NH투자증권

NH 글로벌 주식시장 투자 포인트

글로벌전략 백찬규/김환/박인금/조연주 (02-2229-6761)

글로벌 주식시장 선호도: 선진국은 미국 & 일본, 신흥국은 한국 & 인도 선호

- 5단계 시그널 지표를 활용한 NH Top-Down 모델을 통해 위험자산에 대한 투자 의견 제시. M2의 증가율 개선에 **현재 유동성 안정화 지표는 개선세 지속.** 다만 미국채 금리 레벨 상향에 개선 **속도는 더뎌 질 것**
- 선진국과 신흥국의 밸류에이션 스프레드 수준을 고려하면 신흥국의 상대적 열위 해소. 달러 인덱스 레벨 상향에 따라 신흥국 주식시장의 부담은 가중. 종합적으로 **신흥국 대비 선진국 시장 Slightly O/W**
- 주식시장 조정에 따라 주요국 밸류에이션 시그널은 일제히 부담 해소. 실적 시즌을 거치며 밸류에이션 멀티플 확대보다 펀더멘털 개선이 나타나는 국가에 주목. 이에 **선진국내 미국, 일본을 선호하며 신흥국은 한국, 인도를 선호.** 미국 매크로 지표 개선세가 이어지고 있어 위험자산 보유 지속 의견

NH Top-Down 5단계 모형, 4월 계량적 모델의 함의

Step 1 — Stock Market

- 금융위기 이후 위험자산/안전자산에 대한 판단 기준은 유동성 환경
- 유동성 안정화 지표를 통해 위험자산 비중과 선택 여부 결정

전략적 관점: 위험자산 선호 지속

- M2 증가율 개선 및 회사채 스프레드 안정화에 힘입어 유동성 안정화 지표 개선중.
- 다만 미국채 금리 레벨 상향에 개선 속도는 더뎌 질 것으로 예상

Step 2 — DM vs EM

- 달러 인덱스 레벨, 방향성, 속도를 표준화해 평가 및 EM 비중 결정
- DM과 EM의 밸류에이션 멀티플 방향성 및 상대적 할인율을 통한 평가로 비중 조절

DM vs EM: DM Slightly O/W

- 선진국과 신흥국 밸류에이션 스프레드 수준을 고려하면 신흥국 상대적 열위 일부 해소
- 다만 달러 인덱스 레벨 상향 및 변동성 지속으로 신흥국 부담 가중

Step 3~5 — 개별국가 선정

- Valuation signal: E/Y, ROE, P/B, DY 등 5개 팩터로 해당 국가 지수 고평가/저평가 판단
- Macro signal: 경기 선행, 동행, 후행 지표 총 5개로 경기 전환국면 파악
- Sentimental signal: 상반된 2개의 추세지표를 통한 과매수/과매도 국면 판단

밸류에이션 부담 해소

- 주식시장 조정에 따라 주요국 밸류에이션 고평가 국면 통과
- 밸류에이션 멀티플 확장보다 펀더멘털 개선이 향후 등락에 영향을 끼칠 것
- 이러한 관점에서 선진국은 미국, 일본을 신흥국에서 한국, 인도를 선호

자료: NH투자증권 리서치본부

* 당사는 월말 또는 월초 'NH글로벌 월보'를 통해 시장 전략을 제공하며, 동 자료인 '글로벌 투자 포인트'는 단기 업데이트 및 월간 전망 요약 성격의 자료입니다.

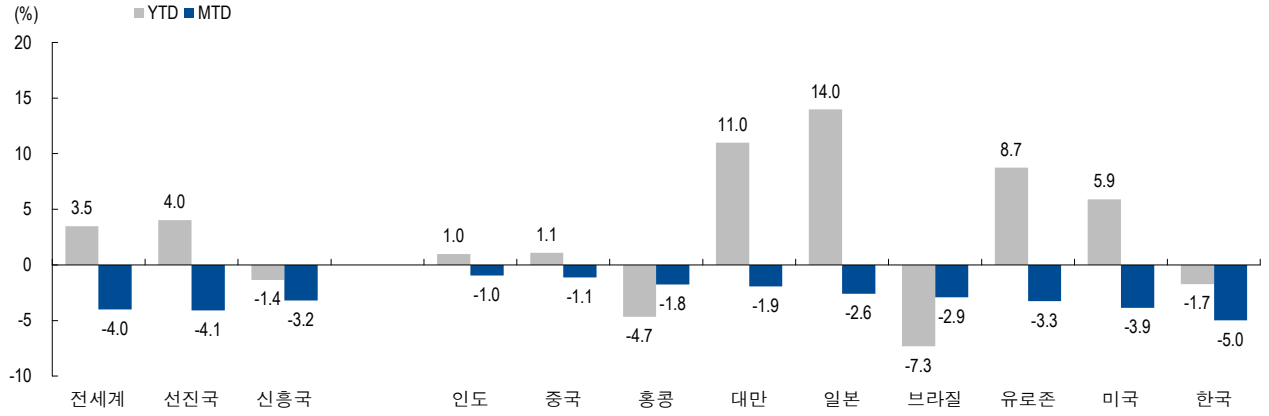
글로벌 주식시장: 고물가, 고금리 국면의 장기화

(1) MSCI ACWI 월간 예상 밴드: 730~800P

(2) **월간 리뷰:** 4월 글로벌 주식시장은 변동성 확대. 월초 미국의 고용 및 물가지표의 견조한 흐름을 재확인하며 연준의 정책 전환 속도에 대한 불확실성 높아진 영향. 그 결과 금융시장에 반영된 연준의 연내 금리 인하폭은 축소되고 그 시점도 지연될 것으로 수정됨. 한편 월 중반 이후 중동 지정학적 리스크가 심화되면서 인플레이션 우려가 재부각되었고 결국 시장의 부담 요인으로 작용

