

전략 인사이트/투자전략

포트폴리오 전략 업데이트: 아생연후살타^주)

미국 경기 불안, 연준의 금리 인하, AI 투자 지속성에 대한 회의론, 박빙 양상을 보이고 있는 미국 대선 등 주식시장의 불확실성을 키우는 요인들이 많아진 시기입니다. 이에 대응하는 포트폴리오 전략을 점검했습니다.

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

불확실성 해소에는 수개월의 시간이 소요될 전망

최근 주식시장은 미국 테크 기업들의 AI 투자 지속성, 미국 대선 결과를 둘러싼 불확실성, 미국 경기 침체 우려 등 대외 불확실성 요인이 산적한 상황. 이들 요인 중 시장을 무너뜨리는 악재로 발전할 만한 변수는 없다고 생각되지만, 이를 실제로 확인하는데는 수개월이 소요될 수밖에 없을 것

단기 트레이딩: 화학, 비철, 헬스케어, 금융

따라서 단기적으로 주식시장은 이러한 불확실성을 피하는 확실한 변수를 찾으려 할 것. 현 시점에서 명확해 보이는 변수는 미 연준의 금리 인하와 한국 정부의 밸류업 드라이브. 미 연준의 금리 인하는 성장주(헬스케어)와 소재주(화학·비철금속) 등 그간 소외되었던 소위 '빈집' 업종에 대한 트레이딩으로 연결될 수 있다는 판단. K-밸류업과 관련해서는 금융주 실적 개선에 따른 주주환원 확대 기대, 코리아 밸류업 지수 발표가 모멘텀

장기 주도주: 반도체, 전력설비, 조선, 원전

4분기 말경에는 현재 주식시장에 도사리고 있는 각종 불확실성들이 상당 부분 해소될 것으로 전망. 테크 기업들의 실적 발표와 2025년 사업 계획 제시가 투자자들의 AI 투자 지속에 대한 확신을 키울 것으로 예상. 경기 또한 '완만한 소비 둔화 + 견조한 투자 지속 + 미 연준의 금리 인하'의 조합으로 금방 침체에 빠지지 않는다는 인식이 확산될 수 있다는 생각. 7월 조정 전까지 주도주 역할을 했던 미국향 중간재·자본재 수출주들의 시장 주도력이 재차 강화될 가능성이 큼. 선호 업종은 반도체, 전력설비, 조선, 원전

주) 바둑 격언의 하나. 자신의 말이 산 다음에 상대의 돌을 잡으러 가야 한다는 뜻. 7월 말 이후 발생한 조정의 손실분을 일단 회복하기 위한 단기트레이딩 전략에 집중하는 시기를 우선 가질 필요. 이후 불확실성 완화 국면에서 주도주 비중확대를 통해 시장 성과를 상회하는 전략이 필요하다는 의미

포트폴리오 전략 업데이트:

단기는 화학·비철·헬스케어·금융. 장기는 반도체·전력설비·조선·원전

AI 피크 논란, 가팔랐던 주가 상승의 반작용

**AI 피크 논란,
성과 의구심보다는
가격 부담이 촉발**

우선, 7월 말 조정이 발생하기 직전까지 주도주였던 테크주(한국에서는 반도체)들부터 살펴보자. AI 피크 논란의 핵심은 ‘투자 대비 매출이 나오지 않고 있다’는 것이다. 그런데, 신규 비즈니스는 투자 시작 이후 성과를 내기까지 시간이 걸리기 마련이다. LLM(대형언어모델)은 아직 더 발전되어야 하며 매출 발생여부를 기준으로 성패를 판단하기에는 이른 시점이다. 현 상황은 기대했던 제품의 실패가 판명된 이후에 나타나는 실망과는 양상이 다르다.

그렇다면 왜 이런 논란이 제기된 것일까? Big Thing에 대한 검증이 끝나지 않은 단계에서 주가가 이를 선반영해 크게 올랐기 때문이다. 과거에도 빅테크 기업들의 주가가 큰 폭으로 상승한 이후에는 이러한 현상이 나타나곤 했다. 신기술의 거품론, 정점론은 그다지 새로운 것은 아니다(그림1, 2 참조).

