."

자료: CNN, NH투자증권 리서치본부

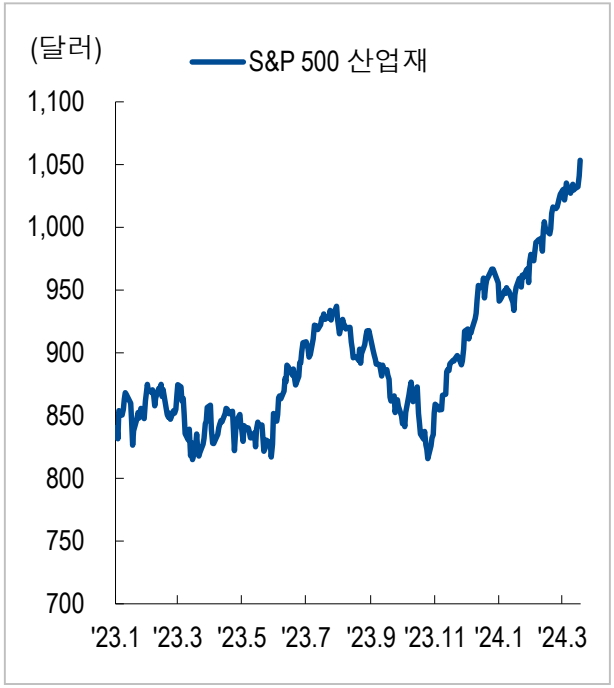
새로운 도시 건설 정책을 표현한 미국 언론의 카툰

자료: The Week, NH투자증권 리서치본부

산업재 52주 신고가: 이미 시장이 증명한 투자 사이클

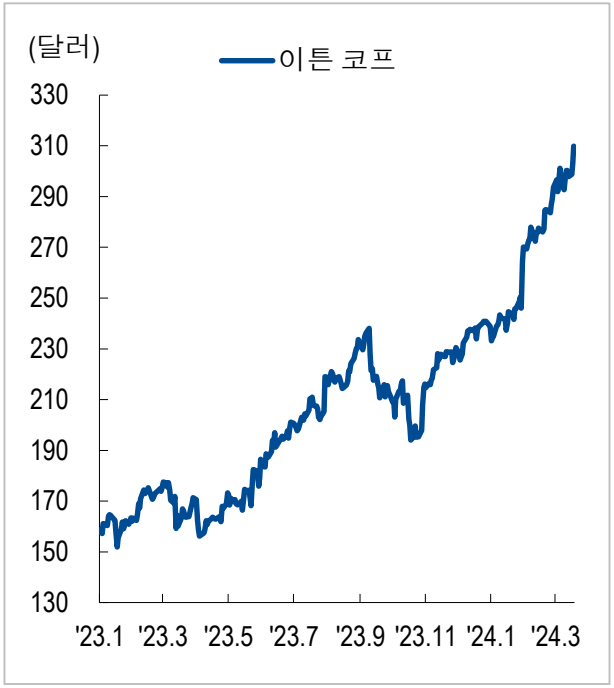
- 이미 바이든 행정부의 정부 투자 확대 및 트럼프 후보의 공약 등이 산업재 업종의 주가를 견인해 신고가 기록
- 산업재 업종의 방향성을 알 수 있는 캐터필러와 이튼의 주가 역시 신고가 경신 중
- 당사는 2023년부터 산업재 업종을 추천 업종으로 포트폴리오에 편입했으며 선호 의견 유지

S&P 500 산업재 신고가



산업재 풍향계 캐터필러 신고가 경신

산업/건설용 제품 제조 기업인 이튼

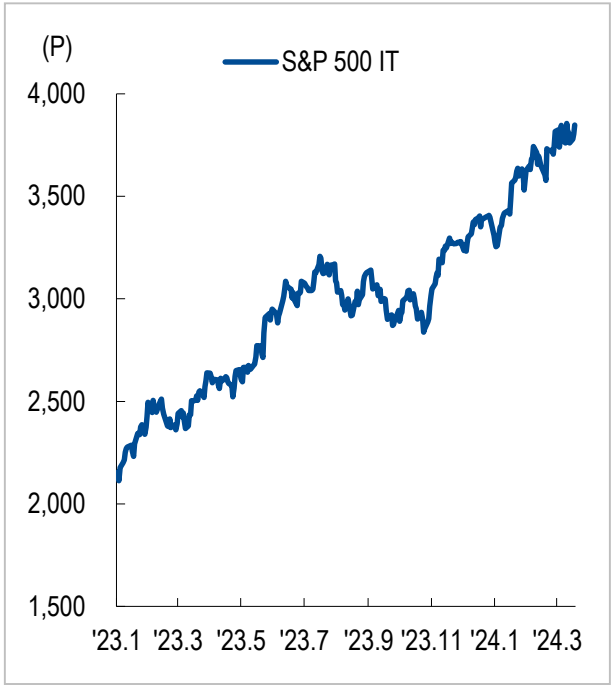


자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

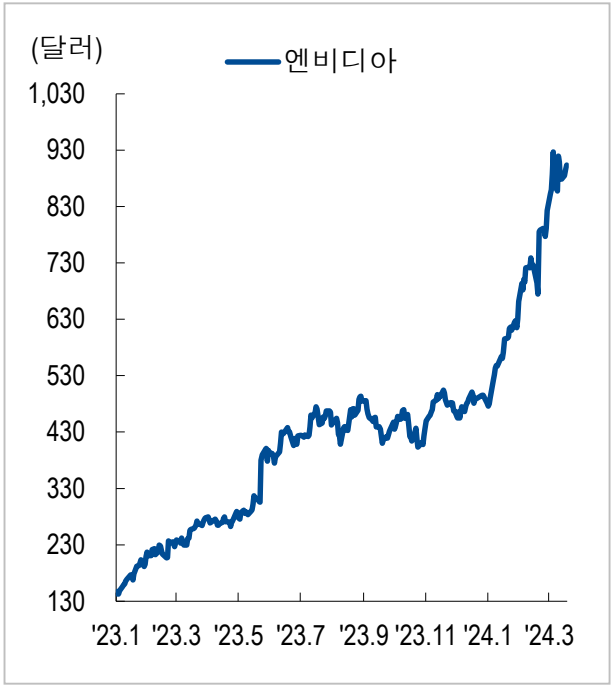
IT/커뮤니케이션 52주 신고가: 시장의 주도주 지위 유지

- 2023년부터 현재까지 이어진 미국 주식시장의 상승은 IT 업종 상승이 견인
- 특히 IT업종 내 반도체 산업에 속한 엔비디아는 신제품 출시, 실적 상향, AI 투자 붐에 힘입어 가파른 상승세 기록
- 엔비디아의 GPU H100을 가장 많이 구매한 마이크로소프트, 메타 두 기업의 주가 상승 역시 업종과 시장을 견인

S&P 500 IT 신고가



AI 투자의 주역 엔비디아



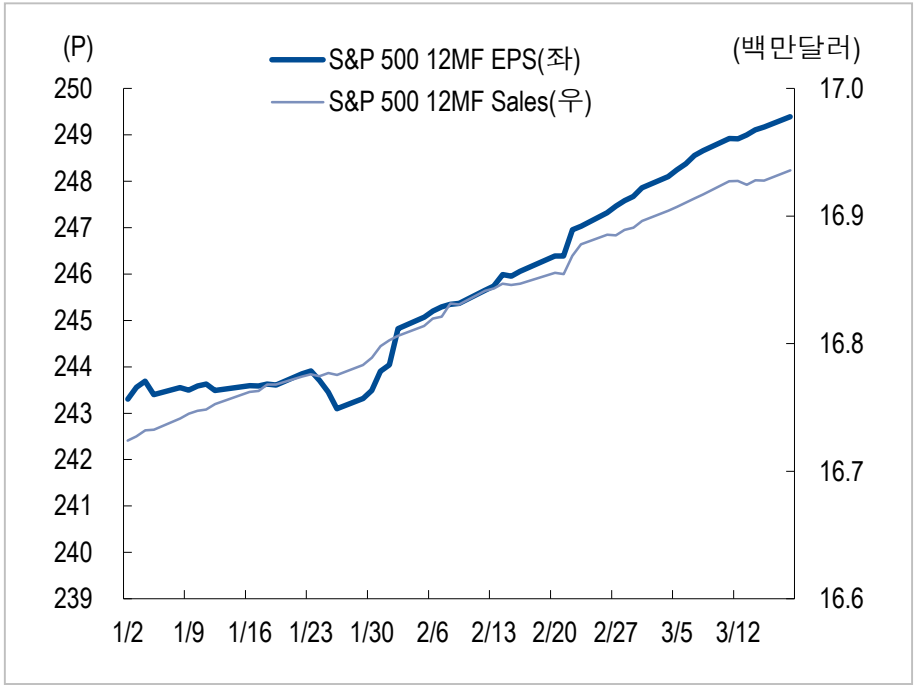
엔비디아 칩을 가장 많이 산 두 기업

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

실적: 최근 빠르게 온기 확산

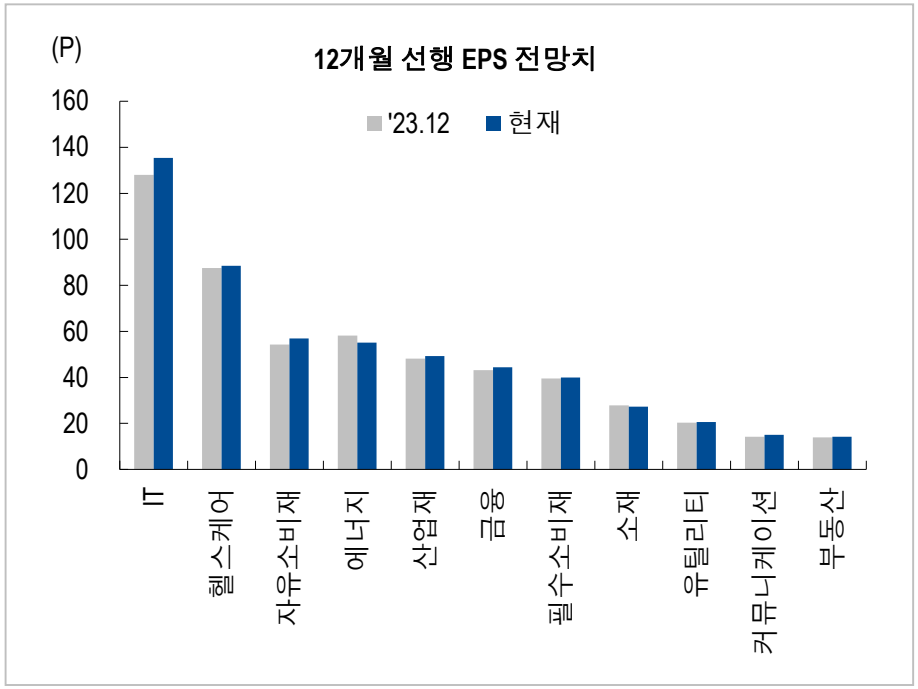
- 2024년 진입 이후 S&P 500 매출액과 EPS 추정치는 상승세 지속
- 연초 이후 EPS 상향 업종은 IT, 헬스케어, 자유소비재, 산업재, 금융, 커뮤니케이션 등
- 상기 업종은 시가총액 상위 업종으로 양호한 지수 방향성 기대

연초 이후 S&P 500 매출액 및 EPS 추정치 상승세



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

IT, 헬스케어, 자유소비재, 금융 등 전망치 상향

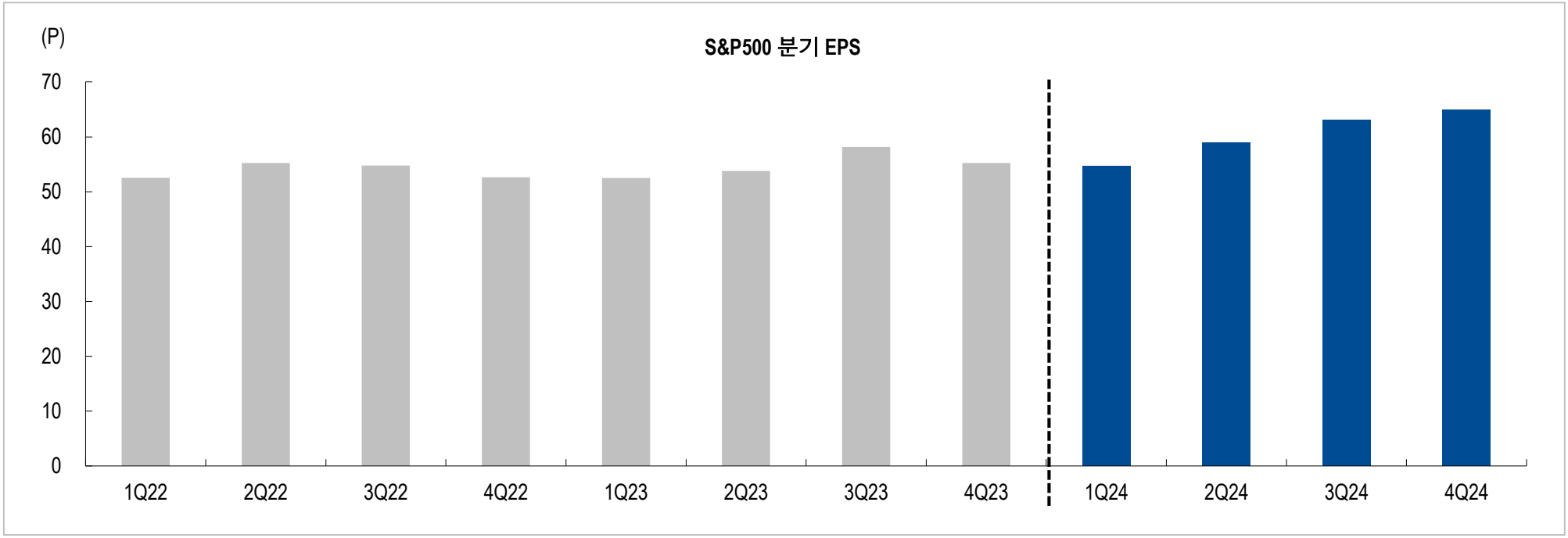


자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

실적: 1분기 실적 시즌 개시 및 계단식 상향

- 이번 4월은 2024년 실적을 처음으로 확인하는 시기로 전년동기 대비 1분기 EPS 증가율 전망치는 4.2%
- 올해 하반기 이후 분기별 S&P 500 EPS가 처음으로 60달러를 돌파하는 한 해가 될 전망
- 1분기부터 4분기로 가며 점진적으로 증가하는 EPS는 시장의 펀더멘털 개선에 일조할 것

2024년 EPS는 계단식 상향을 기대

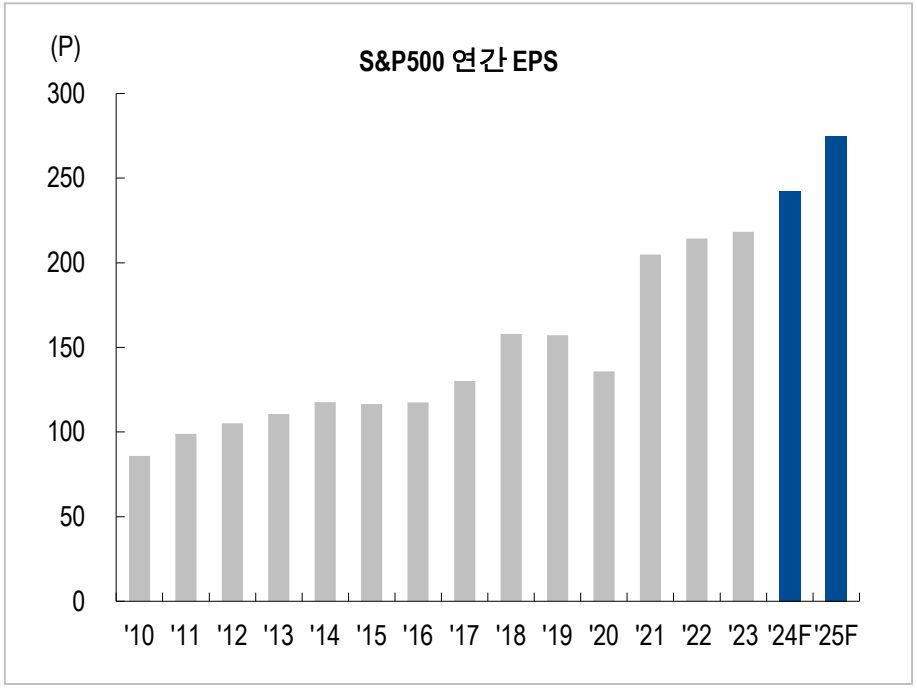


자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

실적: 연간 기준으로 방향성과 레벨 이상 무

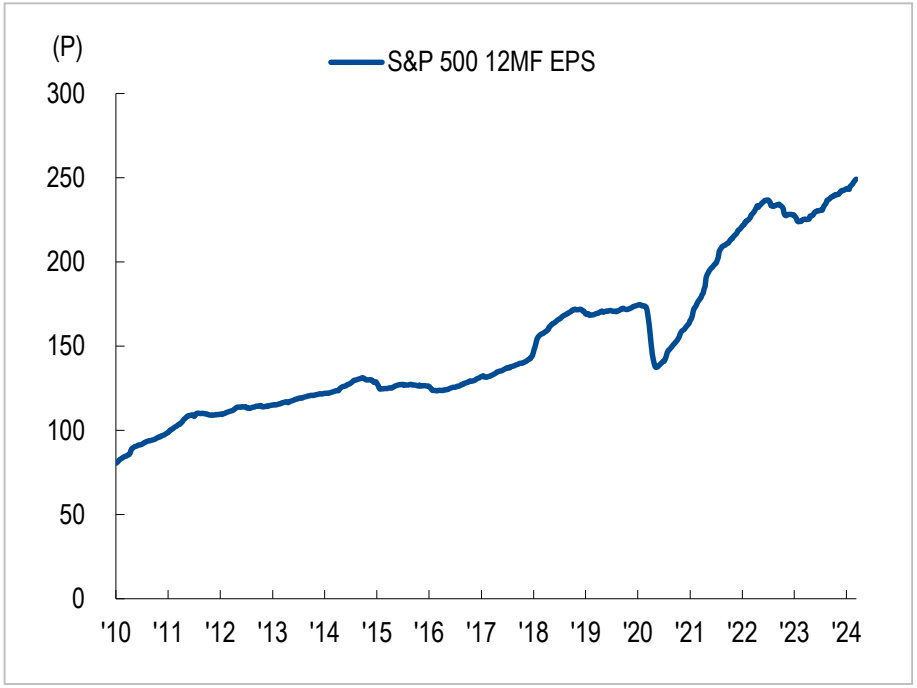
- 2021~2023년까지 정체되었던 S&P 500 실적은 2024년부터 본격적으로 개선 시작
- 현재 연간 및 12개월 선행 EPS 추정치를 고려하면 실적 개선은 2025년까지 기대할 수 있는 시점
- 미국 주식시장 펀더멘털 강화 기대는 당분간 이어질 것으로 기대

2025년까지 기대할 수 있는 S&P 500 실적



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

실적 추정치 방향성 역시 상승세 지속

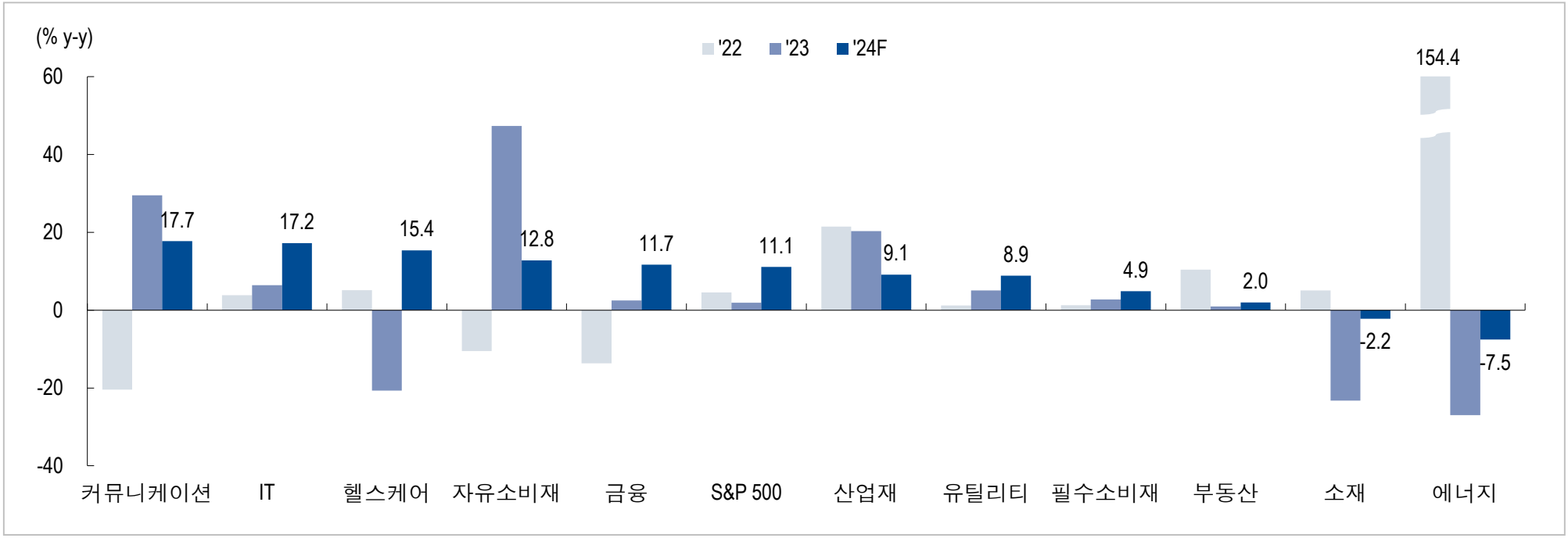


자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

실적: 연간 기준 업종별 실적 개선 고려 시 현 포트폴리오 유지

- 2년 이상 연속 명목 성장률 이상의 EPS 증가율을 보인 커뮤니케이션, IT, 자유소비재, 산업재 업종 긍정적
- 2024년 큰 폭의 EPS 증가율을 기대하는 헬스케어, 금융 업종 역시 연초 이후 주가 흐름 양호

S&P 500 업종별 EPS 증가율: 성장업종 + 헬스케어, 금융, 산업재

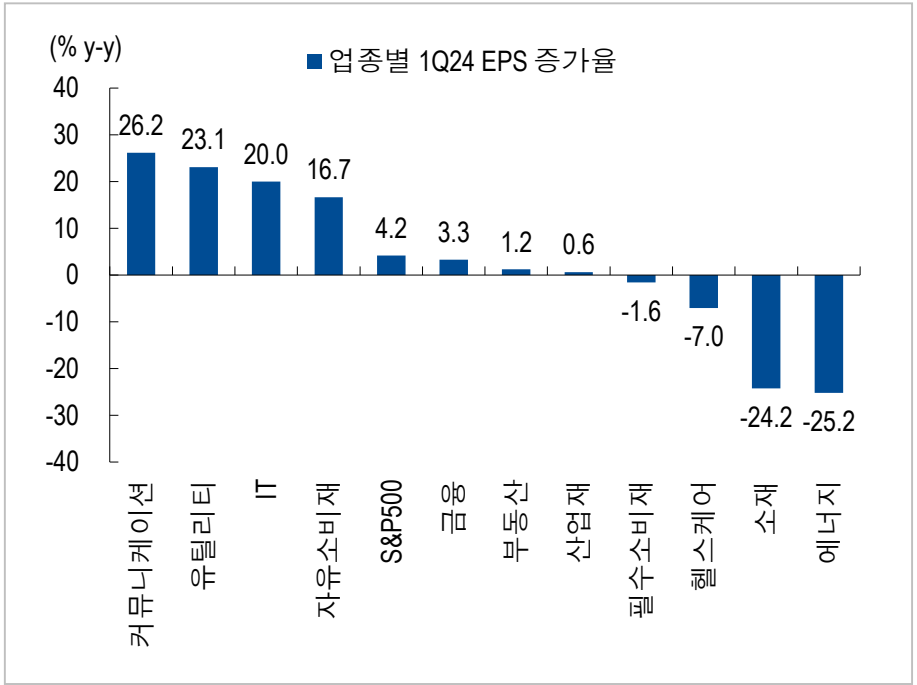


자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

실적: 밸류에이션 부담은 펀더멘털 강화로 완화

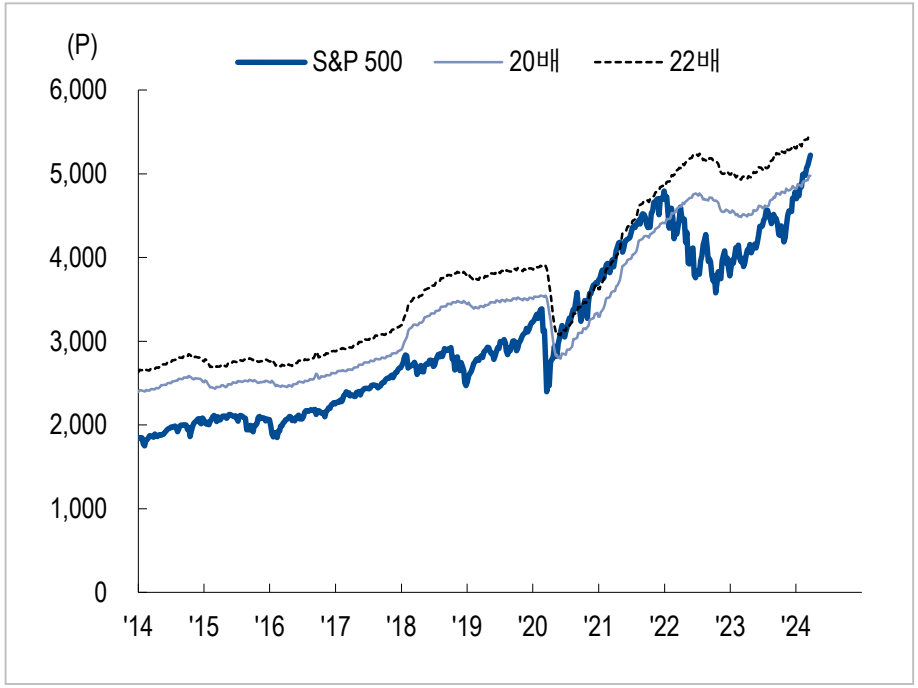
- S&P 500 12개월 선행 PER은 현재 21배에 도달하며 투자자들에게 부담으로 작용
- 그러나 주요 업종의 실적 개선 속도가 빠르게 나타나며 밸류에이션 부담 완화 중
- 4월 실적 시즌을 통과하며 나타날 펀더멘털 강화는 투자자들의 부담을 경감시킬 것

1분기 EPS 증가율 추정치: 성장 업종이 주도



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

12MF PER 밸류에이션 멀티플 확대에 따른 부담

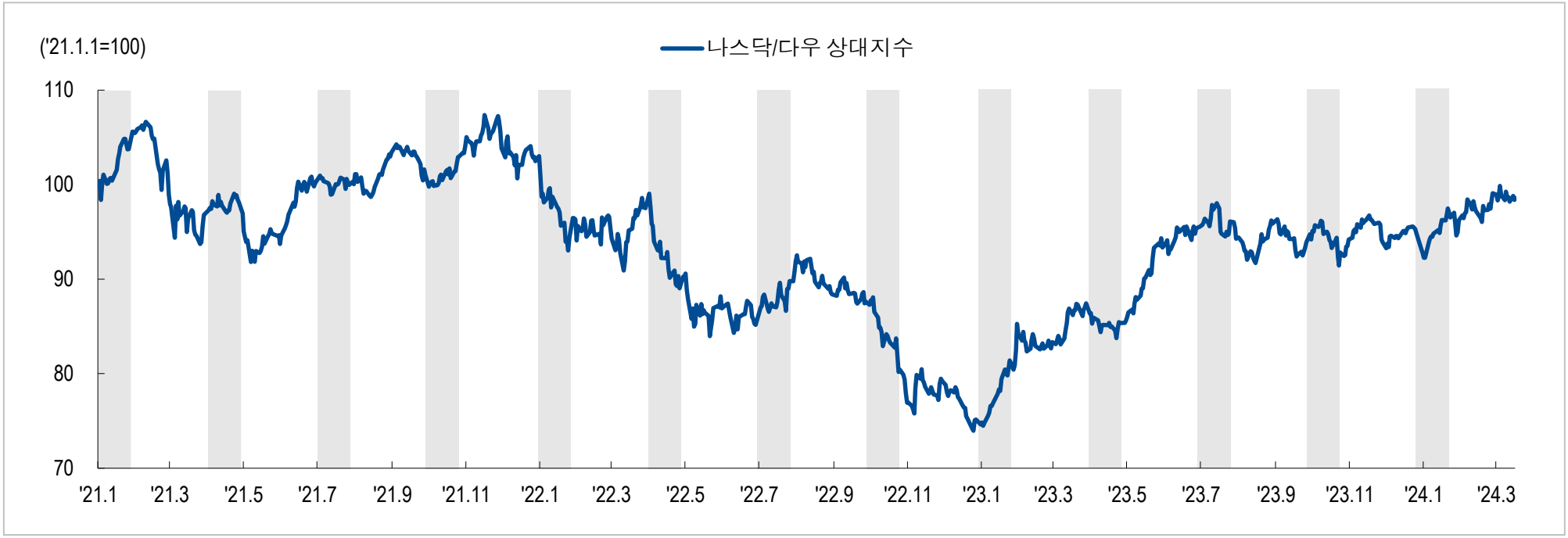


자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

실적: 과거 실적 구간 지수 점검

- 과거 실적 시즌 성장주를 대표했던 나스닥 지수와 상대적으로 시클리컬 업종 비중이 높은 다우 지수를 점검
- 성장주와 가치주 간 상대적 우위가 나타나지 않았기에 실적 시즌에는 스타일 및 업종 차별화보다 개별 기업 실적에 주목할 필요

실적 시즌 나스닥 지수와 다우 지수의 상대강도는 뚜렷하지 않아

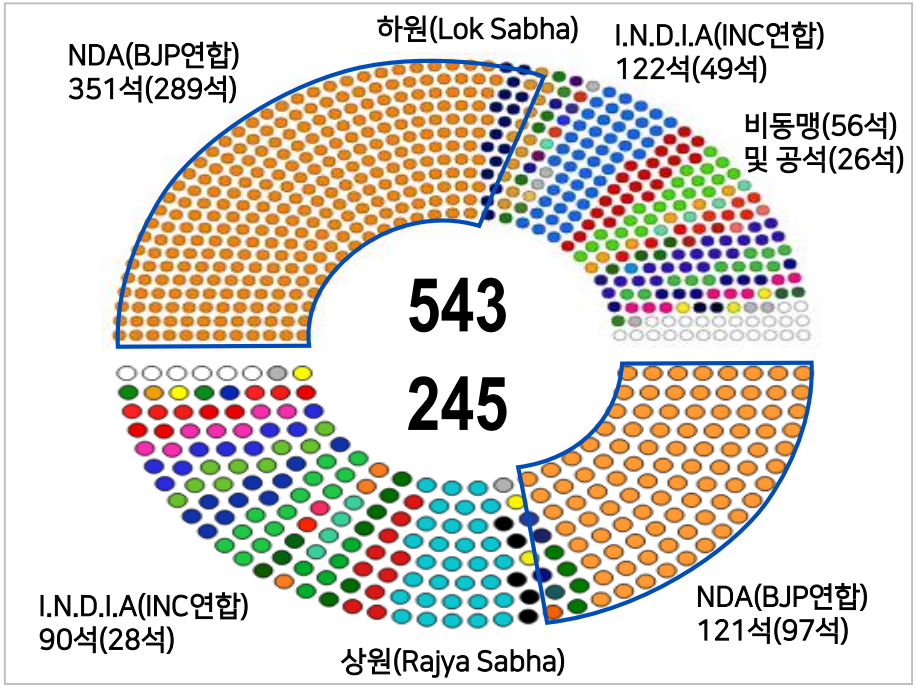


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

[인도] 2024년 인도 총선, 4월 말부터 약 한 달 이상 진행될 예정

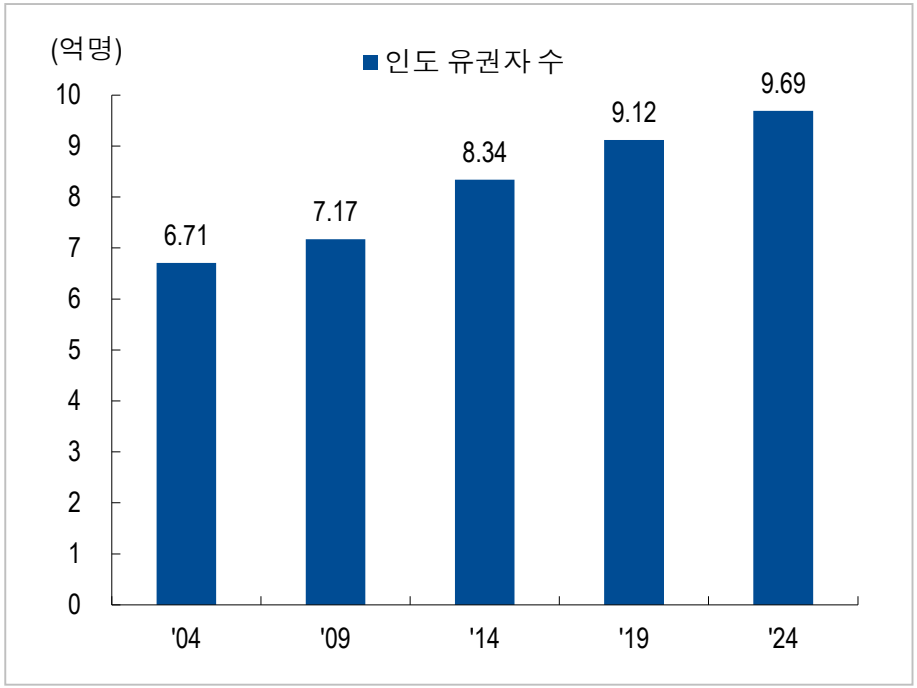
- 2024년 인도 총선(General Election)이 **4월 19일부터 6월 1일까지** 7차례에 거쳐 진행. 최종 개표 및 결과 발표일은 6월 4일
- 하원(Lok Sabha) 의원을 선출하는 선거로 이번 총선의 유권자 수는 9.69억명에 달할 것으로 예상됨
- 지난 총선에서 집권 여당인 NDA(BJP연합)에 패배했던 UPA(INC연합)가 I.N.D.I.A로 세력을 확대. NDA의 집권 가능성 높으나, UPA와의 의석수 격차 축소 주목

인도 상원(Rajya Sabha)과 하원(Lok Sabha) 현재 구성



자료: Wikipedia, NH투자증권 리서치본부

2024년 인도 총선의 유권자 수는 9.69억명

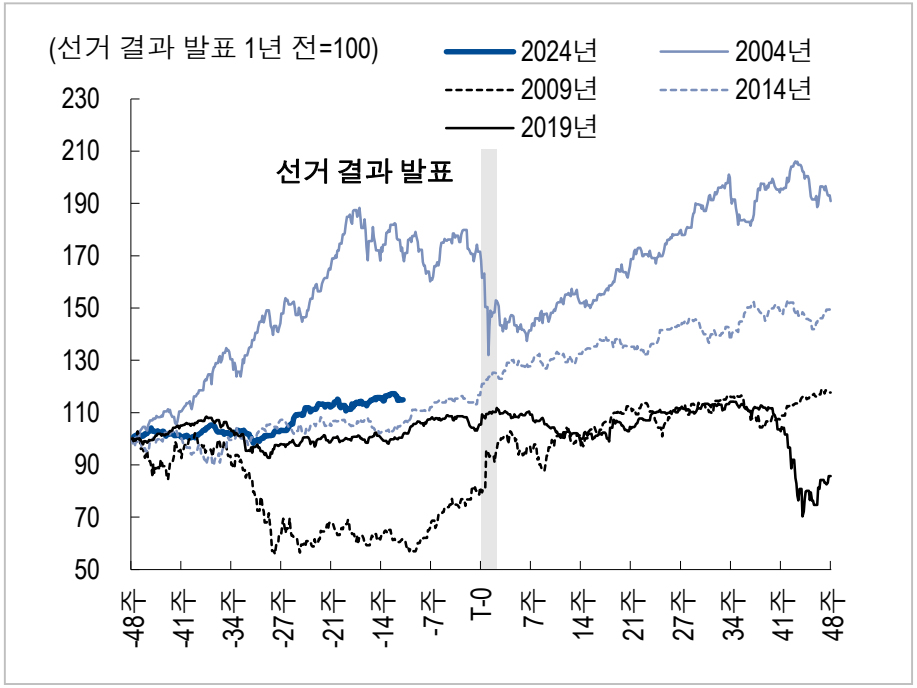


자료: 인도 선거관리위원회, NH투자증권 리서치본부

과거 총선 전후 주식시장 흐름: 대체적으로 양호

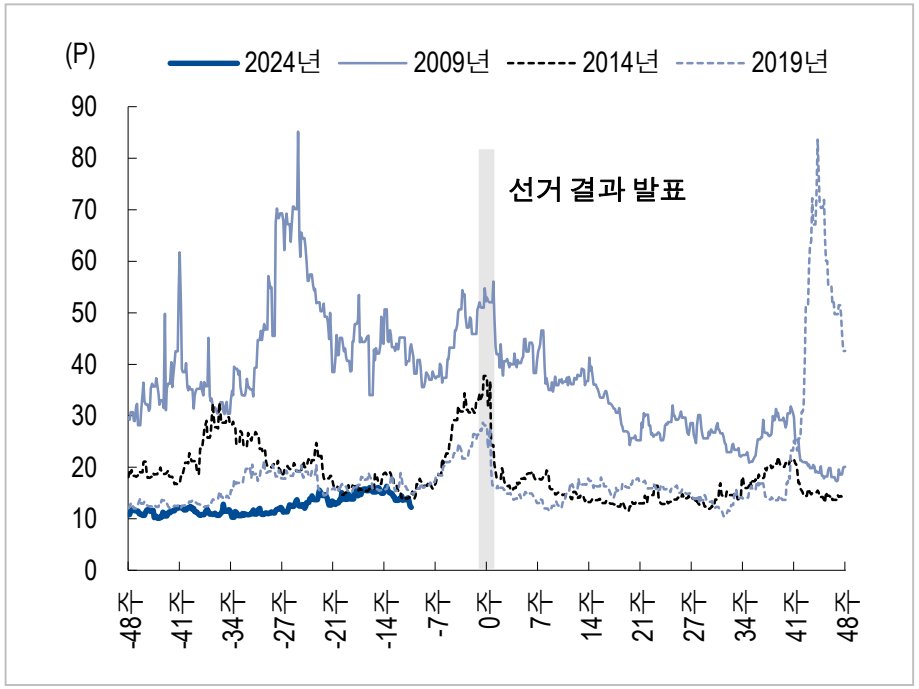
- 2004년을 제외하면 최근 총선 당해 연도에는 총선 직전에 주식시장이 상승하는 모습을 보였음
- 최근 3차례 총선 직전에 불확실성 요인으로 인해 주식시장 변동성이 확대했으나 선거 결과 이후 완화