(3) **월간 전망:** 중동 지역 리스크로 당분간 고유가 국면이 이어질 전망. 이에 5월 FOMC 회의에서 연준의 정책 가이던스 변화에 관심. 다만 연준이 느리지만 둔화세가 이어질 물가 상승률을 강조하며 연내 금리 인하 기조를 그대로 유지할 경우 금융시장의 하단을 지지해줄 것으로 기대. 한편 글로벌 주식시장의 펀더멘털 회복세 여부가 중요. 특히 빅테크 업종의 높은 실적 기여도 국면이 이어졌는지 여부를 확인할 필요. 당분간 물가 및 금리 레벨이 높은 수준을 유지할 가능성이 높다는 점에서 퀄리티 업종인 빅테크 업종 주가가 상대적으로 긍정적 흐름을 유지할 것으로 기대

주요 권역 및 국가별 주가 상승률



주: 4월 16일 종가 기준
자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

5월 글로벌 주식시장 주요 이벤트

4/30~5/1, 5/22 — 4월 FOMC 회의 및 의사록
- 금융시장에 반영된 연내 금리 인하 폭은 50bp, 시점은 9월로 기대 위축
- 파월 의장은 최근 물가상승률 반등 지속 시 연내 금리 인하 어렵다고 발언. 4월 회의 및 의사록(5/22) 통해 경기 전망 확인 필요

5/15 — 미국 물가지표
- 3월 미 CPI 상승률은 +3.5% y-y로 반등세 지속. 주거비 등 핵심 서비스업의 느린 물가 둔화세 영향
- 클리블랜드 연은은 4월 헤드라인과 코어 CPI 각 전년비 +3.4%, +3.7% 상승 전망

5월 중 — 중동 지정학적 리스크
- 유가는 올해 들어 상승세 지속. WTI 기준 +18.3% YTD
- 미국의 이란 리스크 비개입 선언으로 갈등 확대될 가능성은 낮음. 다만 전쟁 확산 시 공급측 충격에 따른 물가 불확실성 확대 불가피

5월 중 — 미국 1분기 실적 발표
- 블룸버그 기준 1분기 순이익 컨센서스는 +2.2% y-y
- Top5 빅테크 기업들의 순이익은 전년 대비 35.6% 성장 전망
- 커뮤니케이션, IT, 유틸리티 업종 순으로 이익 개선 기대감 유효

주: 현지시간 기준
자료: NH투자증권 리서치본부

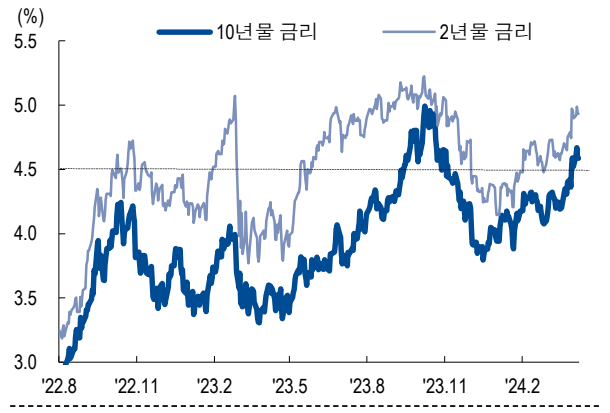
〈미국〉 S&P500: 물가와 실적, 힘의 균형은?

(1) S&P500 월간 예상 밴드: 4,900~5,200P

(2) **월간 리뷰:** 4월 발표된 미국 비농업 고용지표, 물가지표, 소매판매 등 경제지표 모두 서프라이즈 기록하면서 연내 금리 인하 기대감 후퇴. 또한 이란의 이스라엘 공습으로 중동발 리스크 장기화 우려 확대되면서 유가, 금, 달러 등 강세 시현. 미국 10년물 금리 4.6% 상회하면서 5% 도달 가능성 제기. 미국 AI 관련 반도체를 비롯한 주도 성장 기업들의 할인율 부담 확대되며 나스닥 지수는 다우 대비 상대적으로 약세 시현

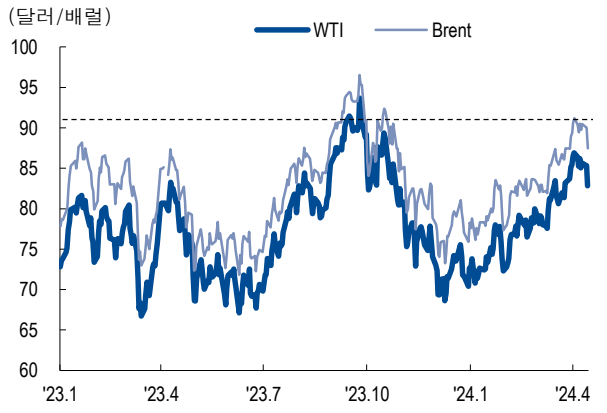
(3) **월간 전망:** 5월 미국 본격적인 실적 시즌 진입에 따라 종목별 차별화 장세 예상. 엔비디아, 마이크론 등 AI 관련 반도체 기업들 실적 발표에 주목. 미국 할인율 부담이 높아지는 만큼 대형 성장주에 대한 실적 민감도 또한 높아질 것. 과거 미국 실적은 대부분 예상치를 모두 상회하는 수치를 발표했다는 점에서 실적 시즌은 주식시장에 우호적 이벤트로 작용할 가능성 높음. 팩셋 컨센서스상 S&P 500 기업들의 1분기 EPS 증가율이 전년비 4% 증가할 것으로 전망되며 산업별로는 유틸리티(24%), 커뮤니케이션(22%), 테크(21%), 경기소비재(15%) 순으로 높을 것으로 예상. 빅테크 내에서도 실적 차별화 예상되면서 펀더멘털에 따른 쏠림 현상 확대될 수 있음에 주목