**가격부담은 어느정도
해소. 투자 지속성을
확인하면 주가는 재차
강세를 보일 전망**

AI 투자의 지속성 판단에 있어 매출보다 더 중요한 것은, 빅테크 기업들이 생각하는 이 시장의 최대 규모이다. 시장의 잠재력이 클수록 빅테크 기업들 입장에서 ‘과소투자의 위험’이 ‘과대투자의 위험’보다 더 커진다. 그렇다면 험사리 투자를 줄이기 어렵다. 이 어마어마한 시장을 경쟁자들에게 빼앗겼을 때의 결과를 감당하기 어렵기 때문이다. AI 시장 규모에 대한 빅테크들의 큰 기대치를 감안하면, AI 반도체 투자는 지속될 가능성이 크다는 판단이다.

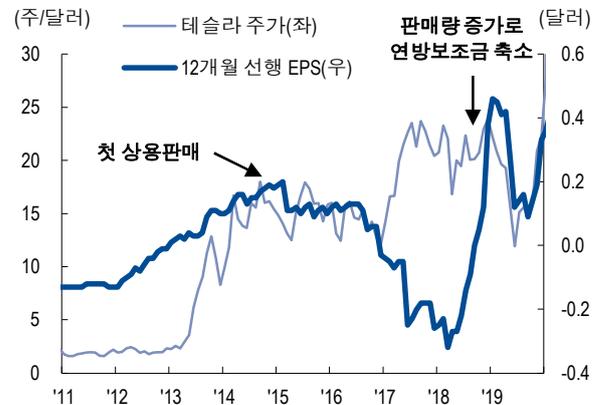
7월 말 이후 빅테크 주식들의 가격 부담은 어느 정도 해소되었다. 애초에 이 논란이 가격부담에서부터 촉발되었다는 점을 감안하면, 투자자들의 경계감은 점차 잦아들 것으로 생각된다. 빅테크 기업들이 여전히 AI 투자를 적극적으로 진행 중임을 확인하면 테크주들의 주가 흐름은 다시 상승으로 가닥을 잡으리라 판단한다. 한국 주식시장 입장에서는 AI 주도주 반등 국면에서 한국 반도체 기업들의 수혜도 재차 부각될 것이다.

그림1. 신기술 검증 과정에서 조정이 발생했던 애플 사례



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림2. 신기술 검증 과정에서 조정이 발생했던 테슬라 사례



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미국 경기 불안에도 중간재·자본재 수출은 견조할 전망

**소비는 둔화,
투자는 견조**

미국 경기에 대한 불안감이 나타나고 있다. 미국의 실업률은 역사적으로는 낮지만 최근 들어 상승 속도가 꽤 가파르다. 과거 경기 침체 국면들의 초입과 유사한 모양새다. 고용 시장이 식으면서 미국 경제의 과반을 차지하는 소비도 둔화 중이다.

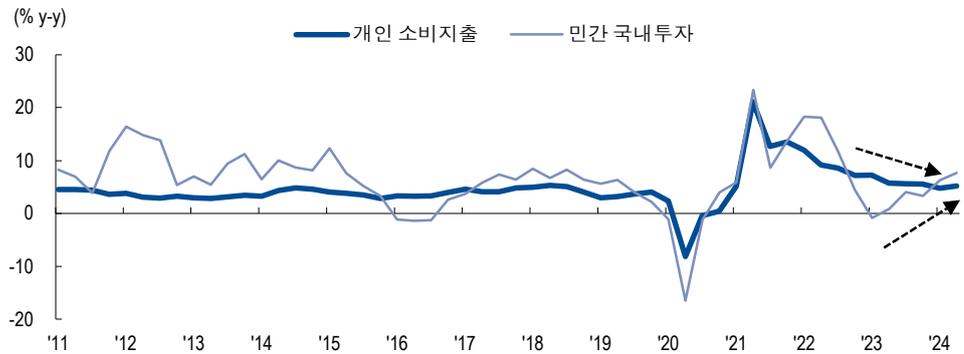
**한국의 중간재·
자본재 수출 호조
이어질 가능성**

다만, 미국 GDP 구성항목 차원에서는 조금 다른 면도 보인다. 소비는 둔화되고 있으나, 투자는 견조한 흐름을 보이고 있다(그림3 참조). 이는 앞서 다룬 테크 기업들의 AI 투자, 미국의 리쇼어링 투자 등과 관련된다. 통상적으로 미국 경기에 연동되는 한국 수출도 줄지 않고 있다(그림4 참조). 최근 한국 수출 증가세가 투자와 관련되는 중간재·자본재 수출 중심이기 때문이다(그림5 참조). 이들 투자가 버텨준다면 미국 경제가 침체를 겪더라도 길고 깊은 침체에 빠지지는 않을 가능성이 커 보인다.