최근 4번의 선거 결과 발표 전후 NIFTY 지수 흐름



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

최근 3번의 선거 결과 발표 전후 NSE VIX 지수 흐름

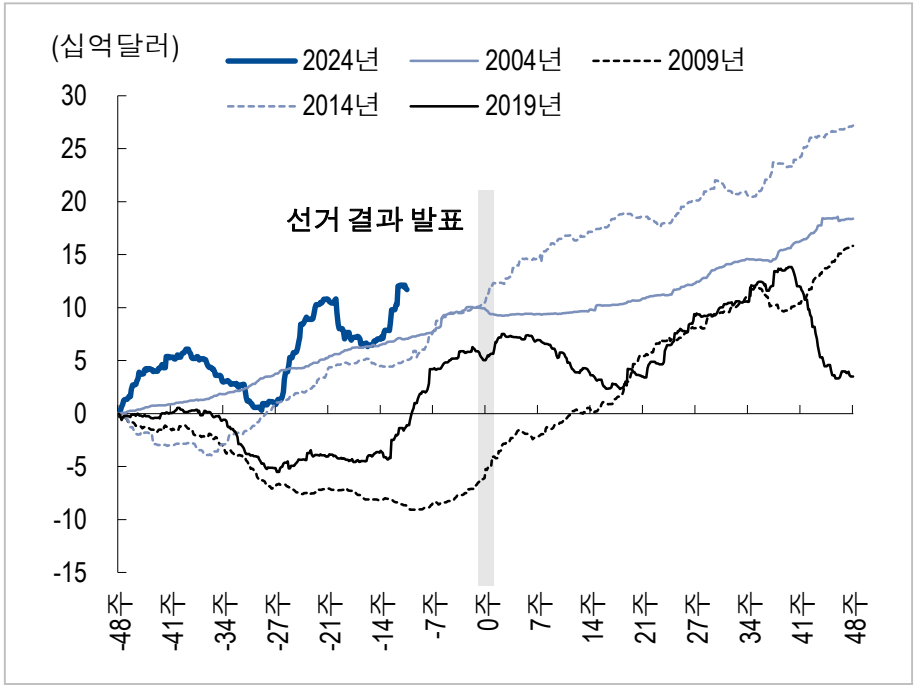


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

총선 전후 수급 및 업종 점검: 외국인 수급 개선 기대, 내수주에 주목

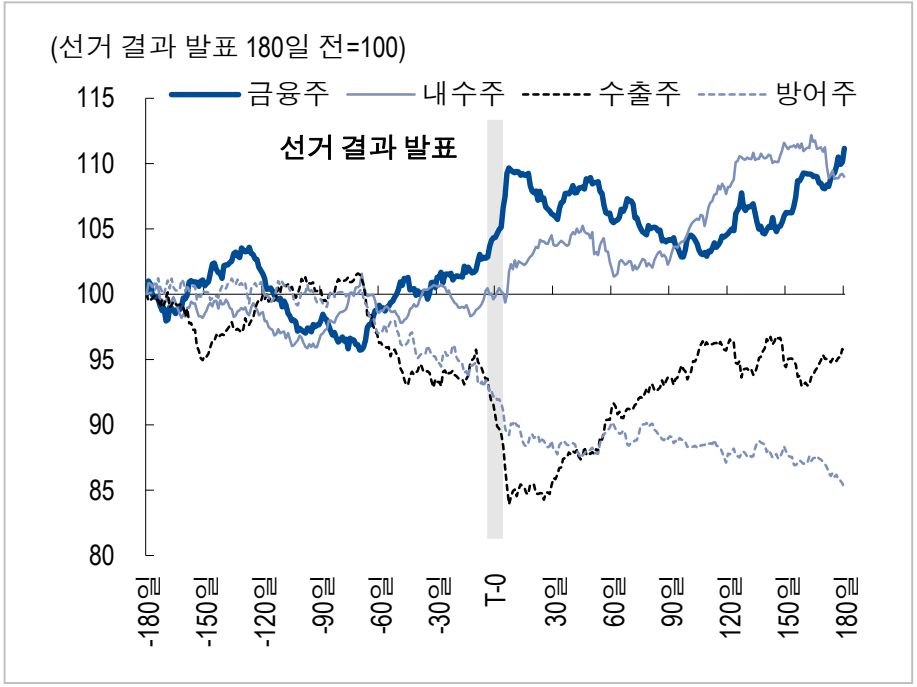
- 외국인 투자자의 수급의 경우 최근 4차례 총선 직전 순매수세를 기록. 2024년 현재도 외국인 투자자 수급은 순매수 전환
- 주요 섹터를 살펴보면 선거 결과 발표 직전에 금융주(은행, 금융서비스) 및 내수주(산업재, 자동차, 경기소비재 등) 성과는 양호했음
- 반면 수출주(IT, 헬스케어) 및 경기방어주(커뮤니케이션, 유틸리티, 필수소비재)는 같은 기간 시장 대비 언더퍼폼

최근 4번의 선거 전후 누적 외국인 순매수 금액



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

선거 전후 SENSEX 지수 대비 주요 섹터 상대지수 흐름

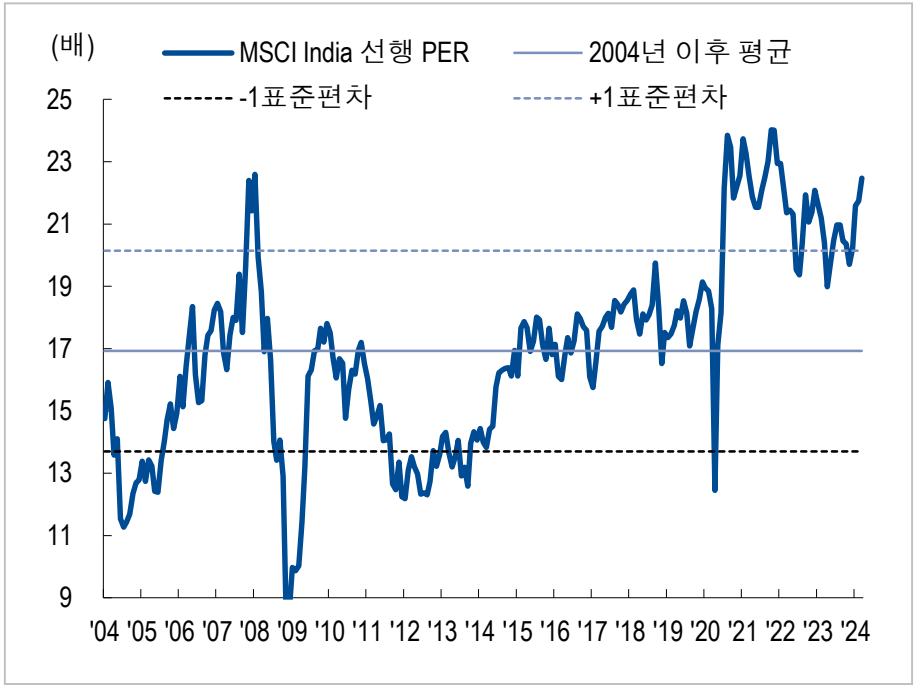


주: 금융주는 은행 및 금융서비스, 내수주는 산업재, 자동차, 경기소비재, 수출주는 IT 및 헬스케어, 경기방어주는 커뮤니케이션, 유틸리티, 필수소비재의 S&P BSE 섹터지수 평균치
자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

신흥국 내 견조한 실적 개선은 밸류에이션 부담을 해소시킬 것

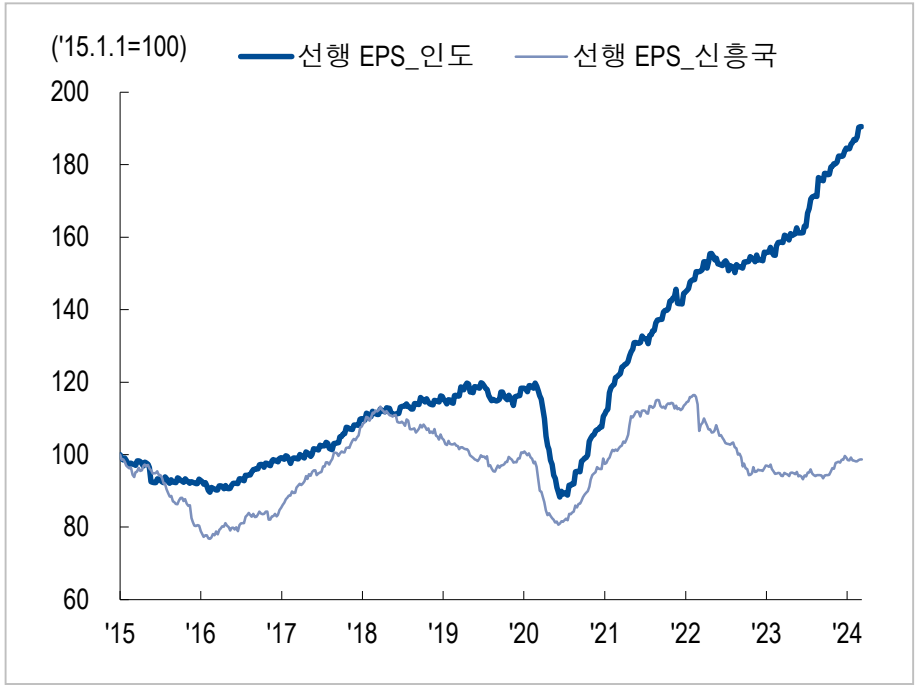
- 현재 MSCI India 기준 인도 주식시장 선행 PER은 22.2배이며 2004년 이후 평균치의 +1.6표준편차 수준
- 따라서 가격 메리트 제한적이라고 판단. 한편 실적 전망 측면에서 MSCI India 선행 EPS는 신흥국 대비 큰 폭 아웃퍼폼
- 밸류에이션 부담이 존재하나 실적 전망치 우상향은 이를 해소시킬 것으로 예상

2004년 이후 MSCI India 지수 선행 PER 추이



자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

인도 실적 전망치는 신흥국을 큰 폭 상회

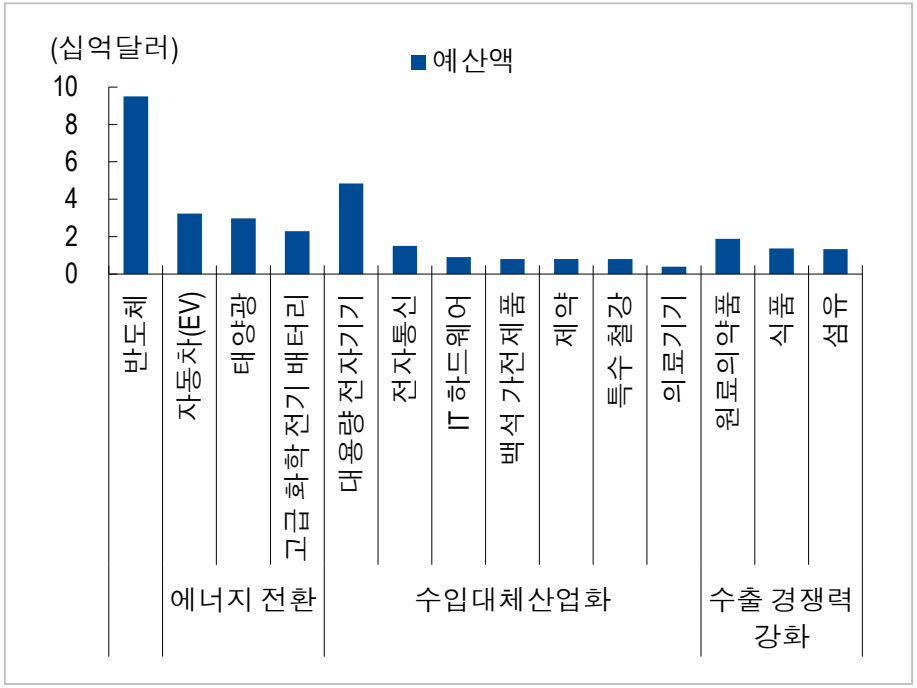


자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

모디 3기 출범 기대: Make in India 드라이브 지속 전망

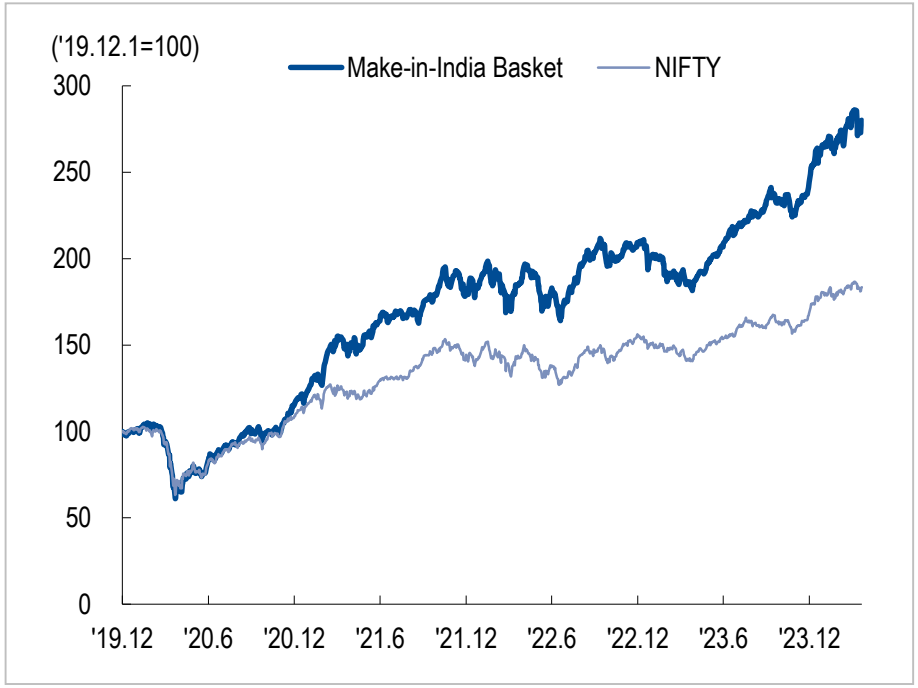
- 이번 선거에서 NDA 승리 시 모디 3기 정부 출범. 이 경우 'Make in India' 제조업 육성 정책 드라이브 지속될 것
- 'Make in India' 전략하 생산연계인센티브(Production Linked Incentives, 이하 'PLI') 제도가 2020년 3월에 발표. 이는 인도에서 제조되는 매출 증가분의 4~6%에 해당하는 보조금을 5년 동안 지급하는 제도로 지원 대상은 14개 섹터이며 총 예산액은 약 330억달러
- 골드만삭스는 산업재, 경기소비재 섹터 중심으로 해당 제도 수혜 기업을 'Make in India' 바스켓으로 구성. 이는 NIFTY 지수를 아웃퍼폼 중

생산연계인센티브(PLI) 예산액: 14개 섹터, 330억달러



자료: PIB, NH투자증권 리서치본부

2020년 이후 Make in India 바스켓이 NIFTY 지수 아웃퍼폼

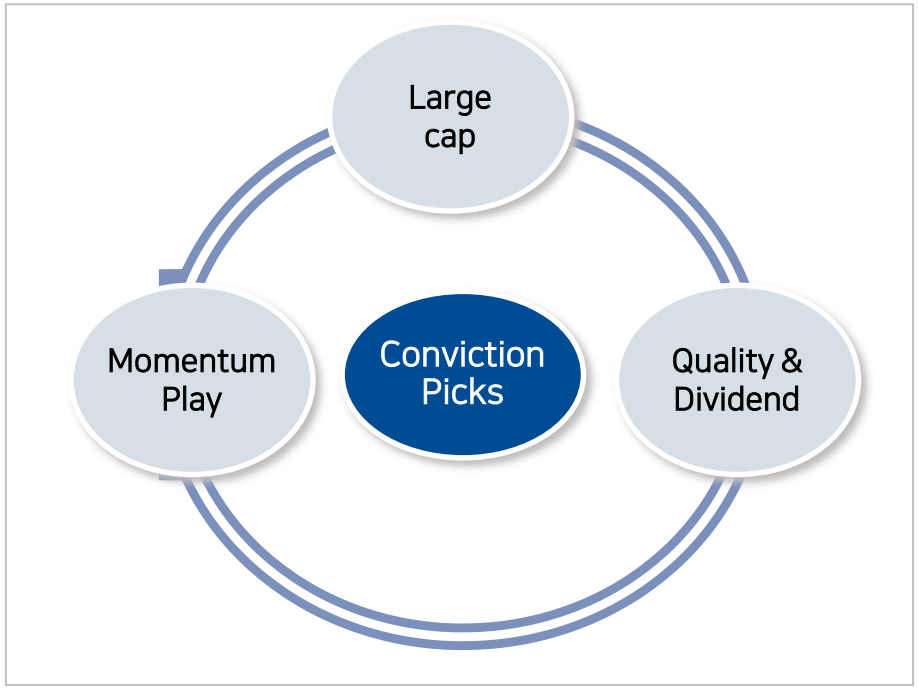


자료: GS, FactSet, NH투자증권 리서치본부

4월 글로벌 포트폴리오: 투자와 실적 개선의 선순환

- 포트폴리오 Core는 성장주 업종 및 주도주 중심의 Conviction Picks 및 Large-Cap 카테고리 지속
- 스타일/업종 투자 관점의 지수 및 Satellite 구성을 위해 금융, 헬스케어, 산업재 중대형 지수 등에는 ETF로 대응

4대 카테고리에 기반한 Core & Satellite 투자전략



자료: NH투자증권 리서치본부

포트폴리오 구성 카테고리별 특징

구분	특징
Conviction Picks	• 사회 변화 속 구조적 성장이 가능한 기업 • 기업의 매출액 증가 및 점유율 확보가 핵심 요인 • 투자기간 1~3년의 장기적 관점에서 편입 제안
Large-Cap Core	• 압도적 상품과 서비스를 제공하는 시가총액 상위기업 • 시장과 궤를 같이하며 지속적인 실적 개선에 중점 • 투자기간 1년 내외의 중장기적 관점에서 편입 제안
Quality & Dividend Select	• 높은 점유율과 지배적인 상품을 보유한 기업 • 양호한 매출, ROE, 배당과 재무적 강점이 핵심 요인 • 투자기간 3년 이상의 초장기적 관점에서 편입 제안
Momentum Play	• 글로벌 테마와 산업 트렌드를 주도하는 기업 • 시장 상대강도, 매출 및 점유율 증가 등이 핵심 요인 • 투자기간 3개월 내외의 단기적 관점에서 편입 제안

자료: NH투자증권 리서치본부

글로벌 포트폴리오: 성장 업종과 산업재 선도 기업 주목

- 투자와 실적 개선의 선순환에 진입한 IT, 커뮤니케이션, 산업재 업종 내 선도 기업에 주목
- 미국 주식시장의 경우 주도주가 장기간 상승. 이에 따라 주도주 매도 이후 재진입이 어려운 상황

카테고리	기업명	티커	투자 포인트	시가총액 (십억달러)	1M 등락률	12M 등락률
Conviction Picks	마이크로소프트	MSFT	• 기업향 갱신 지속, 구독 모델, Azure, 게이밍 등에 기반한 양호한 현금흐름 • AI Copilot 서비스 침투율 상승, Azure 성장률 반등, 게임 부문 포트폴리오 강화 등	3,142.0	3.1	50.7
	아마존	AMZN	• 미국 최대 전자상거래 기업이자 글로벌 최대 클라우드 서비스인 AWS 제공 • 로보틱스, 오토메이션 기술을 통한 매출 기회 창출과 수익성 개선	1,866.7	2.7	83.1
Large Cap Core	엔비디아	NVDA	• AI/데이터센터향 매출 수요 급증에 따른 실적 추정치 지속 상향 긍정적 • 게이밍 부문 수요 회복과 자율주행 부문의 구조적 성장세 기대	2,375.1	20.5	254.8
	마이크론	MU	• 글로벌 대표 반도체 기업으로 업황 반등에 따른 실적 개선 기대 • 예상보다 양호했던 지난분기 실적 및 양호한 반도체 가격 전망 등 긍정적	129.7	36.2	91.5
Quality & Dividend Select	머크	MRK	• 암, 알츠하이머, 코로나 치료제 등 파이프라인 경쟁력 확보 • 키투르다, 린파르자, 브리디온 등 메가 드러그 판매 양호 및 동물용 치료제 기대	317.4	-3.2	19.6
	코카콜라	KO	• 논알콜 음료 시장에서 코카콜라라는 강력한 브랜드와 점유율을 보유한 기업 • 현주가 기준 3.2% 배당수익률 및 점진적인 수익성 개선 긍정적	260.4	-1.3	-0.8
Momentum Play	버티브	VRT	• 동사의 전력/열관리 솔루션은 AI인프라에 필수적으로 데이터센터에 높은 탑재율 • 엔비디아 신제품 시스템 협력사로 선정되어 액체 냉각 솔루션 구축에 주도적 역할	31.3	30.7	526.1
	퀄컴	QCOM	• 글로벌 1위 통신칩 팹리스 기업으로 다양한 무선용 칩셋 및 라이선스 판매 • AI 스마트폰 수요 개선에 힘입은 2025년까지 스마트폰 출하량 7~8% 증가에 따른 수혜	187.0	8.1	34.3

주: 3/25 종가 기준
자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

글로벌 ETF: 투자와 실적의 선순환 관점에서 VGT, XLI 주목

- 투자와 실적 개선의 선순환 국면에 진입한 하이테크(VGT)와 산업재(XLI) 업종 비중 확대
- 인도의 경우 총선 이후 모디 총리 집권 시 정부 주도의 투자가 경제와 주식시장 성장을 견인할 것

카테고리	티커	비고	투자 포인트	시가총액 (십억달러)	1M 등락률	12M 등락률
지수 전략	SPY	S&P 500	• 미국 대표지수로 고른 업종분산이 된 S&P 500을 추종하는 ETF • 2024년 S&P 500 지수 기준 양호한 실적 개선 전망을 반영하여 편입	532.2	2.3	31.3
	QQQ	NASDAQ	• 미국 대표지수 중 하나인 하이테크 중심의 NASDAQ을 추종 • 빅테크에 집중된 지수로 2024년 실적 개선을 주도할 미국 성장주에 투자	257.6	1.8	43.1
	INDA	인도	• MSCI India 지수를 추종하는 ETF로 인도에 상장된 주식에 투자 • 젊은 생산 가능인구, 영어 사용 국가, 발전된 IT S/W 등 중장기 성장성 확보	8.9	-2.4	31.1
스타일 전략	IWF	러셀 1000 성장	• 시가총액 1~1,000위까지 기업을 편입한 러셀 1000 지수 내 성장주에 투자 • 실적 개선의 온기 확산 전망에 따라 대형주에서 중형주까지 투자대상 확대	89.4	2.0	42.7
	MOAT	경제적해자	• 기업 경쟁력을 확보해 경제적 해자를 구축한 기업에 투자하는 ETF • 워런 버핏 투자방식에 입각한 전략을 구사하며 장기적 관점에서 유용	14.8	1.8	24.6
섹터 전략	VGT	하이테크	• 미국 하이테크 기업 중 대형 성장주에 투자하는 ETF • ChatGPT발 AI 투자 확대, 상용화에 따른 수혜가 가능한 산업군 편입	66.1	2.5	41.5
	XLI	산업재	• 미국 산업재 업종 내 시총 상위 기업으로 구성된 ETF • 미국내 소비와 생산 재개, 공장 증설 및 글로벌 방위산업 수혜 기대	17.8	3.5	28.4
	XLV	헬스케어	• 미국 헬스케어 업종 내 시가총액 상위 기업에 투자하는 ETF • 시중 금리 하향에 생명공학, 신약, 의료기기 산업 실적 개선 전망	40.7	-1.8	14.1
	XLF	금융	• 미국 금융 업종 내 시총 상위 기업으로 구성된 ETF • 연준의 정책 변경에 따른 수혜 및 고금리 악영향 통과 긍정적	37.6	2.4	33.1

주: 3/25 종가 기준
자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

글로벌 ETF: 환율에 대한 부담 확대 시 국내 상장 ETF 활용

- 달러 강세가 지속되는 상황에서 투자자들의 환율에 대한 부담 지속
- 대안으로 해외에 투자하는 국내 상장 ETF 투자를 통해 환율 부담 우회

카테고리	티커	비고	투자 포인트	시가총액 (억원)	1M 등락률	12M 등락률
지수 전략	448290	TIGER 미국 S&P500TR(H)	• 미국 S&P 500을 추종하며 환헤지로 분배금까지 재투자하는 국내상장 ETF • 2024년 S&P 500 지수 기준 양호한 실적 개선 전망을 반영하여 편입	2,015.3	2.6	30.1
	449190	Kodex 미국 나스닥100(H)	• 미국 나스닥100 지수를 추종하는 환헤지 국내상장 ETF • 시중 금리 하향에 생명공학, 신약, 의료기기 산업 실적 개선 전망	1,625.6	1.7	39.1
스타일 전략	309230	ACE 미국 WideMoat	• 기업 경쟁력을 확보해 경제적 해자를 구축한 미국 기업에 투자하는 ETF • 모닝스타 와이드모트 포커스 지수를 추종하는 투자	927.4	3.7	31.1
	475350	KBSTAR 버크셔 포트폴리오 TOP10	• 버크셔 해서웨이 기업 편입, 워렌버핏의 투자 가치 및 전략을 추구하는 ETF • 버크셔 포트폴리오 편입 비중 상위 10개 종목을 균등하게 편입	115.3	N/A	N/A
섹터 전략	472160	TIGER 미국 테크 TOP10(H)	• 미국 빅테크 기업에 집중 투자 및 환헤지 된 국내 상장 ETF • ChatGPT발 AI 투자 확대, 상용화에 따른 수혜가 가능한 산업군 편입	667.3	2.7	N/A
	314250	Kodex 미국 빅테크10(H)	• 글로벌 기술 혁신 및 AI를 견인하는 빅테크 리딩 기업 10개로 구성된 ETF • 10% 동일 가중 방식으로 구성돼 있으며, 환헤지형으로 달러 가치 변동 리스크 감소	5,291.5	0.4	62.3
	200030	Kodex 미국 S&P 500 산업재	• 미국 S&P 500 산업재 업종 내 주요 기업에 투자하는 국내상장 ETF • 미국 내 소비와 생산 재개, 공장 증설 및 글로벌 방위산업 수혜 기대	167.8	5.9	34.8
	453640	Kodex 미국 S&P500 헬스케어	• 미국 S&P 500 헬스케어 업종 내 주요 기업에 투자하는 국내상장 ETF • 시중 금리 하향에 생명공학, 신약, 의료기기 산업 실적 개선 전망	137.3	-0.3	21.7
	453650	Kodex 미국 S&P500 금융	• 미국 S&P 500 금융 업종 내 주요 기업에 투자하는 국내상장 ETF • 연준의 정책 변경에 따른 수혜 및 고금리 악영향 통과 긍정적	131.0	4.2	39.8

주: 3/25 종가 기준
자료: Quantiwise, NH투자증권 리서치본부

두 개의 기둥, 투자와 실적의 선순환

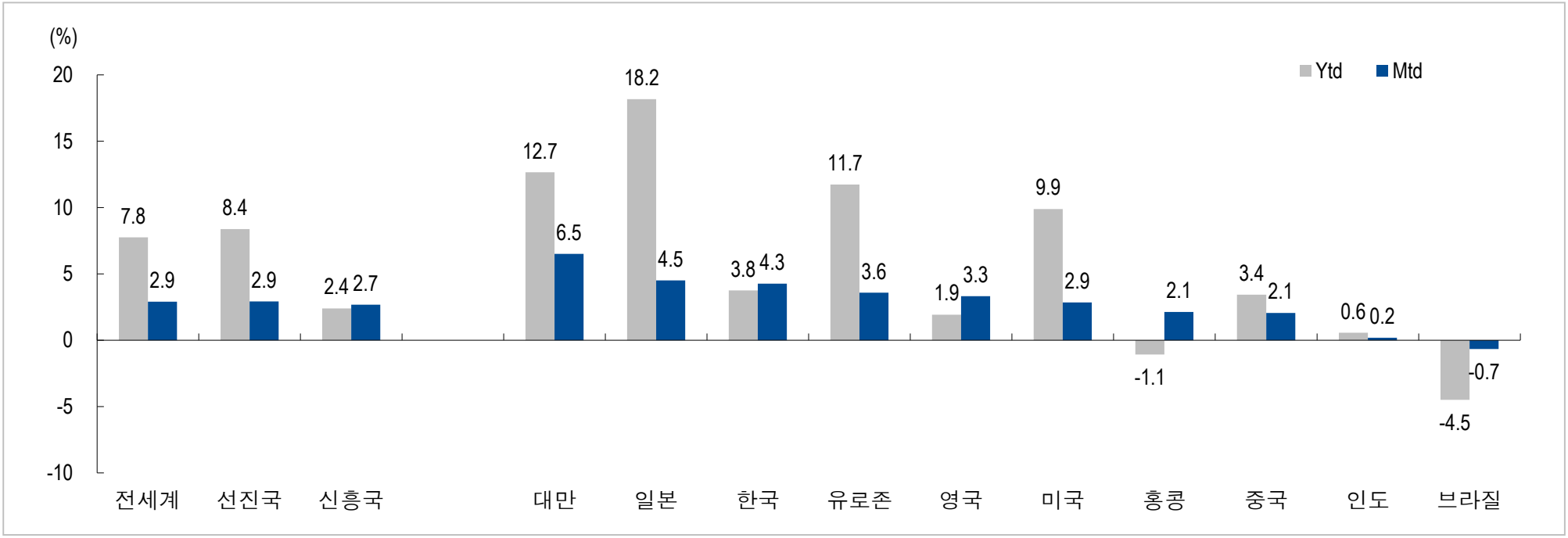
II. 글로벌 투자전략: 투자의 궤적을 따라갈 글로벌 주식시장

글로벌 전략: 김환
tel 02) 2229-6761 | **e-mail** hwan.kim@nhqv.com

글로벌 주식시장 리뷰: DM> EM, JP> EU> US

- 3월 글로벌 주식시장은 선진국이 신흥국 대비 소폭 아웃퍼폼
- 신흥국 내 대만 및 한국 주식시장은 상대적으로 견조했지만 중국 주식시장의 상승폭은 축소
- 반면 선진국 주식시장의 경우 월초 조정 압력이 높아졌던 일본 주식시장이 다시 큰 폭으로 반등했고, 유럽 및 미국 주식시장도 상승하며 선진국 주식시장 강세 견인

주요 권역/국가별 주가 수익률 비교

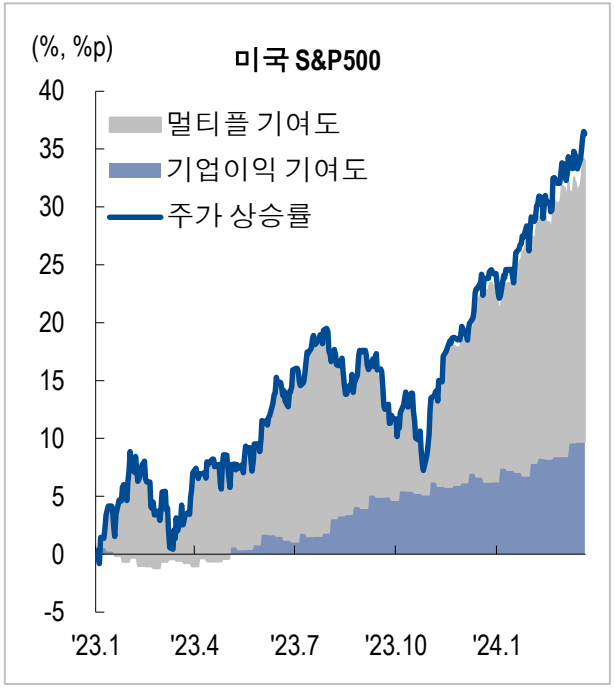


주: 3/22 기준, 권역별 주가는 MSCI, 국가별 주가는 해당 국가의 대표 로컬지수 기준
자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

주가 레벨이 높아진 상황에서는 멀티플 확장보다 펀더멘털 개선이 중요

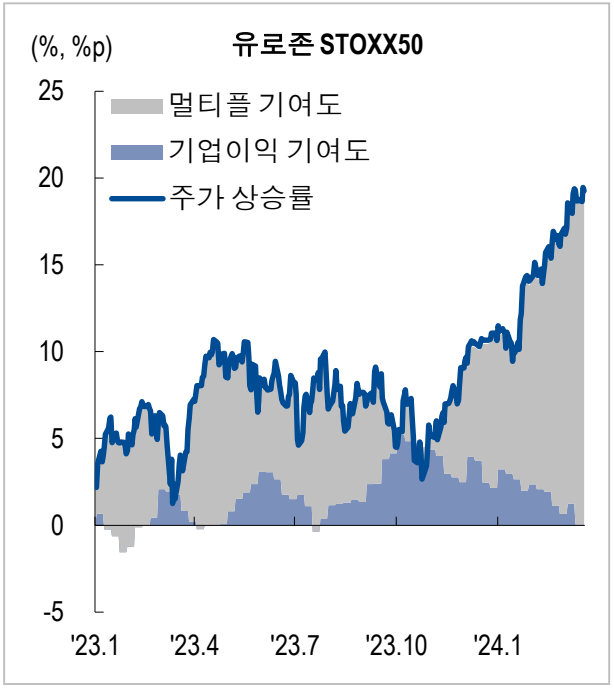
- 글로벌 주식시장의 반등세가 이어지는 가운데, 시중 금리가 여전히 높은 레벨을 기록하며 주가 밸류에이션 부담 지속
- 유로존 주식시장의 경우 주가 상승은 멀티플에만 의존. 반면 미국 및 일본 주식시장은 주가의 이익 기여도가 확대
- 밸류 부담으로 글로벌 주식시장은 멀티플의 추가 확장보다는 펀더멘털 개선 여부가 중요
- 미국과 일본 주식시장의 펀더멘털이 개선되고 있다는 점에서 유로존 대비 주가 상승 여력이 더 클 것으로 기대

미국 주가 상승, 펀더멘털 기여도 확대



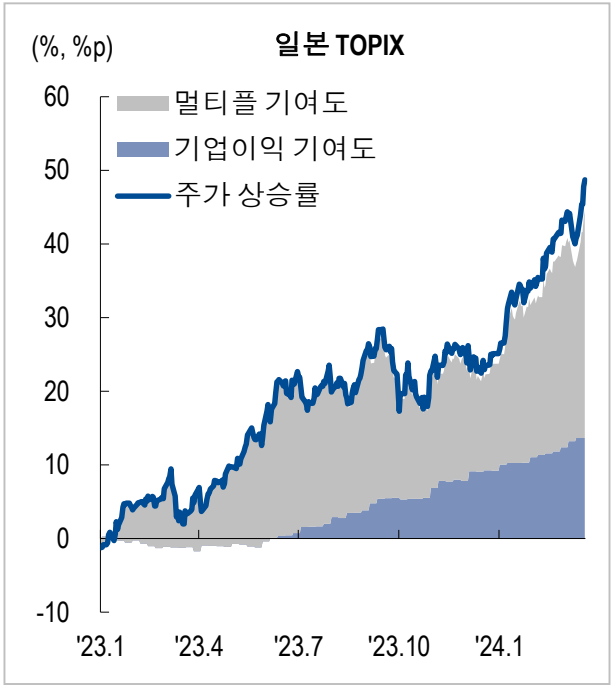
주: 2023년 1월 이후 누적 수익률 기준
자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

유로존 주가 상승은 멀티플에만 의존



주: 2023년 1월 이후 누적 수익률 기준
자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

일본 주가 역시 펀더멘털 기여도 높아짐

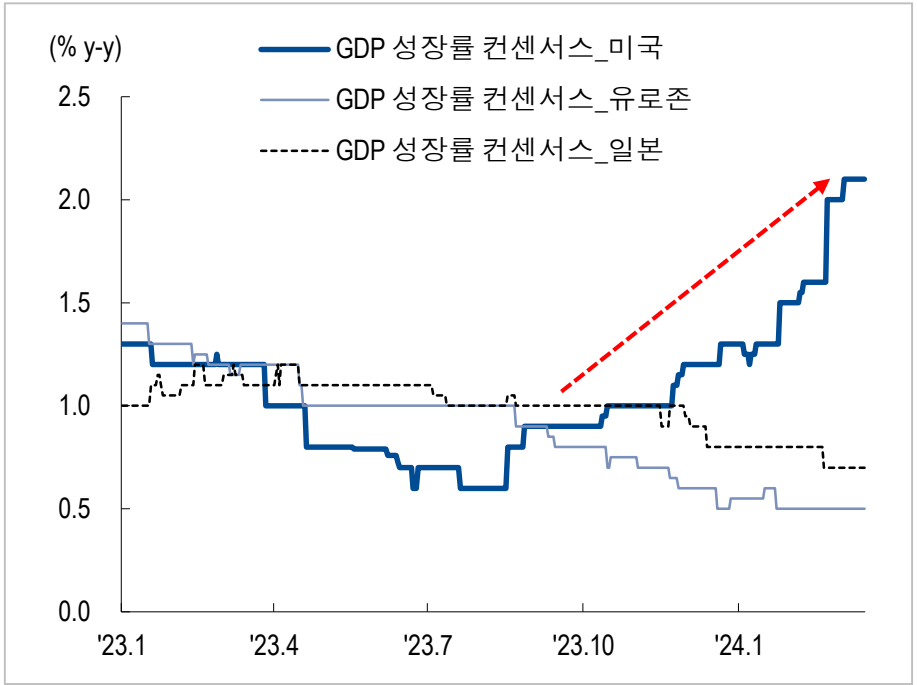


주: 2023년 1월 이후 누적 수익률 기준
자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

글로벌 펀더멘털의 회복은 선진국의 투자가 견인

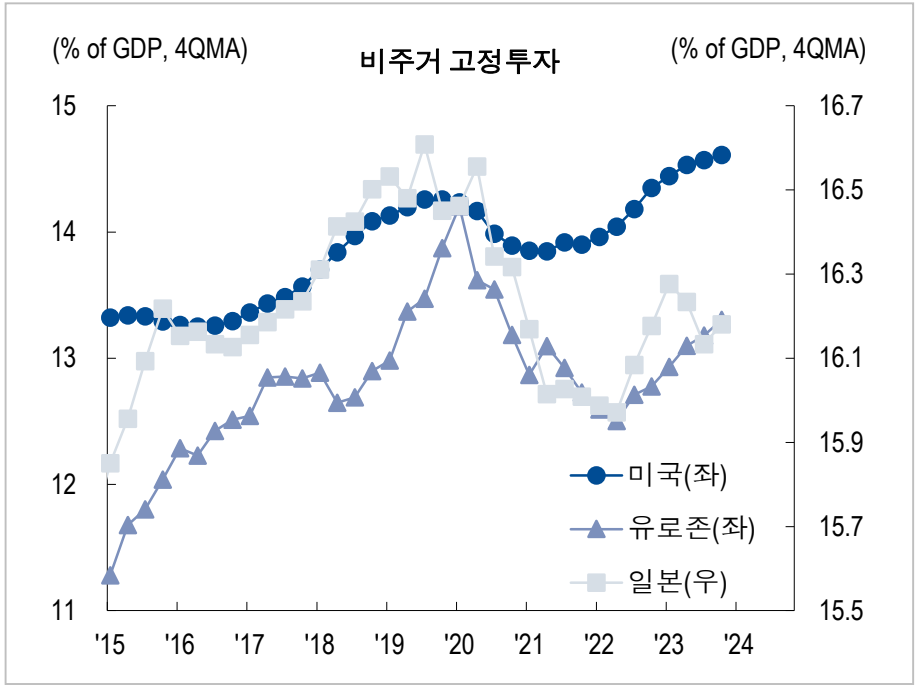
- 올해 선진국의 성장률 전망치가 상향되고 있는 가운데, 미국의 경기 회복이 이를 견인
- 특히 미국의 비주거용 고정투자 규모가 큰 폭으로 확장되고 있다는 점이 중요. 물론 여타 선진국의 설비투자도 확대되고 있다는 점은 긍정적이지만 코로나19 이전 대비 그 규모가 축소된 상황
- 즉 최근 선진국 주식시장의 상승은 투자 확대에 따른 경기 회복 기대 반영된 결과로 판단. 국가별 투자 규모 및 방향성에 관심 필요

주요 선진국 내 미국의 성장 기대치가 가장 큼



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미국의 GDP 대비 CAPEX 규모 큰 폭 확대

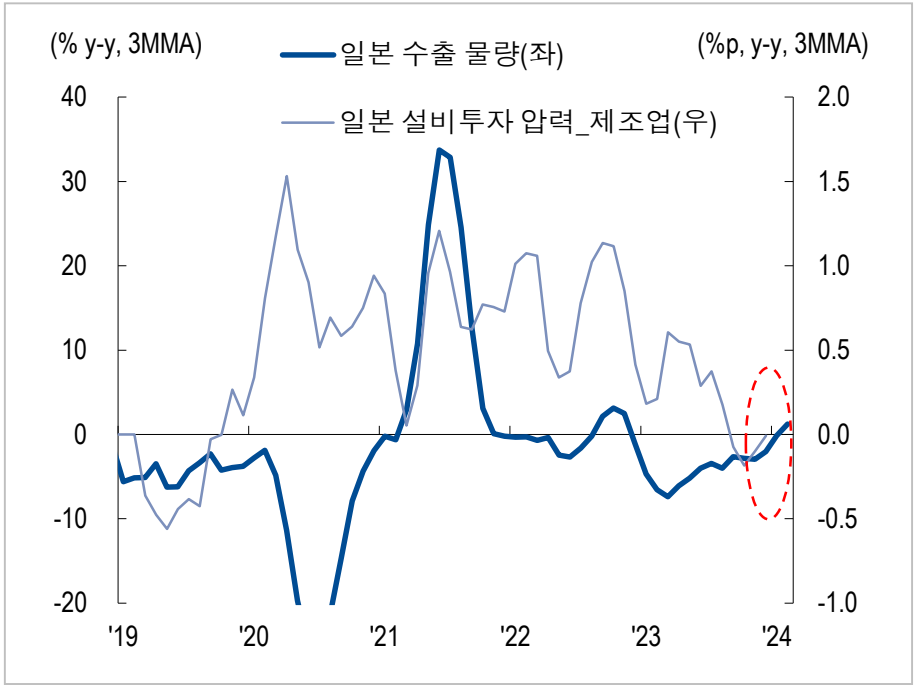


자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

[일본] 높아지고 있는 CAPEX 압력

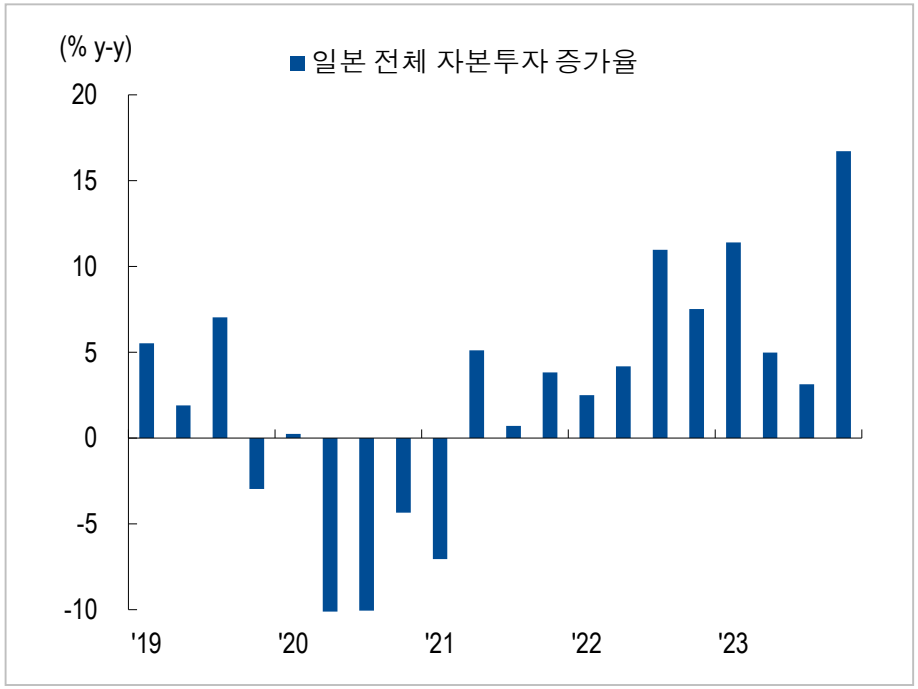
- 수출 중심의 일본 산업경기 회복세가 이어지면서 설비투자 조정 압력이 플러스(+)로 전환
- 실제 작년 4분기 일본 기업들의 설비투자는 전년 대비 16.7% 증가. 2021년 2분기 이후 플러스(+) 증가율 지속
- 일본 내 높아진 설비투자 압력이 실제 투자 증가로 이어지는 모습