느려진 물가 둔화에 연내 금리 인하 가능성 후퇴하며 금리 상승



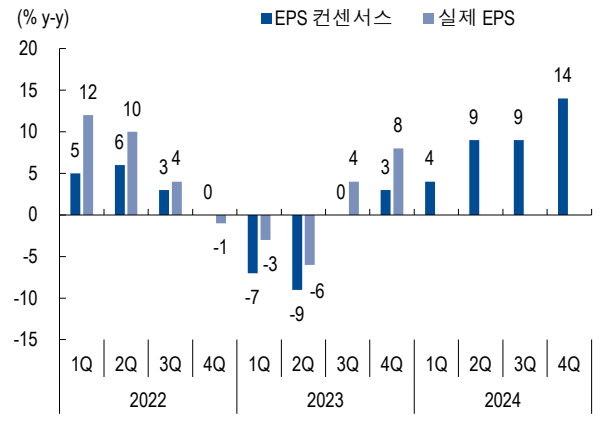
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

중동발 지정학적 리스크 확대로 브렌트유 90달러선 상회



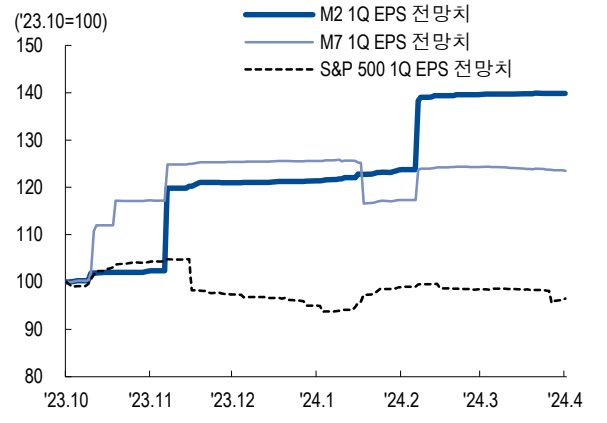
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미국 실적 실제치는 컨센서스를 모두 상회



주: 컨센서스는 실적시즌 시작시기 컨센서스 기준
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

실적 차별화에 따른 쏠림 현상 확대될 전망



주: M7는 애플, MS, 아마존, 구글, 엔비디아, 테슬라, 메타, M2는 MS, 엔비디아
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

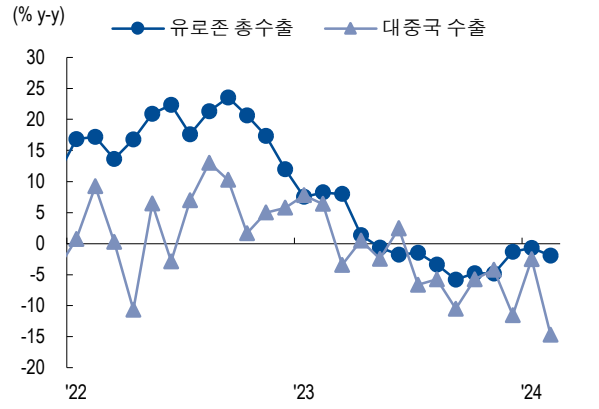
〈유로존〉 STOXX50: 중심국과 주변국의 경기 회복세 디커플링

(1) STOXX50 월간 예상 밴드: 4,700~5,200P

(2) **월간 리뷰:** 4월 유로존 주식시장은 위험자산 선호심리 약화와 부진한 수출 회복세에 주가 하락. 2월 유로존 총수출이 재반락한 가운데 대중국 수출도 감소세 지속. 이는 연초 지수 상승 견인한 일부 업종들의 부진한 1분기 실적 전망으로 이어짐. 특히 LVMH는 1분기 매출이 일본 제외 아시아에서 6% 감소하는 등 부진한 실적 확인. 한편 에너지 물가상승률의 하락폭이 축소되는 가운데 이란-이스라엘 충돌로 인한 고유가 리스크도 우려 요인으로 작용

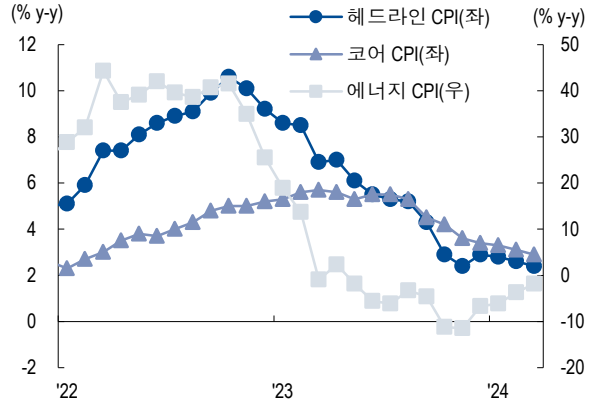
(3) **월간 전망:** 연초 이후 유로존 주가 상승은 펀더멘털 개선 효과보다는 멀티플 확장에 기인. 이에 최근 시중 금리 상승에 따른 유로존의 주가 변동 폭은 선진국 내 상대적으로 가장 컸음. 이를 감안하면 유로존 주가 방향성에는 결국 펀더멘털 개선 여부가 중요한 상황. 지난 3월 유로존 제조업 PMI의 하락세가 이어진 가운데, 독일 및 프랑스 PMI 부진이 가장 큰 영향을 미침. 반면 재정 위기국의 제조업 PMI는 반등세가 지속. 즉 유로존 내 경기 회복세가 차별화되는 모습. 재정 위기국의 경기 회복은 긍정적이지만 결과적으로 중심국의 경기 회복세가 동반되어야 전반적 유로존의 펀더멘털 개선을 기대할 수 있을 것으로 판단

