

글로벌 전략

미국과 AI의 예외주의 (Exceptionalism)



CONTENTS

01/	시들지 않는 미국 경제 낙관론	05
02/	과거 금리 동결 구간에서 벌어졌던 일	13
03/	엔비디아는 무적인가?	19
04/	중국, 미워도 다시 한번	25
05/	국내 기업 밸류업 프로그램 공개 이후	31

미국과 AI의 예외주의(exceptionalism)

예외주의(exceptionalism)는 보통의 규칙이나 원리에 적용되지 않는 특성을 의미한다. 미국 경제와 AI가 그런 것 같다. [미국 경제에 대한 낙관론은 시들지 않고 있다](#). 미국 수입 수요는 거의 유일하게 개선되고 있다. 인구와 생산성도 늘어나고 있다. [대신 미국 경제 낙관론이 금리인하 기대를 연기시키고 있다](#).

[그럼에도 금리 인하 가능성 자체는 유효하다](#). 과거 금리동결 구간, 첫 금리인하 3~4개월 전 금융시장이 보인 특징을 보면 1) 장기금리는 하락했고. 2) 미국 달러는 2007년을 제외하면 첫 금리인하 전 약세를 보인 경우가 거의 없으며, 3) 주식시장은 연착륙 국면에서 주가는 급등한 반면, 침체 국면에서 급락했다. 현 시점에서 금리인하 기대는 주식시장 과열(melt-up)을 야기시킬 가능성이 높다.

엔비디아 주가는 이러한 과열 논란의 한 중간에 있다. 90년대 후반 시스코를 상기시킨다. 시스코 주가 폭등과 급락에는 인터넷 혁명과 Y2K에 따른 과도한 실적 기대가 있었다. 현재 엔비디아 주가 속도가 빠르긴 하나, 실적 증가 속도를 넘지 않는다. [속도 조절 가능성은 있어도 AI관련주에 대한 관심은 유효하다](#).

3월 금융시장에서 주목할 변수는 중국 증시다. 중국 경제와 증시 부진은 구조적이다. 2015~16년 단지 과열을 막으려는 당시와는 달리 이번에는 부동산 의존도 축소라는 측면에서 이해해야 한다. 다행히(?) 중국 경제에서 부동산 투자 비중이 크게 하락했다. [중국 경기가 심각하게 부진할 가능성은 낮다](#).

2/26일 공개된 1차 국내 밸류업 프로그램에는 강제성과 세제 혜택은 포함되지 못했다. 그러나 일본 사례를 보면 꾸준히 시행될 것으로 보인다. 또한 [미국 성장주의 독주 때문에 아시아 가치주에서 기회를 찾으려는 자금 수요가 있다](#). 실망이 확산되지는 않을 것이다. 대신 금리 방향성과 내수 부진을 감안할 때 은행/보험보다 자동차 등 대미수출주들(반도체/기계/제약바이오 등)과 증권/유틸리티가 유리할 전망이다.

Executive Summary

by 허재환

01

시들지 않는 미국 경제 낙관론

미국과 그 외 지역 간 수요 차이는 줄어들지 않고 있어

기업과 노동 생산성 차이 때문, 미국 경기 낙관론으로 금리 인하 기대는 연기

미국 수입 수요 견고

나홀로 수입을 늘리고 있는 미국

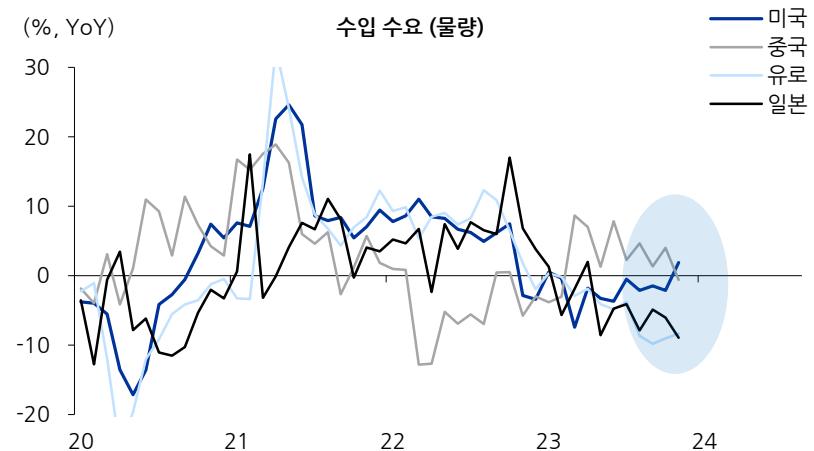
- 2022년 중반 이후 전세계 수입물량은 정체 또는 감소 국면임.
- 미국 수입 수요만 2023년 후반 이후 (+)로 반전됨(11월 +1.9%yoY). 유로존과 일본 수입 수요는 (-). 중국 수입 수요도 둔화.