일본의 설비투자 압력 높아짐



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

일본 기업들의 CAPEX는 2년 연속 플러스(+) 증가율 기록

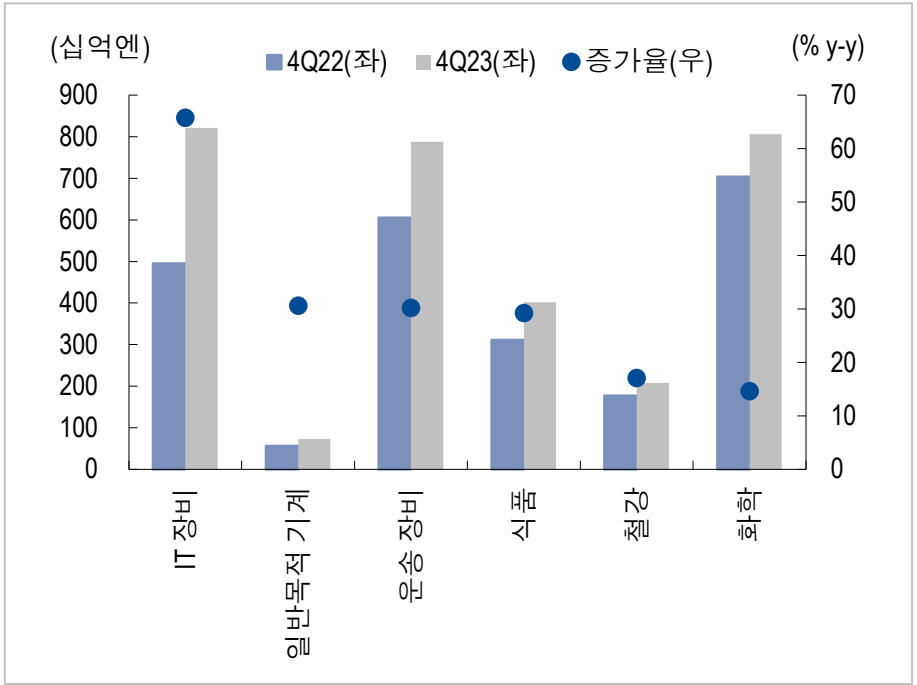


자료: 일본 재무부, NH투자증권 리서치본부

IT 장비가 견인하는 일본 설비투자

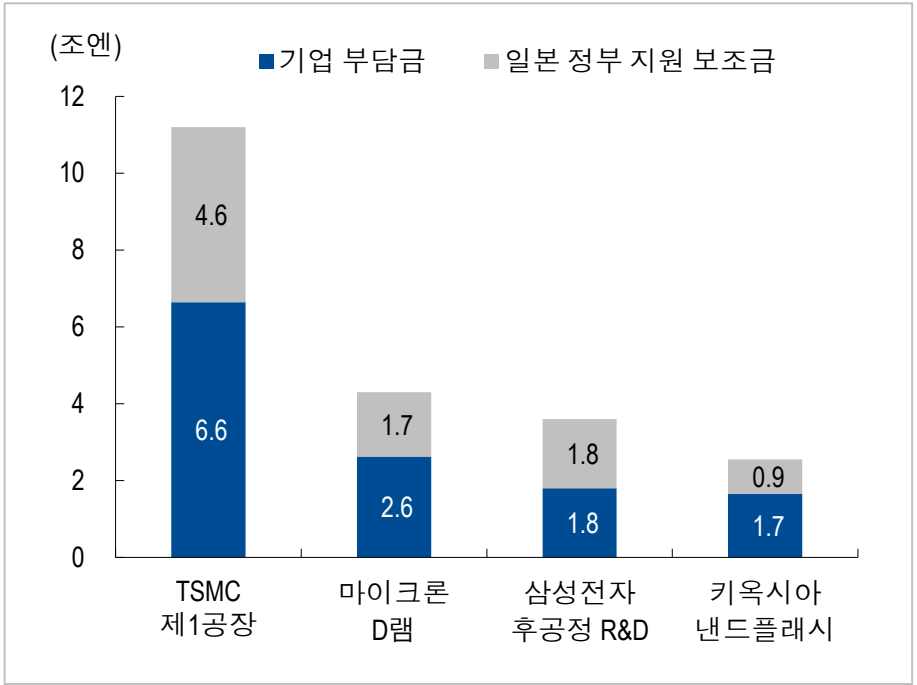
- 일본의 지난 4분기 GDP 성장률은 민간 설비투자(+2.0% q-q) 증가 효과로 전분기비 0.1% 성장. **특히 IT 장비 분야 및 운송 장비 등의 투자가 큰 폭 증가.** 일본 정부가 삼성전자, TSMC 등 반도체 주요 기업들에 공장 투자비용 최대 50% 보조하는 등 공장 건설 적극 유치한 결과
- 일본 경제산업성은 2021년 6월 반도체 전략 발표 후 기금 규모 지속 확대하며 일본 내 반도체 제조 거점 정비 추진 중
- 또한 일본 정부는 FY2024 세제 개편안으로 '전략산업 국내생산 촉진세제' 발표. **일본판 IRA는 글로벌 기업들의 일본 내 설비시설 확대 움직임 가속화 요인으로 작용할 것으로 기대**

IT 장비 분야 설비투자의 전년비 증가율 부각



자료: 일본 재무부, NH투자증권 리서치본부

일본 정부, 반도체 공장 투자 비용 최대 50% 보조

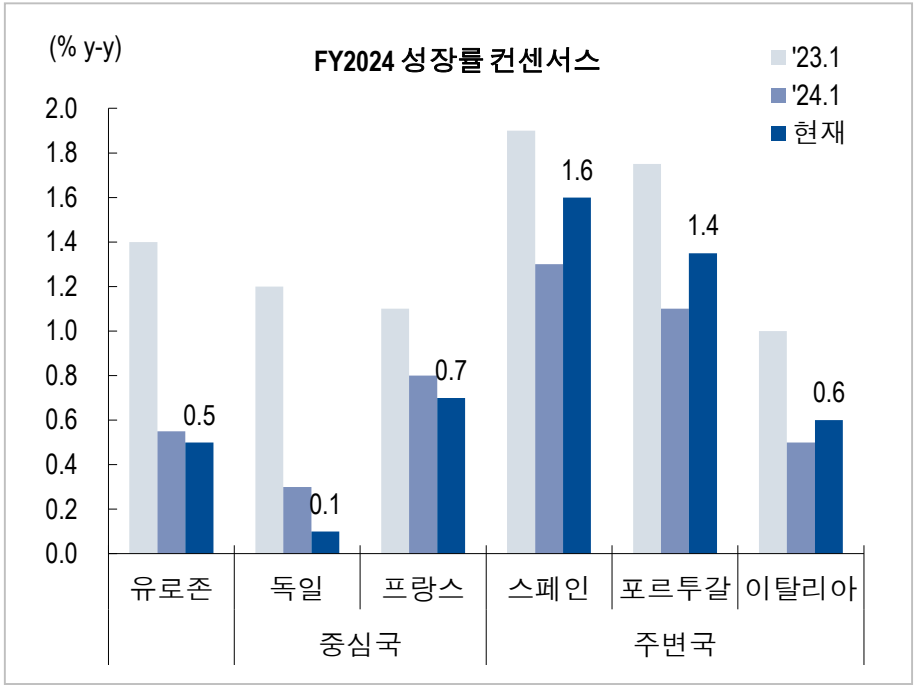


자료: Nikkei Business, 일본 경제산업성, NH투자증권 리서치본부

[유로존] 경기 모멘텀 둔화 속 역내 불균형 확대

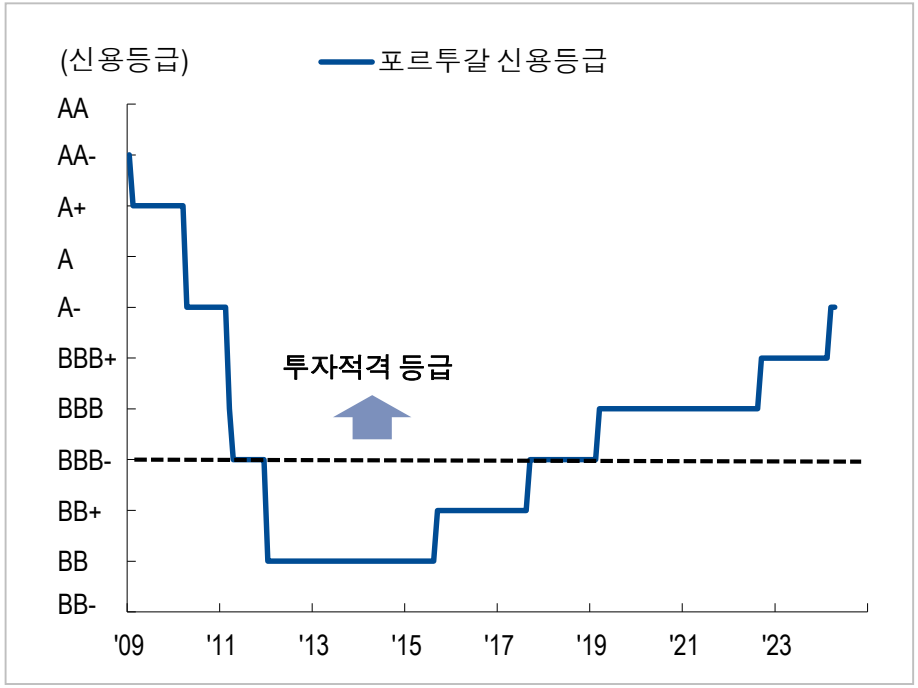
- 최근 유로존 주식시장 내 스페인, 이탈리아 등 남유럽 주가가 큰 폭 반등. 특히 남유럽 주식시장 내 비중이 큰 은행업종 주가 상승폭 확대
- 이는 독일 및 프랑스 등 유로존 중심국보다 남유럽 국가들의 경기 회복 모멘텀이 상대적으로 강해졌기 때문
- 최근 재정 취약국인 포르투갈의 신용등급이 A-(S&P 기준)로 상향됨. 개선 중인 남유럽 국가들의 재정 상황 역시 남유럽 주식시장의 반등 요인으로 작용

유로존 중심국의 성장 모멘텀 약화, 그러나 주변국은 강화



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

포르투갈의 국가 신용등급 상향 지속

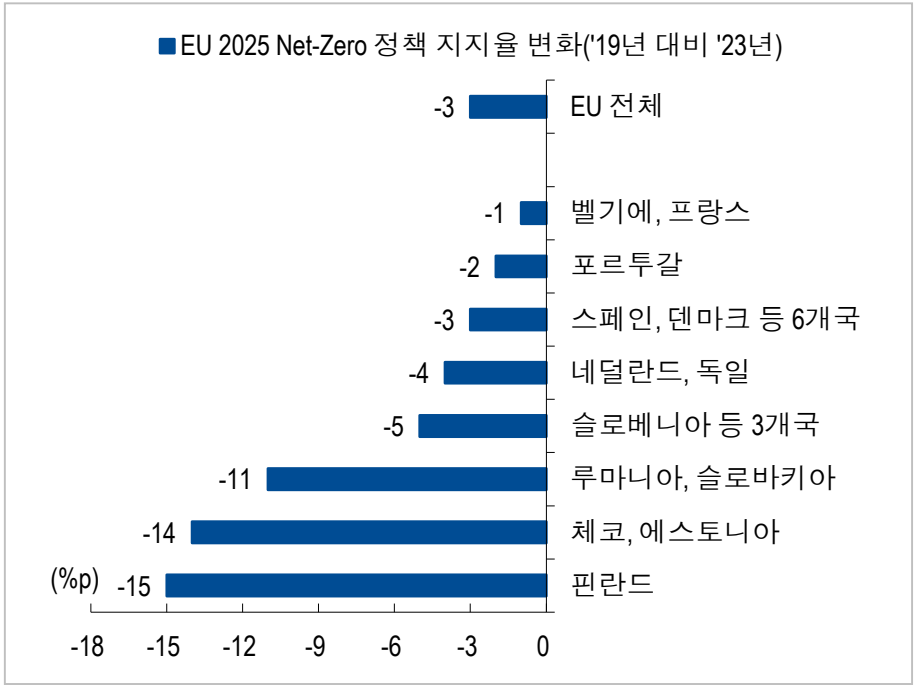


주: S&P 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

고유가 국면, EU의 친환경 정책에 제동을 걸다

- 올해 6월 예정된 유럽의회 선거에서 우파 정당연합의 약진 예상. 최근 우파 정당 연합은 '그린래시(Greenlash)' 강조. 이는 친환경 정책의 반대 개념. 최근 고유가 등의 영향으로 EU 대부분 국가의 탈탄소 정책 지지율이 하락
- 독일은 FY2024 예산 중 기후전환기금(CTF) 지출 127억유로 삭감. 스웨덴은 기후변화 대응 예산 축소 및 유류 보조금 확대. 이는 우파 정권 그린래시 정책의 일환
- 이는 친환경 관련 산업 성장 모멘텀 약화 요인. 반면 내연기관 자동차 산업, 전통 에너지 관련 산업 등에 긍정적으로 작용할 가능성 높음

EU 탈탄소 목표 지지율, 대부분 국가에서 하락



주: 2019년 설문조사 대비 2023년 설문조사 결과 변화분
자료: Politico, EU, NH투자증권 리서치본부

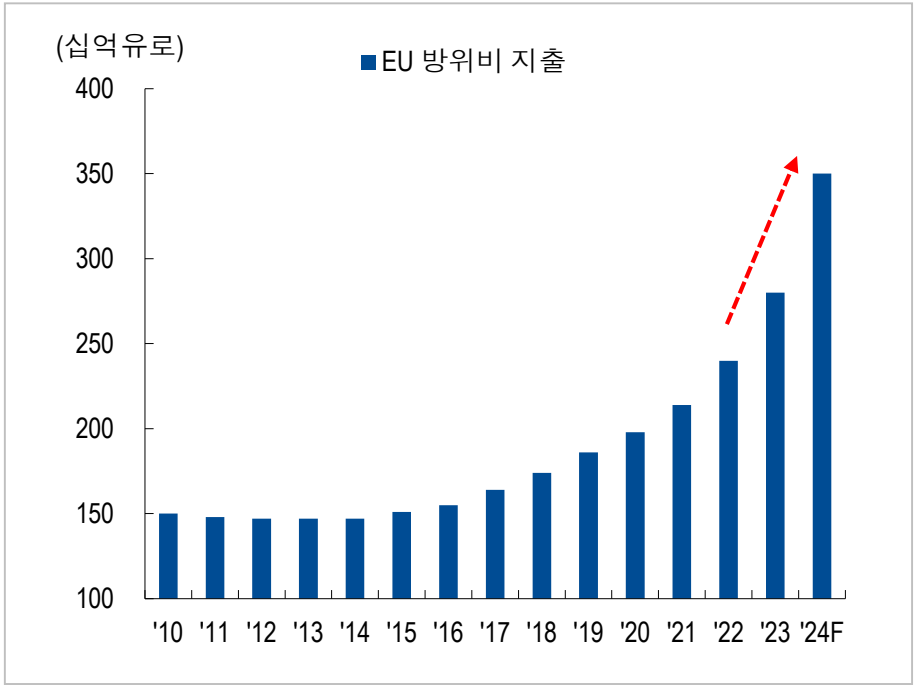
독일은 2024년 예산안에서 기후변환기금 삭감

자료: Bundesregierung, NH투자증권 리서치본부

EU의 전략적 투자 산업은 방산, 헬스케어 등

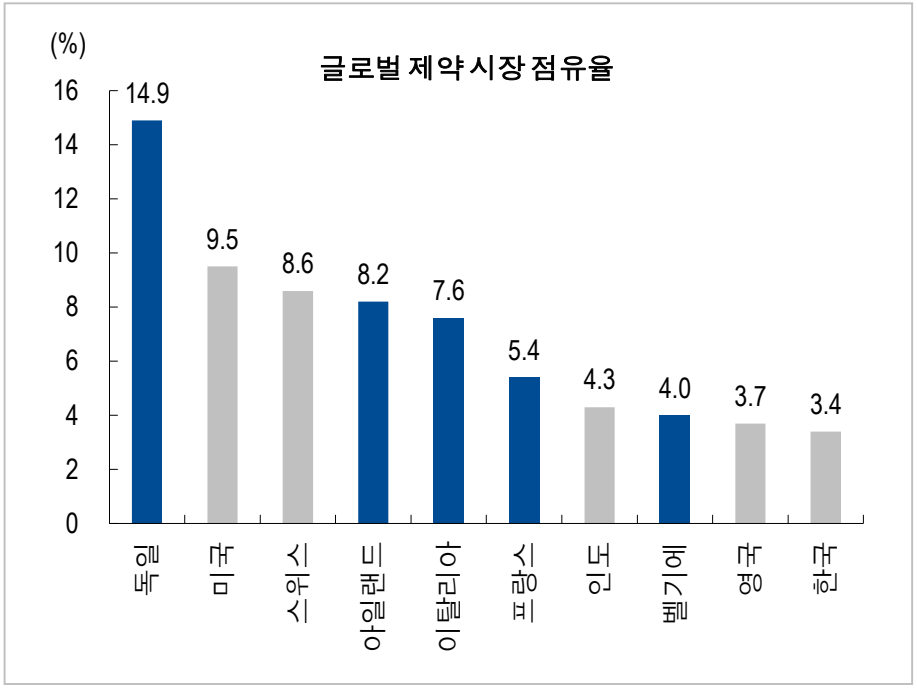
- 지난 3월 EU는 유럽산 무기 생산 비중을 2030년까지 50%로 확대하는 내용의 방위산업 육성 전략(EDIS) 발표. EU는 올해 방위비 지출을 350억유로로 전년비 30% 증액할 것이라고 발표
- EU는 글로벌 점유율이 높은 제약/바이오 산업의 경쟁력 강화 역시 추진. 이는 바이든의 '바이오 이니셔티브(2023)' 견제를 위한 정책으로 EU 집행위는 상반기 내 '바이오테크 및 바이오제조 이니셔티브' 발표 예정
- 친환경보다 경제 성장을 강조하는 우파 정당연합의 EU 의회 집권 시 유럽 내 전략적 육성 산업에 관심 가질 필요

유럽 방위비 지출, 러시아-우크라이나 전쟁 발발 이후 급증



자료: European Defence Agency, NH투자증권 리서치본부

EU, 글로벌 제약 시장 내 높은 점유율

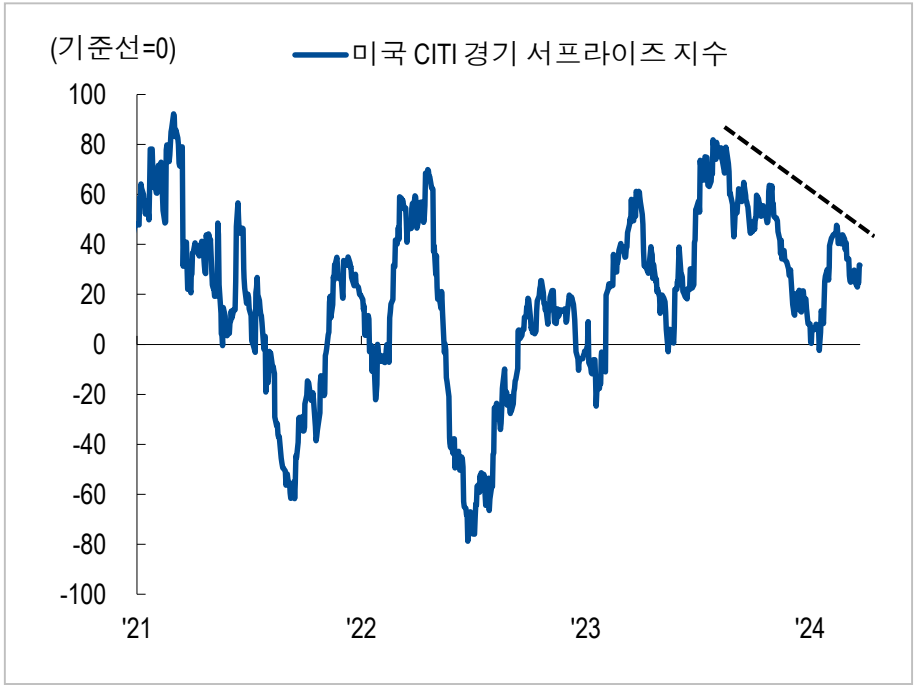


주: 2022년 기준
자료: UN Comtrade, 대외경제정책연구원, NH투자증권 리서치본부

[미국] 골디락스 국면의 종료 가능성이 높아지고 있으나…

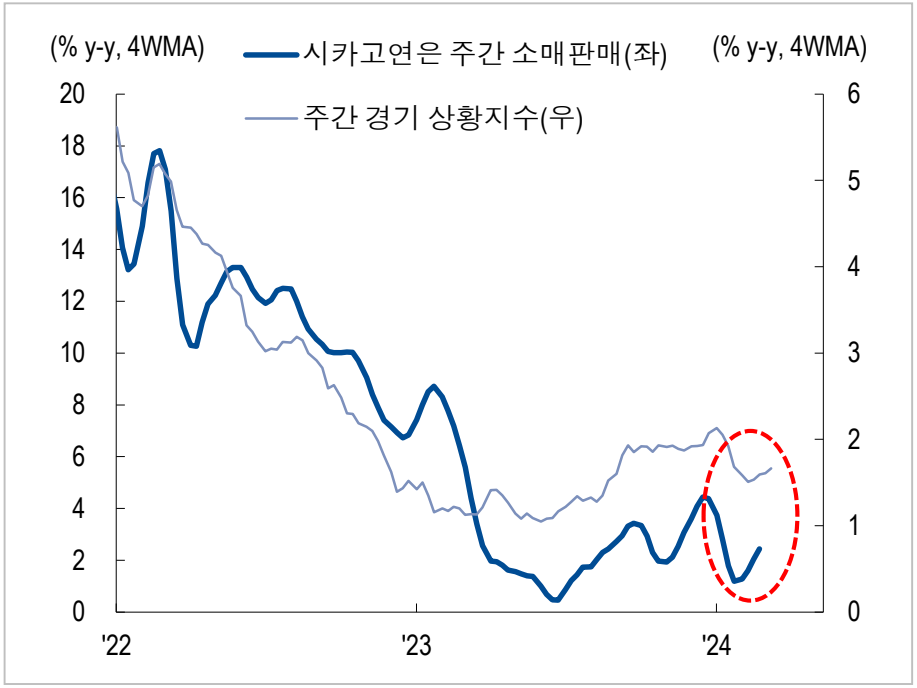
- 연초 이후 부진했던 소비, 건설투자 및 고용 등 미국의 주요 실물지표는 2월 중에도 회복 탄력이 제한적. 이에 CITI 경기 서프라이즈 지수도 하락세 지속. 일각에서는 연초 부진했던 경기가 한파 등 일시적 영향이 아닌 추세적 경기 둔화일 것이라는 우려 제기
- 그러나 이는 연말 연초 계절성을 반영한 노이즈일 가능성 높음. 주간 단위 등 짧은 빈도의 주요 경제지표는 완만한 회복세 지속
- 즉 미국의 골디락스 국면은 여전히 이어지고 있는 것으로 판단

미국 서프라이즈 지수 하락세



자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

그러나 짧은 빈도의 경제지표는 견조한 회복세를 시사

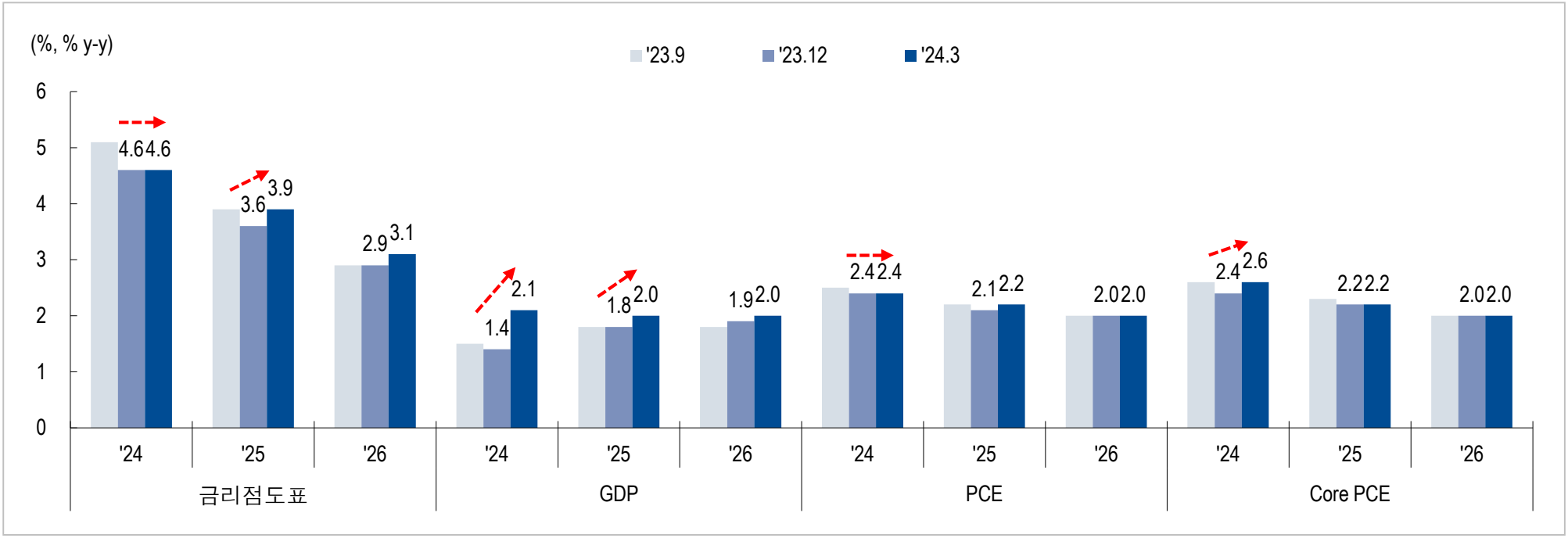


자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

연준은 여전히 견조한 경기 흐름을 시사

- 연준은 3월 FOMC에서 올해 금리 점도표를 4.6%로 기존과 그대로 유지한 반면 내년 기준금리 전망치는 기존 100bp 인하에서 75bp 인하로 인하폭 축소
- 파월 의장이 언급했듯 물가 둔화세가 이어지는 가운데, 경기는 안정적 회복세를 보이고 있기 때문
- 실제로 연준은 물가 전망치보다 GDP 성장률 전망치를 비교적 큰 폭 상향 조정

3월 FOMC 경제전망요약(SEP)의 주요 전망치 추이

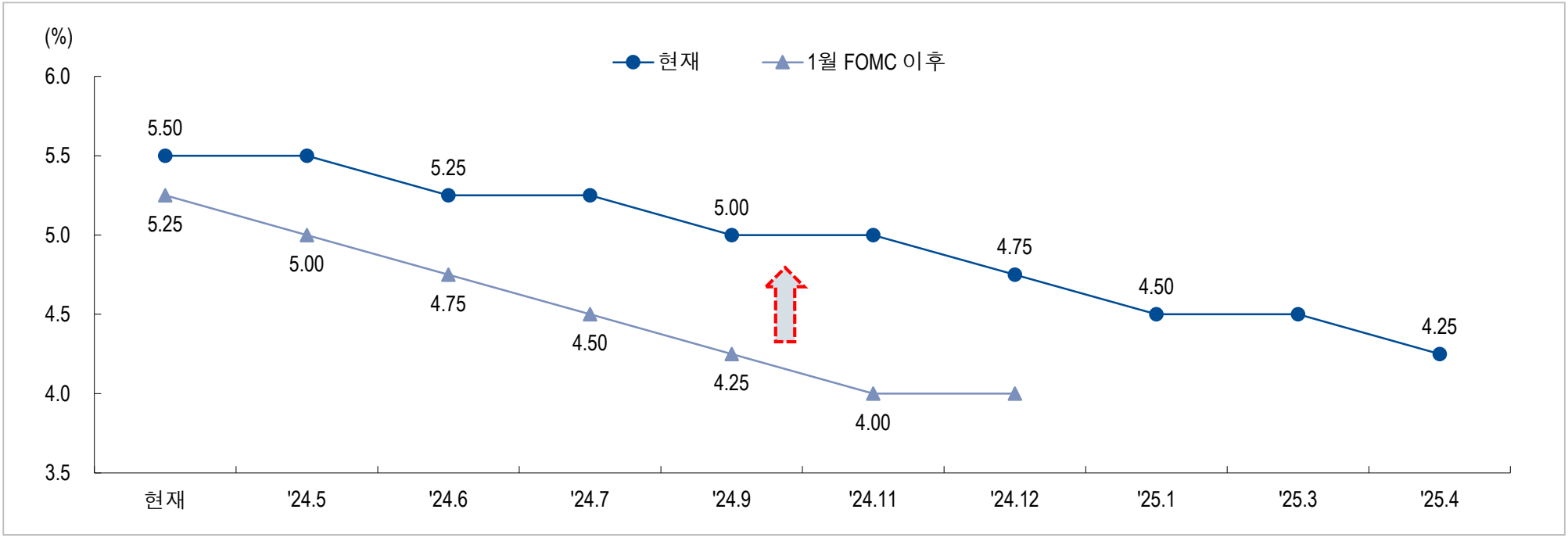


자료: FRB, NH투자증권 리서치본부

연준의 정책 전환 속도에 눈높이를 맞춰가는 금융시장

- 3월 초 파월 의장의 의회 연설 이후 금융시장의 연준 정책 전환에 대한 눈높이가 빠르게 하향 조정
- 연초만 하더라도 올해 100bp 수준의 금리 인하를 기대했던 금융시장은 현재 75bp 인하로 기대치 조정. 이는 연준의 금리 점도표와 같은 수준
- 연준의 정책 전환 속도에 대한 금융시장의 눈높이가 낮아지고 있다는 점은 긍정적으로 해석. 이를 감안하면 시중금리가 큰 폭으로 등락할 가능성 낮음

시장의 정책 기대 눈높이는 하향 조정 지속

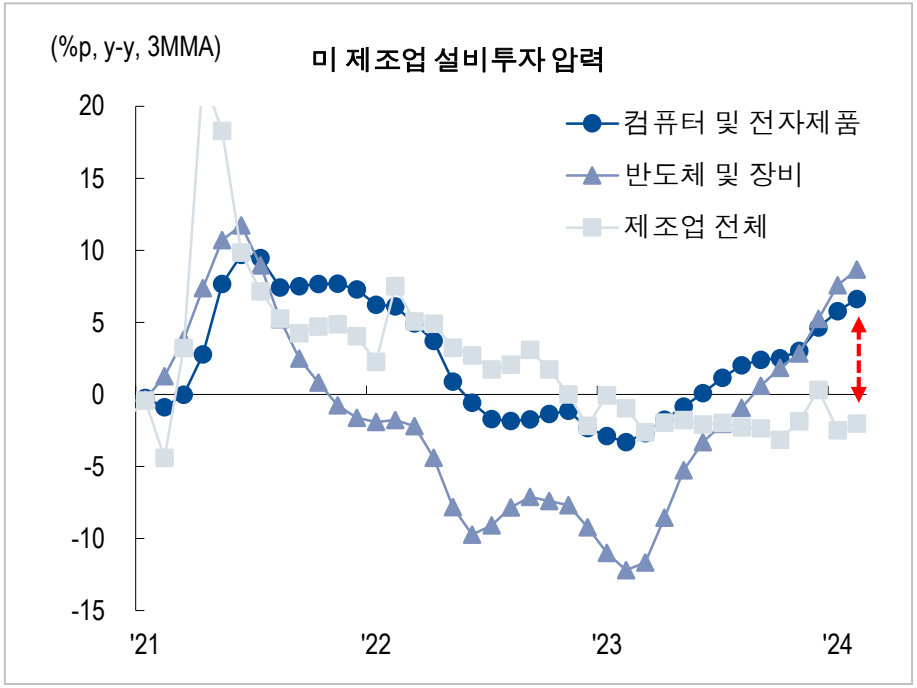


자료: FedWatch, NH투자증권 리서치본부

AI가 견인하는 미국 소프트웨어 투자 확대

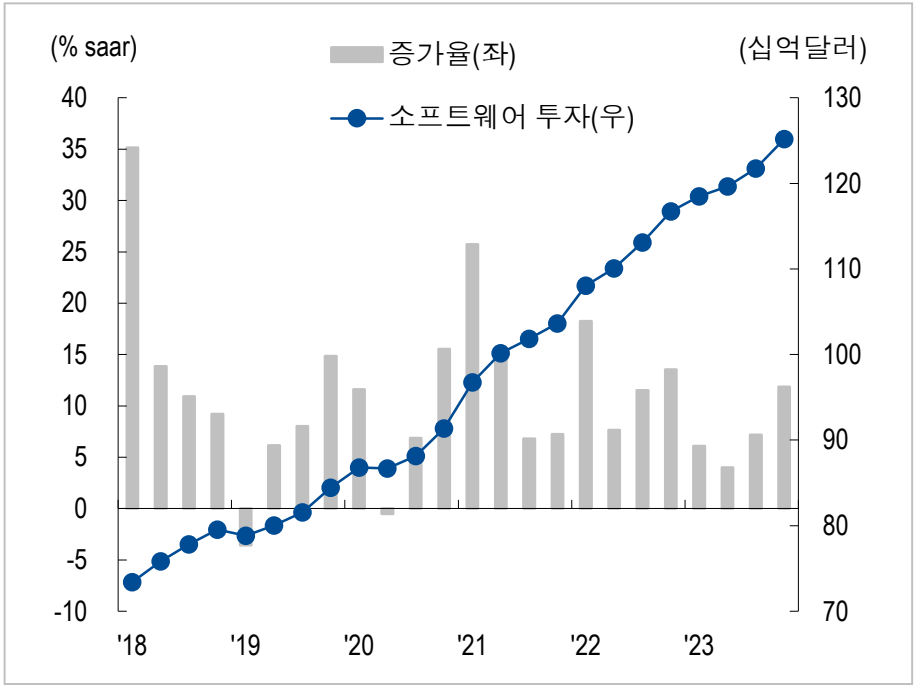
- 미국 제조업 PMI가 3개월 연속 기준선을 상회하는 등 미국은 선진국 내 가장 견조한 경기 회복세를 시현 중. 다만 아직 미 제조업 전반의 설비투자 조정 압력은 제한적
- 미 제조업 중 컴퓨터 및 전자제품, 반도체 관련 산업의 설비투자 조정 압력은 이미 확대 지속 중. 실제로 미국의 소프트웨어(AI 관련) 투자는 3개 분기 연속 증가폭 확대
- 미국 제조업 경기 회복세는 다른 선진국과 달리 AI 관련 소프트웨어 투자가 견인하고 있는 것으로 판단

전자제품, 반도체 중심의 설비투자 압력 확대



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

미 소프트웨어 투자의 가속화

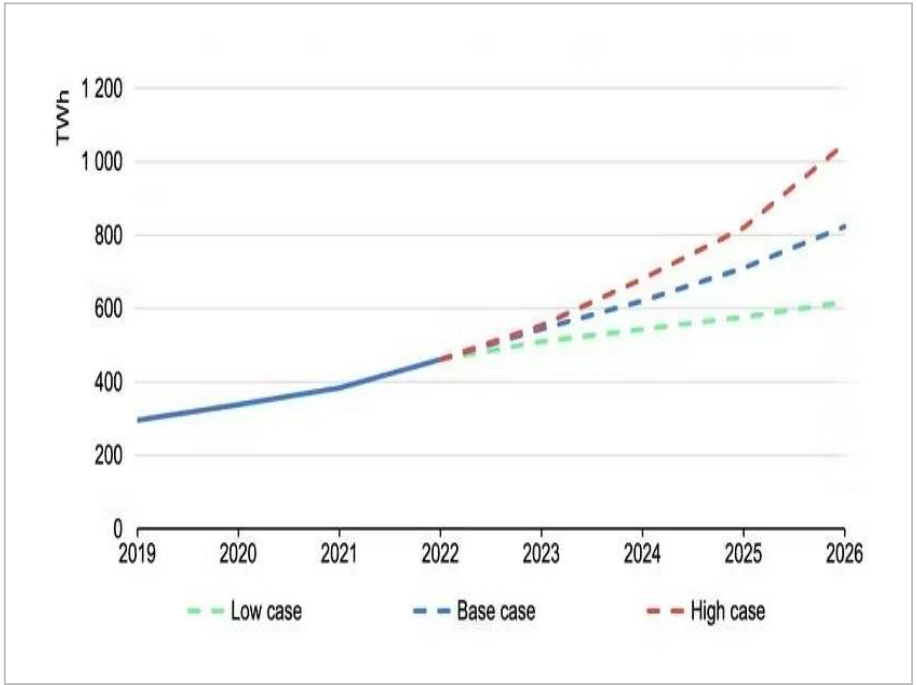


자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

AI, 클라우드 투자는 전력발전 CAPA 확대 가능성 높임

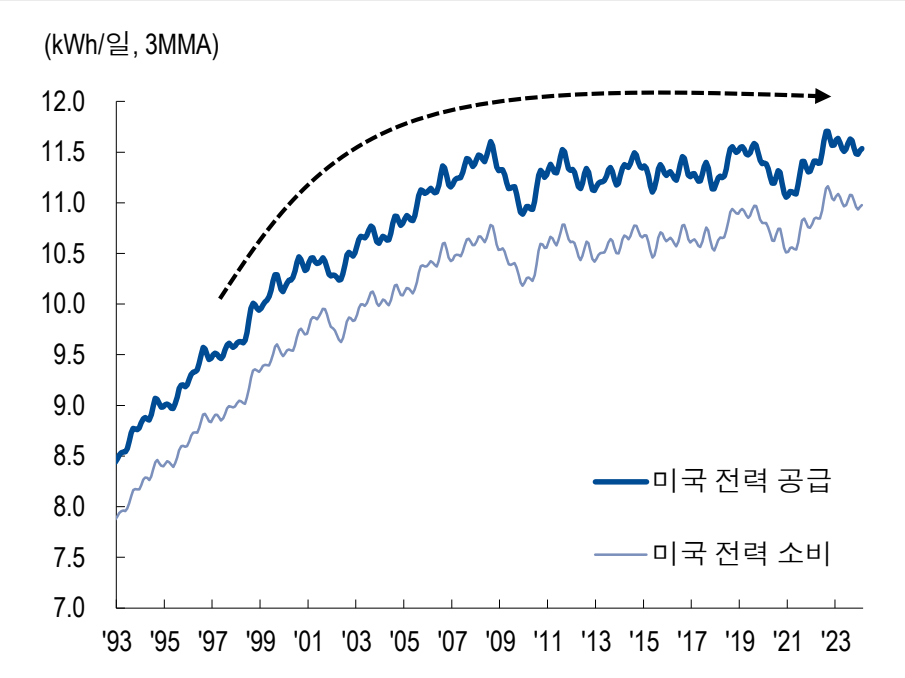
- 최근 미국의 데이터센터, AI 및 가상화폐 관련 투자가 확대되면서 향후 미국 내 전력 수요가 급증할 전망. IEA에 따르면 미국 내 2,700개 데이터센터가 지난 2022년 미국 전체 전력의 4% 이상을 소비했고, 2026년에는 6% 이상을 소비할 것으로 예상
- 반면 지난 2009년 이후 미국의 전력 생산량은 증가세가 정체된 상황. 이에 미국 내 전력 공급 부족 가능성도 부각
- 바이든 대통령은 이미 노후화된 미국 전력망에 대해 80억달러 규모의 투자 계획을 밝힘. 트럼프는 원전 설립 확대를 언급. 이에 미국 내 전력 발전소에의 투자가 확대될 가능성 높음