**소비재는 이미
충성고객 확보한
기업에만 선별적으로
접근**

소비재 수출은 중간재·자본재보다는 상대적으로 흔들릴 수 있다. 다만, 최근 한국 소비재 수출 품목 중 특히 주목도가 높은 음식료(특히 라면), 인디브랜드 화장품 등은 소비자 입장에서 금액 부담이 큰 품목은 아니다. 기존에 이미 고객 충성도를 확보한 제품은 향후에도 견조한 매출 흐름을 보일 가능성은 있어 보인다. 다만 신규 제품의 매출이 늘어나는 식의 확장성을 기대하기는 어렵다는 생각이다. 브랜드파워가 가장 큰 개별 종목에 집중할 필요가 있다.

그림3. 미국 GDP: 소비지출은 둔화, 민간투자는 개선



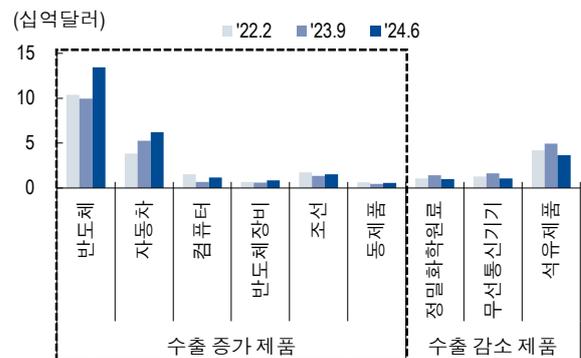
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림4. 미국 소비지출 둔화에도 한국 수출증가율은 상승



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림5. '23.4Q 이후 한국 수출 증가를 견인한 품목



자료: 한국무역협회, NH투자증권 리서치본부

금리 인하, 단기적으로 소재주·성장주 트레이딩을 이끌 가능성

확실한 재료는 연준 금리 인하

미국 경기 둔화에 대응해 연준은 기준금리 인하에 나설 것으로 예상된다. 미국의 금리 인하가 주식시장에 미칠 수 있는 영향은 두 가지다. 첫째, 미국 외 국가들의 금리 인하 여력을 만들어 신흥국 수요 회복을 이끌 수 있다. 둘째, 주식시장의 할인율을 낮춤으로써 성장주 상승을 이끌 수 있다.

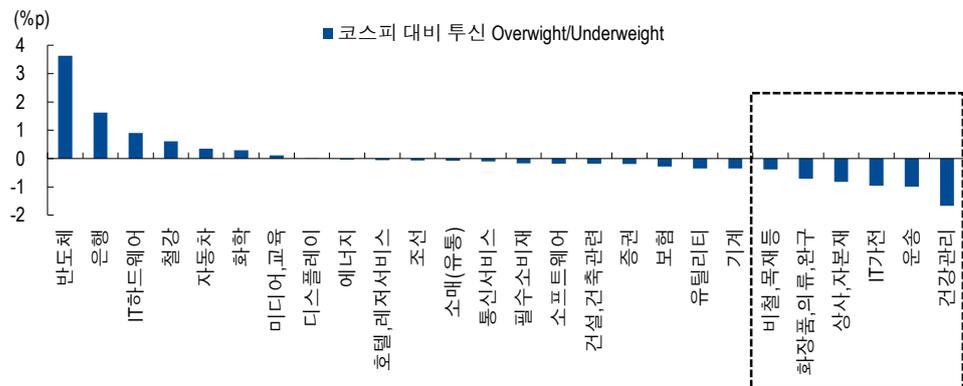
수급 '빈집'인 소재주, 성장주 트레이딩을 촉발할 가능성

소재주(화학·비철소재), 성장주(헬스케어)의 경우, 수급이 비어있는 기간이 길었던 만큼 두 가지 흐름이 동시에 나타날 수 있다고 생각된다(그림6,7 참조). 미국 경기가 침체를 피할 수 있다는 확신을 가지는 데는 수개월이 소요될 것으로 예상되는 바, 그 기간 동안에는 성장주·소재주 랠리가 나타날 수 있다. 적어도 이들 주식의 비중을 시장 중립적인 정도로는 채워둘 필요가 있다.