2023년 중반 이후 전세계 수입 물량 둔화 또는 감소



자료: CPB World Trade Monitor, 유진투자증권

그나마 미국 수입 수요 증가, 다른 국가들의 수입 수요는 감소



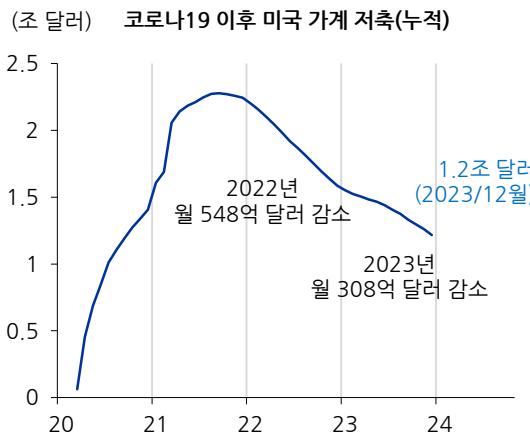
자료: CPB World Trade Monitor, 유진투자증권

남아 있는 잉여 저축과 소비를 능가하는 소득

2024년 상반기까지 미국 경기 이상 조짐 찾기 어려울 전망

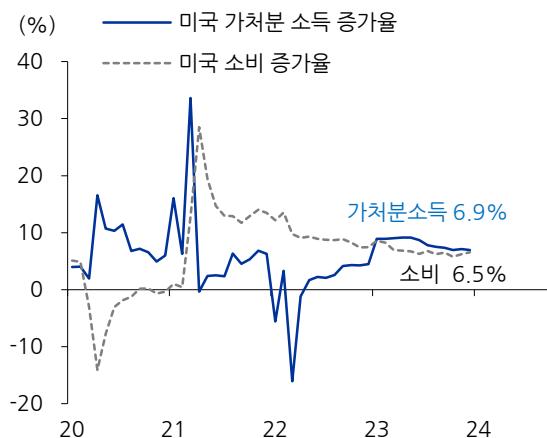
- 코로나19 이후 누적된 가계 잉여저축 규모는 1.2조 달러(23/12월)에 달함. 2024년까지는 소비가 크게 위축될 가능성은 찾기 어려움.
- 미국 소득 증가율이 소비를 능가함(가처분 소득 증가율 6.9%yo, 소비 증가율 6.5%yo).
- 그러나 미국 고용시장은 서서히 식어감. 구인 공고는 2년래 최저임(885만 건).
- 아직 하반기 미국 경기는 둔화 가능성 높음 (금리 하락 요인은 유효함).