글로벌 데이터센터, AI, 가상화폐 관련 전력 수요 전망치



자료: IEC, NH투자증권 리서치본부

2009년 이후 전력 공급 생산량 증가세 정체

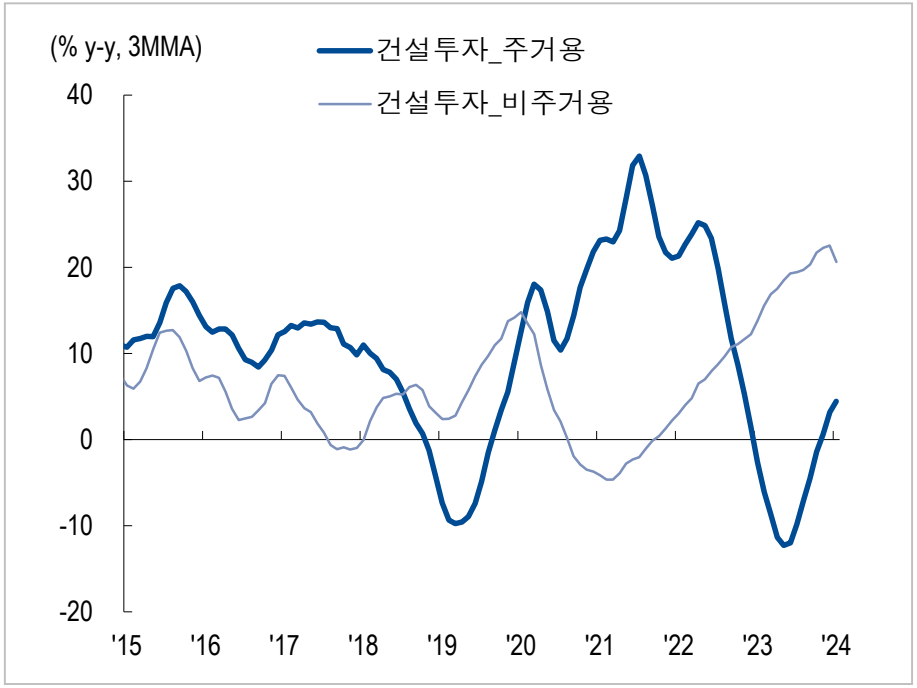


자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

미 건설 투자의 회복 가능성도 높아짐

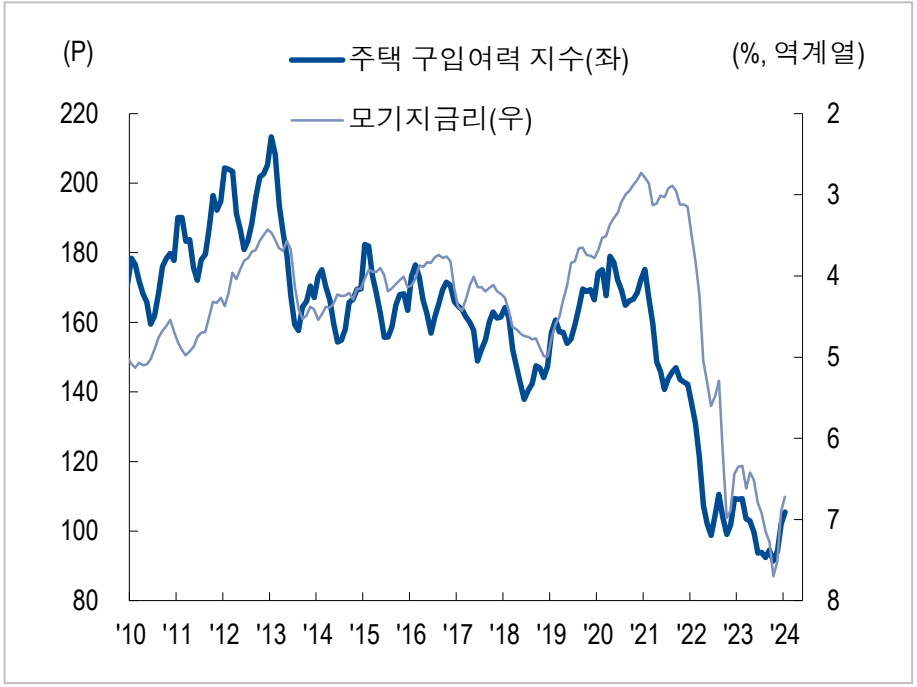
- 최근 미국의 주거용 건설투자가 늘어나기 시작. 지난해까지 금리 급등 여파로 부진했던 주택 수요가 모기지 금리 하락으로 개선될 전망
- 바이든 정부는 2조달러 규모의 노후화된 인프라 재건을 공약으로 제시한 가운데, 트럼프는 당선 시 10개의 뉴시티 건설을 언급
- 이를 감안하면 **미국의 건설 투자 모멘텀은 회복세를 이어갈 가능성 높음**

비주거용 건설 증가세의 견조함과 주거용 건설의 반등세



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

모기지 금리 하락 전환 이후 주택구입 여력 개선

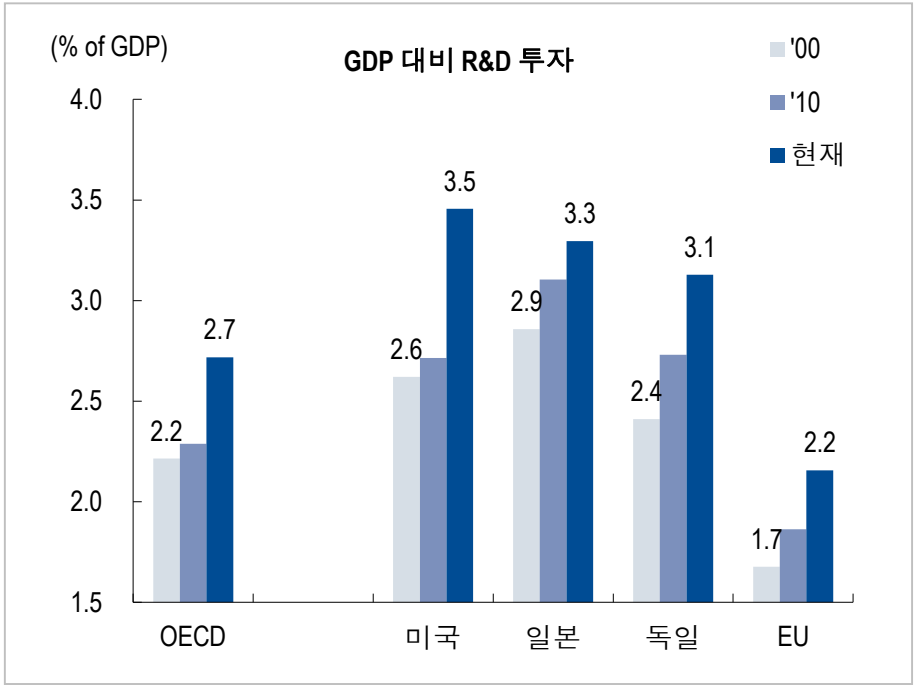


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미국, 투자 확대에 따른 생산성 개선과 경제 성장 시현

- 미국의 성장 모멘텀은 개선되고 있는 반면 유로존은 부진. 이에는 구조적 요인이 작용했을 것으로 판단
- 미국의 GDP 대비 R&D 투자 규모는 3.5%로 지속 확장. 일본 및 유로존 국가들 역시 R&D 투자가 확대됐지만 미국보다는 그 규모가 제한적
- 한국은행은 2010년 이후 미국과 유로존의 평균 성장률 차이가 생산성(0.5%p)과 노동투입(0.4%p)에 기인한 것으로 분석. 이는 미국의 R&D 투자 등을 통한 기술 혁신 강화 및 고숙련 인재 육성 등의 효과가 발생한 것이라고 언급

주요 선진국 내 미국의 R&D 투자가 가장 큰 폭 증가



자료: OECD, NH투자증권 리서치본부

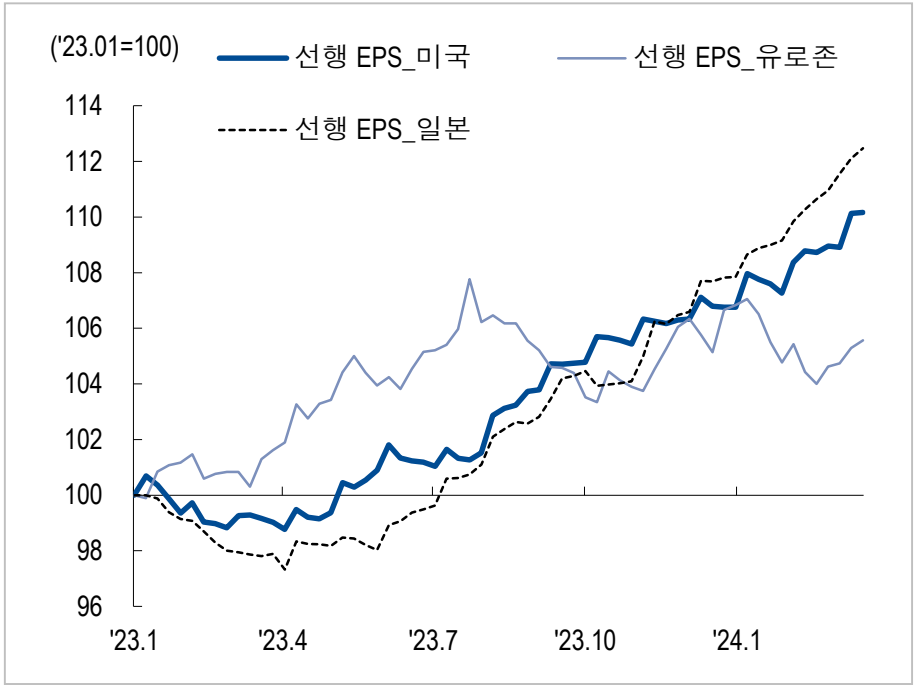
유로존 대비 미국의 높은 생산성이 양국 간 성장률 격차 확대

자료: BOK, NH투자증권 리서치본부

미국 펀더멘털 개선이 가장 견조

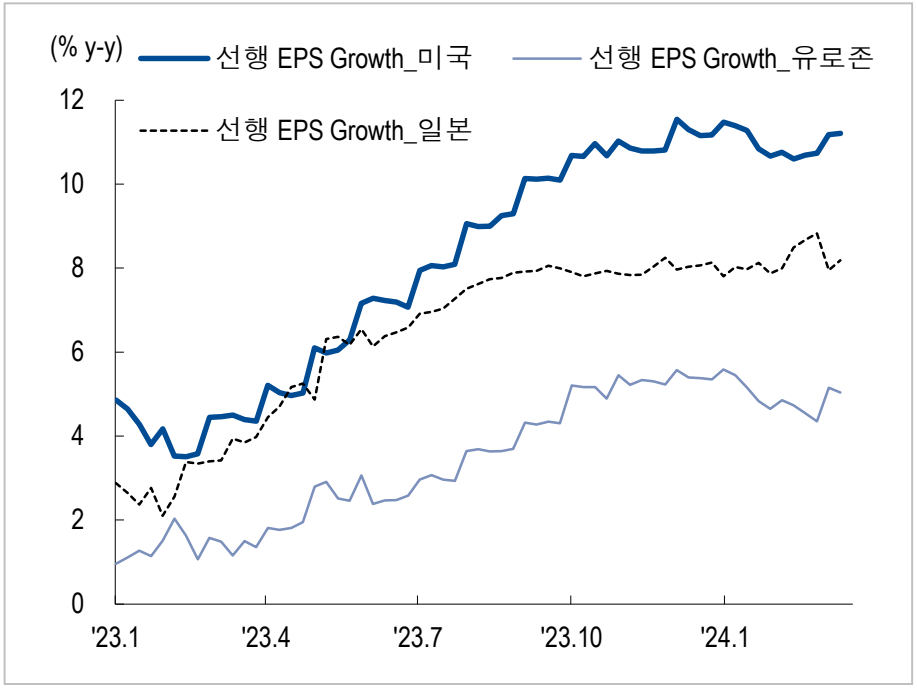
- 미국을 비롯해 일본 및 유로존 등 주요 선진국들은 투자 확대를 통해 경기 회복 및 실적 개선 가시화 기대
- **미국의 실적 모멘텀이 가장 양호할 것으로 기대. 미국이 설비투자 및 R&D 투자를 선도하고 있기 때문. 이를 감안하면 미국 주식시장이 선진국 내 가장 양호한 흐름을 보일 가능성 높음**
- 미국에 이어 투자 모멘텀이 양호한 일본 주식시장 역시 긍정적으로 전망. 반면 유로존 주식시장의 경우 상대적으로 투자 모멘텀이 미약하고, 권역별 경기 회복세가 차별화되고 있어, 지수 추종보다는 모멘텀이 존재하는 국가/산업 위주로 선별적 접근하는 전략을 권고

주요 선진국 이익 전망치의 상향세가 지속되는 가운데



자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

미국의 이익 전망치 증가율이 가장 견조

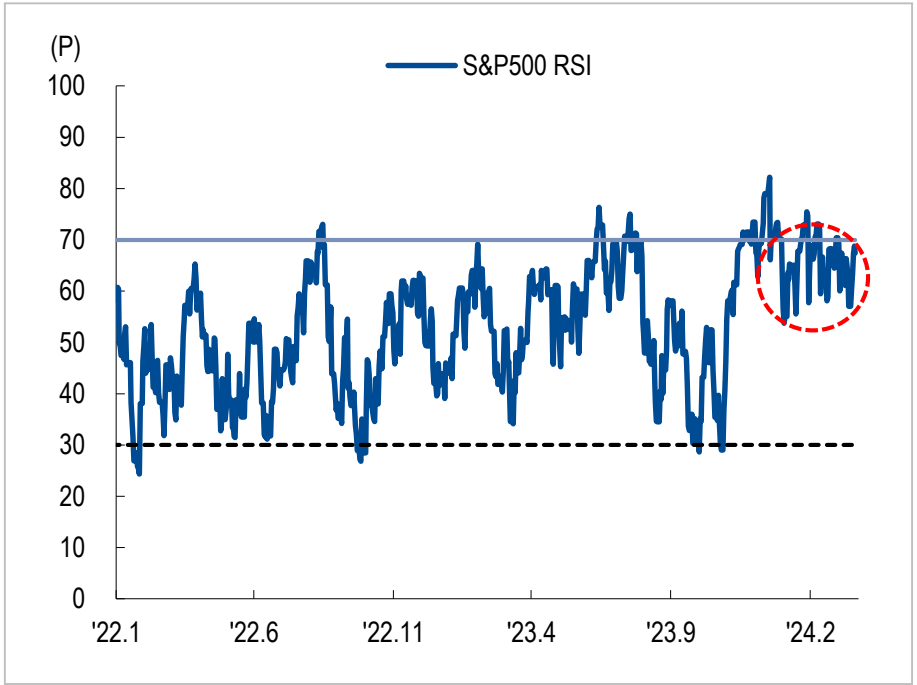


자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

Again 닷컴 버블?

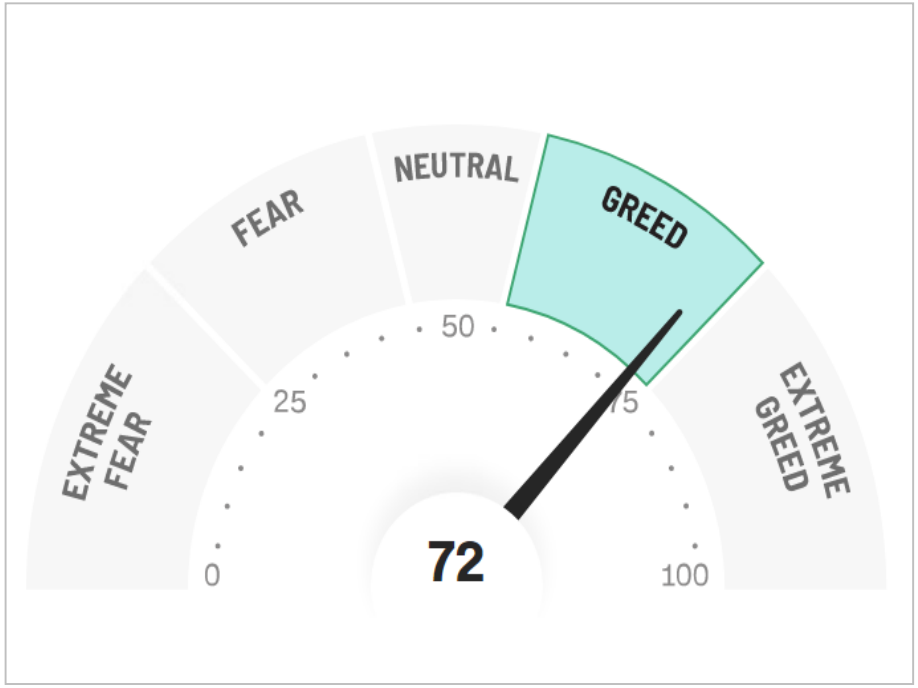
- 최근 시장에서는 엔비디아의 AI 주가 랠리를 두고 1990년대 후반의 닷컴 버블과 비교하며 주가 조정을 우려하는 목소리가 증가
- 기술적으로 볼 때 현재 S&P500은 과매수 구간에 근접

RSI 70선에 가까워진 S&P500



주: RSI(Relative Strength Index, 상대강도지수)는 과잉매수 또는 과잉매도 여부를 판단하는 지표.
RSI가 70 이상인 경우 과잉매수 상태, 30 이하인 경우 과잉매도 상태일 가능성
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

CNN Greed and Fear Index

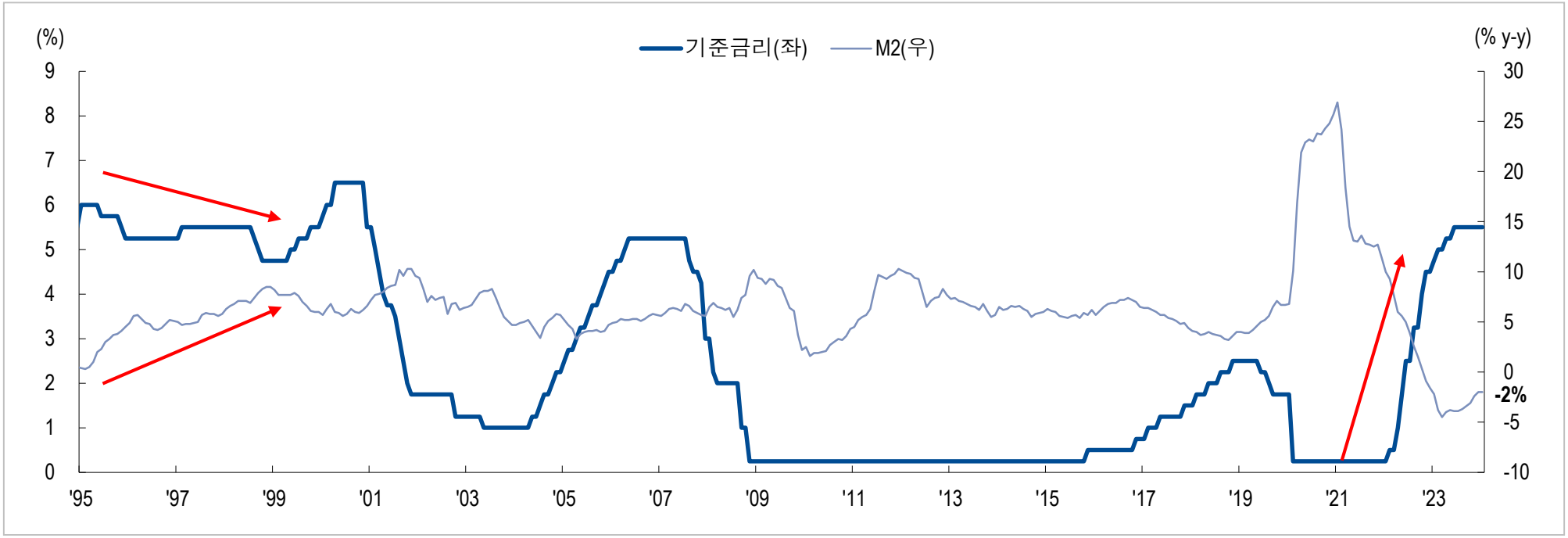


자료: CNN, NH투자증권 리서치본부

달라진 유동성 환경

- 1997~1998년 아시아 금융위기에 대응하기 위해 당시 연준은 통화정책을 완화적으로 가져간 반면, 2023년 연준은 물가 안정을 위해 기준금리 상단을 5.5%까지 인상. 닷컴 버블 시기와 현재는 유동성 측면에서부터 차이가 있음

미국 기준금리와 전년대비 M2 증가율 추이

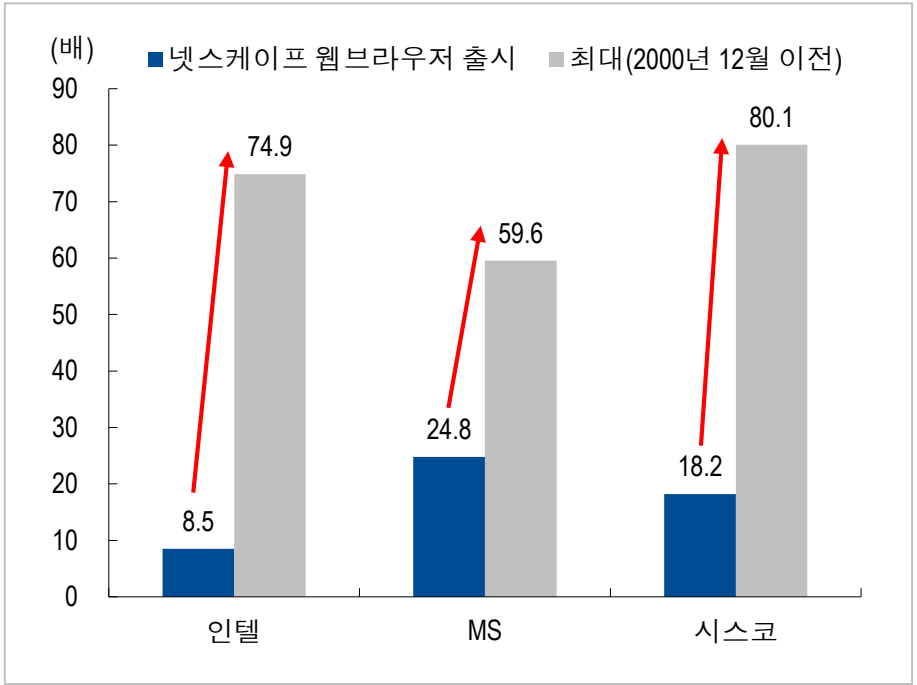


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

멀티플 관점에서도 당시와 현재의 비교는 어려워

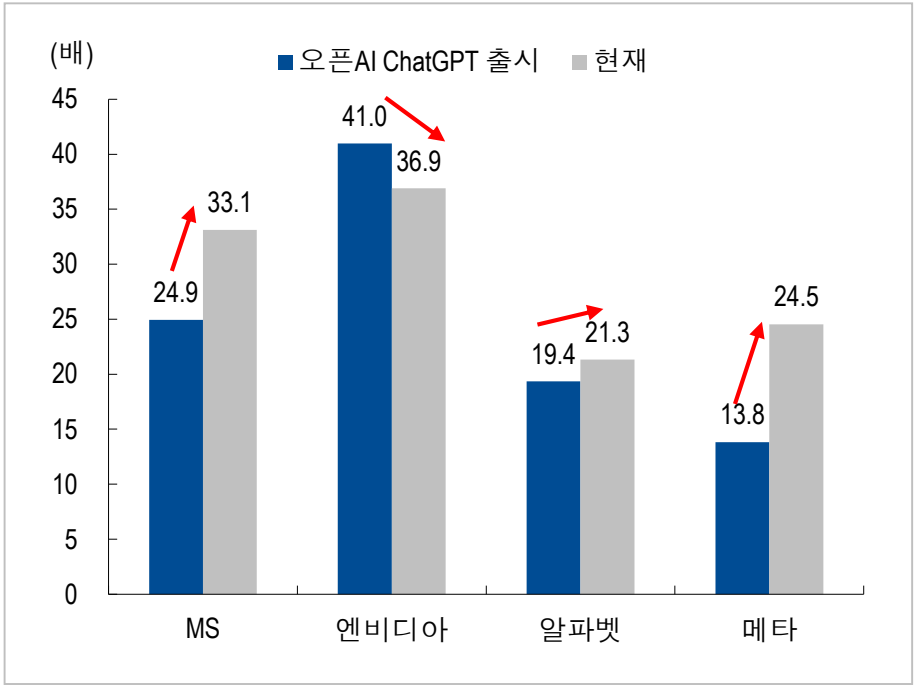
- 닷컴 버블과 AI 랠리의 시발점에는 각각 넷스케이프 웹 브라우저(1994년 12월)와 ChatGPT(2022년 11월)라는 혁신 제품의 출시가 있었음
- 넷스케이프 출시 이후 닷컴 주도주의 PER 변화와 ChatGPT 출시 이후 AI 주도주의 PER 변화를 비교해보면 둘 사이의 격차가 크다는 것을 확인할 수 있음

닷컴 버블: 넷스케이프 웹 브라우저 출시 이후 멀티플 변화



자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

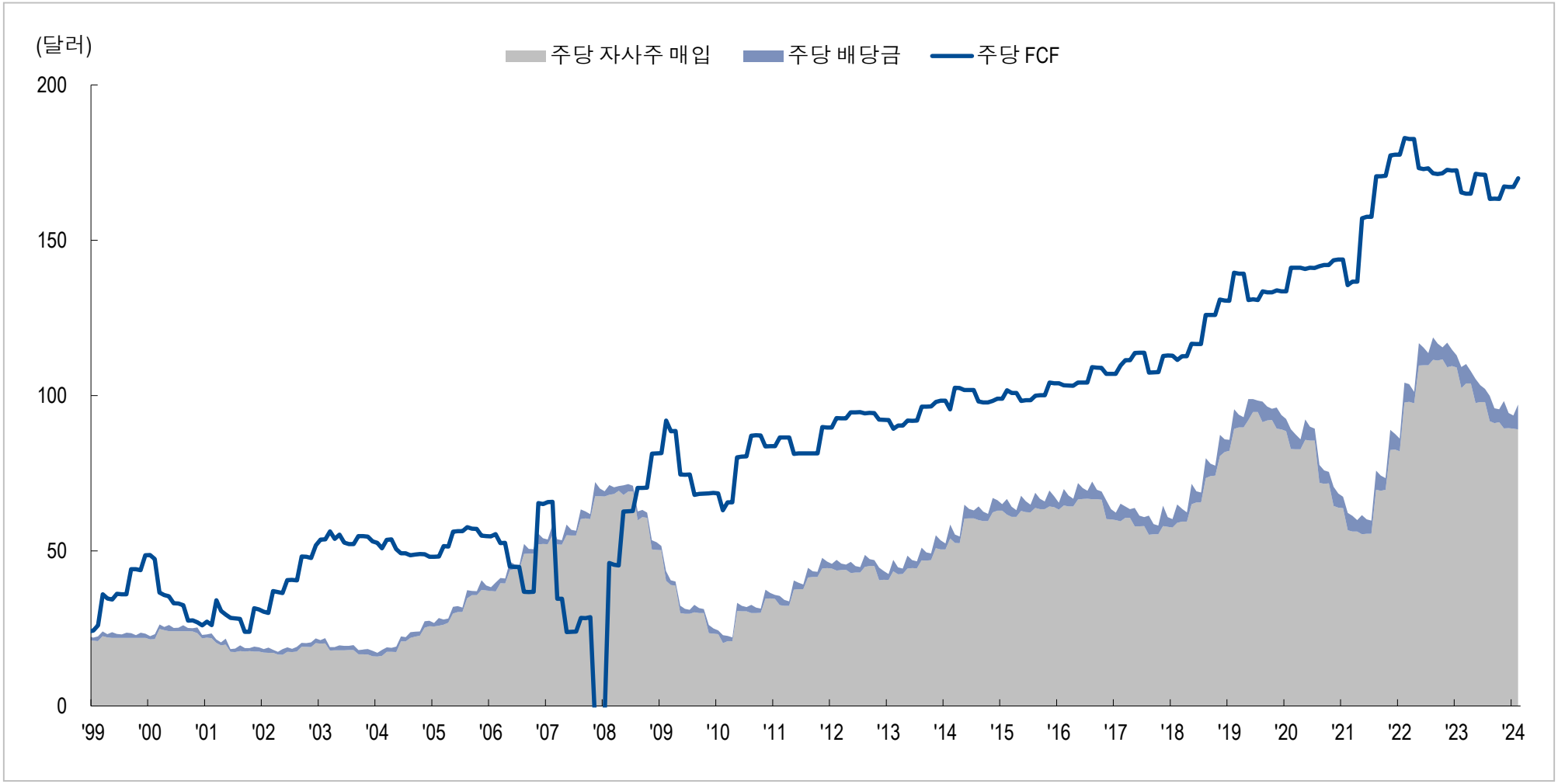
AI 랠리: ChatGPT 출시 이후 멀티플 변화



자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

그때와 다른 이익 창출 능력

자금을 조달 받는 기업에서 돌려주는 기업으로 변모한 S&P500의 기업들



자료: Financial Times, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

This page intentionally left blank

두 개의 기둥, 투자와 실적의 선순환

III. 중국 투자전략: 여전한 의심, 기회는 정부 투자에

글로벌 전략/중국: 박인금
tel 02) 2229-6168 | e-mail PiaoRenjin@nhqv.com

4월 중국 주식시장 투자전략

- 4월 중국시장에서는 낙폭 과대주의 순환매 장세가 연출될 전망. 향후 기대 요인은 정부가 주도한 투자 및 소비 부양의 가시화

펀더멘털에 대한 여전한 의심의 눈초리

- 기업 및 개인 예금 스프레드, 물가, 1선 도시 중고 부동산 거래 등 지표 회복에서 경기 저점 통과 확인됨. 다만 수요 확대에 대한 시장 의구심 존재
- 다수 성장 업종 공급 과잉에 따른 단가 하락 우려에 1분기 어닝쇼크 기록할 가능성 높음

의구심을 일부 상쇄할 정책

- 정부는 가계 부문의 과잉 저축을 채권 시장으로 유도하여 필요한 재정 부양 자금을 마련할 전망
- 정부는 '대규모 설비 교체 및 소비품 이구환신 액션플랜'을 발표. 해당 정책 시행에 따라 연간 소매판매 1.2%p, 고정자산투자 0.7%p가 제고될 것

전체보다는 일부의 순환매 예상, +α인 정부 투자에 주목

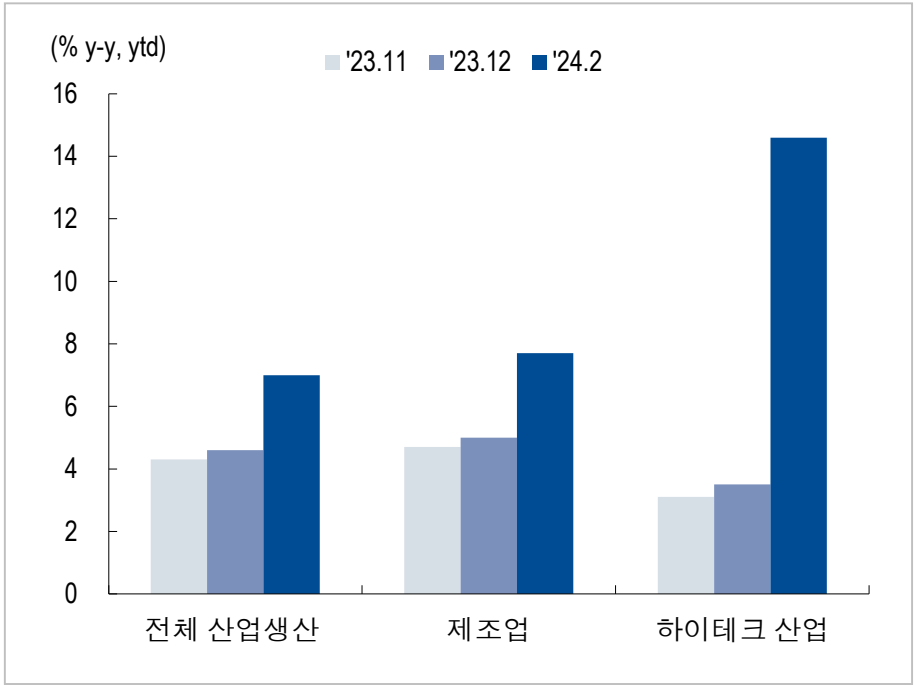
- 하방 리스크 요인이었던 부동산 기업(반케) 유동성 위기는 일단락. 6월은 만기도래 채권 물량이 많기에 세심한 관찰 필요
- 4월 낙폭 과대주의 순환매 장세가 연출될 전망. 향후 기대 요인은 정부가 주도한 투자 및 소비 부양의 가시화

자료: NH투자증권 리서치본부

중국 경기는 저점 통과

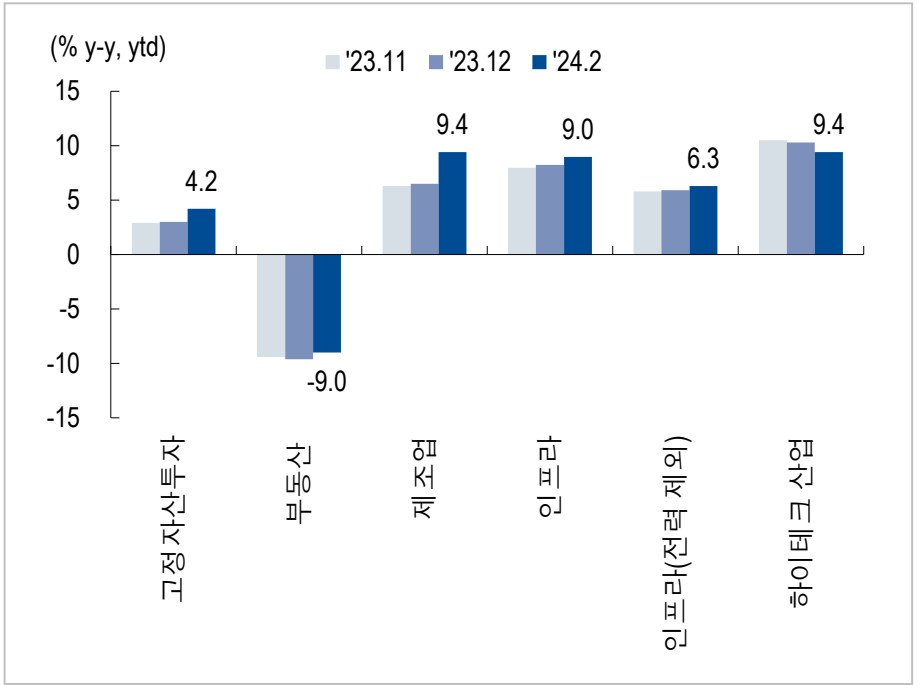
- 1~2월 중국 경제는 수출이 반등하면서 생산과 투자도 증가. 산업생산 호조는 하이테크 산업에 기인한 것이며 서프라이즈를 기록한 제조업 투자는 전체 고정자산투자를 견인
- 비슷한 맥락으로 기업 및 개인 예금 스프레드 확대, CPI의 상승세 전환, 1선 도시 중고 부동산 거래 등 지표 회복에서 경기 저점 통과가 확인

산업생산 호조는 하이테크 산업에 기인



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

제조업 및 인프라 투자가 전체 고정자산투자를 견인

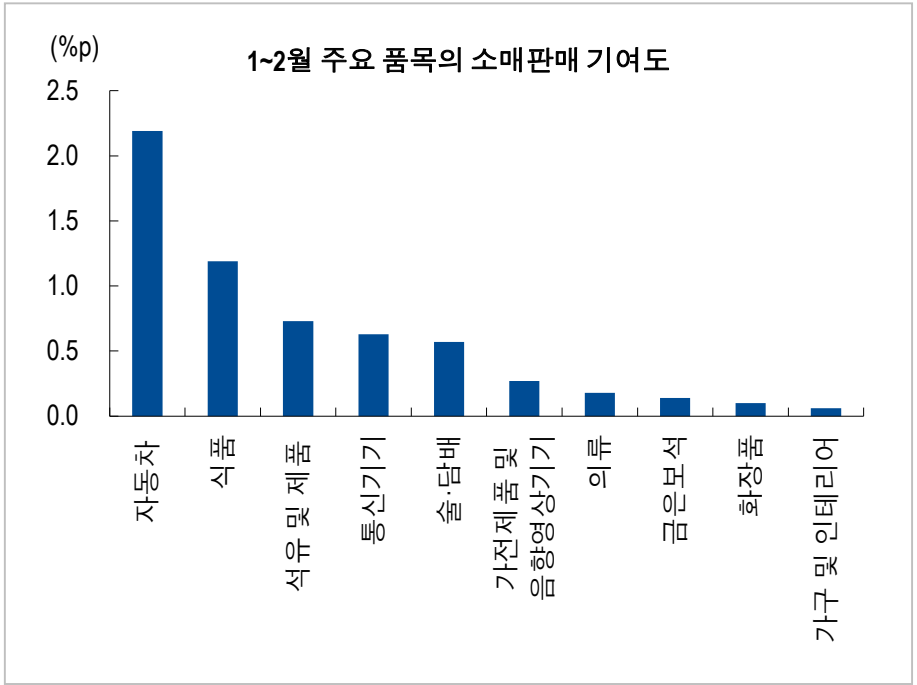


자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

다만 여전한 의심의 눈초리

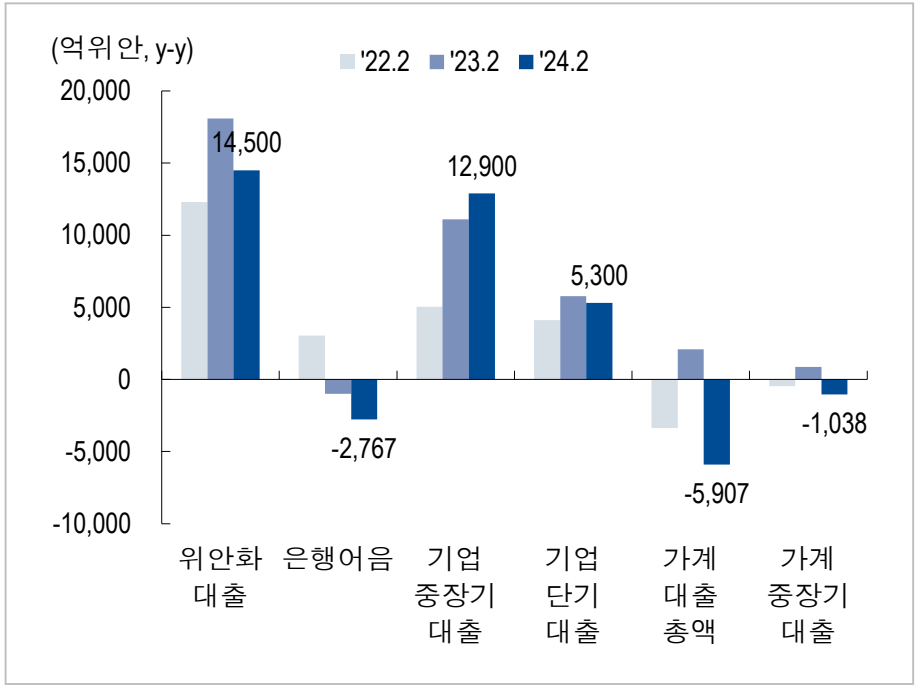
- 소매판매 증가율은 자동차, 통신기기 등의 판매가 확대된 가운데 12월 +7.4%에서 1~2월 +5.5%로 둔화. 상품소비(+4.6%)보다 서비스 소비(+12.3%)가 더 양호한 흐름을 지속 중
- 실물지표와 금융지표간의 엇갈린 현상이 노이즈 요인
- 1~2월 가계대출은 2020년 제외하면 가장 낮은 수준. 가계의 정기예금 비중이 72%를 경신해 여전히 약한 소비 및 부동산 구입 의지를 방증