대중국 수출 여전히 감소 중인 가운데 유로존 총수출도 반락



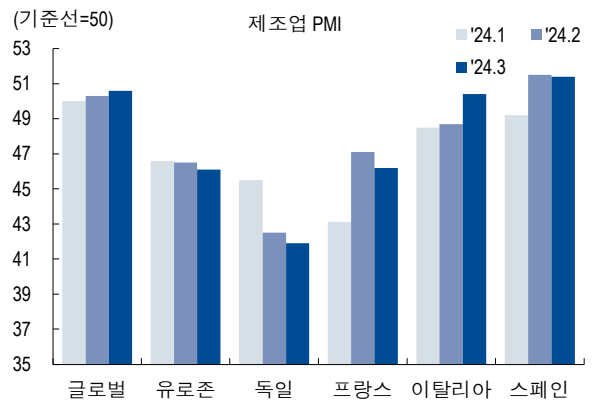
자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

중동 리스크 잔존 속 유로존 에너지 물가상승률 둔화세 약화



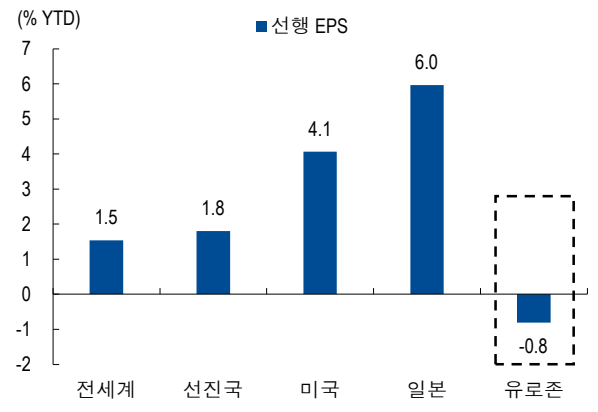
자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

유로존 중심국과 재정 위기국의 경기 방향성 차별화



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

유로존 이익 성장 기대 부진



자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

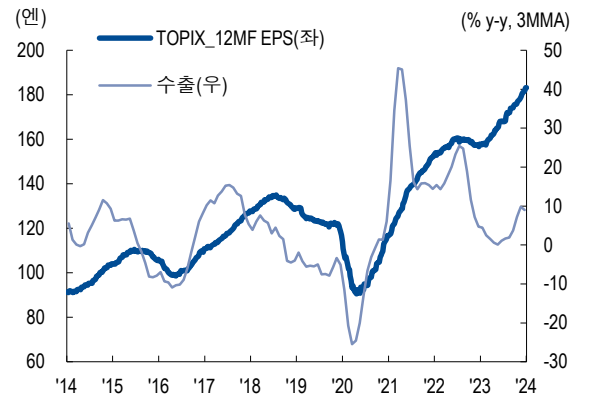
〈일본〉 TOPIX: 인플레이션의 재부각 가능성 높아져

(1) TOPIX 월간 예상 밴드: 2,550~2,850P

(2) **월간 리뷰:** 4월 일본 주식시장은 연초 이후 지속된 상승 랠리를 쉬어 가는 모습. 다만 선진국 주식시장 내에서는 상대적으로 안정된 흐름 시현. 3월 일본은행이 마이너스 금리의 정상화를 단행했음에도 미 시중 금리 상승에 엔저 심화. 한편 엔저는 수출기업에 긍정적 환경. TOPIX 지수 선행 이익과 일본 수출이 궤를 같이한다는 점에서 엔저는 지수 하단을 지지. 업종별로는 밸류업 및 일본 원전 재가동에 따라 유틸리티 업종의 주가 수익률 두드러짐. 반면 금리 민감도 높은 IT 및 헬스케어 등 업종은 전월에 이어 약세 지속

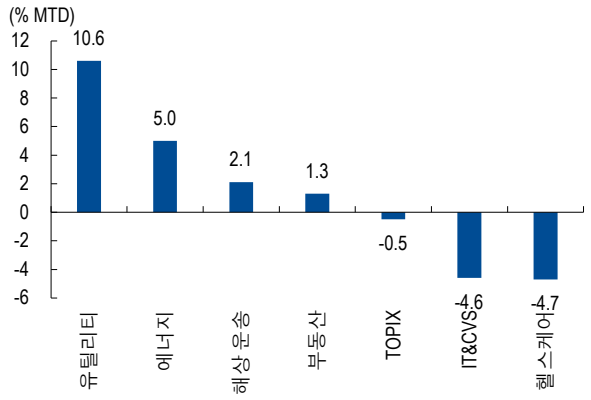
(3) **월간 전망:** 엔화 약세 압력이 높아짐에 따라 일본의 수입 물가 상승률이 플러스로 전환. 또한 글로벌 유가의 상승 압력이 높아지면서 일본의 수입 물가 상승세가 이어질 수 있는 환경. 이는 결국 일본의 인플레이션으로 이어질 것으로 예상. 수요 개선이 나타나고 있는 가운데 공급측 물가 상승 요인도 확대. 실질 소득 감소에 따른 내수 경기 회복세가 부진하다는 점에서 일본은행은 점진적 통화정책 정상화를 지속할 것으로 예상. 한편 대외 수요 개선, 환율 효과 등으로 실적 회복세가 이어질 전망. 이는 주가의 하단을 지지해주는 요인