미국 잉여저축, 1.2조 달러



자료: Refinitiv, 유진투자증권

아직 소득 증가율이 소비를 능가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

서서히 식어가는 미국 고용시장



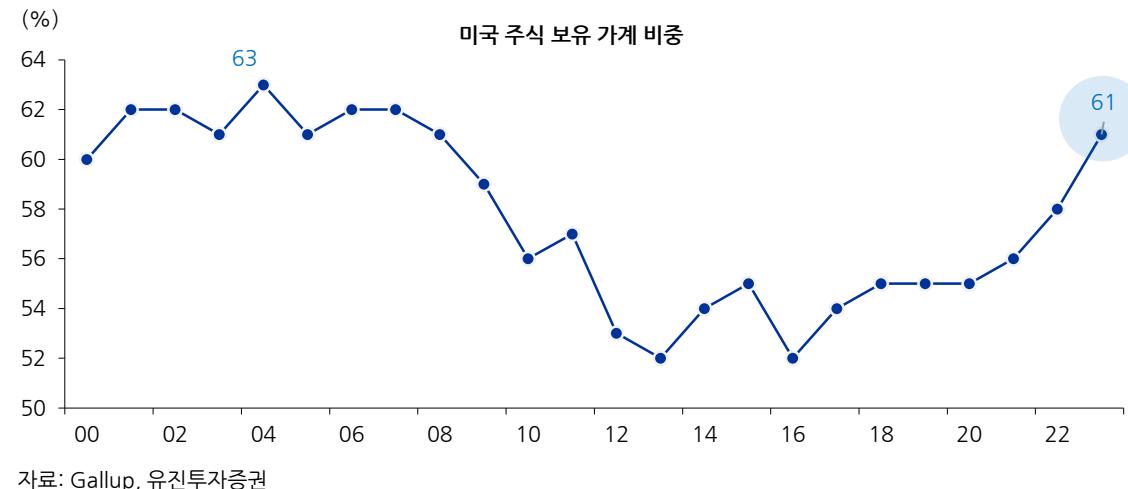
자료: Refinitiv, 유진투자증권

부의 효과

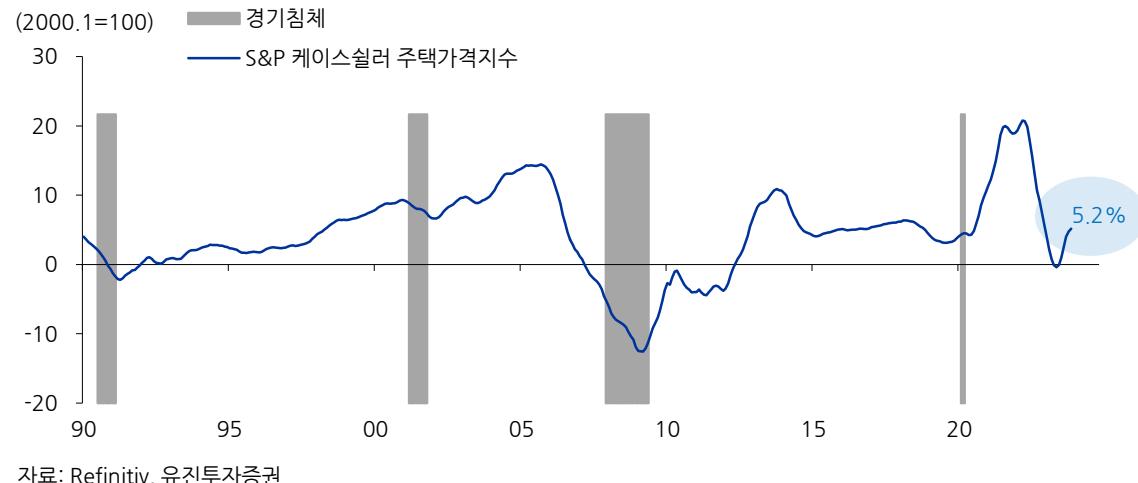
주식과 부동산 가격 동반 상승

- 미국 가계 가운데 주식 보유 비중이 2000년대 초반 이후 최고(61%)임.
- 금리인상 부담으로 둔화되던 미국 주택 가격도 2023/5~6월 이후 재차 상승세로 반전됨.
- 미국 주택 가격과 주가 상승은 부의 효과를 통해 소비 여력을 연장시키는 효과를 야기시킬 수 있을 것으로 예상됨.