소비 증가세가 다소 완만해진 가운데, 자동차·통신기기 양호



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

2월 기업대출은 견조한 반면, 가계대출은 최저치 기록

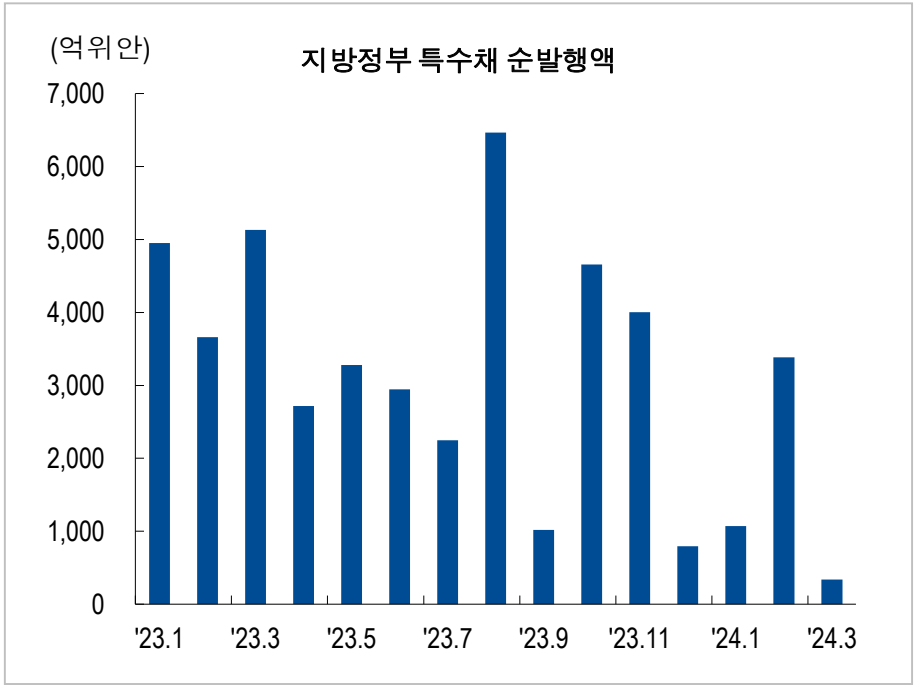


자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

인프라 투자 역시 지켜봐야 할 것

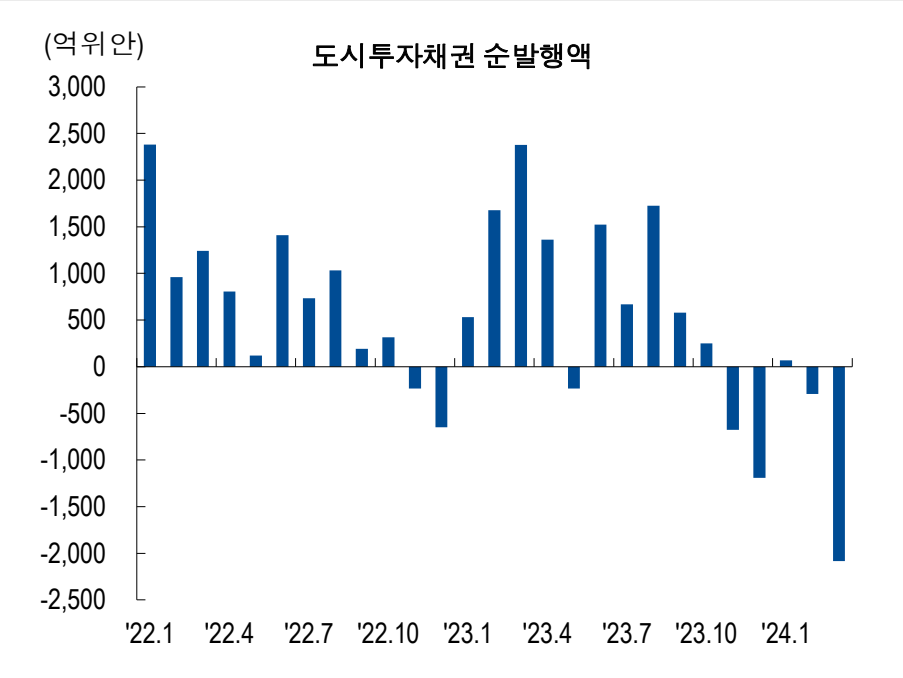
- 1~2월 전력을 포함한 인프라 투자 증가율은 2023년 12월 대비 0.7%p 상승. 이는 1~2월 PMI 및 지역별 투자 가동 데이터와 엇갈림
- 한편, **현재 지방정부 특수채 및 도시투자채권 발행을 통한 자금조달이 순조롭지 않음. 이는 향후 인프라 투자 증가를 제약할 요인**

올해 1분기 특수채 발행은 2023년 대비 크게 감소



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

도시투자채권을 통한 자금조달도 순조롭지 않음

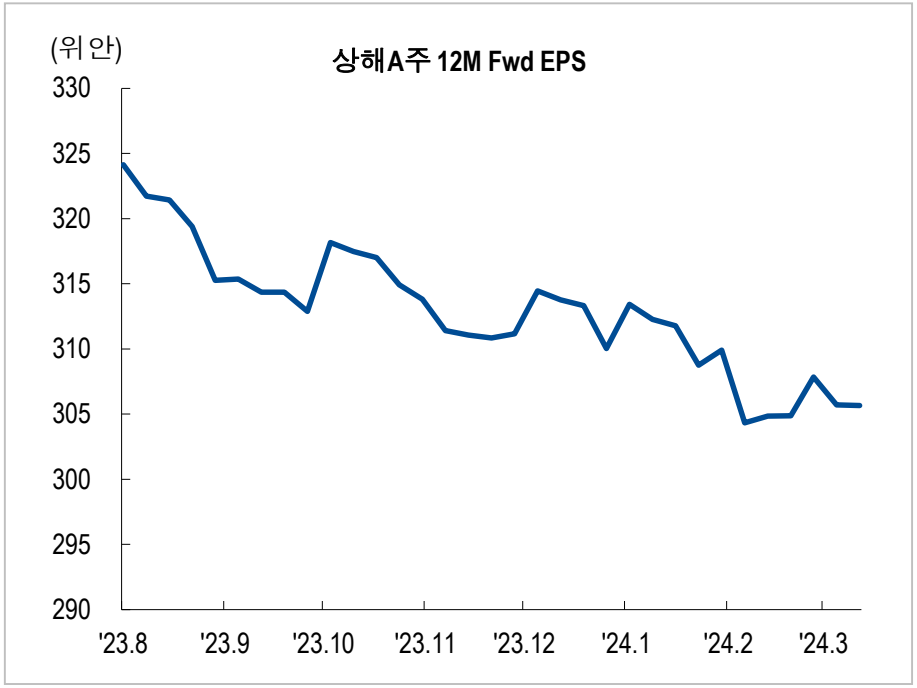


자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

실적은 하향 조정 중

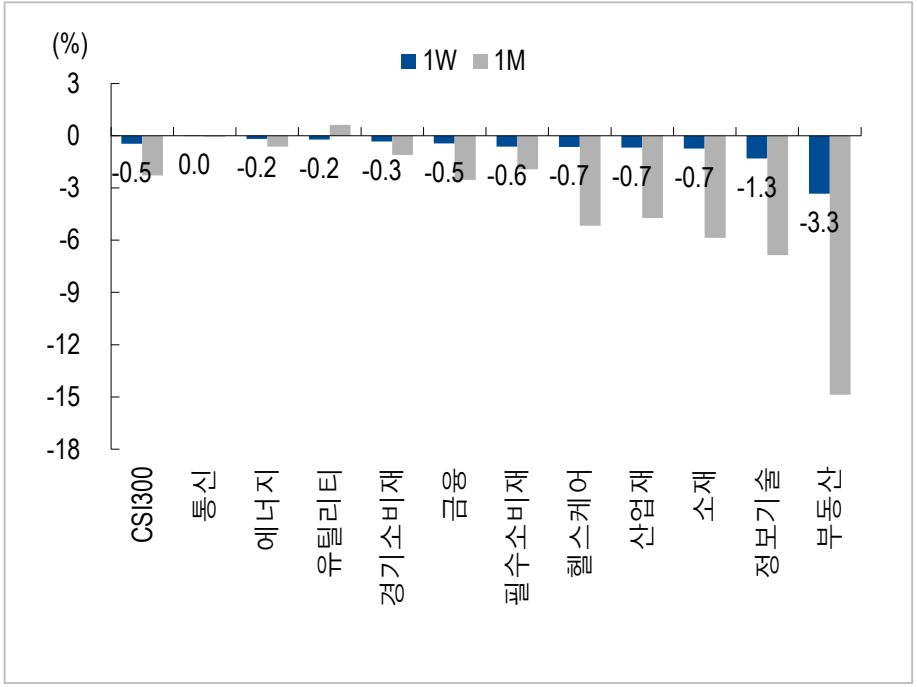
- 다수 성장 업종 공급 과잉에 따른 단가 하락 우려에 1분기 어닝쇼크 기록할 가능성 높음
- 실제로 2024년 A주 기업실적 예상치는 아직 하향 조정 중
- 최근 1개월 통신 업종을 제외하면 대부분 업종의 실적 역시 하향 조정

기업실적의 하향 조정



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

최근 1개월 통신 업종 제외한 모든 업종 실적 하향 조정

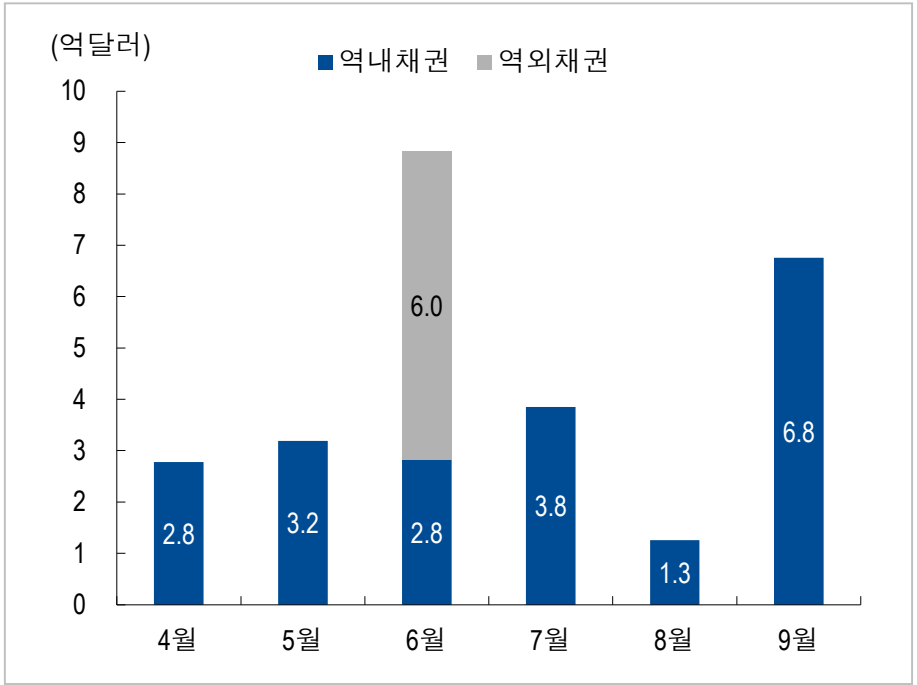


자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

반케(Vanke) 유동성 위기 이슈

- 중국의 부동산 디벨로퍼 반케가 특정 보험사와 채무 만기 연장을 모색하고 있다는 보도에 반케 디폴트 우려 부각
- 이에 중국 규제 당국이 반케의 상황을 해결하기 위해 대형 은행에 반케에 대한 재정 지원 확대 및 개인 채무 보유자들에게 채무 만기 연장 고려를 촉구하면서 디폴트 우려 일단락
- 반케는 선전시의 국유자산 감독기관이 보유한 선전 메트로가 33.4% 지분을 소유하고 있기에 정부가 빠르게 개입

2024년 향후 반케 만기 도래 예정 역내 및 역외 채권 규모



주: 역내 채권의 경우 3/14 기준 환율 7.19위안 적용하여 달러로 환산
자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

중국 부동산 디벨로퍼별 디폴트 상황

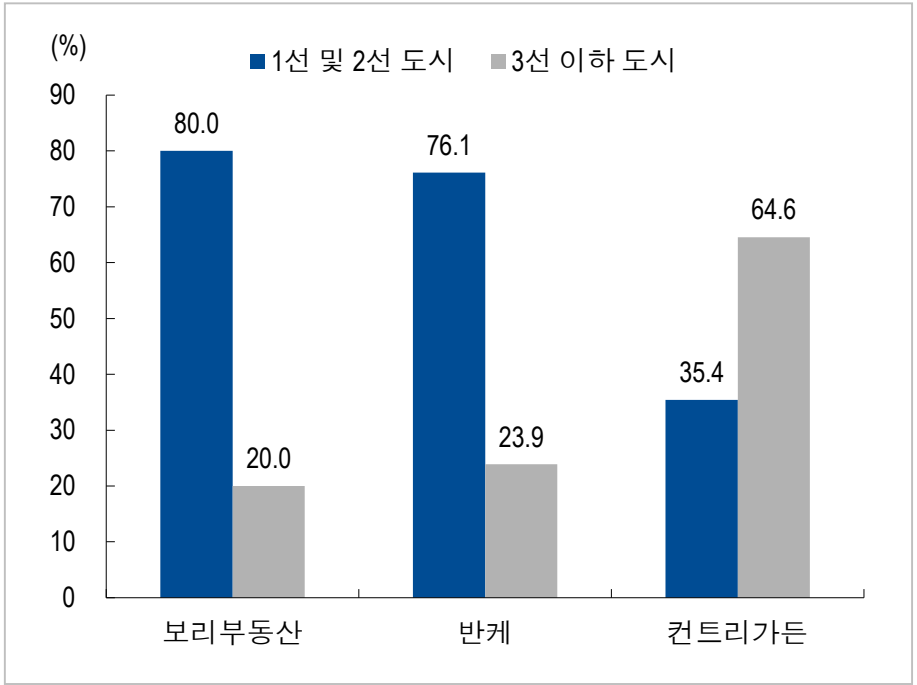
	지분구조	디폴트 유무	이유
헝다부동산	민영	O	• '21년 중국 정부가 지정한 "3개 레드라인"을 위반. 이로 인해 대출에 제한이 생겨 디폴트
컨트리가든	민영	O	• 3가지 레드라인 모두 준수, 다만 대출 축소가 지속되고 미완성 주택에 주력해야 하는 상황에서 추가 분양 제한적. 이에 유동성 확보 실패
반케	민영 (선전 메트로가 지분 보유)	X	• 3가지 레드라인 모두 준수, 다만 대출 축소가 지속되고 추가 분양은 안되는 상황에서 매출 감소 및 채무 부담 증가로 인해 유동성 위기 봉착
보리부동산	국영	X	• 이상 없음

자료: 언론종합, NH투자증권 리서치본부

리스크 해소 위해, 부동산 거래 회복이 선행되어야 함

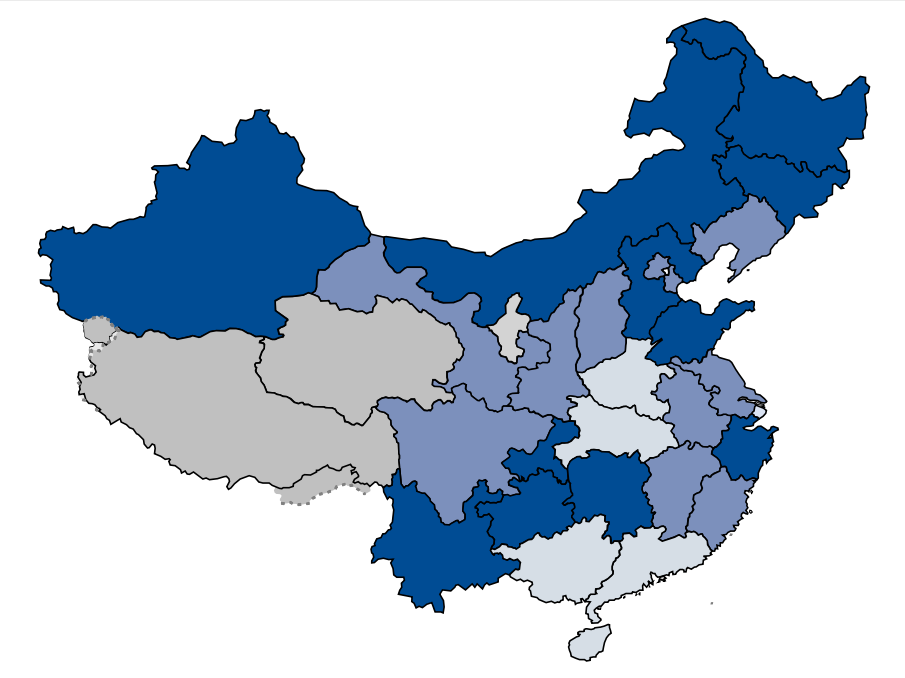
- 보리부동산의 경우 주요 프로젝트가 1선 도시에 밀집되어 있어 타 디벨로퍼 대비 비교적 안정적인 유동성을 보유하고 있음
- 디폴트를 선언한 컨트리가든의 경우 주요 프로젝트들이 3선, 4선 도시에 집중
- 최근 이슈된 반케는 동관, 청두, 항저우 등 2선 도시의 프로젝트 비중이 64.6%에 달하기에, 컨트리가든 대비 안정적인 상황
- 정부의 지원으로 위기는 넘겼지만 리스크의 완전 해소를 위해서는 결국 부동산 거래 회복이 선행 되어야 할 것

부동산 디벨로퍼별 투자 현황



자료: 언론종합, NH투자증권 리서치본부

중국 지역별 부동산 디벨로퍼 프로젝트 분포 추이



주: 진한 파랑은 반케, 옅은 파랑은 보리부동산, 옅은 회색은 컨트리가든, 회색은 기타 디벨로퍼
자료: NH투자증권 리서치본부

정책이 의구심을 일부 상쇄. 채권 창구시장 거래 확대

- 3월 초 인민은행이 45호 문건인 '은행간 채권시장 창구업무에 관한 사항의 통지'를 발표
- 향후 **국채, 지방정부채권뿐만 아니라, 회사채, 국유기업채권 등도 창구에서 거래할 수 있게 됨**
- 이번 문건은 기타 기관 투자자 및 외국인 투자자의 창구시장 진입 제한을 해제

'은행간 채권시장 창구업무에 관한 사항의 통지'의 주요 내용

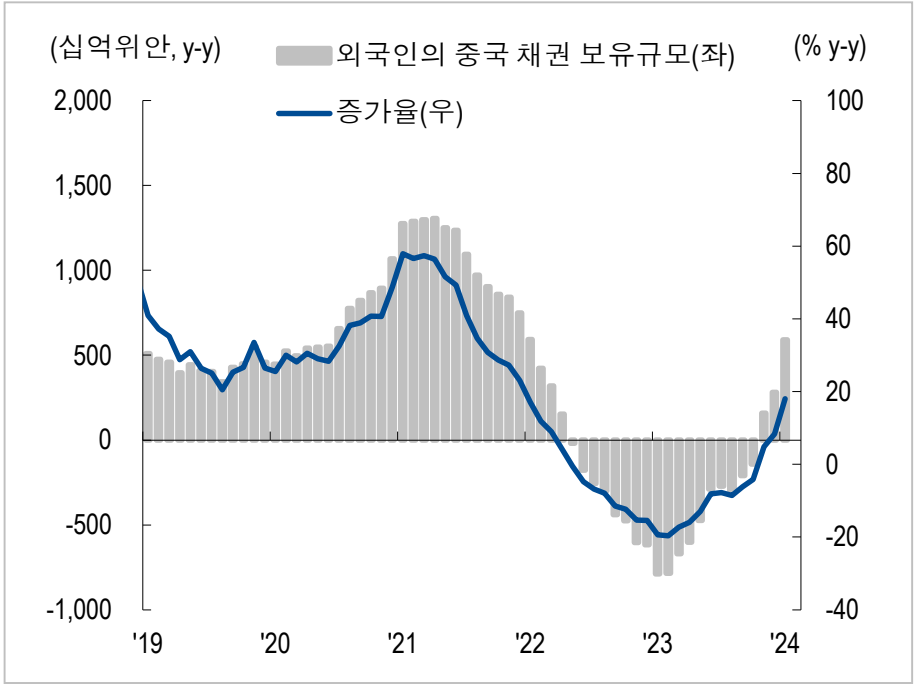
투자범위 확대. 국채, 지방정부 채권, 국가개발은행 채권, 정책성 은행 채권외에 국유기업 채권, 회사채 등을 창구시장 투자 가능 채권에 포함

투자 편의성 확대. 투자자의 적합성을 충족하는 조건에서 개인과 기업은 창구시장을 통해 은행간 채권시장 채권 유형에 직접 투자 가능

해외 투자자의 창구를 통한 채권 투자 허용

자료: 인민은행, NH투자증권 리서치본부

최근 외국인의 중국 채권 순매수 지속

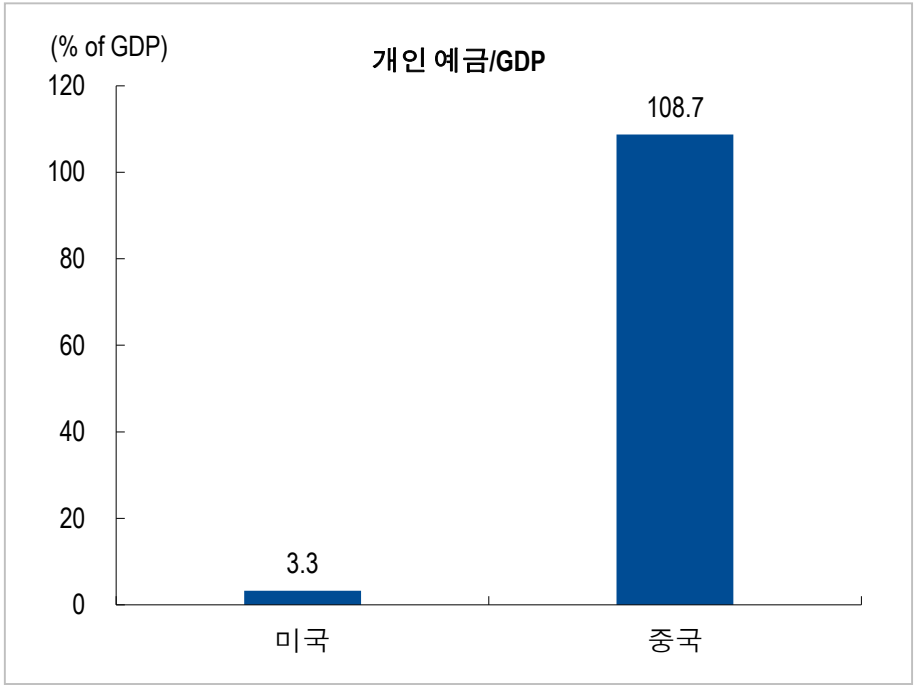


자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

가계 부문의 과잉 저축을 채권 시장으로 유도

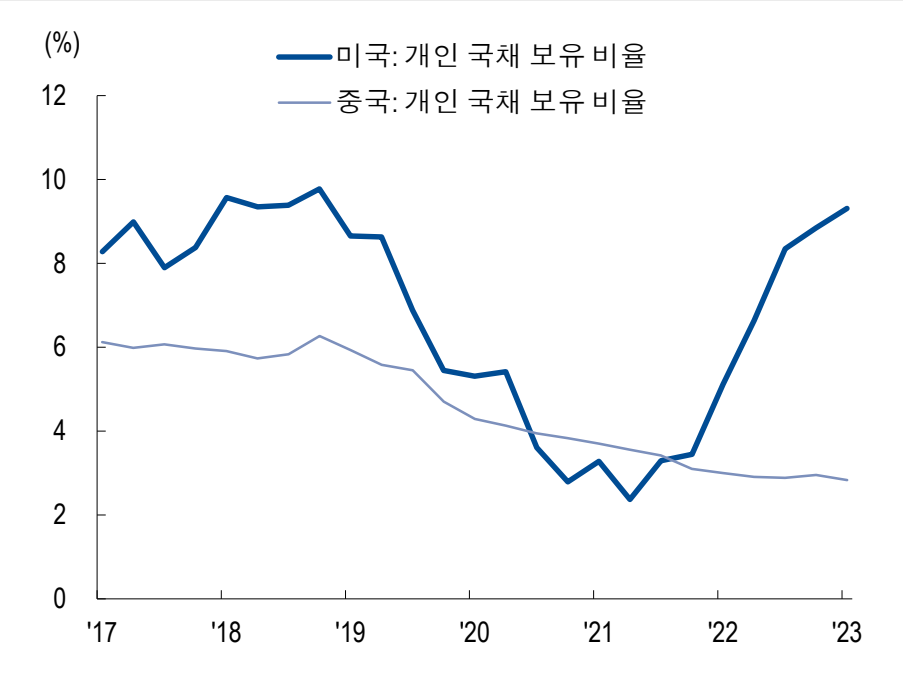
- 미국의 개인 예금은 GDP의 3.3%에 불과한 반면 중국의 가계 예금은 GDP의 108.7%에 달함. 이는 중국 가계의 투자 경로가 제한되어 많은 자금이 예금 형태로 축적되었다는 뜻
- **중국 정부는 가계 부문의 과잉 저축을 채권 시장으로 유도하여 필요한 재정 부양 자금을 마련할 전망**
- 향후 개인이 창구를 통해 채권투자를 늘린다면 가계 예금이 채권 투자로 전환되고 가계의 이자소득 또한 높아질 수 있음

미국과 중국의 GDP 대비 개인예금 비중 비교



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

미국 및 중국의 개인 국채 보유 비율

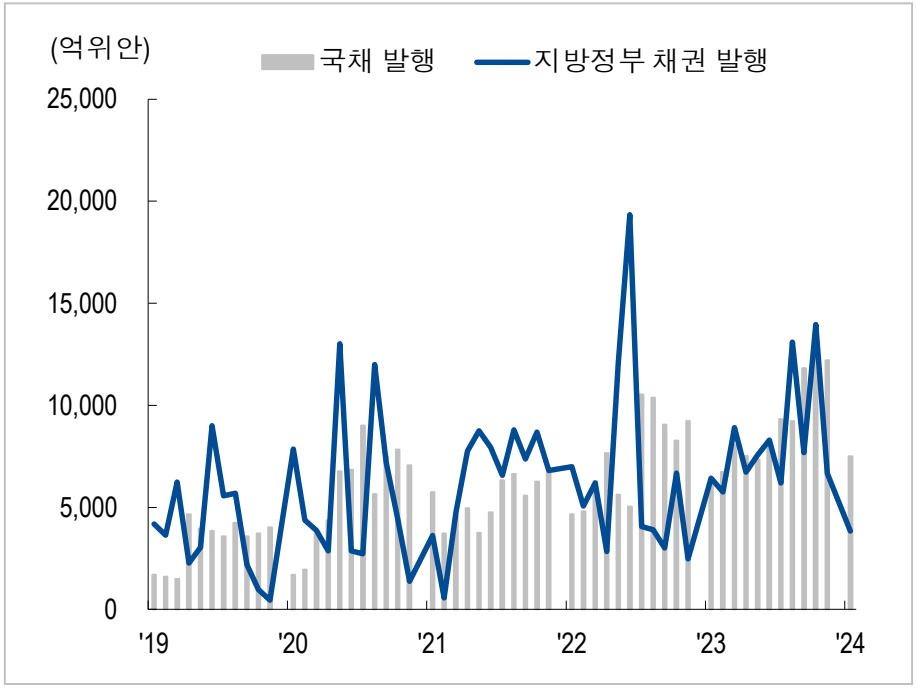


자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

지방정부 채무 이자 부담 축소

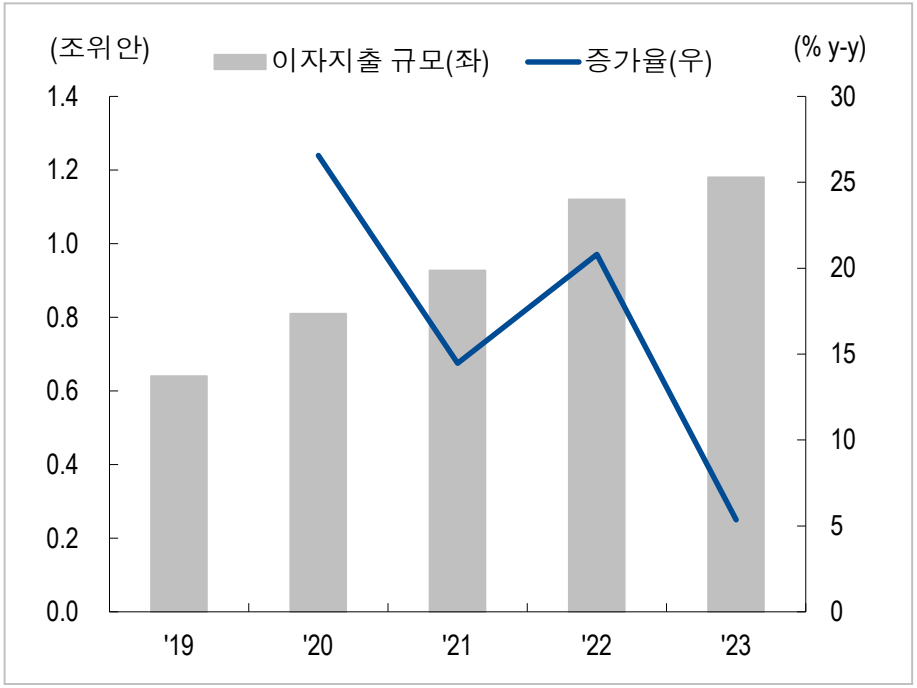
- 45호 문건은 중앙정부의 향후 지속적인 국채 발행을 위한 준비 작업으로 볼 수 있음. 중국 정부는 미국을 참조해 가계뿐만 아니라 금융기관 이외의 투자자(해외 기관 및 개인, 국내 기업)의 정부 채권 보유 비율 확대를 꾀할 것
- 향후 더 많은 유형의 투자자가 창구에서 채권 계좌를 개설하고 유통시장에서 더 많은 종류의 채권을 거래할 수 있음
- 지방정부 채권 발행 금리 낮아질 것. 채권 발행 금리가 10bp 하락할 때마다 지방정부의 연간 이자지출 규모는 약 407억위안씩 축소됨

향후 국채 발행이 더욱 늘어날 전망



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

최근 지방정부 이자지출 규모가 점차 증가



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

정부 투자, 대규모 설비 교체와 소비품 이구환신

- 3월 13일, 중국 국무원은 '대규모 설비 교체 및 이구환신 액션플랜'을 발표, 재정적·금융적 지원 또한 명시
- 세부적으로 2027년까지 공업, 농업, 건축 등 산업의 설비 투자 규모 25% 이상 확대, 보조금 지급을 통한 소비재 교체 촉진 등을 목표로 내세움

5개 큰 틀에 대해 20개 중점 임무 발표

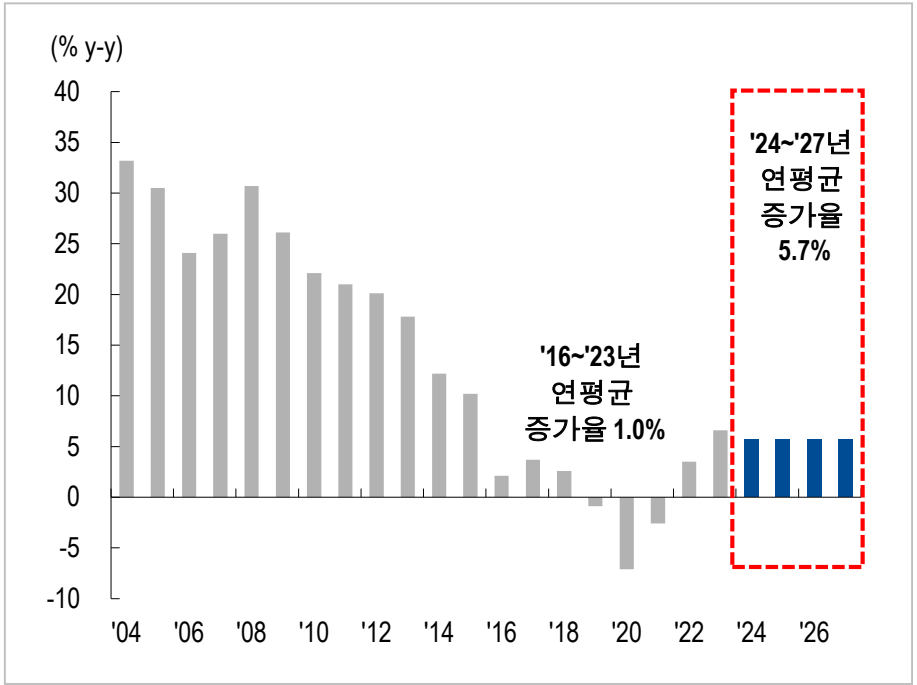
	내용
1. 설비 교체	• 중점 산업 설비 교체 및 개조; 건축 및 시(市)정부 인프라 교체 • 교통운송설비 및 낙후된 농업기계 교체; 교육·문화·여행·의료 산업 설비 수준 향상
2. 소비품 이구환신	• 자동차 이구환신 추진; 가전제품 이구환신 추진 • 가구 및 인테리어 관련 소비품 이구환신 추진
3. 회수 및 순환이용	• 폐(廢)제품 및 폐설비 회수 네트워크 구축 (폐자동차 회수량은 2023년 대비 2배 증가; 폐가전제품 회수량은 2023년 대비 30% 증가) • 중고품 거래 촉진 (중고차 거래량은 2023년 대비 45% 증가) • 재활용 및 재사용 추진; 재생자원 사용률 제고
4. 표준 제고	• 에너지 소모, 탄소 배출 등 관련 표준 제고; 자동차, 가전 등 상품에 대한 표준 제고 • 자원 순환이용 표준 제고; 핵심 산업의 표준을 국제 표준에 맞추는 작업 추진(기업 디지털화의 연구개발 설계도구 보급률 90%, 핵심공정 수치제어(Numerical Control) 설비 비율 70%)
5. 정책적 보장 강화	• 재정정책을 통한 설비 교체 및 소비품 이구환신 지원 확대 • 세수지원 정책 개선; 금융적 지원 최적화 • 토지, 에너지 등 요소에 대한 보장 강화; 혁신성 기술 지원 강화

주: 이구환신(以旧换新)은 오래된 것을 새 것으로 바꾸다라는 뜻으로 중고제품을 신제품으로 교체 시 보조금을 지급
자료: 언론종합, NH투자증권 리서치본부

대규모 설비교체로 연간 고정자산투자 +0.7%p 제고 기대

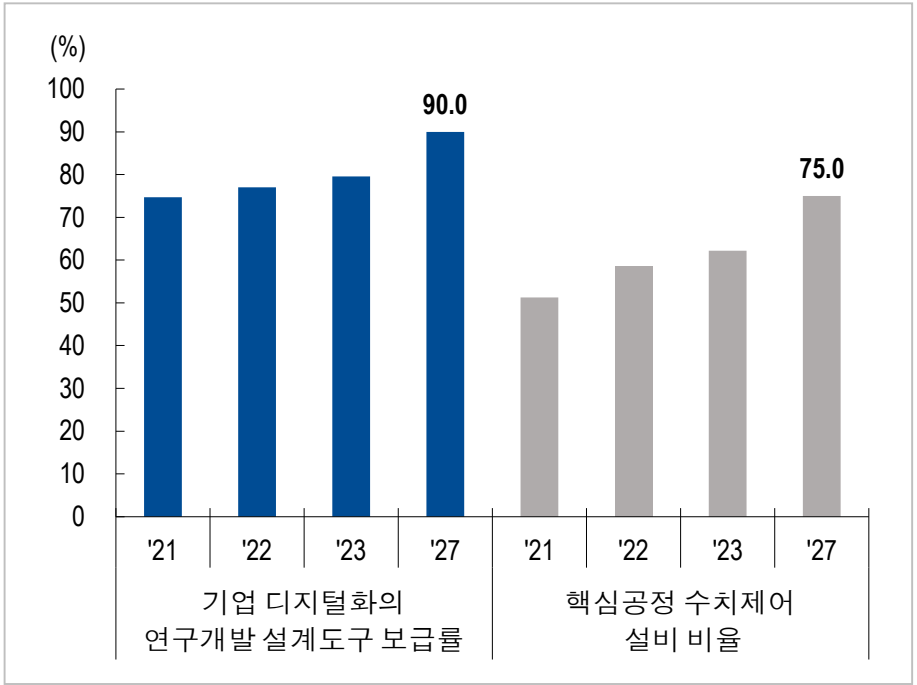
- 2023년 중국 전 업종 설비투자 규모는 약 7.1조위안(전체 고정자산투자의 14.1%)임. 이 중 금번 액션플랜에서 언급한 7대 중점 산업의 설비 투자 규모는 약 5.9조위안
- 2027년까지 7대 산업의 설비 투자 규모를 25% 이상 확대하려면, 향후 4년 연평균 증가율이 5.7%를 기록해야 할 것
- 해당 액션플랜은 2024년 중점 과제인 '신품질 생산력'과도 부합. 2024년 중국의 고정자산 투자는 0.7%p 제고될 전망

'24~'27년 설비투자 증가율 연평균 5.7%를 기록할 전망



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

공업기업의 디지털화 수준 향상

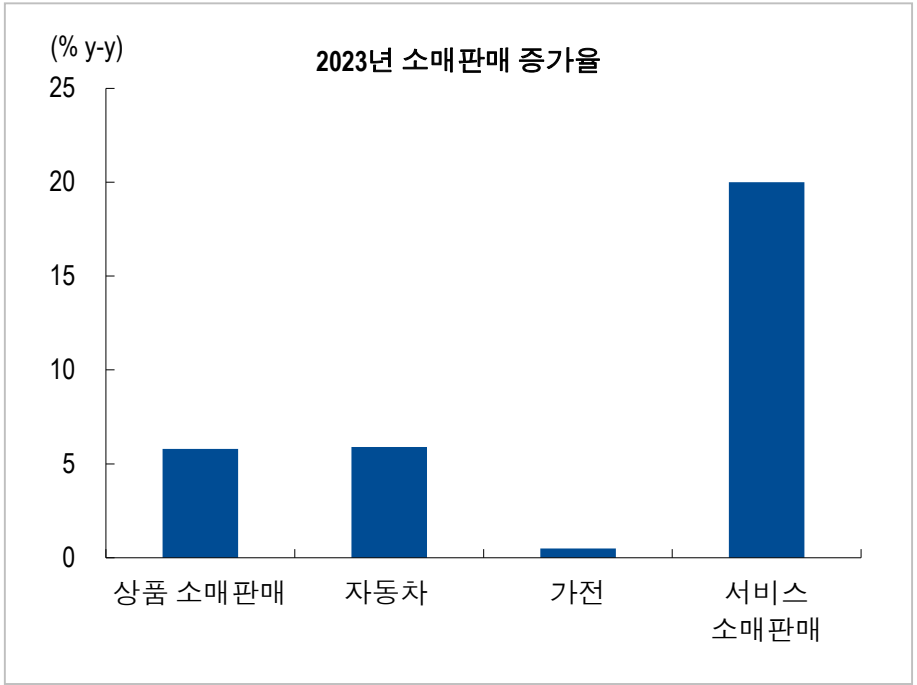


자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

올해 내수소비 확대 방식은 이구환신

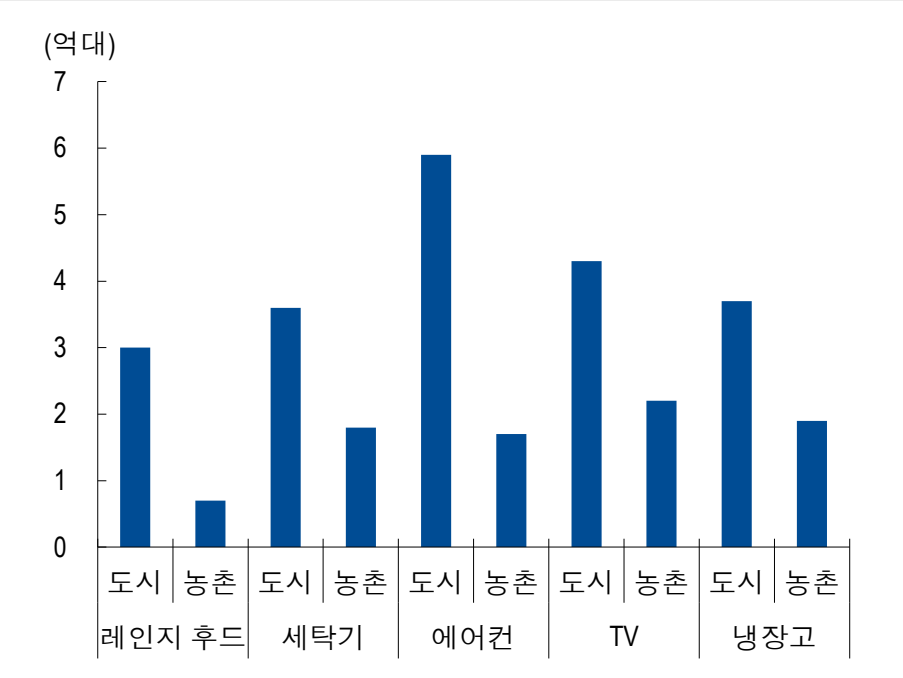
- 2023년의 경우 가계소비 증가율은 +9.0%로 투자(+3.0%), 수출(-4.6%)을 상회했으며 경제성장률에서의 기여도도 3.0%p로 큰 비중을 차지
- **2023년 중국 서비스 소매판매 증가율이 +20.0%를 기록한 반면 상품 소매판매 증가율은 +5.8%에 그쳤음**
- 자동차 및 가전제품은 전체 상품 소매판매에서 30%를 차지할 만큼 중요한 소비재. 올해 중국 정부는 내수 확대를 위해 소비재의 이구환신을 언급. 현재 레인지 후드·세탁기·에어컨·TV·냉장고 등 5대 가전제품 보유량은 약 29억대