일본 수출과 TOPIX 이익 전망은 궤를 같이함



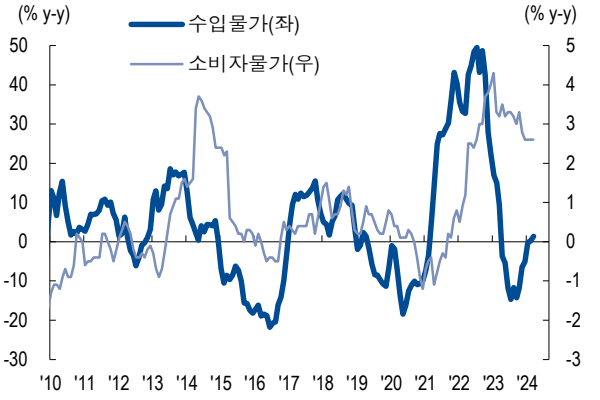
자료: Refinitiv, CEIC, NH투자증권 리서치본부

금리 민감도 높은 업종은 주가 낙폭 확대



주: 4월 15일 종가 기준
자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

수입물가 상승률의 플러스 전환



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

엔화 약세, 유가 상승의 부정적 영향 발생 가능성 부각

자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

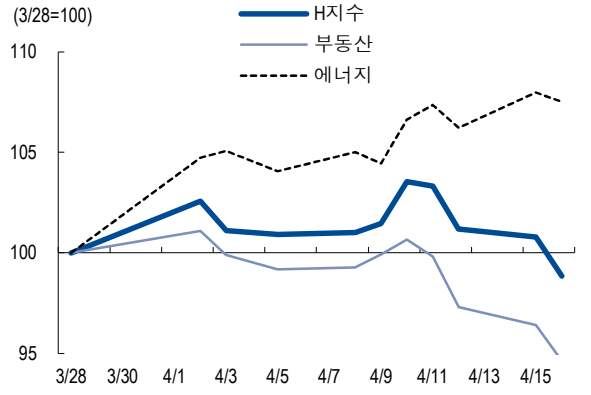
〈홍콩〉 H지수: 대외 변동성 확대 및 중국 소비 회복 둔화가 부담 요인

(1) **홍콩 H지수 월간 예상 밴드: 5,400~6,200p**

(2) **월간 리뷰:** 4월 홍콩 H지수는 에너지 업종 및 가전 업종 주도 하에 반등세를 보이기도 했지만, 미 10년물 국채금리 상승과 중동 지역 확전 리스크 부각되면서 약세 전환. 이외에도 3월 부동산 지표 부진 및 단기적 유동성 위기를 겪고 있는 반케의 경영진 리스크까지 불거지면서 부동산 섹터 급락한 점 또한 주식시장에 부정적 요인으로 작용. 달러 강세로 인한 위안화 약세, 국제신용평가사 피치의 중국 국가신용등급 전망 하향 조정(안정적 → 부정적) 등으로 인해 외국인 투자 심리 악화

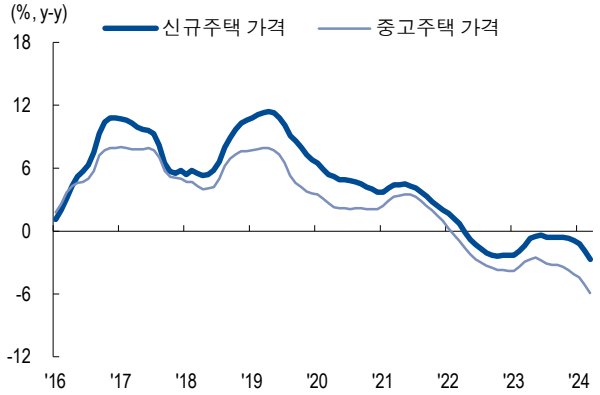
(3) **월간 전망:** 연초 이후 홍콩거래소는 인지세율 하향 조정, 기업 IPO 규정 변경, 기업 배당 장려 등 주식시장에 우호적인 정책 발표. 이에 홍콩 주식시장을 둘러싼 유동성 환경 개선. 최근 고배당 및 자사주 매입은 소비, 제약, 하이테크 등 시가총액 상위 업종에 집중. 한편 현재까지 발표된 기업들의 2023년 실적에 따르면 다운스트림 업종이 양호한 반면 업스트림 및 미드스트림 업종은 부진. 5월 대외 변동성 확대, 중국 소비 회복 둔화 등은 H지수 상단 제한 요인

국제 유가 상승 및 고배당으로 인한 에너지 섹터 상승



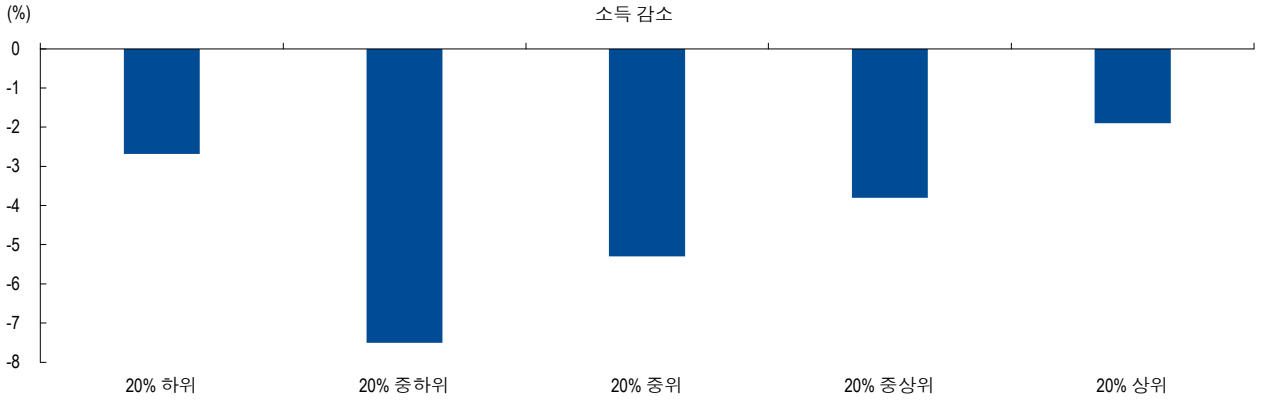
자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