미국 가계 중 주식 보유 가계 비중은 2000년대 초 이후 최고



다시 상승하고 있는 미국 주택 가격



생산성 향상

인구도, 생산성도 증가

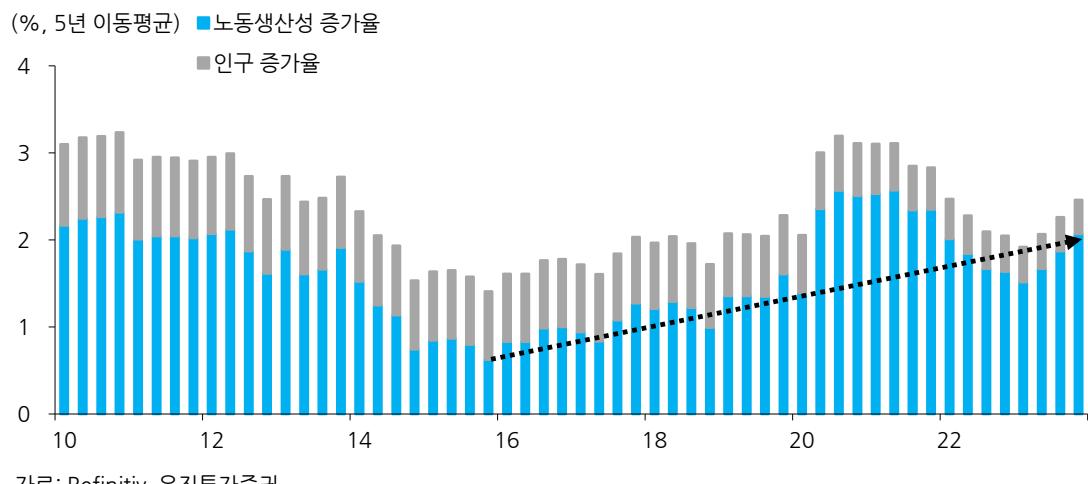
- 미국 인구 증가율은 0.5% YoY(23/12월)로, 코로나19 이전 수준을 회복함 (이민 재 증가).
- 노동생산성 증가율도 3% 이상(3.2% YoY, 4Q 2023, 20~21년을 제외하면 13년래 최고).
- 최근 생산성은 2010년대 이후 재차 늘어나는 추세로 돌아서고 있음.