2023년 서비스 소비의 회복이 두드러짐



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

중국 가계의 주요 가전제품 보유량은 약 29억대

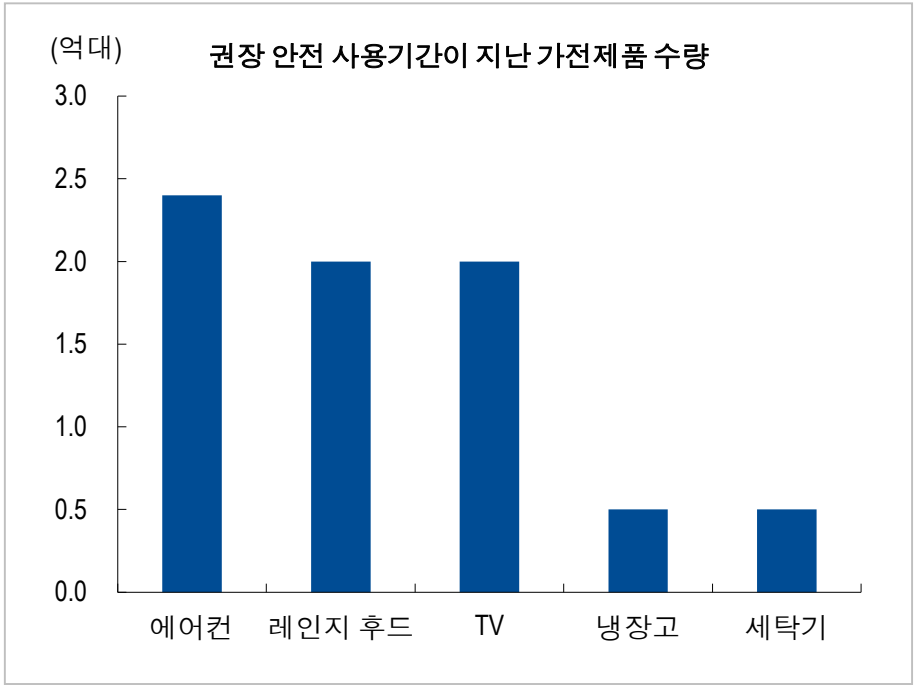


주: 2022년 기준
자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

이구환신할 가전제품은 약 1.8억대, GDP +0.4%p 증가 효과 기대

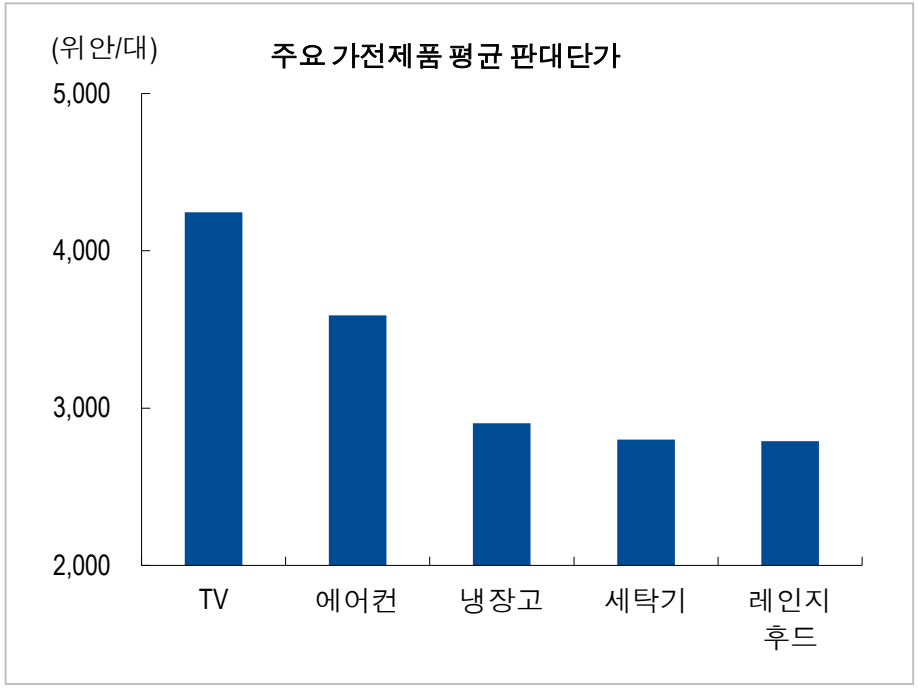
- '권장 안전 사용기간'이 지난 가전제품은 약 7.4억대로 2022년 보유량의 25.3%를 차지
- '09~'11년 '권장 안전 사용기간(9년으로 가정)'이 지난 가전제품을 신제품으로 교체한 비율은 약 24.4%였음
- 해당 비율을 단순히 올해 상황에 대입하면 총 1.8억대 가전제품이 신규로 교체될 전망. 이구환신 판매액은 약 5,800억위안으로 소매판매 +1.2%p, GDP +0.4%p 증가 효과가 기대

권장 안전 사용기간이 지난 가전제품은 약 7.4억대



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

5대 가전제품의 평균 판매가



자료: 중국 산업 온라인, NH투자증권 리서치본부

주요 지방정부의 소비품 이구환신

- 정부는 자동차, 가전, 가구 등 소비품에 대한 이구환신을 강조. 전국 단위의 이구환신 판촉 행사를 추진하고 기업들의 판촉 활동을 장려할 것
- 2022년 이구환신 대비 정책 적용 범위가 훨씬 큼
- 상하이시, 충칭시 등 지방정부와 징둥, 쑤닝 등 이커머스 업체들은 이구환신 관련 정책을 잇따라 발표

각 지방정부와 기업은 잇따라 관련 정책을 발표

	내용
상하이시	16대 가전제품 중 에너지 효율 1급 가전 구매 시 가격의 10% 보조금 지급(최대 1,000위안)
충칭시	친환경 가전을 구매 시, 구매자에게 보상 판매, 할인 등 혜택 제공
징둥	각 브랜드들과 협업하여 이구환신 이벤트에 30억위안 사용할 계획
쑤닝	온·오프라인에서 가전 구매 시 가격의 30% 금액까지 보조금 지급

자료: 언론종합, NH투자증권 리서치본부

상하이시의 과거 이구환신 정책 비교

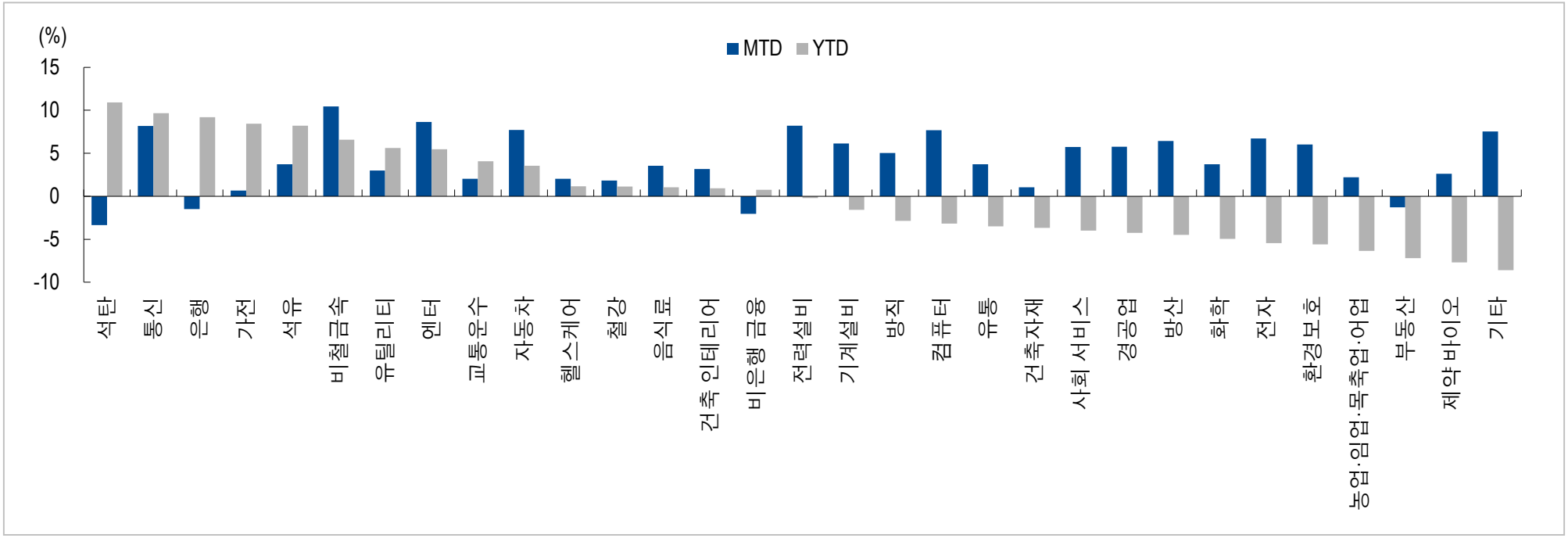
	'24년 정책	'22년 정책
정책 기간	'24.3~'24.12	'22.10~'23.12
보조금 대상	인덕션, 컴퓨터, 에어컨 등 16대 가전제품	에어컨, 냉장고 등 8대 가전제품
보조금 지급 방식	**할인 전** 거래 가격의 10%에 해당하는 금액을 보조금으로 지급. 최대 1,000위안	**할인 후** 거래 가격의 10%에 해당하는 금액을 보조금으로 지급. 최대 1,000위안
조건	에너지 효율 1등급	에너지 효율 1등급
보조금 규모	제한 없음	2억위안

자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

4월 업종 간 순환매 장세 예상

- 연초 이후 국유기업, 고배당주가 수익률 상위를 차지
- 4월 낙폭 과대주 위주의 순환매 장세가 연출될 전망. **향후 기대 요인은 정부가 주도한 투자 및 소비 부양의 가시화**

올해 들어 수익률 상위 업종은 국유기업 및 고배당주



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

This page intentionally left blank

두 개의 기둥, 투자와 실적의 선순환

IV. 글로벌 Top-Down 5단계 모델: 밸류에이션 부담 해소 중

글로벌 전략: 백찬규
tel 02) 768-7610 | **e-mail** peter.ck@nhqv.com

지난 한 달간 부담 해소

- 연초 주식시장의 가파른 상승세가 진정되고, 실적 추정치 개선에 따라 투자자들의 부담 완화
- 4월 본격적인 2024년 실적 시즌이 시작됨에 따라 펀더멘털 개선과 함께 밸류에이션 부담은 추가적으로 해소될 전망

4월 정량적 모델의 함의

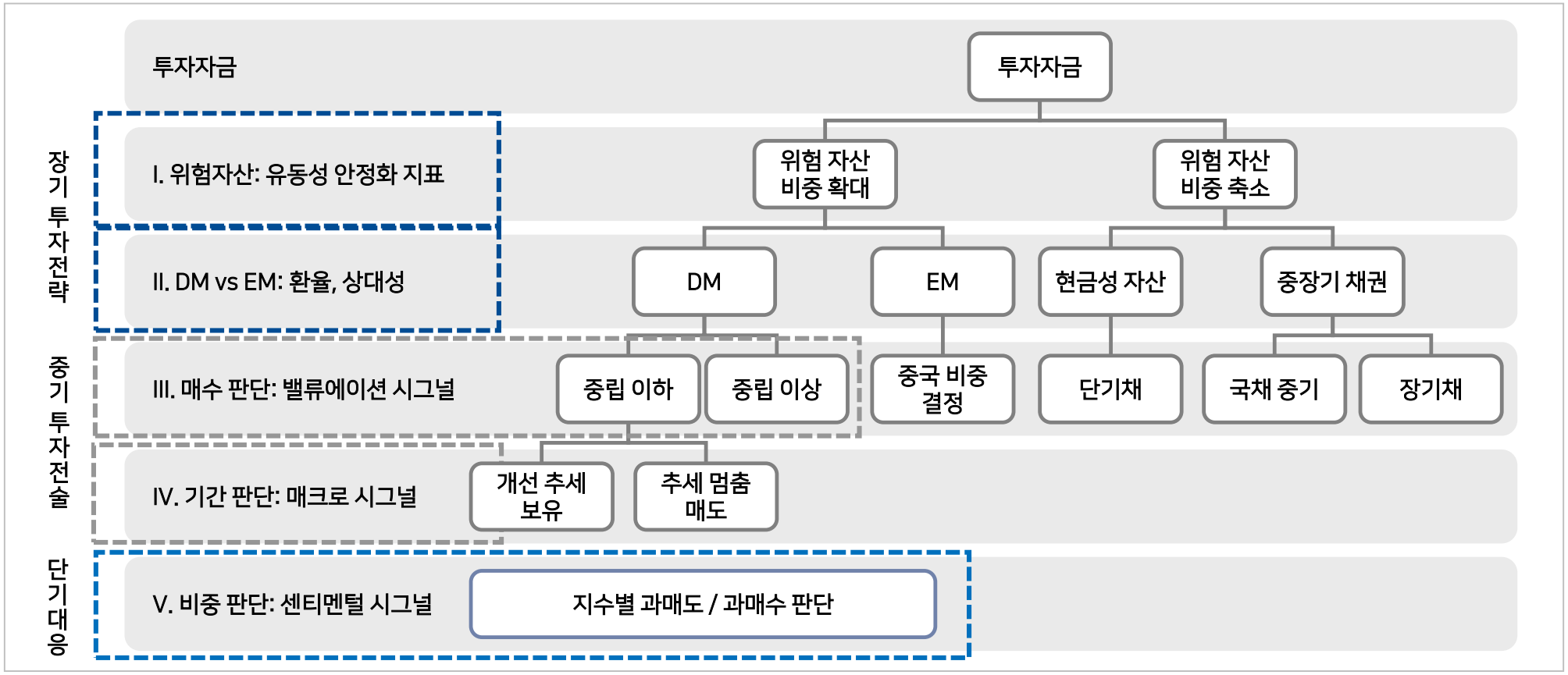
장기적 관점: 위험자산 선호	• '23년부터 이어진 장기 투자전략(SAA)을 결정하는 유동성 안정화 지표 개선 긍정적 • 다만 미국채 금리 레벨 강보합 국면에 진입하며 완화 속도는 더뎌질 것
DM vs EM: 선진국 우위	• 현재 수준의 달러 인덱스 레벨이 유지되고 연초 이후 변동성 유지 시 선진국 선호 • 양 지역 간의 12개월 선행 밸류에이션 스프레드 수준을 고려하면 선진국 우위
밸류에이션 시그널: 국가별 차별화	• 국가별 펀더멘털 개선세 속도 및 지수 상승 수준에 따른 차별화 발생 • 선진국은 미국, 일본, 유럽 순, 신흥국은 한국, 인도, 중국 순으로 밸류에이션 메리트 긍정적

자료: NH투자증권 리서치본부

밸류에이션 부담이 완화된 국가에 주목

- 중기 투자전술을 결정짓는 밸류에이션 시그널 지표 관점에서 일부 국가는 고평가 국면에서 완화 국면 진입
- 이에 따라 **4월 펀더멘털 개선 기대, 밸류에이션 부담 완화 중인 선진국 중 미국, 신흥국 중 한국 선호**

NH 글로벌 Top-down 5단계 모델 구조

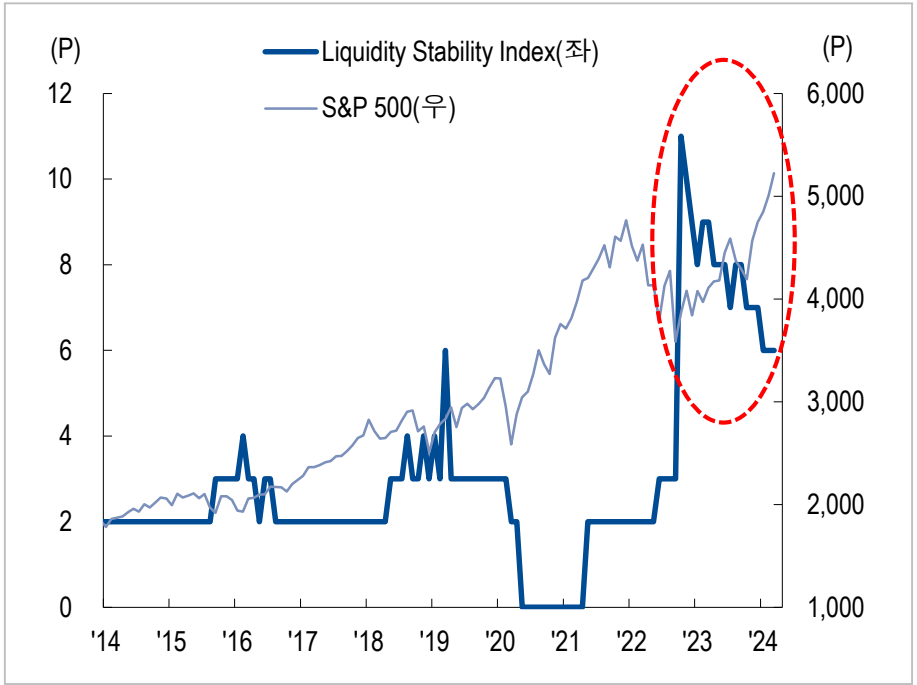


자료: NH투자증권 리서치본부

1단계 위험자산 비중 선택: 개선 지속, 속도는 느려질 전망

- 유동성 안정화 시그널 지표는 지난해 안정-지속-경계-위험 중 위험 국면 정점을 통과한 후 개선세. 장기적 관점에서 **위험자산 비중을 선택하는 해당 지표는 2024년 경계 → 지속 단계로 안정화될 것**
- 유동성 시그널 지표는 투자 환경을 결정하는 지표로 경제를 구성하는 각 주체별 유동성 상황을 파악 가능. 이를 통해 금융자산 투자 환경을 가늠할 수 있어 위험자산 비중 결정에 유용. 통화량(M0, M1, M2), 국채(2년물, 10년물, 30년물), 회사채(IG, HY)의 세 가지 카테고리로 구성. 현재 모든 카테고리 긍정적 방향 유지

유동성 안정화 시그널 지표: '23년 이후 긍정적 방향 유지



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

투자 환경을 결정하는 유동성 안정화 시그널 3개 카테고리

통화량
- M0(본원통화), M1(협의의 통화), M2(광의의 통화) 3개의 팩터의 방향성, 속도, 레벨, 순서 계량화해 평가
- 현재 통화량 카테고리 시그널 방향성 유지

국채
- 미국채 2년물, 10년물, 30년물 금리의 방향성, 속도, 레벨, 순서, 스프레드 순차이동회귀분석을 통해 평가
- 현재 국채 카테고리 시그널 방향성 전환

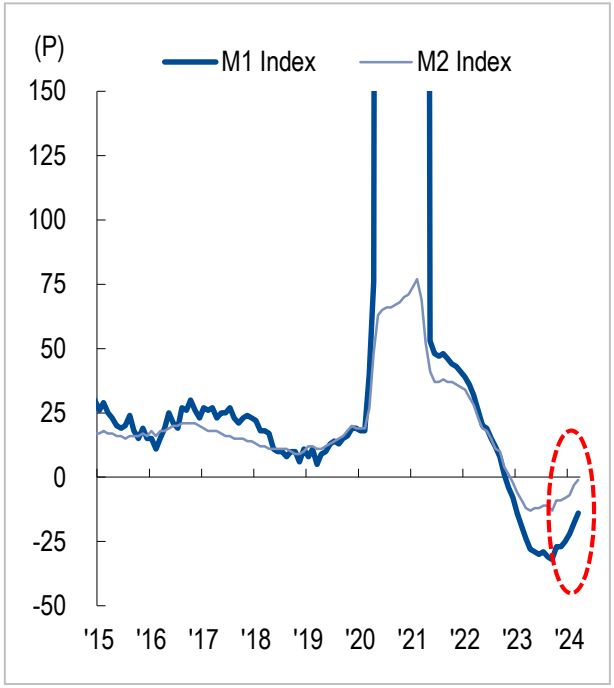
회사채
- 회사채 IG(투자적격등급), HY(투기등급)의 스프레드, 방향성, 속도, 레벨 점수화해 평가
- 현재 회사채 카테고리 시그널 방향성 전환

자료: NH투자증권 리서치본부

1단계 위험자산 비중 선택: 일부 항목 감속

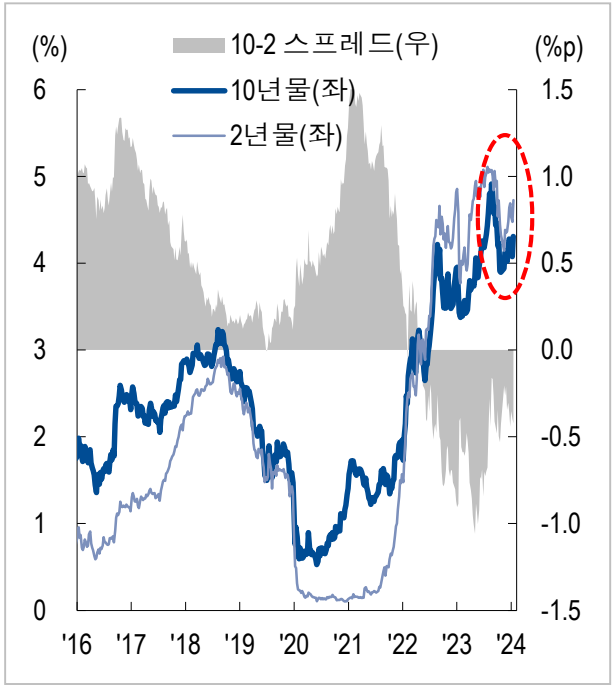
- 2023년 신용조정과정에서 발생하는 유동성 트위스트 무사 통과, 2024년 유동성 환경 평가 모든 부분 개선되며 주식시장에 긍정적 영향
- 통화량은 조정 국면 일단락, 회사채는 레벨 하향 이후 안정적이나 미국채 금리의 레벨 보합으로 유동성 안정화 지표 개선 속도는 느려질 수 있는 상황

통화량 카테고리: 완연한 개선



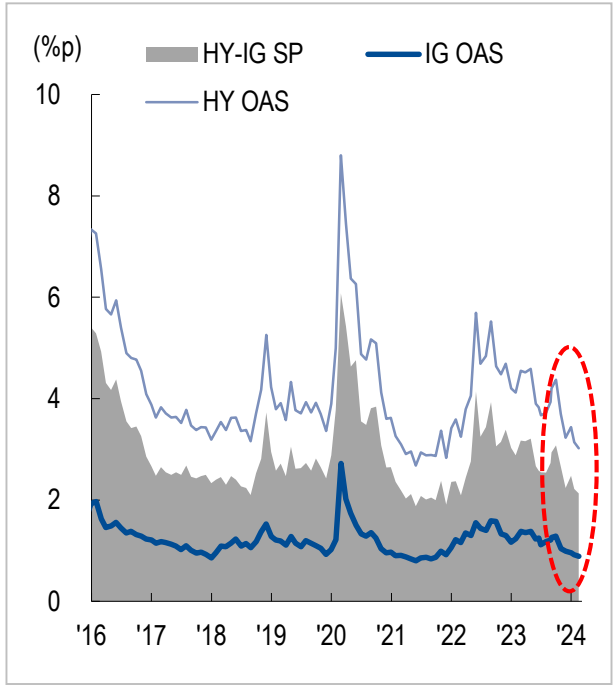
주: M1(협의의통화), M2(광의의 통화) 12개월 이동평균 증가분의 표준화 지표 추출
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

국채 카테고리: 레벨 보합



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

회사채 카테고리: 레벨 하향 후 안정화

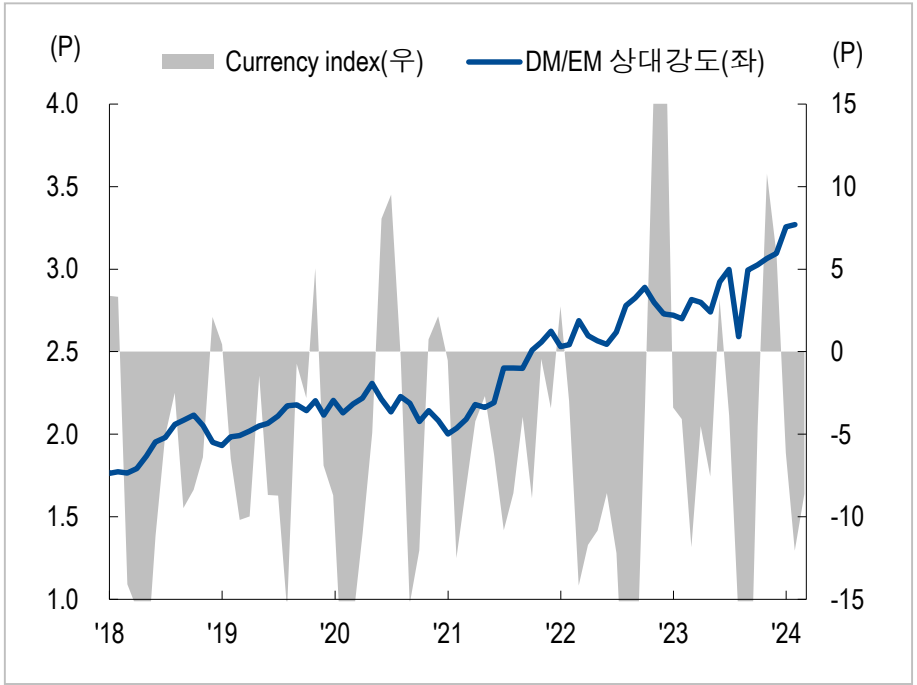


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

2단계 DM vs EM 선택: 종합적으로 DM slightly O/W

- 선진국과 신흥국 비중 결정은 달러 인덱스의 레벨, 방향성, 속도와 양 지역 간의 상대적 밸류에이션을 점검해 결정
- 달러 인덱스 변동성 축소 및 멀티플 확장 궤적에서 선진국 우위는 지속, 신흥국의 상대적 열위 개선에는 다소 시간이 걸릴 것

환율 시그널 지표 추정: DM 상대적 우위



주: 회색 음영이 음(-)의 영역이면 선진국 유리, 양(+)의 영역이면 신흥국 유리
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

밸류에이션 멀티플 확장 국면: 위험자산 선호

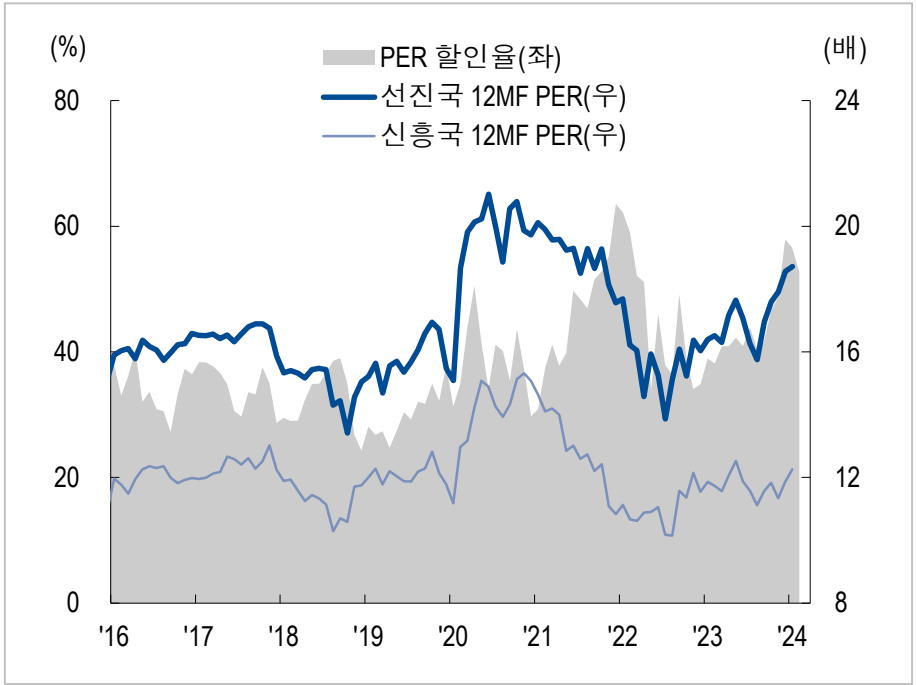
	밸류에이션 멀티플 확장	밸류에이션 멀티플 축소
	위험자산 선호	위험자산 회피
PER 스프레드 확대	신흥 시장 유리	선진 시장 유리
PER 스프레드 축소	선진 시장 유리	선진 시장 유리

자료: NH투자증권 리서치본부

2단계 DM vs EM 선택: 상대적 할인율 축소되며 EM 열위 완화

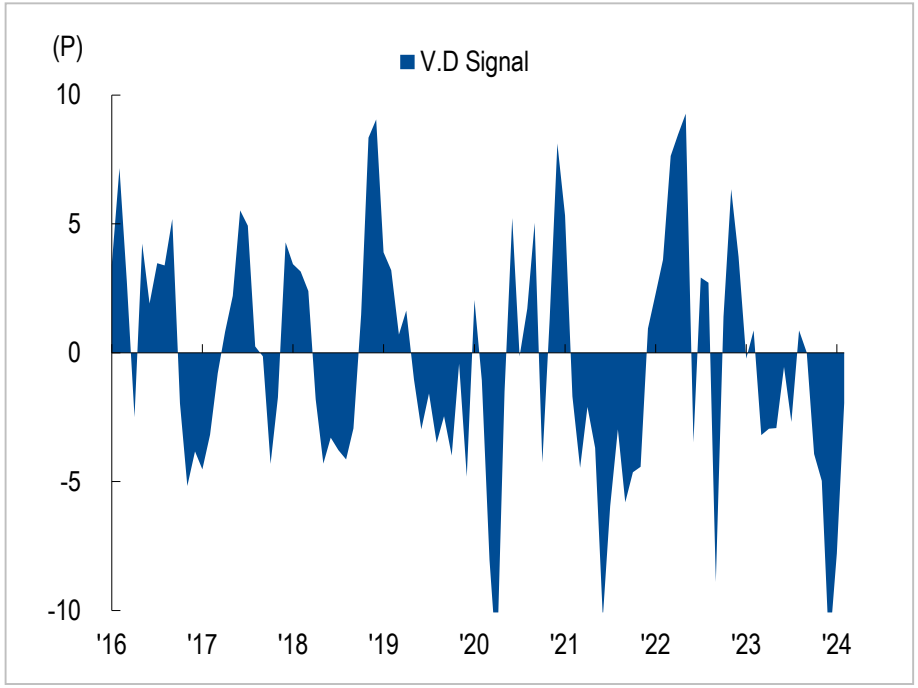
- 밸류에이션 멀티플 확장 과정에서 선진국과 신흥국 간의 밸류에이션 할인율 확대. 추세를 제거하고 사이클만 남긴 밸류에이션 디스카운트 시그널 모델에서 EM의 상대적 열위 완화
- 신흥국 지수에서 비중이 가장 큰 중국의 바닥 점검, EM 주요국 점진적인 펀더멘털 개선 등이 긍정적 영향

DM 및 EM 밸류에이션: 상대적 할인율 확대



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

밸류에이션 디스카운트 시그널: EM 열위 완화



주: 선진국과 신흥국의 밸류에이션 디스카운트를 모델링화 한 것으로 음(-)의 영역 시 선진국 우위
자료: NH투자증권 리서치본부

3단계 국가 비중 선택: 밸류에이션 시그널 국가별 차별화

- 밸류에이션 시그널 관점에서 추적 선진국 3개국 중 미국, 일본, 유럽 순으로 선호
- 동일한 관점에서 추적 신흥국 3개국 중 한국, 인도, 중국 순으로 선호

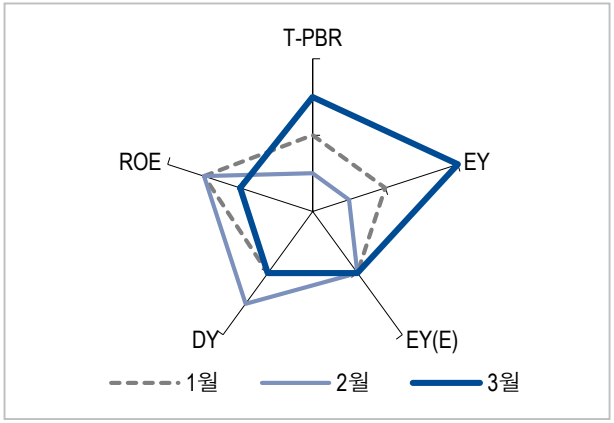
밸류에이션 시그널 지표 구성 요소

Trailing PBR	• 정의: 기업의 과거 (12개월) 순자산 확정치를 기준으로 산출한 주가순자산비율(PBR) • 함의: 장부가치 기준으로 지수 하락에 따른 수준을 평가하기 위한 지표
Earnings Yield & E/Y(E)	• 정의: 기업의 (예상)순이익을 시가총액으로 나눈 값. 주가수익비율(PER)의 역수 개념 • 함의: 지수 조정에 따른 시장의 수익 수준을 평가하기 위해 E/Y 및 E/Y(E) 사용
Dividend Yield	• 정의: 배당수익률(D/Y)이란 기업의 연간 배당금이 현재 주가에서 차지하는 비율 • 함의: 최소한의 안전마진을 투자자에게 제공하며 과매도 국면에서 지수 하방을 지지하는 역할
ROE	• 정의: 기업이 자기자본을 활용해 1년간 얼마만큼의 이익을 냈는지 보여주는 수익성 지표 • 함의: 시장의 퀄리티를 측정하기 위해 사용하며 반등 시 국가별 시기별 상대우위 평가

자료: NH투자증권 리서치본부

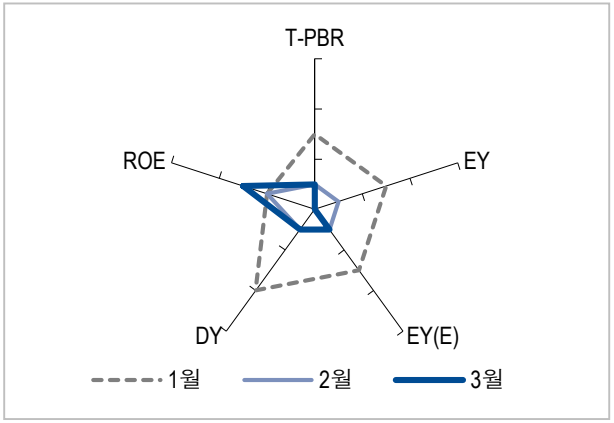
추적 국가 6개국 지수 밸류에이션 시그널 지표 비교

미국: 실적 및 PBR 항목 개선



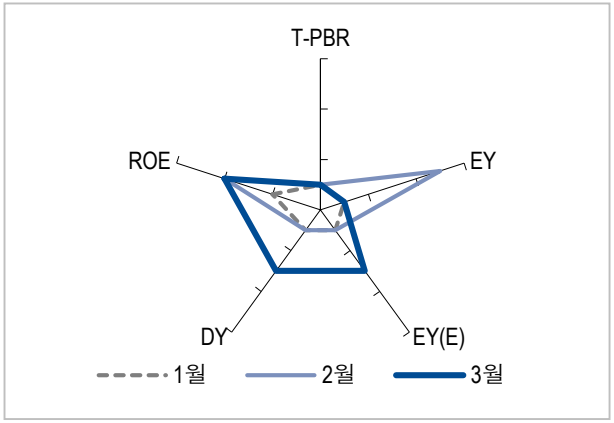
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

유럽: 상승에 대한 부담



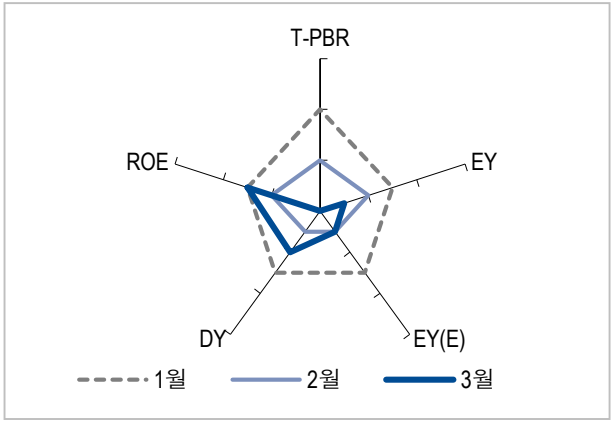
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

일본: 실적 추정치 및 배당 항목 개선



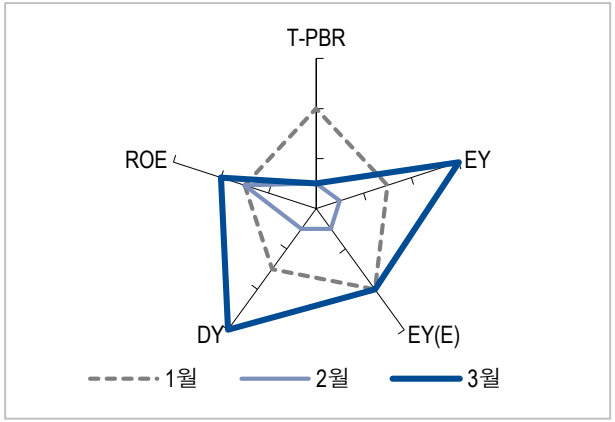
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

중국: ROE, 배당 항목 유지



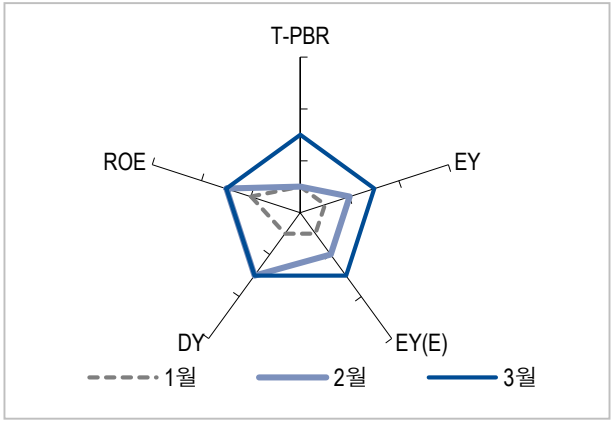
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

한국: 기간 조정을 거치며 전반적 개선



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

인도: 양호한 밸런스



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

4단계 투자 기간 결정: 매크로 시그널 양호, 속도는 감속

- 5개 경제 지표의 래깅을 이용한 매크로 시그널은 투자 기간을 결정하는데 활용
- 방향성 개선은 유효하나 동행지표의 부진이 이어지며 개선 속도는 느려진 상황

매크로 시그널 지표 구성 요소

실질 GDP 성장률	• 정의: 금년의 실질 GDP가 작년보다 얼마나 더 증가 혹은 감소하였는지를 나타내는 지표 • 함의: 해당 국가의 기초 체력과 경기 사이클에 따른 국면을 판단
실업률	• 정의: 경제활동인구 중 일자리가 없는 사람이 차지하는 비중 • 함의: 해당 국가의 economy dynamics 및 총수요 총생산의 방향성을 평가
소매판매	• 정의: 내구재와 비내구재를 포함한 소매업 판매량의 증감률 • 함의: 선진국 GDP 구성에서 비중이 높은 소비 항목을 평가할 수 있는 지표
산업생산	• 정의: 기업이 자기자본을 활용해 1년간 얼마만큼의 이익을 냈는지 보여주는 수익성 지표 • 함의: 시장의 퀄리티를 측정하기 위해 사용하며 반등시 국가별 시기별 상대우위 평가
종합 PMI	• 정의: 구매관리자를 대상으로 기업의 신규주문과 생산 등이 전월 대비 어떻게 변화했는지 질문하여 측정 • 함의: 해당 국가 경기 방향성에 대한 빠른 정보를 제공하는 proxy로 사용