소재주와 성장주의 트레이딩 주도주 복귀 전까지만 유효할 전망

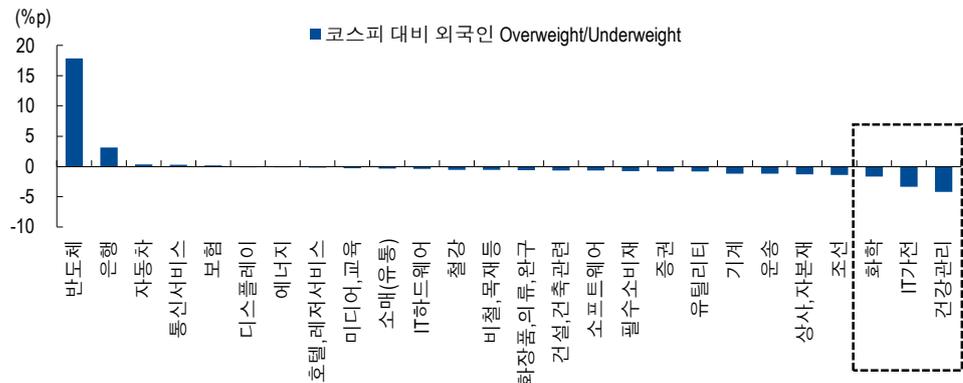
다만, 해당 랠리가 길게 이어질지 여부는 불확실하다. 금리 인하 + 신정부 효과로 미국 경제가 침체를 피하고 재차 성장세를 보인다면, 금리 인하 폭에 비해 미국 장기 국채금리는 크게 낮아지지 않을 수 있다. 수급적으로도 AI 피크론, 경기 침체론 등 불확실성 요인들이 제거되고 나면 테크주(한국에서는 반도체)들의 주도력이 재차 살아날 가능성이 크다. 그 시기가 되면 소재주·성장주의 모멘텀이 약화되기 쉽다.

그림6. 코스피 업종별 투신 지분율 Overweight/Underweight: 건강관리, 비철소재 등이 '빈집'



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림7. 코스피 업종별 외국인 지분율 Overweight/Underweight: 건강관리, 화학 등이 '빈집'



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

밸류업: 대외 불확실성 해소 전까지 금융주에 관심 지속될 것으로 예상

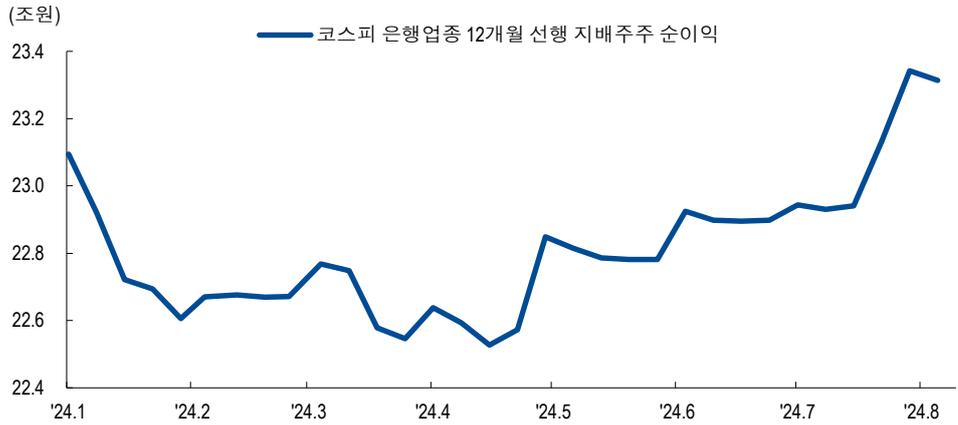
**국내적으로는
밸류업이 계속해서
주목받을 가능성**

AI 투자, 경기, 미국 대선 등 대외 불확실성 요인들이 산적해 있는 상황에서 보다 확실한 모멘텀은 무엇일까? 아마도 정부의 압력이 강한 ‘밸류업’ 분야일 가능성이 크다. 밸류업 관련 종목들은 대체로 미국 경기, 미국 선거의 영향을 적게 받는 내수 기업들이기 때문이다.