인구 증가율, 코로나 이전 수준 회복

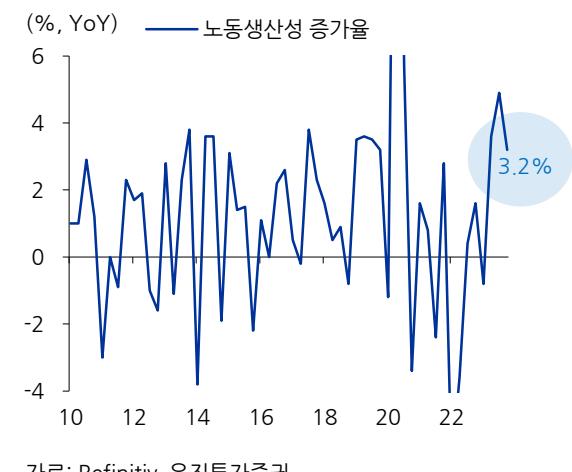


자료: Refinitiv, 유진투자증권

2023년 이후 인구와 노동생산성 증가



지난 15년래 높은 수준의 생산성 증가율



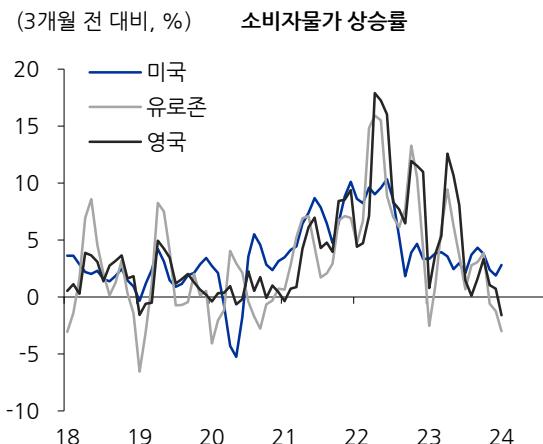
자료: Refinitiv, 유진투자증권

빠른 금리인하 기대 연기, 당분간 Higher for longer

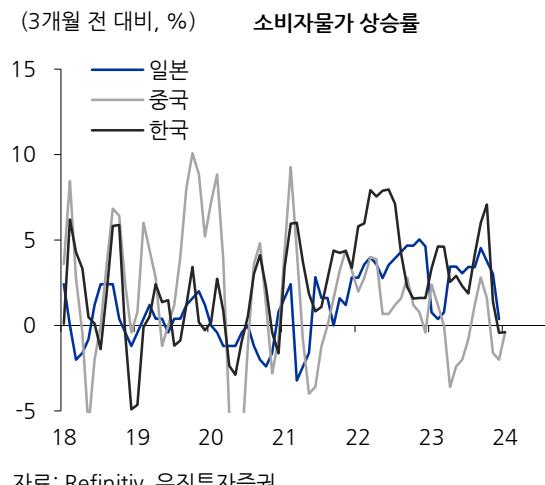
미국 물가 둔화 속도 정체, 국가 별로 물가 수준 달라

- 선진국 물가 상승률을 지난 3개월 및 6개월 기준으로 보면, 2~3%대로 둔화되었으나, 최근 들어 다시 정체 국면임.
- 최근 3개월 물가 변동률로 보면 유로존과 한국, 중국은 (-)권역에 놓여 있음. 지역 별로 차이가 큼.
- 하반기 금리인하 가능성은 유효하나, 그 시점은 2Q 후반~3Q 초반(6~7월)이 될 것으로 예상.

미국 물가 둔화 속도 정체 국면



한국/일본/중국 물가는 둔화일로



국가별로 차이가 큰 최근 3개월 물가 상승률

	최근 3개월 물가 변동	최근 6개월 물가 변동	최근 12개월 물가 변동
미국	2.8	3.3	3.1
유로존	-3.0	0.4	2.8
영국	-1.6	0.9	4.0
한국	-0.4	3.3	2.8
일본	0.4	2.5	2.2
중국	-0.4	0.6	-0.8

자료: Refinitiv, 유진투자증권

그러나 미국 이외 지역 금리인하 압력은 높아

미국 이외 지역의 내수 성장률은 제로 또는 둔화

- 순수출을 제외한 내수 성장을 측면에서 미국 이외 지역들은 대체로 부진함.
- 유로존 내수 성장률은 $-0.4\% \text{YoY}$, 일본 내수 성장률은 $+0.3\% \text{YoY}$ 에 불과함. 중국 내수 성장률은 5.3% (2015년 이후 평균 5.7%)
- 국내 순수출을 제외한 내수 성장률도 갈수록 악화됨(3Q -0.2% , 4 Q -0.6%).

유로존 내수 성장률 (-)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

일본 내수 성장률 0%대



자료: Refinitiv, 유진투자증권

국내 내수 성장률, (-)권역



자료: Refinitiv, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

02

과거 금리 동결 구간에서 벌어졌던 일

금리인하 2~3개월 전부터 장기 금리는 하락, 미국 달러는 의외로(?) 약하지 않음.

주가는 경기 침체 여부에 따라 급등(Melt-up) 또는 급락(crash).

70년대 이후 두번째로 긴 금리 동결 기간

과거에 비해 긴 금리 동결 국면

- 과거 금리인상 마무리 이후 첫 금리인하까지 기간을 살펴 보면, 평균 5~6개월임.
- 2024/6월 첫 금리인하가 단행된다면, 2023/7월 이후 10개월이 소요될 예정. 이는 70년대 이후 두 번째로 긴 금리 동결 기간임.

마지막 금리인상 이후 동결기간으로는 현재 꽤 긴 상황(2004~06년을 제외하면 두 번째)

첫 금리인상	금리인상 폭 (%)	마지막 금리인상	금리인상 기간 (개월)	경기 침체 여부	마지막 금리인상~ 침체까지 기간 (개월)	마지막 금리인상 후 금리인하 까지 시간 (개월)	금리인상 중단 후 첫 금리인하 시기
Jan-73	6.6	May-74	16	Yes	-5	3	Aug-74
Aug-77	8	Feb-80	30	Yes	0	2	Apr-80
Sep-80	8	Nov-80	2	Yes	9	7	Jun-81
Apr-83	2.1	Aug-84	16	No		2	Oct-84
Dec-86	2.8	Feb-89	26	Yes	18	3	Jun-89
Feb-94	2.5	Feb-95	12	No		5	Jul-95
Jun-99	1.3	May-00	11	Yes	12	7	Jan-01
Jun-04	3.8	Jun-06	24	Yes	19	14	Sep-07
Dec-15	2.1	Dec-18	37	Yes	16	7	Jul-19
Mar-22	5.3	Jul-23	16	?	?	10 (?)	Jun-24 (?)