자료: NH투자증권 리서치본부

4단계 국가별 투자 기간 결정: 매크로 시그널 개선 속도 감속

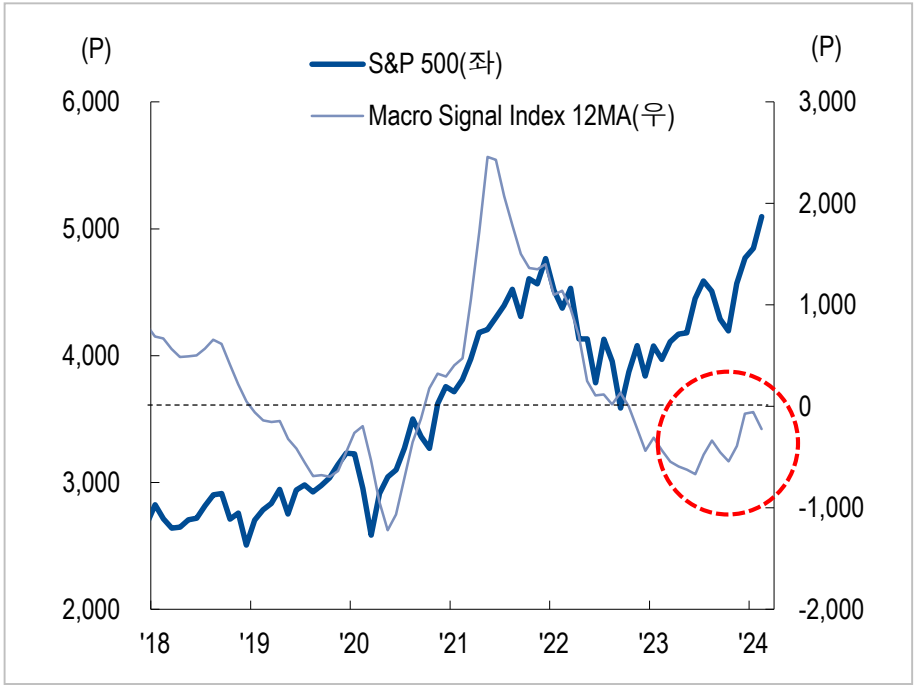
- 미국 매크로 시그널 지표의 구성 요소 점수는 모두 2023년 상반기를 통과하며 반등에 성공. 미국 매크로 시그널 지표의 추세 개선 지속 기대
- 2024년 상반기 경기동행지표 바닥 확인 구간이 이어지며 개선 속도는 전반적으로 감속. 다만 날씨 등에 의한 계절적 요인이 컸기에 개선 지속 전망

미국 매크로 시그널 지표 구성 요소별 점수: 동행지표 부진

Factor	Last	52W AVG	52W High	52W Low	Score
GDP(%)	3.1	2.6	3.1	1.8	★★☆
실업률(%)	3.9	3.7	3.9	3.4	★☆☆
소매판매(%)	0.6	2.6	5.6	0.6	★☆☆
산업생산(%)	0.1	0.0	1.0	-1.0	☆☆☆
PMI(%)	52.5	51.9	54.3	50.2	★★☆

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

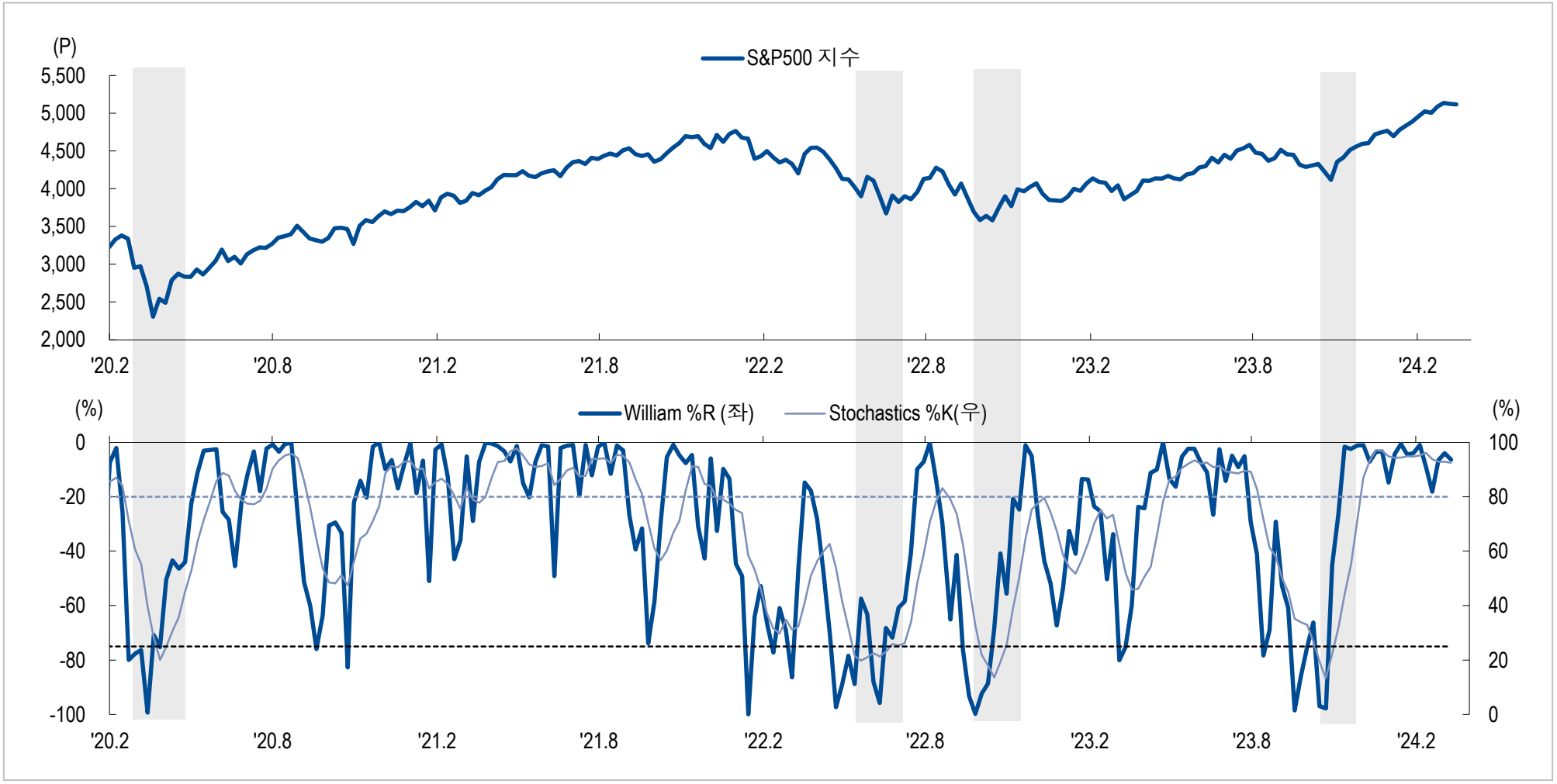
미국 매크로 시그널 지표: 개선 추세 유지



주: 점선 위에서 아래로 전환될 경우 부정적, 아래에서 위로 반등할 경우 긍정적
자료: NH투자증권 리서치본부

5단계 단기 과매도/과매수 평가: 추세 상승 국면에서는 가격 메리트 제한적

센티멘털 시그널 지표: S&P 500 지수 추세 상승 국면 진입에 따라 가격 메리트 제한적



주: 두 개의 지표가 하단의 검정색 점선 아래로 내려갈 경우 과매도 국면, 상단의 파란색 점선 위를 넘어갈 경우 과매수 국면, 회색 음영은 과매도 국면 표기
자료: NH투자증권 리서치본부

두 개의 기둥, 투자와 실적의 선순환

V. 글로벌 국가별 투자포인트

글로벌 전략: 김환
tel 02) 2229-6761 | e-mail hwan.kim@nhqv.com

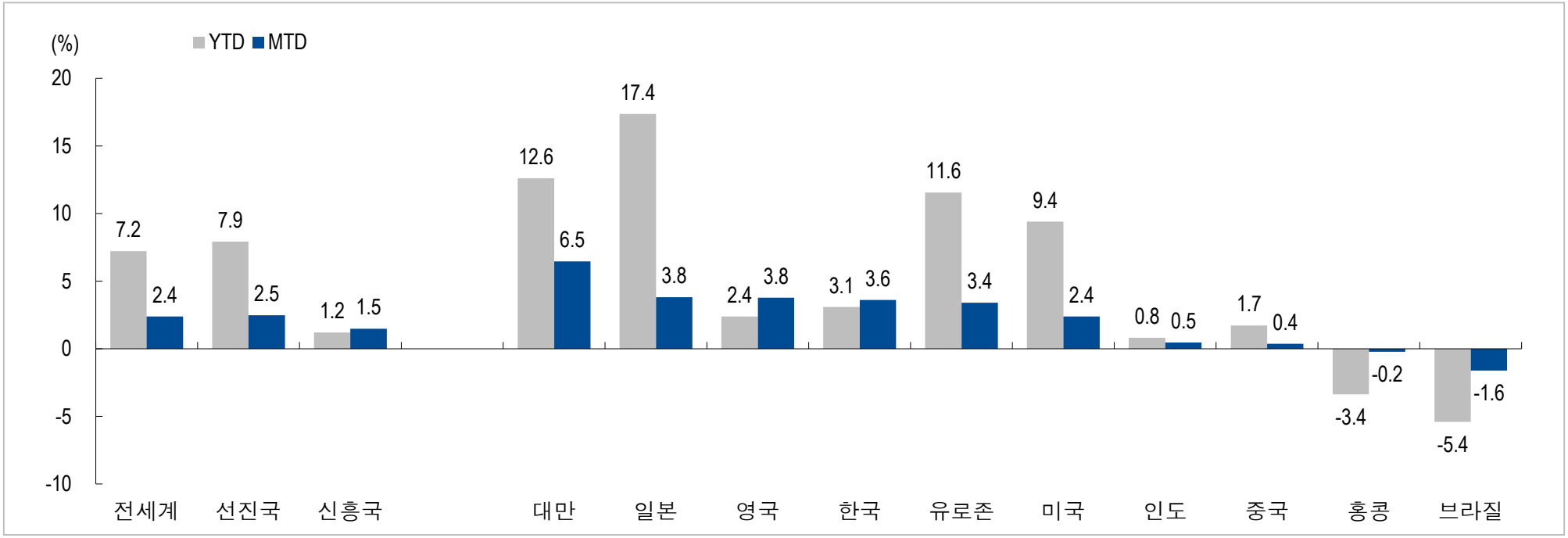
글로벌 전략/중국: 박인금
tel 02) 2229-6168 | e-mail PiaoRenjin@nhqv.com

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

[리뷰] <글로벌>: 통화정책 불확실성, 일단 소화

- 3월 글로벌 주식시장은 반등세를 지속. 권역별로는 선진국이 신흥국 대비 소폭 아웃퍼폼
- 신흥국 내 대만 및 한국 주식시장은 상대적으로 견조했지만 중국 주식시장의 상승폭은 축소
- 반면 선진국 주식시장은 일본 주식시장이 다시 견조한 흐름을 보인 가운데, 유럽 및 미국 주식시장도 통화정책 불확실성 완화로 반등세 시현

주요 권역 및 국가별 주가 상승률



주: 3월 25일 종가 기준
자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

[전망] <글로벌>: 레벨 부담, 실적 모멘텀 대기 중

- MSCI ACWI 월간 예상 밴드: 750~ 820P
- 4월부터 1분기 실적 시즌이 시작될 예정. 주가 레벨 부담이 높아진 상황에서 실적 모멘텀이 재개될 것인지 여부가 중요. 미국의 1분기 실적은 전년 대비 4.5% 성장했을 것으로 예상
- 한편 중국의 경우 펀더멘털 부진을 재확인할 수 있음. 이에 신흥국보다는 선진국의 실적 모멘텀이 다시 부각될 수 있는 시점. 견고한 펀더멘털을 반영하며 선진국 주식시장의 완만한 반등세가 이어질 것으로 예상

4월 글로벌 주식시장 주요 이벤트

4/10

미국 3월 물가지표

- 2월 미국 CPI 상승률은 +3.2% y-y로 전월비 반등. 핵심 서비스업의 느린 물가 둔화세 재확인
- 클리블랜드 연은에 따르면 3월 헤드라인과 코어 CPI는 각 전년비 +3.3%, +3.7% 상승 전망

4월 중

미국 기업 1Q 실적 발표

- 1분기 순이익 컨센서스는 + 4.5% y-y
- Top5 빅테크 기업들의 순이익은 전년 대비 35.9% 성장 전망. M7의 경우는 +38.3% y-y로, 견조한 이익 기여도 재확인 예상

4월 중

중국 1분기 성장률 및 정치국 회의

- 지난 4분기 성장률 +5.2% y-y. 올해 1분기 전망치는 블룸버그 기준 +4.3% y-y
- 중앙정치국 회의는 경제에 중점 두고 향후 정책 방향 등 제시. 올해 5% 대 성장률 제시한 바, 경기 부양책 발표 가능성

4/30~5/1

미국 4월 FOMC 회의

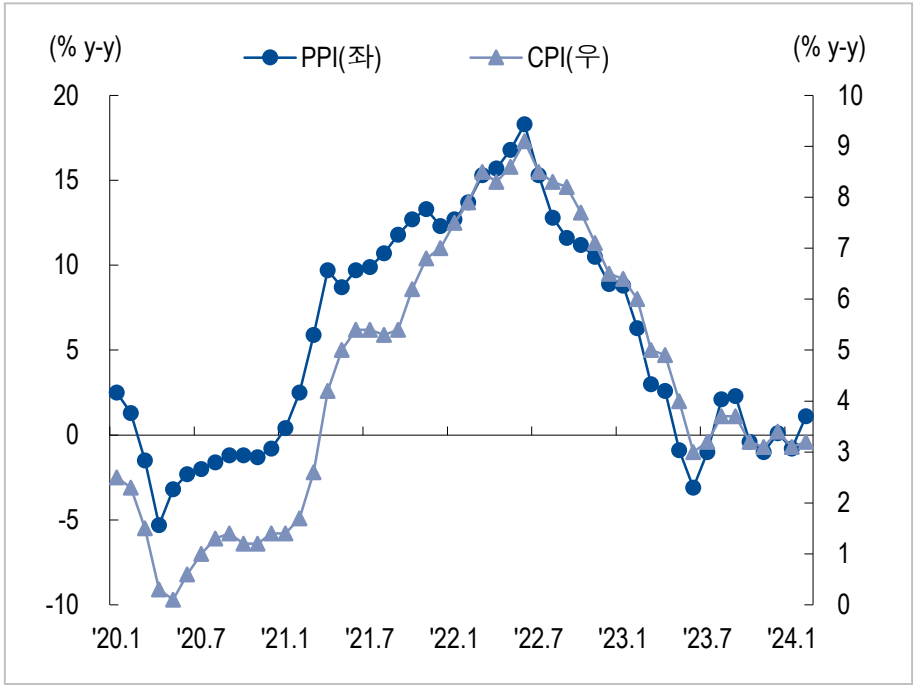
- 금융시장에 반영된 5월 금리 인하 확률은 12% 수준. 견고한 경기와 느린 물가 둔화세 영향
- 최근 파월 의장은 연설에서 연내 금리 인하를 긍정. 반면 경기 침체 가능성은 일축. 4월 회의에서 연준의 경기 관점 주목할 필요

주: 현지시간 기준
자료: NH투자증권 리서치본부

[리뷰] <미국> S&P500: 비둘기파적이었던 FOMC 회의

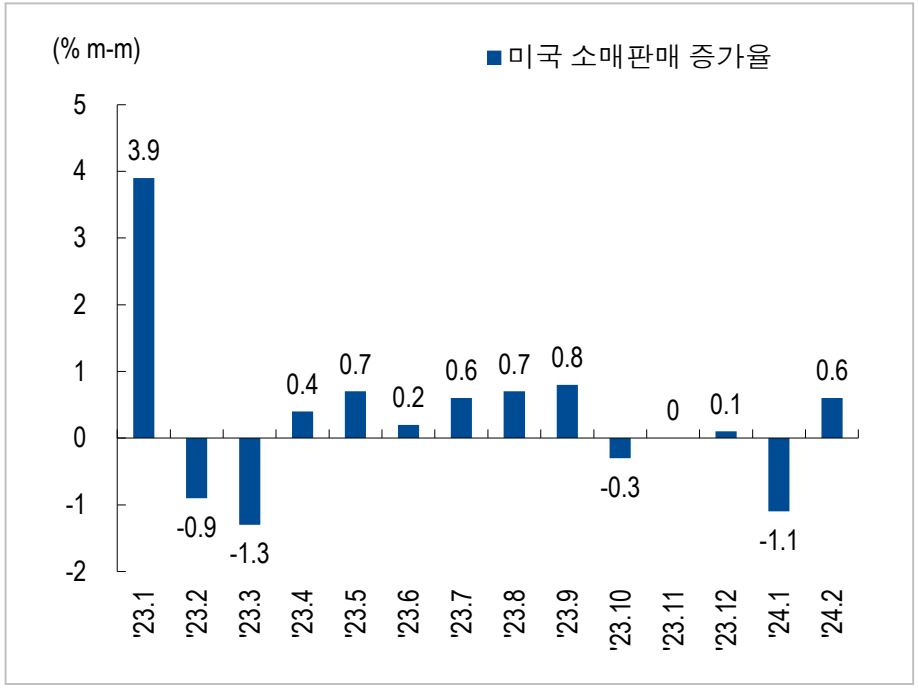
- 2월 미국 생산자 물가지수가 예상치를 큰 폭 상회하면서, 연준 금리 인하 시점 지연(6월 → 하반기) 및 연내 금리 인하 횟수 축소(3회 → 2회) 우려감 확대. 다만 3월 FOMC에서 올해 금리 점도표 동결. 이에 시장은 다시 반등세로 전환
- 미국 소비 지표가 예상치 하회하면서 높아진 금리 레벨에 따른 경기 둔화 우려 부각. 업종별로 유틸리티, 필수소비재, 소재 등 방어주 성향의 산업 주가 상승 두드러짐

미국 생산자 물가지수 1.6%로 컨센서스(1.1%) 큰 폭 상회



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미국 소매판매 증가율 0.6% 컨센서스(0.8%) 하회

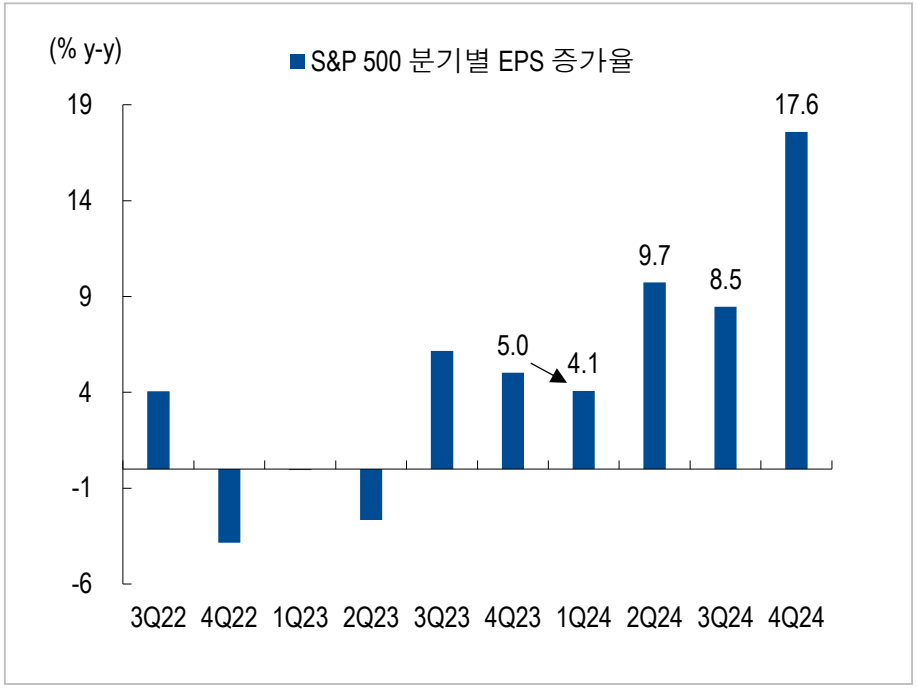


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

[전망] <미국> S&P500: 5월 FOMC 회의, 긴축정책 휴지기 확인

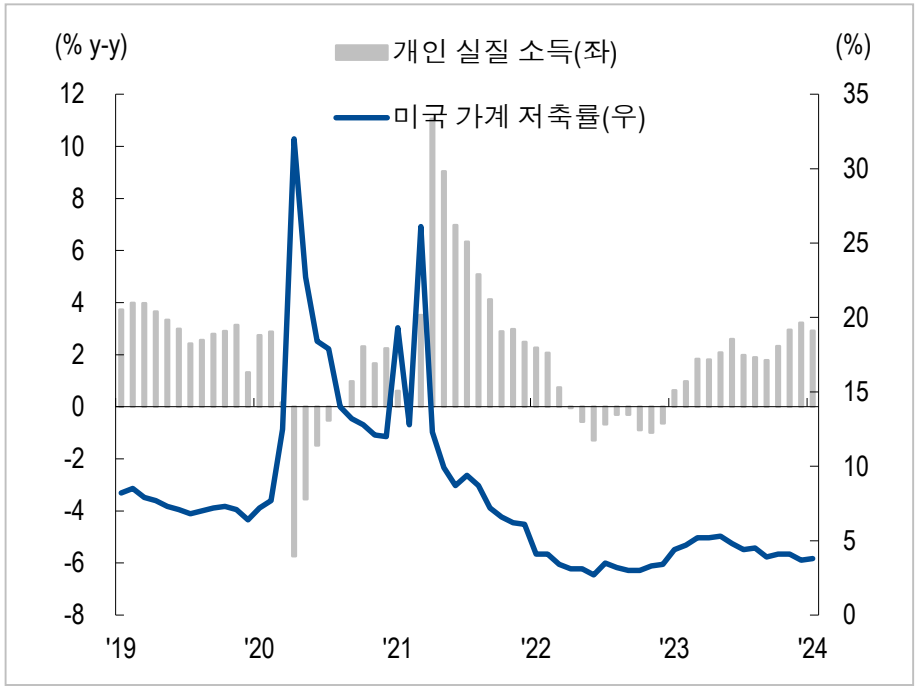
- S&P500 월간 예상 밴드: 4,950~5,400P
- 4월은 미국 1분기 실적 시즌 시작. 팩셋 컨센서스에 따르면 1분기 S&P 500 EPS 전망치는 전년 대비 4.1% 증가할 것으로 전망. 특히 커뮤니케이션, 테크, 자유소비재의 경우 전년 대비 순이익 15% 이상 증가 예상
- 미국 소비의 급격한 둔화 가능성이 낮다는 점과 물가 안정화 추세 또한 유지되고 있다는 점에서 연준의 급격한 정책 전환 가능성은 적을 것. 미국의 견조한 내수와 성장 산업 투자 확대에 기반한 주가의 우상향 흐름 이어질 것으로 판단

2024년 1분기 실적 시즌 시작, 낮아진 눈높이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미국의 견조한 소득에도 가계 저축률 여전히 낮은 수준

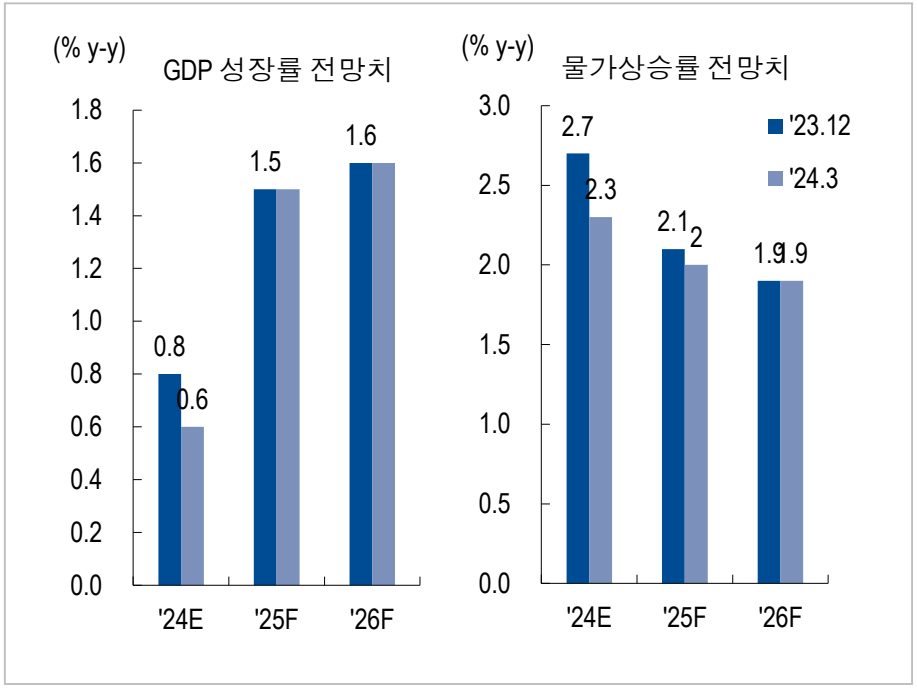


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

[리뷰] <유럽> STOXX50: 6월 기준금리 인하에 무게

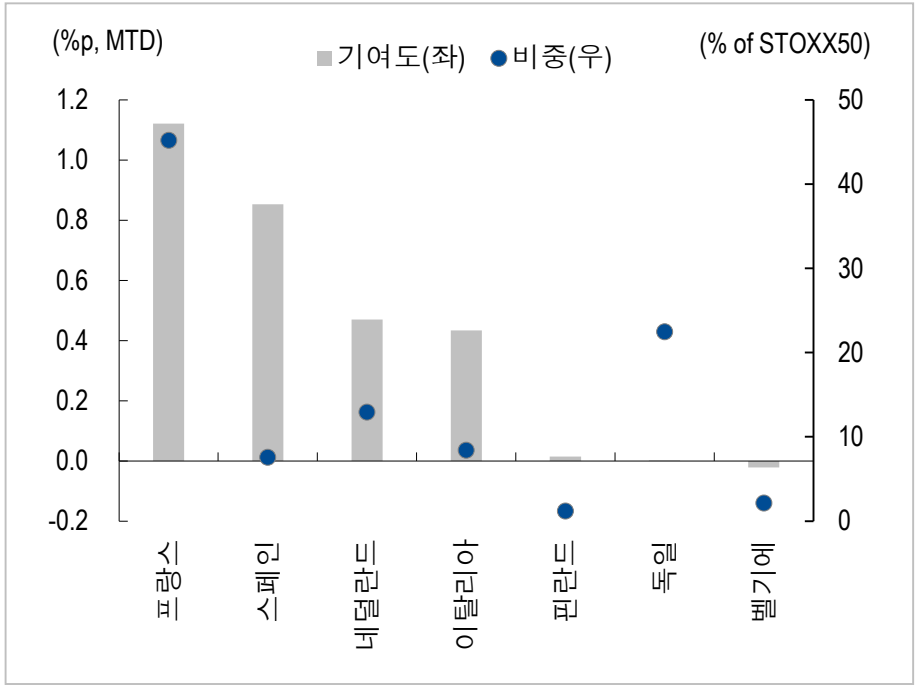
- 3월 유로존 주식시장은 금리 인하 기대감 확대에 강세 시현. ECB는 금월 통화정책회의에서 올해 유로존의 성장률 전망치와 물가상승률 전망치를 각각 작년 12월 전망치 대비 하향 조정. 이에 유로존 기준금리 인하 기대감 재차 확대
- 라가르드 ECB 총재가 6월 인하 가능성을 시사한 바, 6월 기준금리 인하에 무게. 한편 유로존 내 국가별 주식시장은 차별화 흐름 지속. 프랑스, 스페인 등이 전체 유로존 주가지수 상승 견인

ECB, 올해 성장률 전망치와 물가 전망치 동시 하향



자료: ECB, NH투자증권 리서치본부

STOXX 50 지수 내 프랑스, 스페인의 상대적인 강세

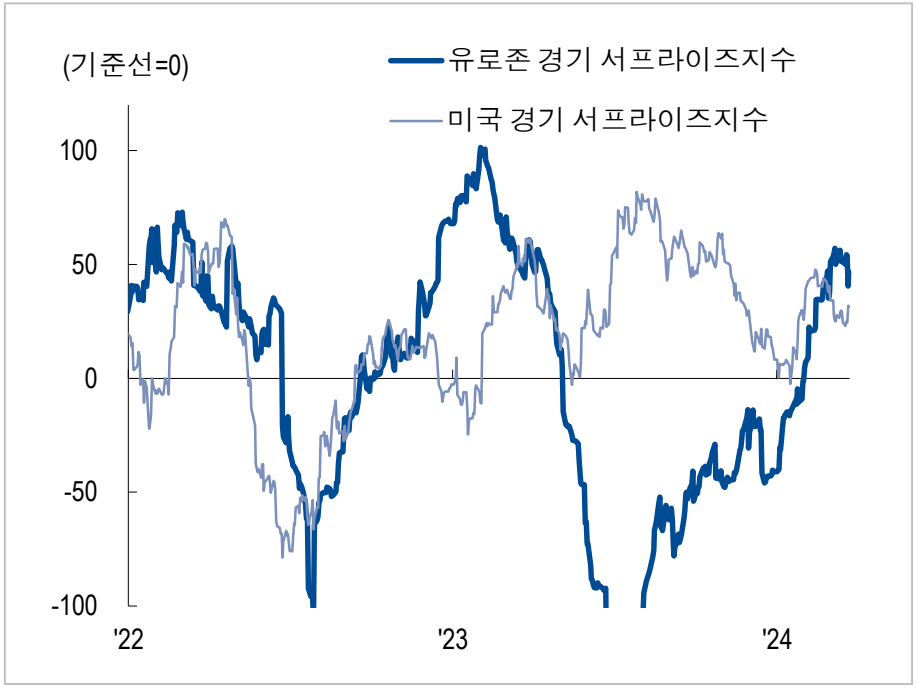


주: 3월 22일 종가 기준
자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

[전망] <유럽> STOXX50: 여전히 느린 펀더멘털 회복세

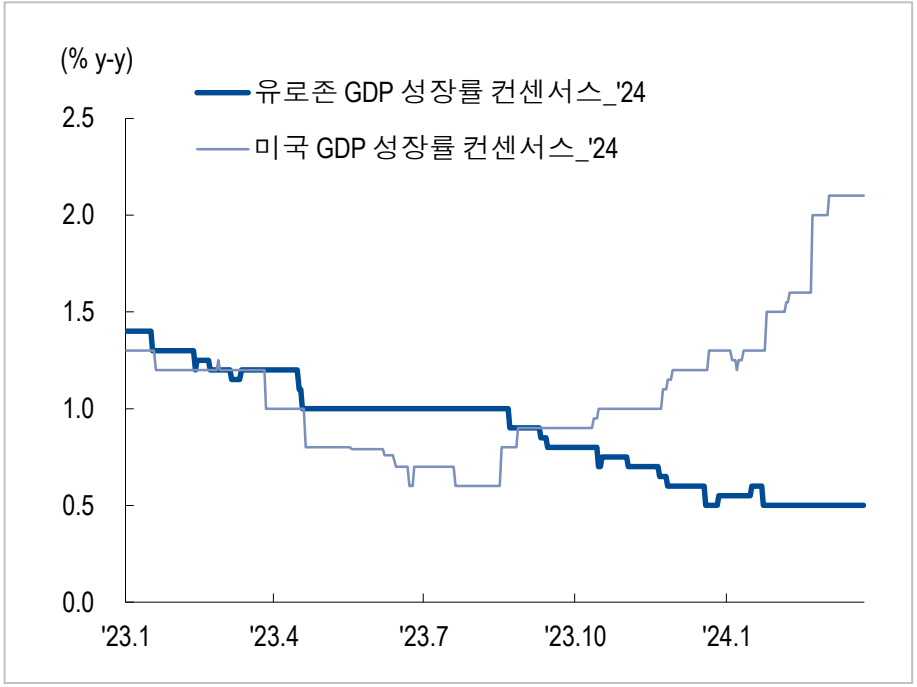
- STOXX50 월간 예상 밴드: 4,750~ 5,250P
- 최근 유로존 경기 서프라이즈 지수의 반등세가 지속. 시장 기대보다 경제지표의 개선폭이 더 크게 나타나고 있음을 의미. 주요 경제지표의 바닥 통과 등 유로존 경기 저점 통과는 긍정적
- 다만 유로존 GDP 성장률 컨센서스가 지속 하향되는 등 전반적인 유로존 경기 회복에 대한 기대는 여전히 부진한 상황. 펀더멘털에 대한 회복세가 여전히 느리다는 점에서 유로존 주식시장의 반등 탄력은 제한될 가능성 높음

유로존 경기의 눈높이는 높아지고 있지만



자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

유로존의 전반적 성장에 대한 기대는 부진

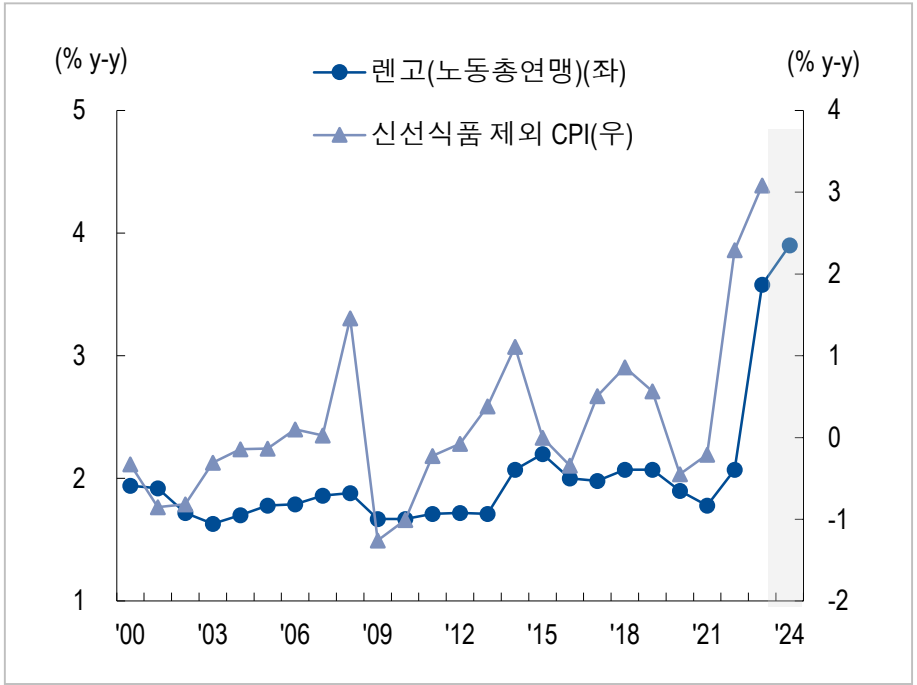


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

[리뷰] <일본> TOPIX: BoJ 정책 전환, 그러나…

- 3월 회의에서 BoJ는 마이너스 기준금리와 YCC 정책 종료 발표. 다만 정책 정상화가 시장에 상당 부분 반영되었었기에 전반적인 주식시장에 미치는 영향 제한적이었음
- 춘투 임금협상에서 각 분야 대기업들이 임금 인상 요구안을 빠르게 수용. 이에 31년 내 최대 임금 인상률에 대한 기대감 고조. 일본경제연구센터의 서베이 결과, 일본 내 최대 노동조합 렌고의 올해 평균 춘투 임금 인상 전망치는 3.9%

올해 렌고(Rengo) 춘투 임금 인상율 전망치는 3.9%



자료: 일본노동정책연구 연수기구, 일본경제연구센터, NH투자증권 리서치본부

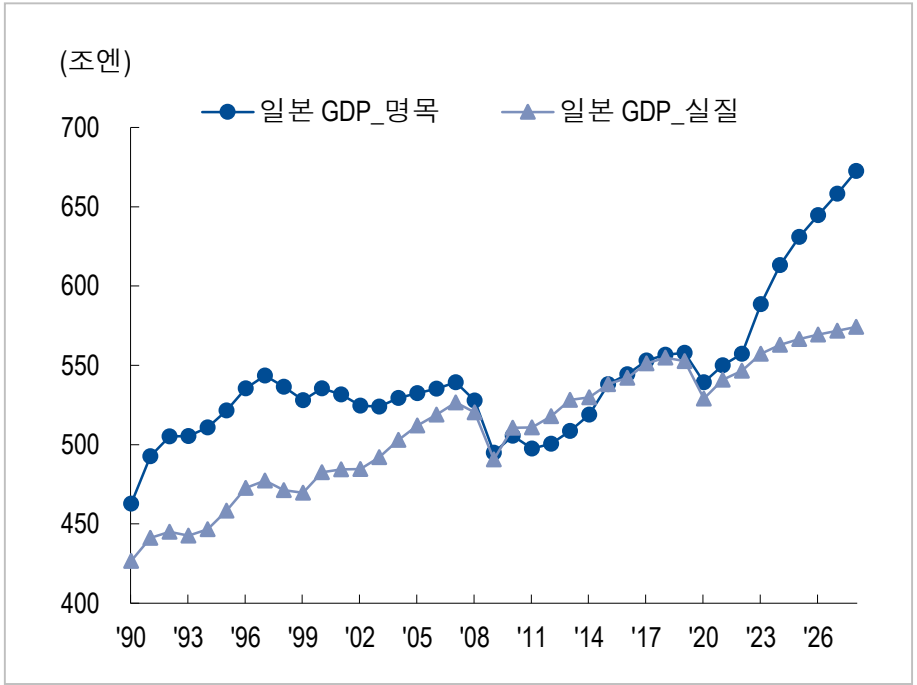
BoJ 정책 전환에도 불구 영향은 제한적

자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

[전망] <일본> TOPIX: 통화정책 정상화 충격 장기화 가능성 낮음

- TOPIX 월간 예상 밴드: 2,700~2,950P
- 과거 YCC 정책의 금리 상단을 상향할 때, 단기 충격이 발생했지만 점차 금융시장은 기존 추세로 회귀. 점진적 정책 정상화를 확인할 경우 시장에 미치는 영향은 점차 약화될 것으로 예상
- BoJ의 연내 추가 긴축은 어려울 전망. 일본 주식시장은 이를 소화하며 안정적인 흐름 보일 것으로 예상

실질 GDP 대비 명목 GDP의 더 큰 폭 성장



자료: IMF, NH투자증권 리서치본부

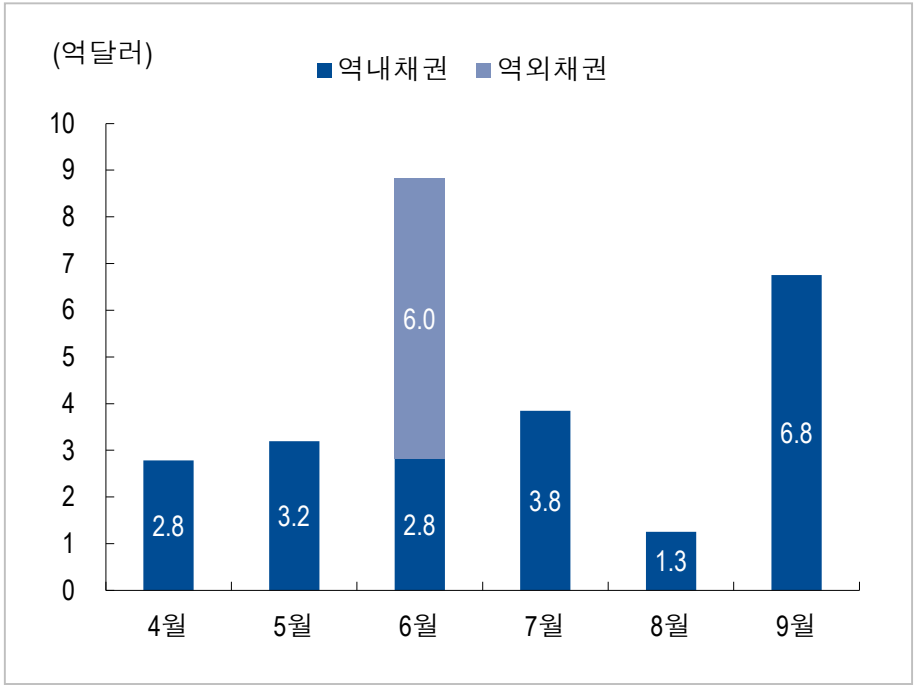
과거 YCC 밴드 확대 시 단기 충격 후 기존 경로로 회귀

주: YCC 금리 변경은 장기물 금리 타깃 상단 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

[리뷰] <홍콩> H지수: 부동산 기업(반케) 유동성 위기 일단락

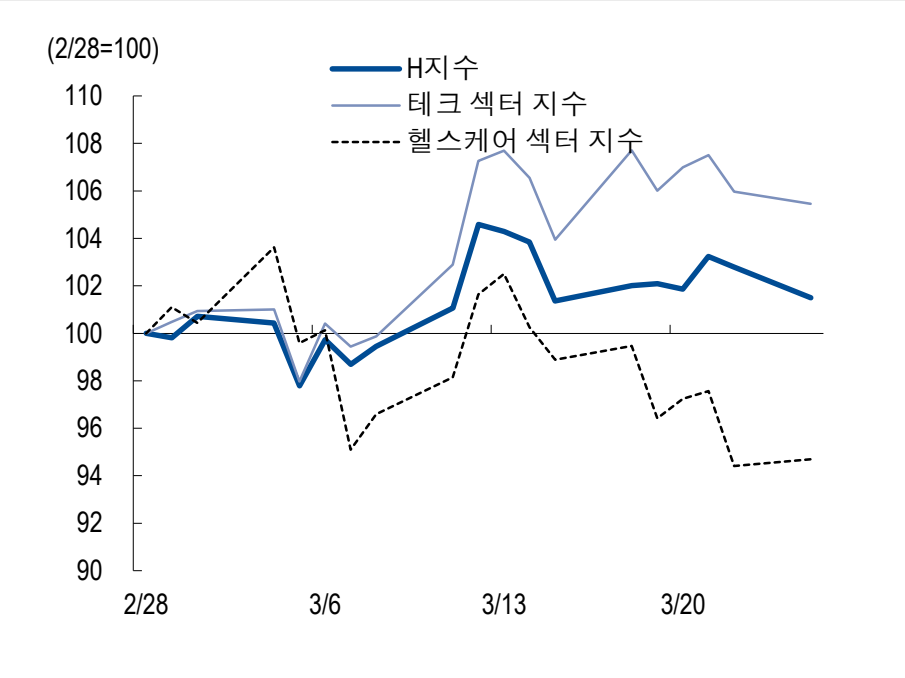
- 3월 홍콩 H지수는 테크 섹터 주도 하에 비교적 강세 시현. 이는 샤오미 전기차 출시 임박, AI+ 정책 기대감 등에 기인한 것으로 판단
- 유동성 위기를 겪고 있는 중국 대형 부동산 디벨로퍼 반케가 6.3억달러 규모의 달러채를 조기 상환하면서 부동산 기업 디폴트 우려 일부 완화. 이외에도 중국 정부는 대형 은행에 반케에 대한 자금 지원 강화와 민간 채권 보유자들에게 만기 연장 논의를 요청