**금융주 실적 호조,
밸류업 지수 발표가
모멘텀**

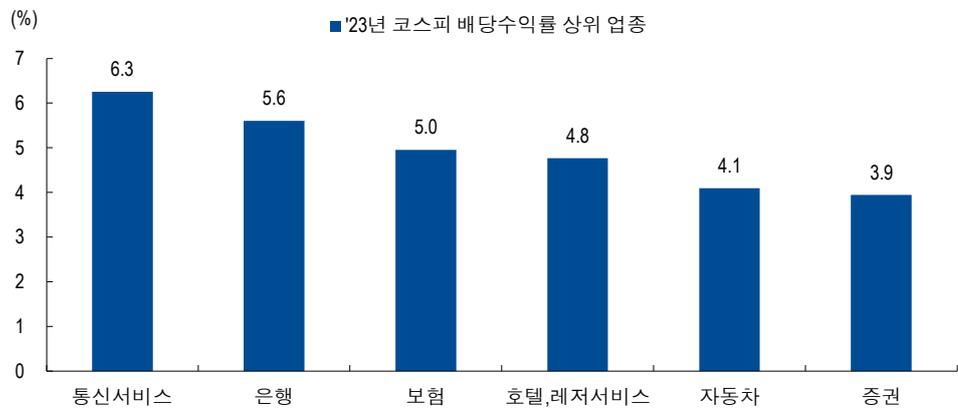
특히, 정치권에서 구체적인 방법론을 둘러싸고 대립중인 상법 혹은 세법 개정이 없더라도 정부의 의지에 따라 주주환원을 늘리기 용이한 금융주에 관심을 가질 필요가 있어 보인다. 최근 서울 부동산 가격 상승에 힘입어 증가하고 있는 모기지 대출, 대출을 억제하기 위해 정부가 유도하고 있는 가산금리 상승을 감안하면 주주환원의 여력도 커질 여지가 있다는 판단이다. 한편, 9월 중 코리아 밸류업 지수 발표, 4분기 연계 ETF 출시 등도 예정되어 있다.

그림8. 은행주 12개월 선행 순이익 전망



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림9. 2023년 기준 코스피 배당수익률 상위 업종



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

미국 신정부 정책 트레이딩은 대선 이후 시작될 가능성이 큼

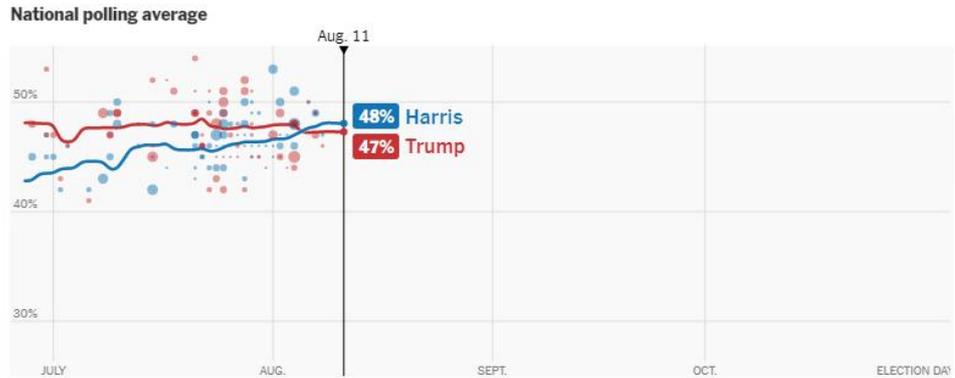
미국 대선 후보 지지율은 박빙

미국 민주당 대통령 후보가 바이든에서 해리스로 변경되면서 미국 대선 관련 불확실성이 높아졌다. 공화당-민주당 경합주 지지율은 박빙을 기록 중이다(그림8 참조). 어느 한쪽이 승리했을 때에 수혜를 볼 수 있는 종목들의 트레이딩이 어려운 상황이다. 지지율이 앞으로도 이렇게 초박빙 양상을 유지한다면, 신정부 정책모멘텀에 베팅하는 트레이딩은 대선 결과를 확인한 후에야 진행될 가능성이 크다.