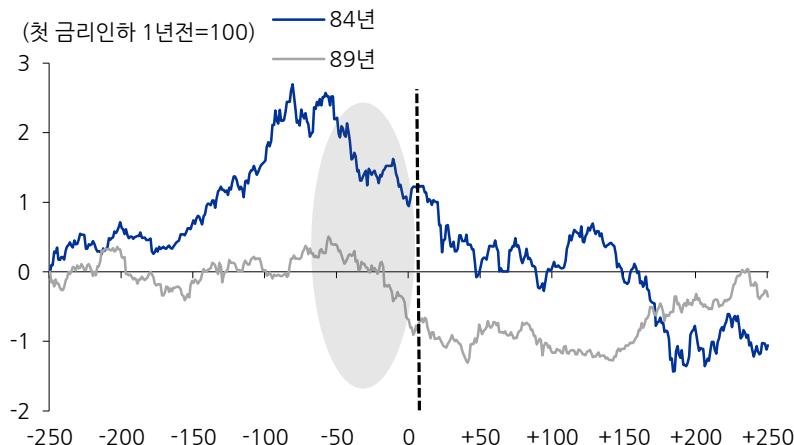
자료: Refinitiv, 유진투자증권

금리인하 전후 장기 금리는 하락 우위

미국 장기금리 방향성은 뚜렷한 하락 우위

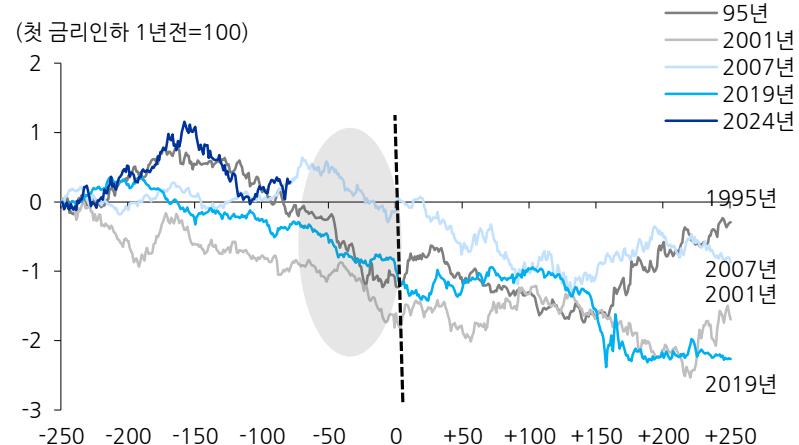
- 80년대 이후 첫 금리인하 전후 장기 금리는 하락 우위 흐름을 보임. 주로 첫 금리인하 2~3개월 전부터 하락세가 뚜렷해짐.
- 2024/5~6월 첫 금리인하가 나타난다면, 오는 3~4월 이후 금리 방향성은 하락 우위가 될 것으로 예상.

장기 금리는 첫 금리인하 2~3개월 전 하락



자료: Refinitiv, 유진투자증권

장기 금리는 첫 금리인하 2~3개월 전후로 하락 우위



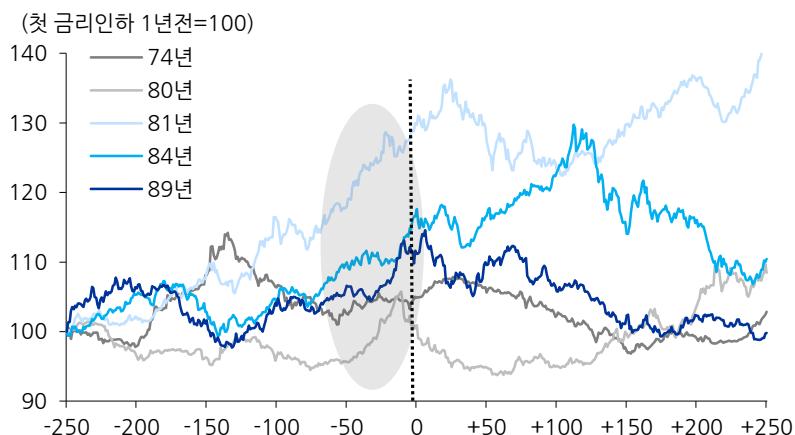
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 달러가 약한 사례는 2007년 정도뿐