여전히 부진한 중국 본토의 부동산 경기



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

2023년 중국 소득 구간 중 중하위 및 하위 가계의 소득 감소가 가장 두드러짐. 이는 소비 여력을 제한



자료: '23년 소득 조사', NH투자증권 리서치본부

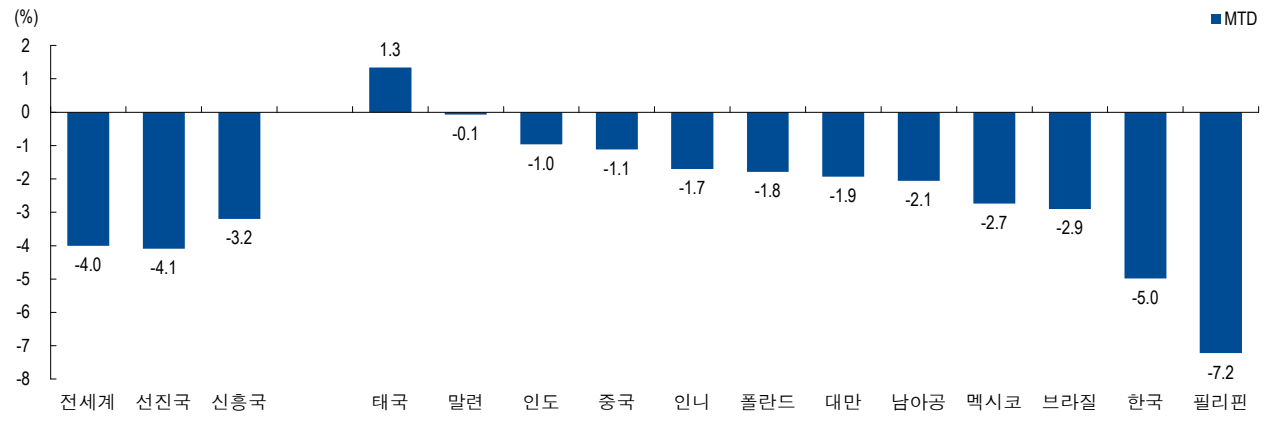
〈신흥국〉 MSCI EM: 강달러와 고유가는 부담 요인

(1) MSCI EM 월간 예상 밴드: 960~1,080P

(2) **월간 리뷰:** 4월 신흥국 주식시장은 하락세로 전환. 미국 3월 CPI 서프라이즈 및 견조한 경제지표에 연준의 연내 금리 인하 기대감 축소되며 달러 강세 시현. 이에 신흥국 통화 가치 다소 하락. 더불어 중동 지정학적 긴장 고조에 유가 급등. 이는 신흥국 주식시장에 하방 압력 요인으로 작용

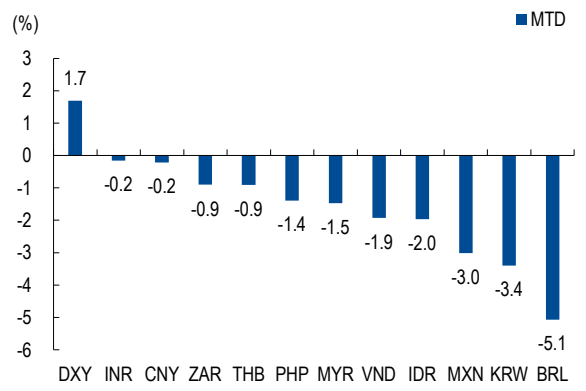
(3) **월간 전망:** 최근 유가 상승에도 선진국 에너지 섹터지수 대비 신흥국 에너지 섹터지수는 2월 고점에서 하락 중. 단기적 유가 상승은 원자재에 의존도가 높은 신흥국의 기업 실적 개선으로 이어질 여부 확인할 필요. 또한 미국 경기 호조에 연준의 연내 금리 인하 기대감이 축소되는 가운데 달러는 강세를 지속할 가능성이 높아 보임. 이에 선진국 대비 신흥국 주식시장은 부진할 것으로 예상

주요 권역 및 국가별 주가 수익률



주: 4월 16일 종가 기준
자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

4월 들어 강달러에 신흥국 통화 가치 하락



주: 달러화 지수를 제외한 신흥국 통화는 달러화 대비 가치
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

최근 유가 상승에도 신흥국 에너지 섹터지수 선진국 대비 부진

주: MSCI 주가지수 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

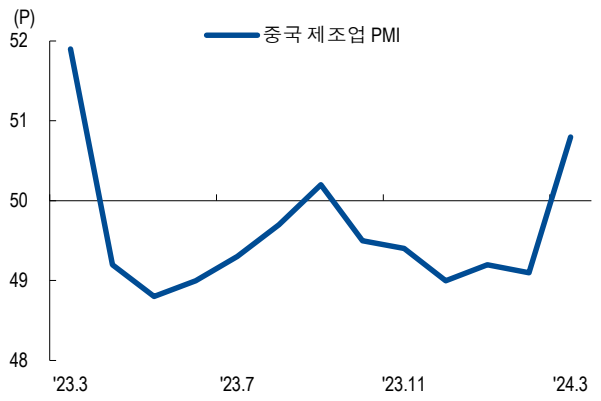
〈중국〉 상해종합지수: 자본시장 '국9조'로 인한 과도한 낙관론 경계

(1) **중국 상해종합지수 월간 예상 밴드: 2,800~ 3,250P**

(2) **월간 리뷰:** 4월 중국 상해종합지수는 경기회복 둔화 우려 재차 부각되며 약세 시현. 3월 중국 제조업 PMI가 50.8P(예상치: 50.1P) 기록하면서 5개월 만에 경기확장 구간 진입. 이외에도 3월 산업생산, 고정자산투자 등 지표가 예상치를 상회하면서 중국 제조업 경기 회복 시그널 확인. '24년 1분기 중국 GDP 성장률은 5.3%를 기록하면서 예상치(4.8%)를 크게 상회. 다만 3월 CPI, 소매판매, 수출입 등 지표들이 여전히 부진하게 나오면서 소비 회복 둔화 우려 부각