대선 전까지는 관련 업종 성과 및밋할 가능성

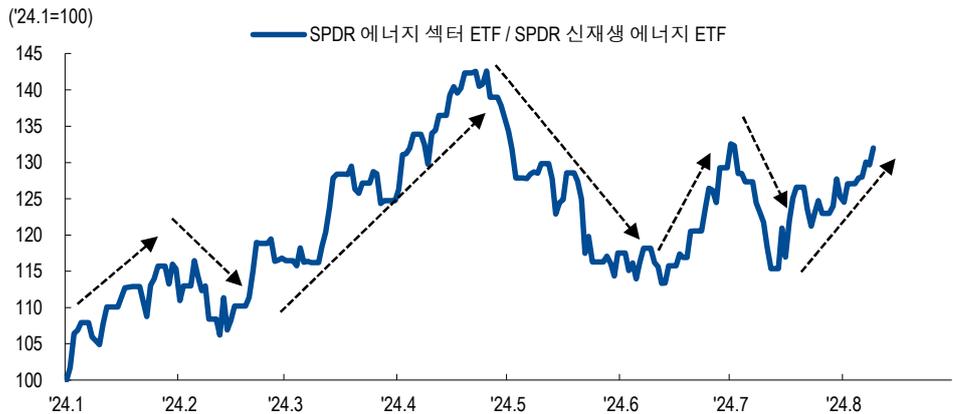
따라서 어느 한쪽이 승리했을 때 수혜 혹은 피해가 엇갈리는 주식에 대해서는 강한 수급이 발생하기 어렵다. 예상과 정반대의 결과를 받아들일 가능성을 배제할 수 없기 때문이다(그림9 참조). 자동차, 2차전지, 신재생 등 정책에 민감한 업종들의 성과는 미국 대선 전까지는 미밋할 가능성이 커 보인다.

그림10. 미국 대선후보 지지율 여론조사 추이



자료: New York Times, NH투자증권 리서치본부

그림11. 미국 에너지 ETF/신재생 ETF 상대 성과: 지지율 박빙 상황에서 관련 업종 트레이딩은 어려움



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

결론: 단기는 화학·비철·헬스케어·금융. 장기는 반도체·전력설비·조선·원전**단기와 장기로 나누어 대응 전략 수립할 필요**

최근 주식시장은 미국 테크 기업들의 AI 투자 지속성, 미국 대선 결과를 둘러싼 불확실성, 미국 경기 침체 우려 등 대외 불확실성 요인이 산적한 상황이다. 이들 요인 중 시장을 무너뜨리는 악재로 발전할 만한 변수는 없다고 생각되지만, 이를 실제로 확인하는데는 수개월이 소요될 수밖에 없다.

단기에는 화학, 비철, 헬스케어, 금융 업종 트레이딩 관심

따라서 단기적으로 주식시장은 이러한 불확실성을 피하는 확실한 변수를 찾으려 할 것이다. 현 시점에서 명확해 보이는 변수는 미 연준의 금리 인하와 한국 정부의 밸류업 드라이브다. 미 연준의 금리 인하는 성장주(헬스케어)와 소재주(화학·비철금속) 등 그간 소외되었던 소위 '빈집' 업종에 대한 트레이딩으로 연결될 수 있다는 판단이다. K-밸류업과 관련해서는 금융주 실적 개선에 따른 주주환원 확대 기대, 코리아 밸류업 지수 발표에 따른 투자 심리 개선이 모멘텀으로 작용할 수 있어 보인다.

장기에는 반도체가 주도주로 복귀할 전망

4분기 말경에는 현재 주식시장에 도사리고 있는 각종 불확실성들이 상당 부분 해소될 것으로 전망한다. 테크 기업들의 실적 발표와 2025년 사업 계획 제시가 투자자들의 AI 투자 지속에 대한 확신을 키울 것으로 예상된다. 경기 또한 '완만한 소비 둔화 + 견조한 투자 지속 + 미 연준의 금리 인하'의 조합으로 금방 침체에 빠지지는 않으리라는 인식이 확산될 수 있다는 생각이다. 7월 조정 전까지 주도주 역할을 했던 미국향 중간재·자본재 수출주들의 시장 주도력이 재차 강화될 가능성이 크다. 선호 업종은 반도체, 전력설비, 조선, 원전이다.

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.