중국 반케 '24년 만기 도래 예정 채권 규모



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

생물보안법 우려로 인한 홍콩 헬스케어 섹터 약세

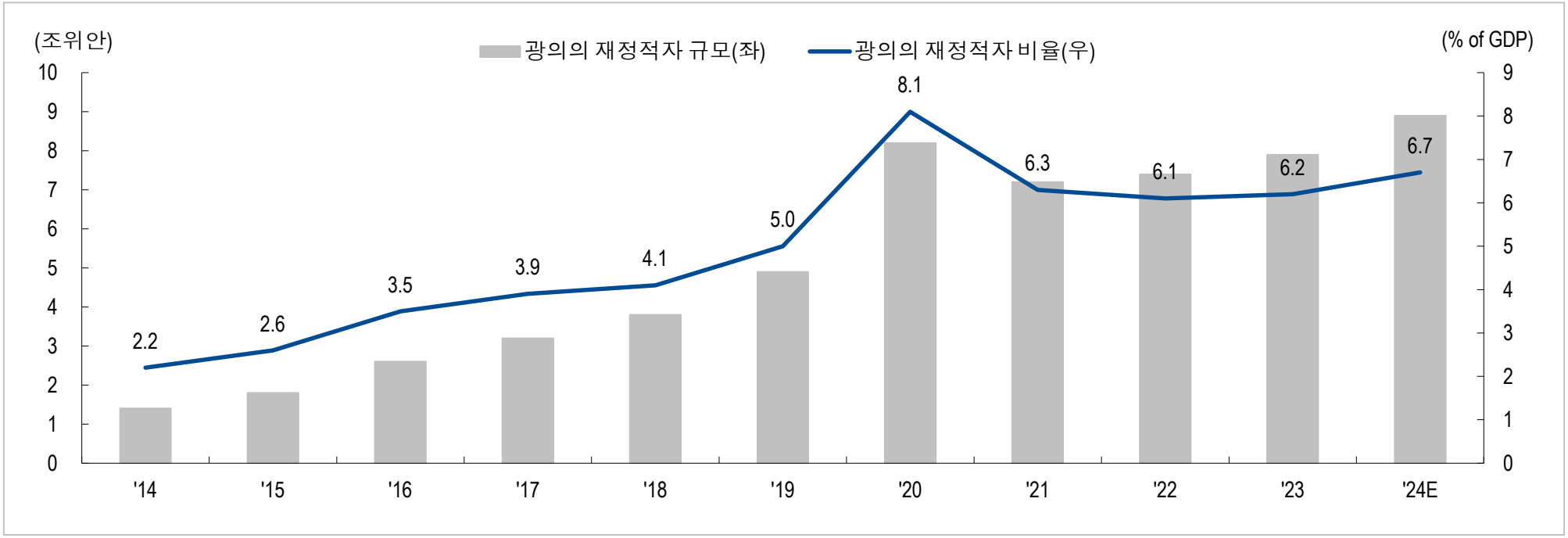


자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

[전망] <홍콩> H지수: 미국의 다방면적인 중국 제재는 상단을 제한

- 홍콩 H지수 월간 예상 밴드: 5,500~6,000p
- 중국 정부는 가계 부문의 과잉 저축을 채권 시장으로 유도하여 재정 부양 자금을 마련할 전망. 중국 정부는 '대규모 설비 교체 및 소비품 이구환신 액션플랜'을 발표. 해당 정책 시행에 따라 연간 소매판매 1.2%p, 고정자산투자 1.0%p 제고될 전망
- 하방 리스크 요인이었던 부동산 기업(반케) 유동성 위기는 일단락. 다만 바이오, AI, 조선업 등 미국의 다방면적인 대중국 제재는 지수 상단을 제한하는 요인

2024년 광의의 재정적자 비율은 6.7%에 달할 전망

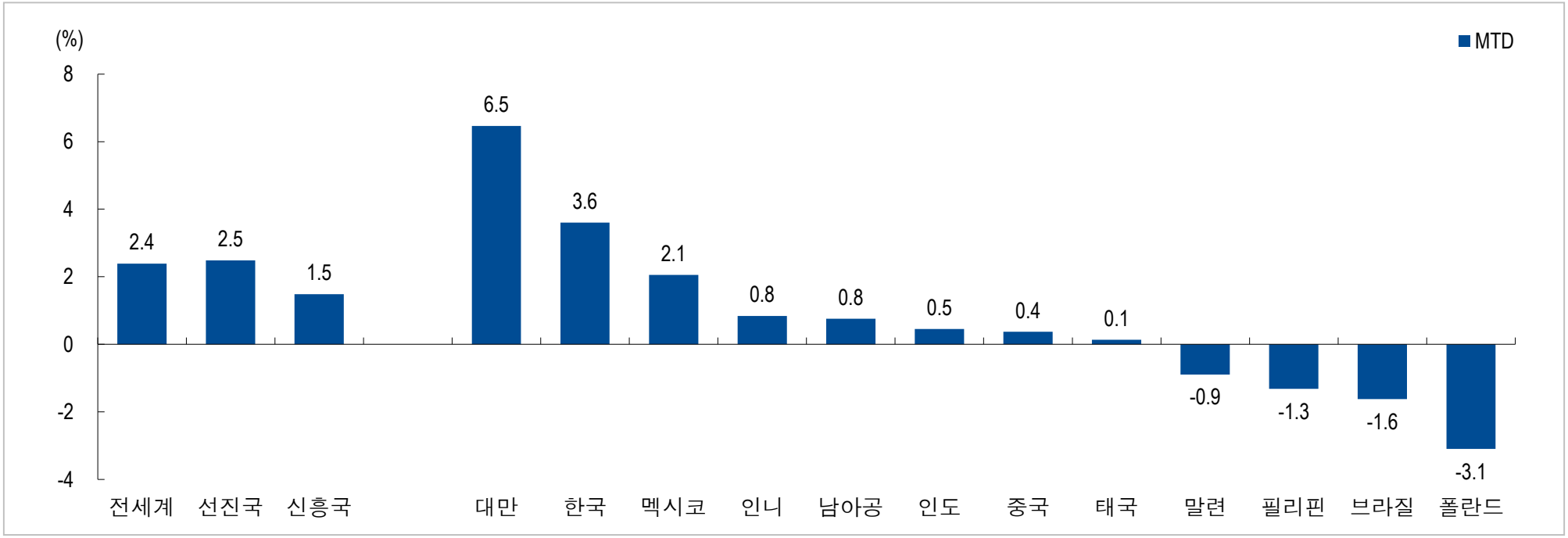


주: 광의의 재정적자비율=(일반공공예산 적자+신규 특수채+특별국채)/GDP
자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

[리뷰] <신흥국> MSCI EM: 대만 주식시장의 반등

- 3월 신흥국 주식시장은 완만한 반등세 시현. 이는 대만 및 한국 주식시장의 반등 때문. 중국 주식시장 또한 반등했지만 그 폭은 둔화
- 특히 AI 모멘텀 지속에 TSMC와 대만 반도체 소부장(소재, 부품, 장비) 기업 주가가 강세를 보였음. 또한 글로벌 수요 개선, 달러지수 레벨 하향은 신흥국 주식시장에 긍정적으로 작용

주요 권역 및 국가별 주가 수익률

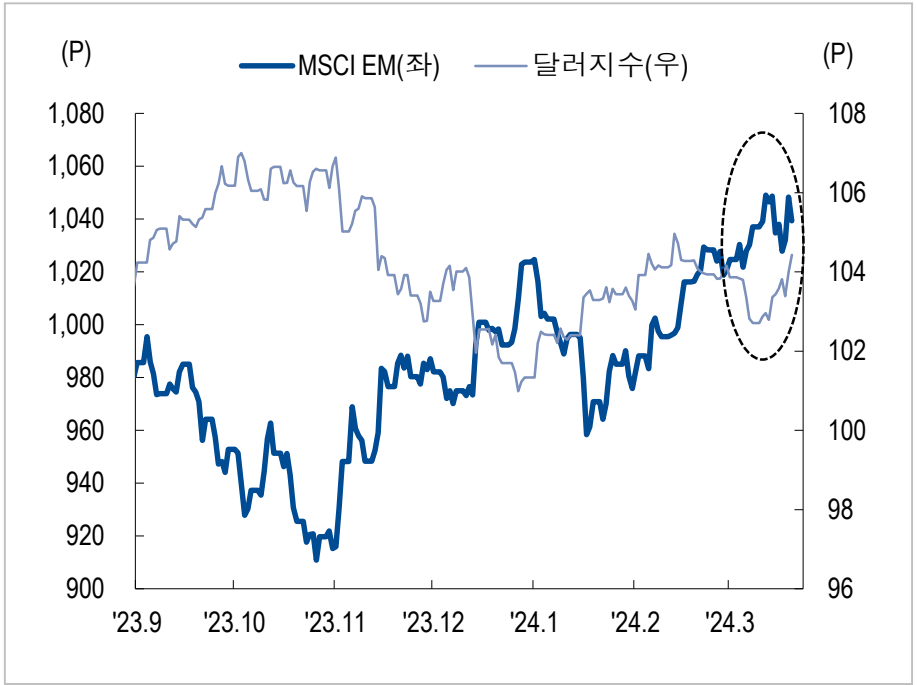


주: 3월 25일 종가 기준
자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

[전망] <신흥국> MSCI EM: 국가별 차별화된 접근 필요

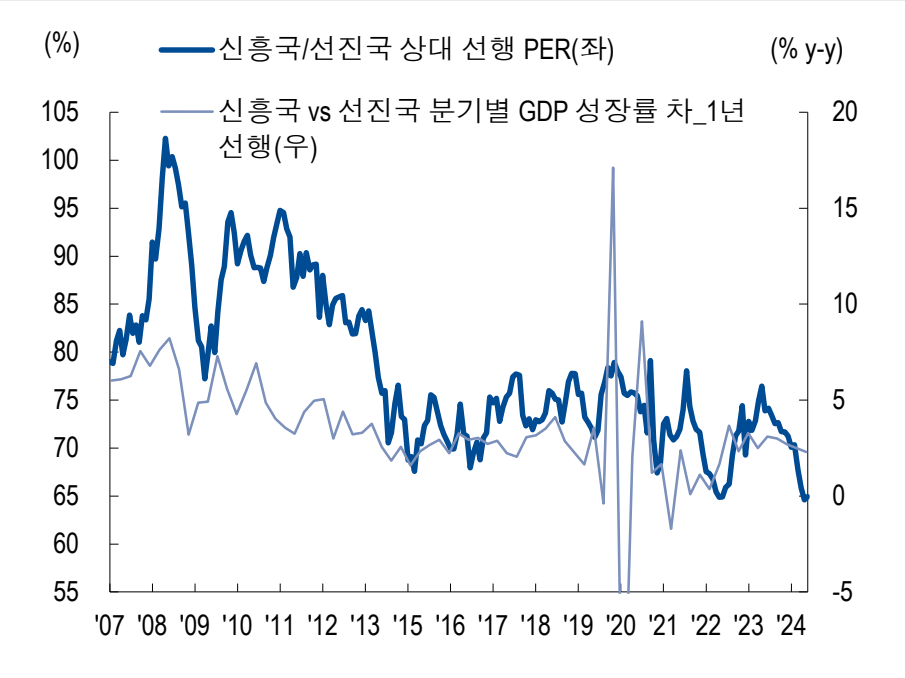
- MSCI EM 월간 예상 밴드: 980~1,100P
- 통상 선진국과 신흥국 GDP 성장률 차 확대 시 신흥국 주식시장이 선진국을 아웃퍼폼. 그러나 현 시점에서는 중국 경기 회복이 더디게 진행되면서 선진국과 신흥국 GDP 성장률 차가 축소될 것으로 예상
- 이에 따라 신흥국 대비 선진국 주식시장이 우위 유지할 것으로 예상. 신흥국 전반적 주가 모멘텀이 크지 않다는 점에서 국가별 차별화된 접근이 필요

달러지수 레벨 하향은 신흥국 주식시장에 호재



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

신흥국과 선진국 GDP 성장률 차 축소

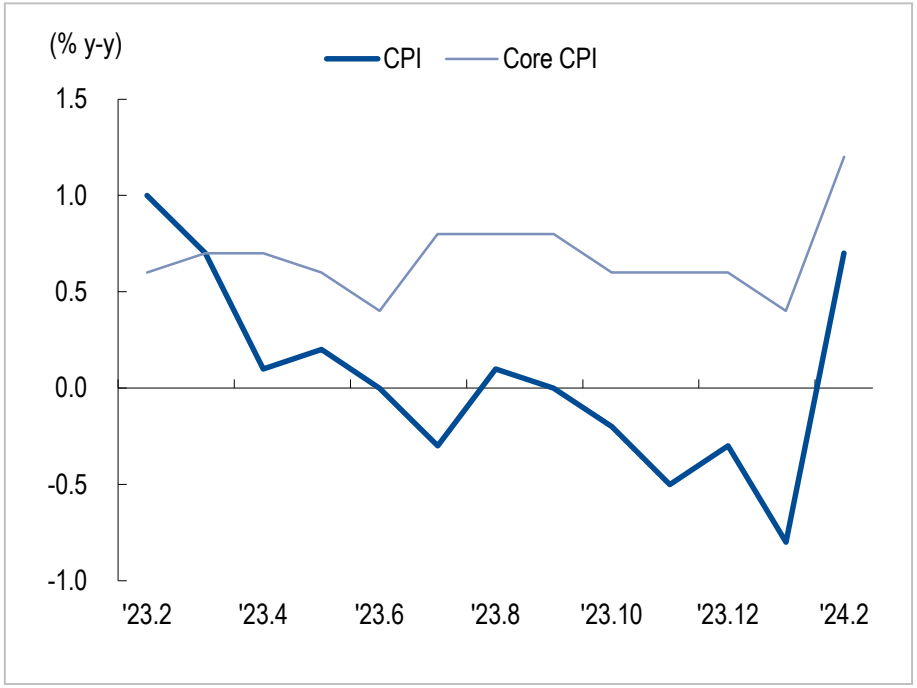


주: 2024년 분기별 GDP 성장률은 Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Refinitiv, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

[리뷰] <중국> 상해종합지수: CPI 상승률 플러스(+) 전환

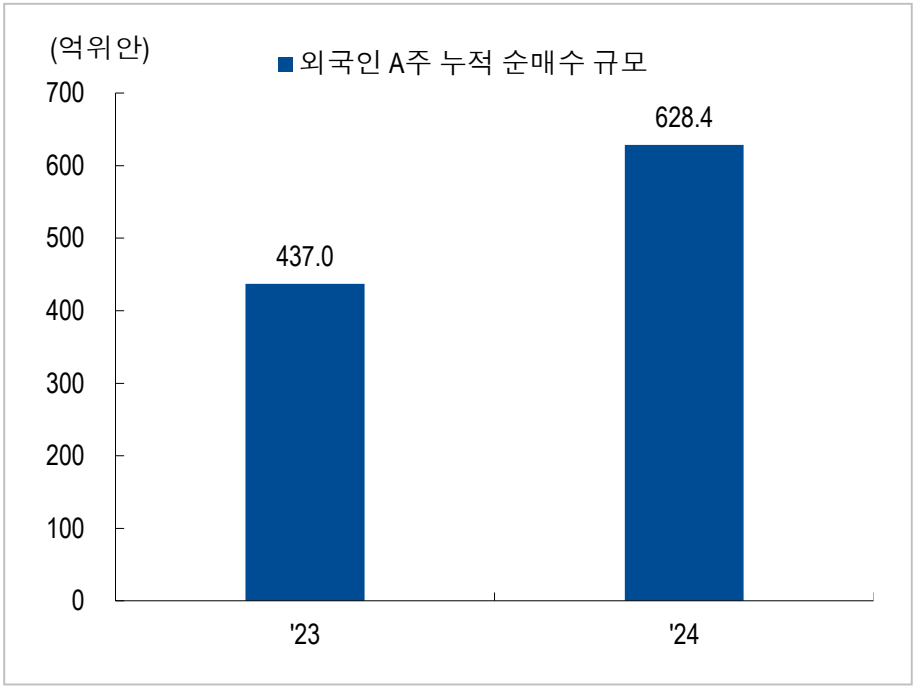
- 2월 중국 상해종합지수는 디플레이션 우려 완화되면서 강세 시현. 2월 중국 CPI는 전년 동기 대비 0.7%(전월치: -0.8%) 상승하면서 4개월 만에 플러스(+) 전환 성공
- 한편 3월 개최된 양회에서는 GDP 성장률 5.0% 내외, CPI 상승률 3.0%, 도시 조사 실업률 5.5% 등 시장 컨센서스에 부합한 경제 목표를 제시. 대규모 부양책이 없었음에도 불구 외국인 자금 지속 순유입된 점이 주식시장에 긍정적 요인으로 작용

중국 CPI 상승률 4개월만에 플러스(+) 전환



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

'24년 1~3월 외국인 A주 순매수 규모 '23년 연간규모 상회

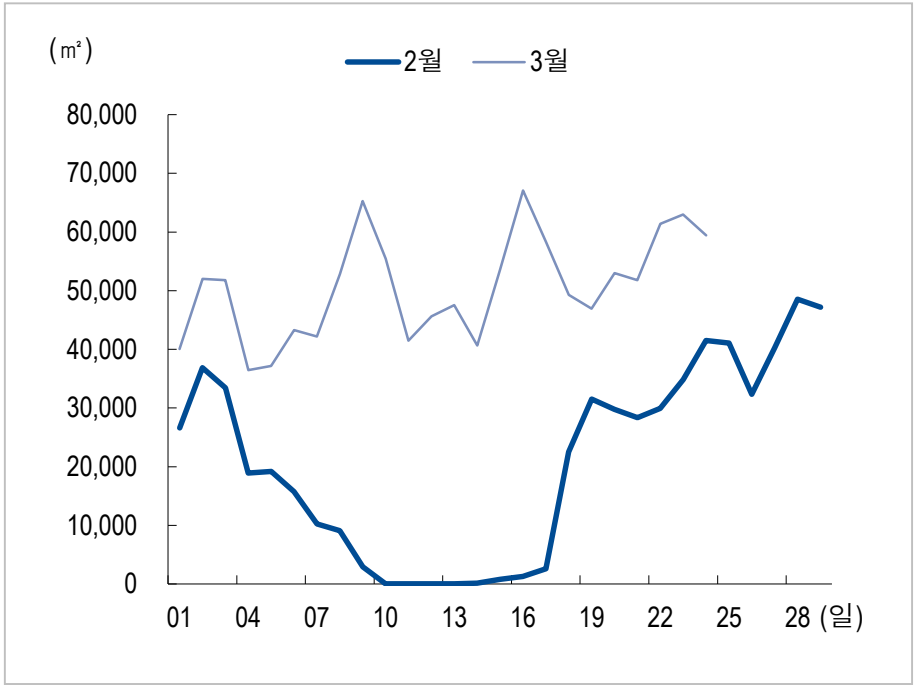


자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

[전망] <중국> 상해종합지수: 낙폭 과대주 중심의 순환매 장세 예상

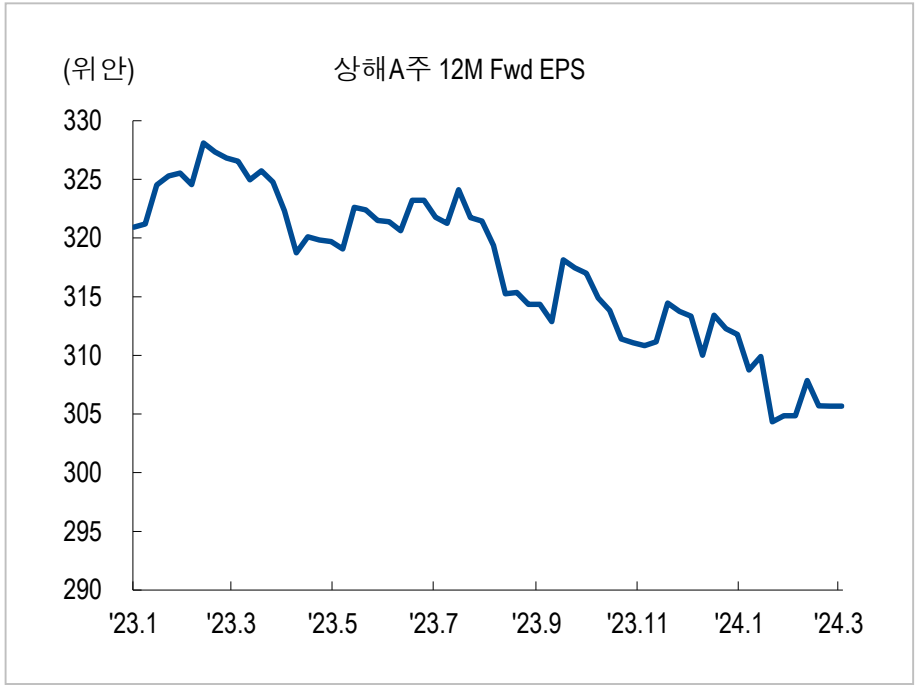
- 상해종합지수 월간 예상 밴드: 2,800~ 3,250P
- 기업 및 개인 예금 스프레드, 물가, 1선 도시 중고 부동산 거래 등 지표 회복되면서 중국 경기 저점 통과 확인. 다만 주택 수요 회복 여부에 대한 시장 의구심 여전히 존재
- 다수 성장 업종 공급 과잉에 따른 단가 하락 우려에 1분기 A주 어닝쇼크 가능성 높음. 실제로 2024년 A주 기업실적 예상치는 하향조정 지속. 4월 낙폭 과대주의 순환매 장세가 연출될 전망

3월 상하이 중고 부동산 거래 회복



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

기업 실적 하향 조정

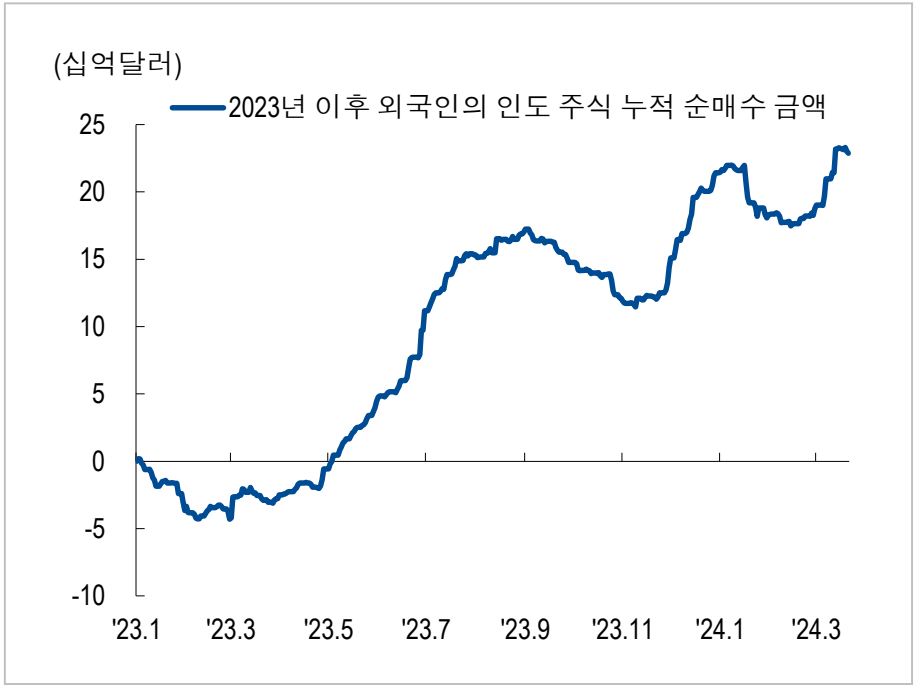


자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

[리뷰] <제조업 신흥국>: 아시아 제조업 신흥국 중심 주가 강세

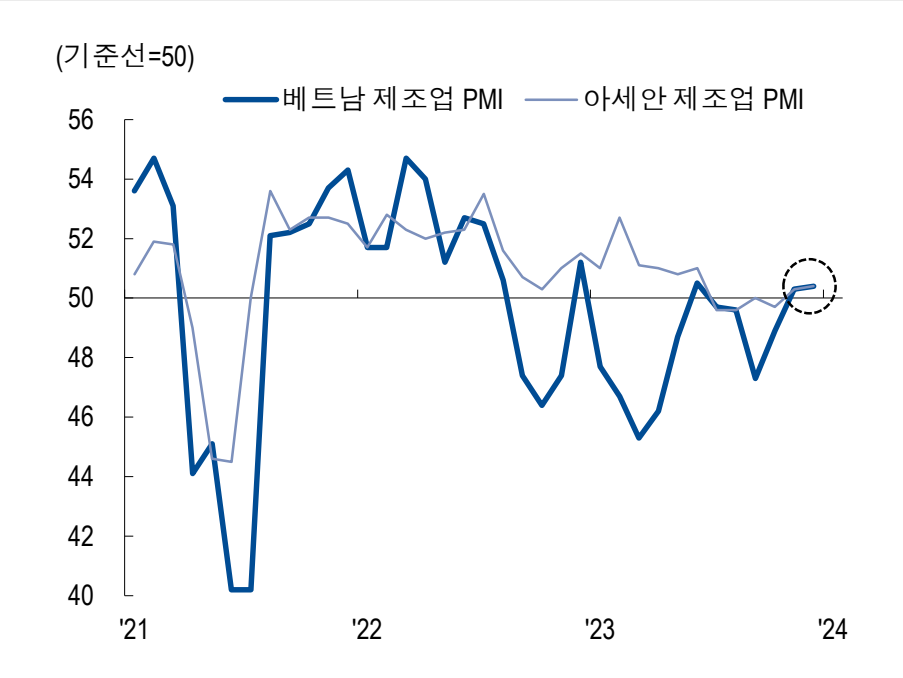
- 3월 제조업 신흥국 주식시장은 대체적으로 양호한 흐름을 기록. 인도의 경우 신용평가사 피치(Fitch Ratings)는 인도의 FY24/25 GDP 성장률 전망치 상향 조정. 이에 인도 주식시장 내 외국인 투자자 수급이 개선되며 주가 상승세 지속
- 베트남의 경우 제조업 PMI지수가 2개월 연속 기준선(50)을 상회하는 등 경기 회복 기대감에 주가 반등을 이어감

인도 주식시장은 외국인의 자금 유입 기록 중



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

베트남 제조업 PMI는 2개월 연속 50선을 상회

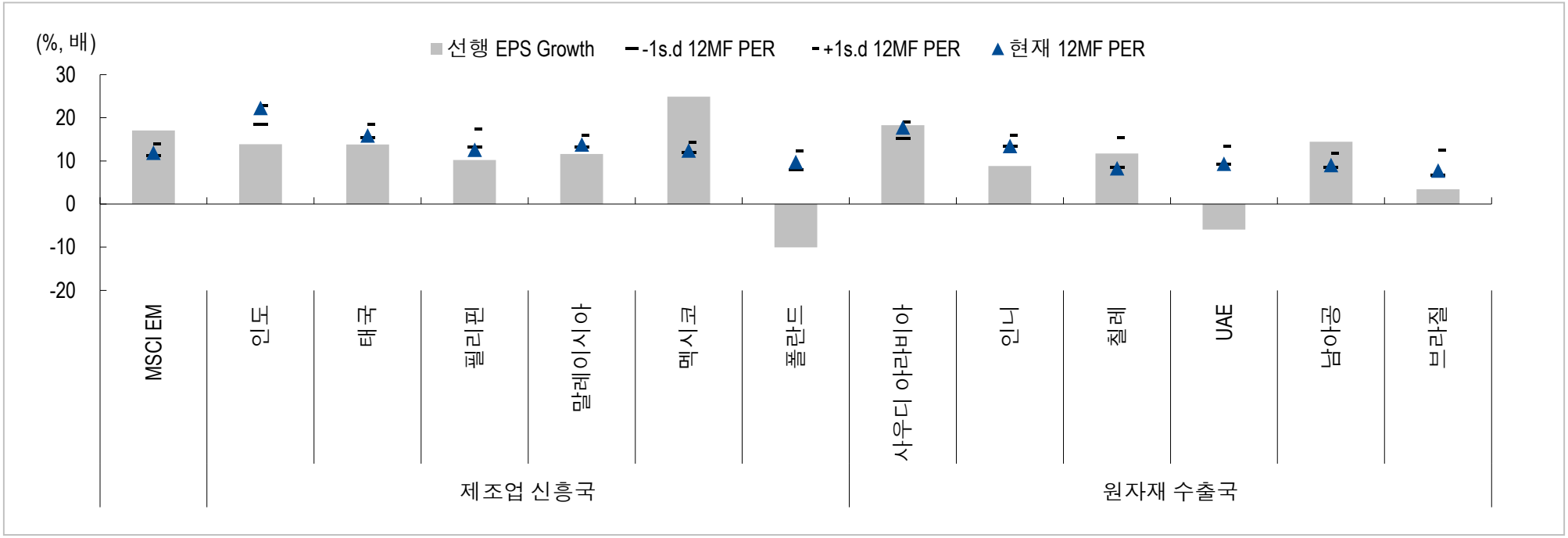


자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

[전망] <제조업 신흥국>:상대적으로 양호한 실적 개선 예상

- 제조업 신흥국(인도 Nifty50) 월간 예상 밴드: 21,000~23,000P
- 동유럽(폴란드)을 제외한 주요 제조업 신흥국은 상대적으로 양호한 실적 개선이 예상되고 있음
- 반면 원자재 수출국 내 실적 개선 차별화 있으나 실적 개선폭이 크지 않음. 따라서 원자재 수출국 대비 멕시코 및 인도 등의 아시아 제조업 신흥국을 선호하는 기존의 투자의견 유지

신흥국 내 실적 전망치 및 밸류에이션 차별화, 제조업 신흥국은 상대적으로 양호

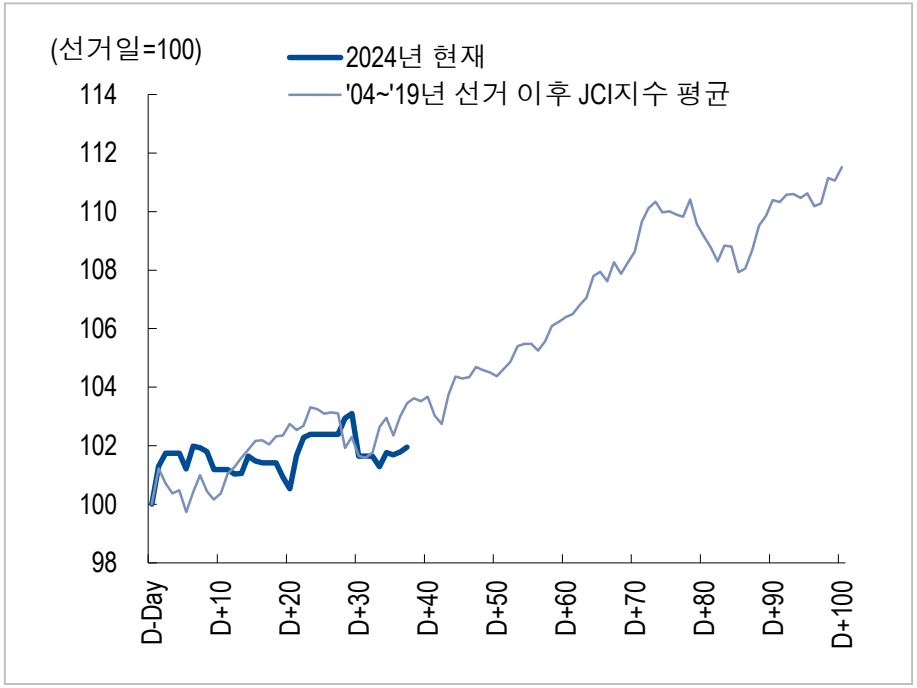


주: 각국 MSCI 지수 기준
자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

[리뷰] <원자재 수출국>: 권역 내 주가 엇갈린 양상 지속

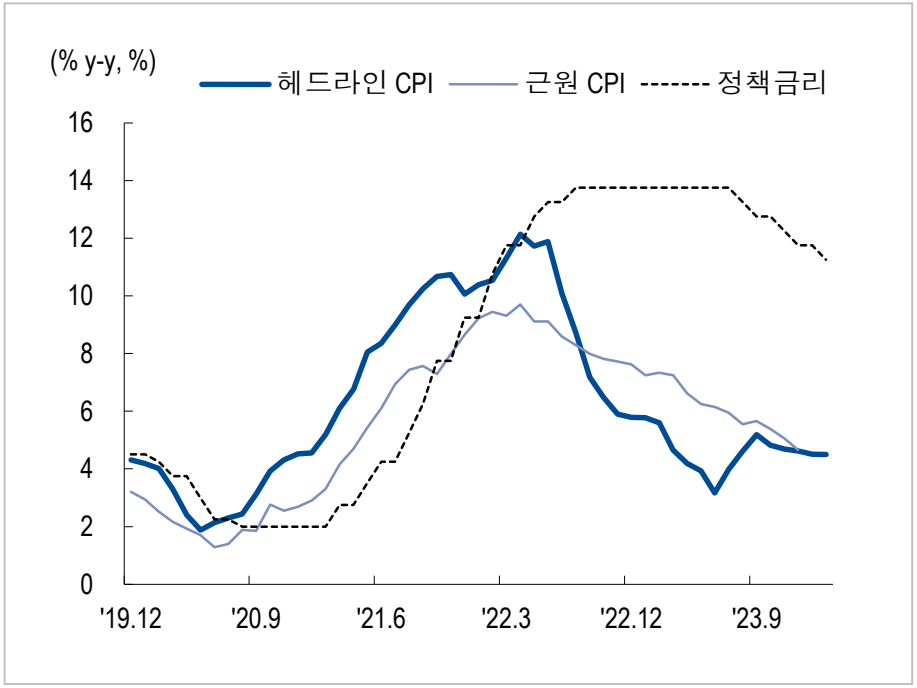
- 3월 원자재 수출국 주식시장은 국제 유가 상승에도 불구 국가별 엇갈린 모습. 인도네시아의 경우 총선 관련 정치적 불확실성 해소 등에 외국인 투자자 수급이 개선되며 주가 반등
- 반면 브라질은 CPI 서프라이즈 및 중국의 철강 수요 부진 등에 투자심리 약화되며 주가 약세

인도네시아 대선 관련 정치적 불확실성 해소에 주가 반등 중



주: D-Day는 대선 진행 시점
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

브라질 인플레이션 둔화세 지속

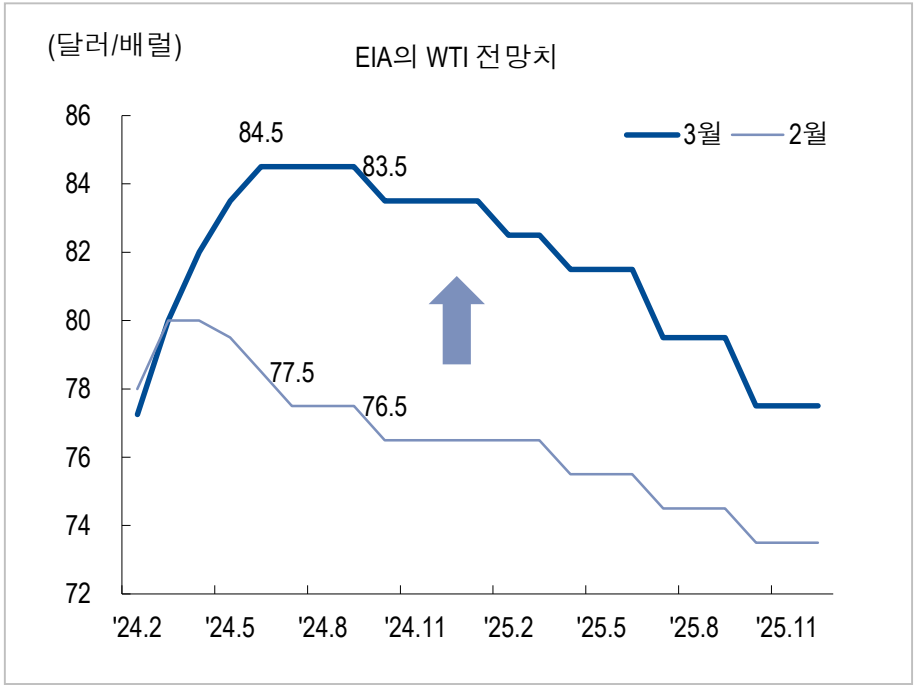


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

[전망] <원자재 수출국>: WTI 전망치 상향 조정으로 인한 모멘텀

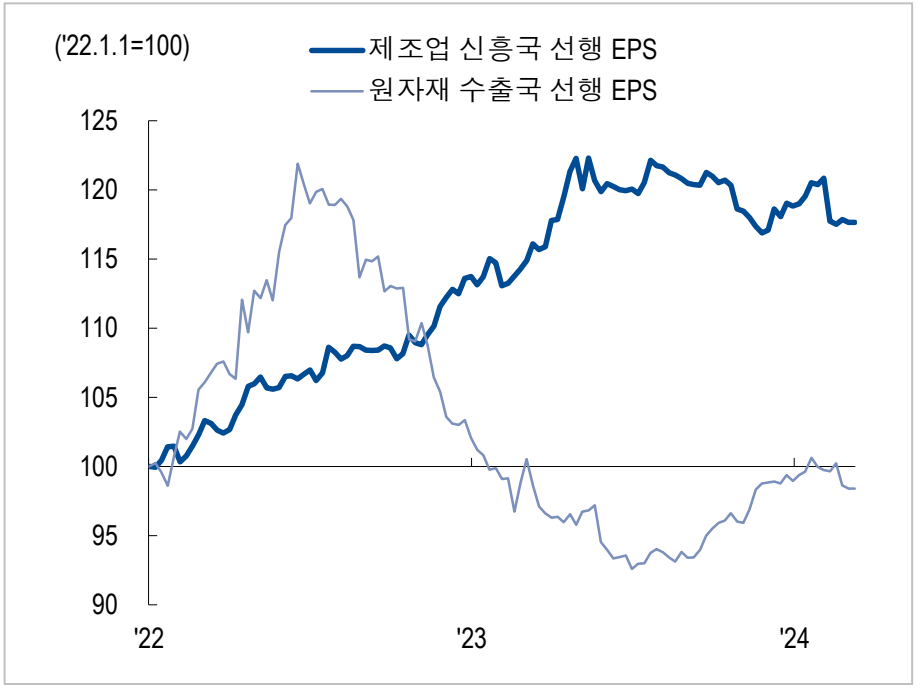
- 원자재 수출국(브라질 보베스파) 월간 예상 밴드: 120,000~135,000P
- 미국 에너지 정보청(EIA)은 3월 단기 에너지 전망(Short-term Energy Outlook)에서 6월까지 OPEC+ 자발적 감산이 연장되면서 석유 공급 부족을 예측. 2024년 WTI 전망치는 $70대에서 $80대로 상향 조정
- 유가 상승은 원자재 수출국 주식시장에 긍정적으로 작용할 수 있음. 한편 실적 모멘텀 측면에서 제조업 신흥국은 원자재 수출국 대비 여전히 우위라는 점에서 신흥국 주식시장 내 펀더멘털에 따른 방향성 차별화 예상

유가 전망치 상향은 원자재 수출국 주식시장에 긍정적



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

실적 모멘텀 측면에서 제조업 신흥국은 여전히 우위



주: 제조업 신흥국은 인도, 말레이시아, 태국, 필리핀, 폴란드, 멕시코; 원자재 수출국은 인도네시아, 브라질, 남아공, 사우디 아라비아, UAE, 칠레
자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 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.