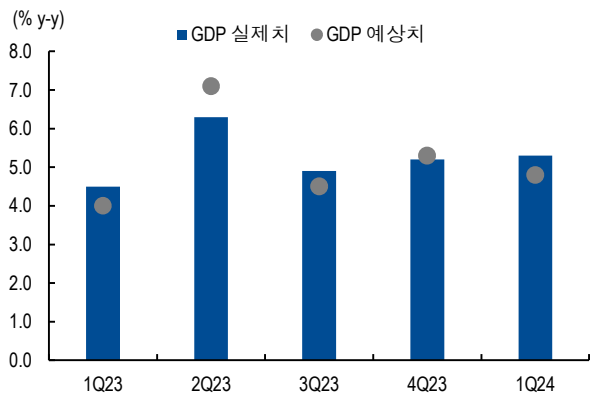
(3) **월간 전망:** 지난 4월 12일 중국 국무원은 기업 배당 강화, 상장 폐지 조건 및 IPO 조건 강화 등을 주요 내용으로 하는 '국9조' 발표. 이는 중국 주식시장의 제도적인 개선 측면에서 투자자의 금융시장 불신을 완화시킬 수 있는 요인. 또한 배당을 늘린 것은 보험회사를 비롯한 중장기 자금의 주식시장 유입을 추진하기 위한 것. 다만 최근 엇갈린 중국 경제 지표로 인해 펀더멘털에 대한 시장 의구심은 여전히 존재. 중국 주식시장의 유의미한 상승을 위해서는 가격(P) 회복에 따른 펀더멘털 개선이 선제되어야 할 것으로 판단. 5월 고배당 국유기업은 지수 대비 우위를 보일 것

중국 제조업 PMI 5개월 만에 확장 국면 진입



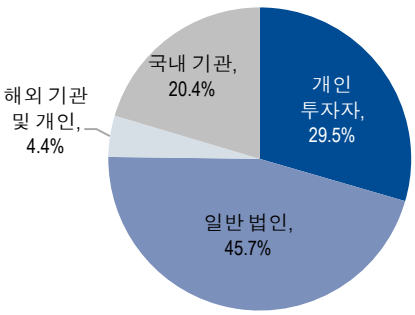
자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

1분기 중국 GDP 성장률 예상치 크게 상회



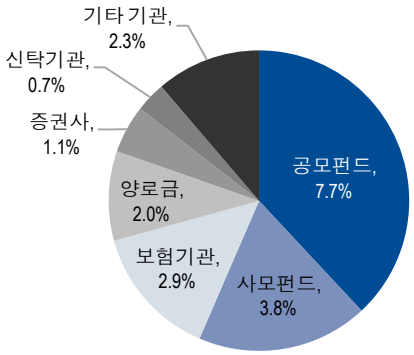
자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

중국 주식시장, 중국 내 기관 비중은 20.4%



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

이 중 보험기관 비중은 2.9%



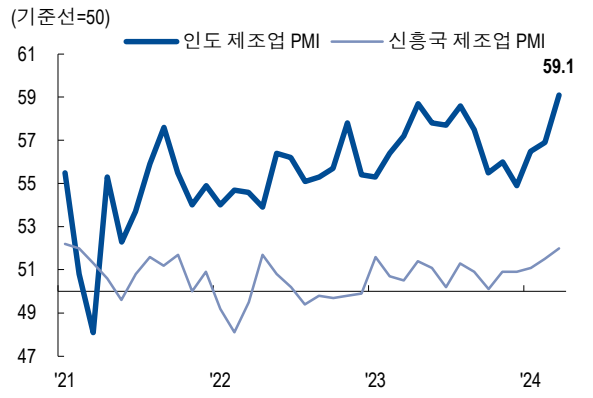
자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

〈제조업 신흥국〉 고환율에 주가 부진

(1) **월간 리뷰:** 4월 제조업 신흥국 주식시장은 대체적으로 하락. 인도 3월 제조업 PMI는 59.1P로 16년 만에 최고치 기록. 이에 경기에 대한 낙관론이 확대되며 루피화 약세에도 불구 주가 하락폭이 제한적. 베트남의 경우 4월 중 USD/VND 고시환율 사상 최고치를 연속 경신. 이에 외국인 투자자들은 베트남 주식을 큰 규모로 순매도하여 주가 하락을 견인

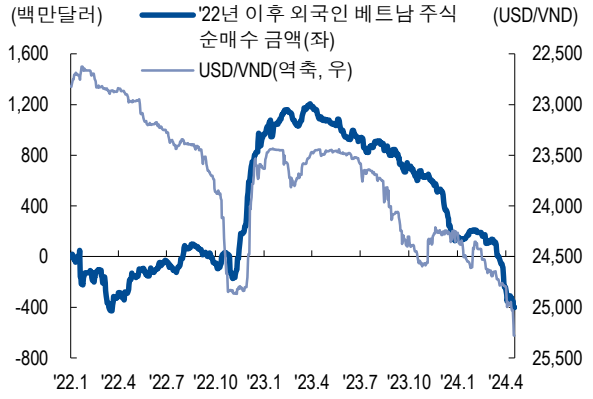
(2) **월간 전망:** 3월 중국을 제외한 신흥국 제조업 PMI는 확장 국면을 지속하여 2021년 이후 최고치를 기록. 이는 글로벌 수요 회복을 시사. 더불어 주요 신흥국의 수출은 저점을 통과하여 개선되는 모습을 보임. 한편 신흥국 내 제조업 신흥국과 원자재 수출국 수출 증가율의 회복 속도 차이가 존재. 따라서 제조업 신흥국의 펀더멘털 개선 속도가 더 빠를 것으로 예상되며 주가도 이에 연동할 것으로 기대

3월 인도 제조업 PMI 16년 만에 최고치 기록



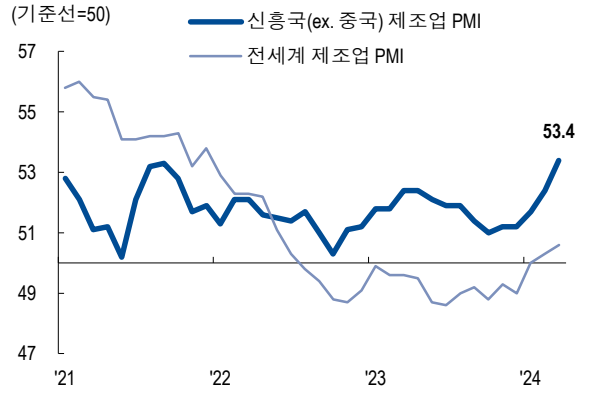
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

베트남 동/달러 환율 급등에 외국인 베트남 주식 순매도 지속



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

3월 신흥국 제조업 PMI 2021년 이후 최고치 기록



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

제조업 신흥국과 원자재 수출국 수출 회복 속도 차이 존재

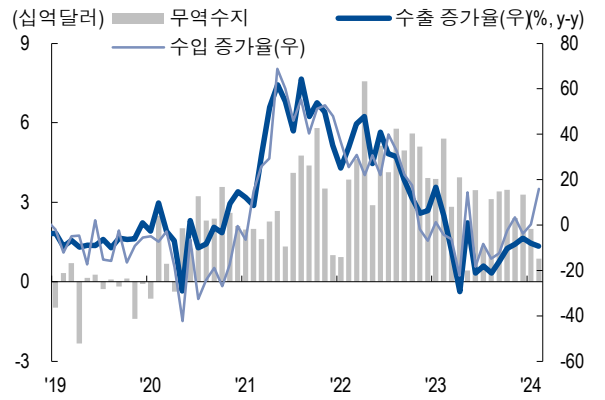
주: 제조업 신흥국은 인도, 베트남, 멕시코, 대만의 평균; 원자재 수출국은 인도네시아, 말레이시아, 브라질, 남아공의 평균
자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

〈원자재 수출국〉 유가와 엇갈린 주가 흐름

(1) **월간 리뷰:** 4월 원자재 수출국 주식시장은 유가 상승에도 불구 부진한 흐름을 기록. 인도네시아의 경우 수출 전년 대비 증가율이 아직 마이너스(-) 기록하는 가운데 수입은 전년 대비 15% 이상 급증. 이는 USD/IDR 환율의 상방 압력 요인으로 작용. 고환율에 외국인 투자자들은 인도네시아 주식 순매도 전환하며 주가 하락 요인으로 작용. 브라질의 경우 시가총액 1위 국영석유회사인 페트로브라스의 배당 실망감에 따른 주가 급락과 시중금리 급등에 전체 주가지수의 하방 압력 확대

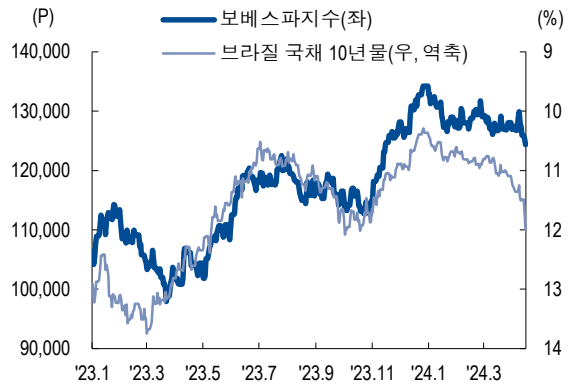
(2) **월간 전망:** 연초 이후 유가는 WTI 기준 18.3% 상승했으나 신흥국 에너지 섹터지수 대비 주요 원유를 생산하는 지역 및 국가의 에너지 섹터지수는 부진한 흐름을 지속. 단기적 지정학적 긴장에 따른 유가 상승이 원자재 수출국의 펀더멘털 개선으로 이어지는 여부 확인할 필요

인도네시아 2월 수입이 급증하여 환율의 상방 요인으로 작용



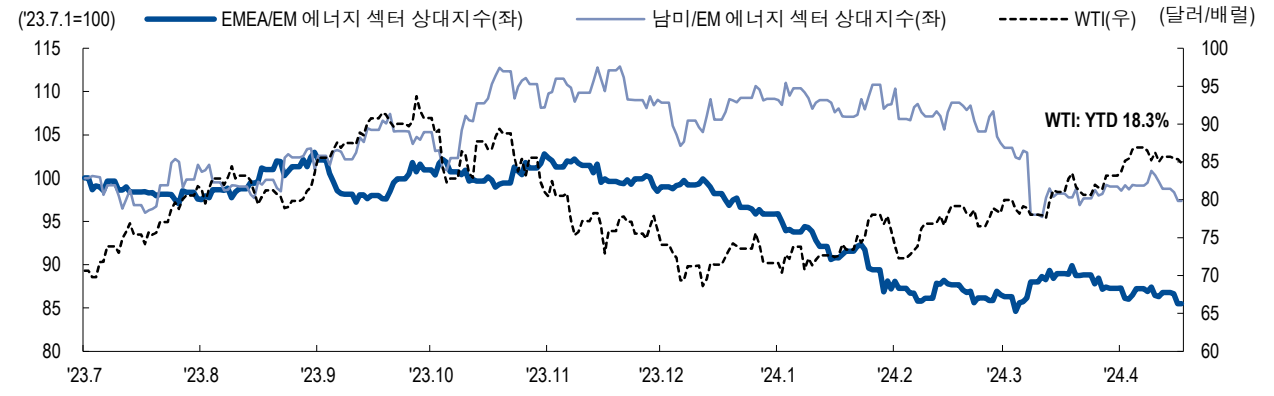
자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

브라질 10년물 금리 급등에 주가 하락세



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

연초 이후 유가 상승에도 주요 원자재 수출국 에너지 섹터지수 성과는 부진



주: EMEA는 유럽, 중동과 아프리카의 약자
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.