첫 금리인하 전후 미국 달러가 약한 사례는 2007년 밖에 없어

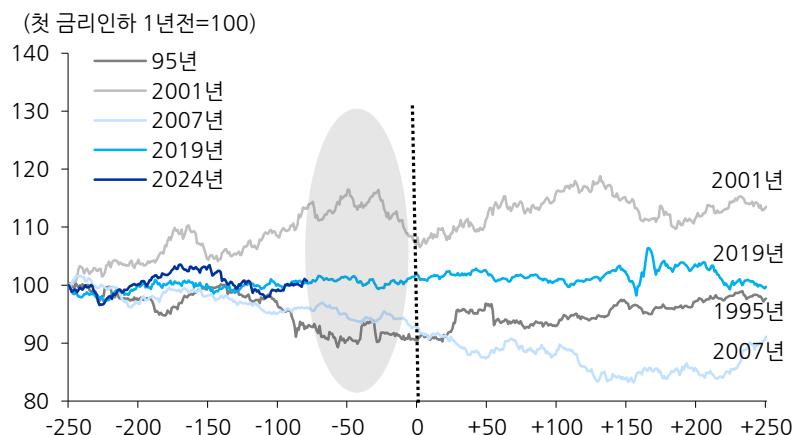
- 금리 동결 이후 첫 금리인하 전후 미국 달러는 그다지 약하지 않았음.
- 예외가 있다면 서브프라임 위기였던 2007년과 1995년임. 1995년은 첫 금리인하 이후 점차 달러 가치 강세로 반전됨.

첫 금리인하 이전 미국 달러는 약하지 않아



주: Dollar Index(DXY) 기준, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

2007년을 제외하면 달러는 대체로 강세



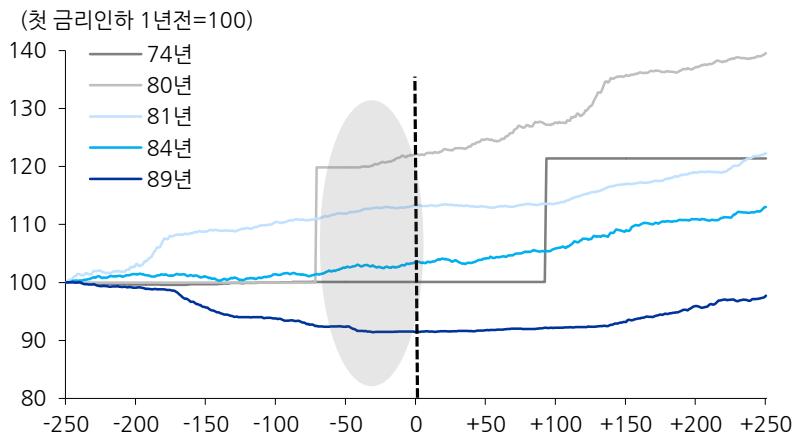
주: Dollar Index(DXY) 기준, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

원화 가치, 95년을 제외하면 약세 우위

내수/중국이 강할 때 원화 강세, 그렇지 않을 때 원화 약세

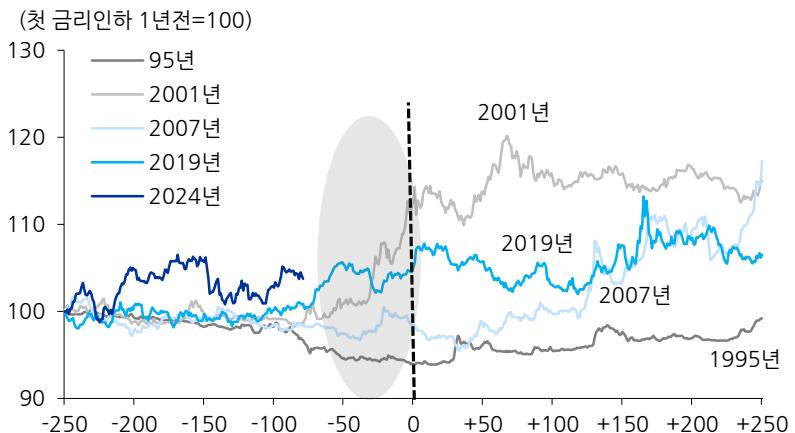
- 외환거래 자유화 이전(97년)에는 미국 금리인하 전 원화가치는 하락 우위였음(89년 제외).
- 그 이후 미국 금리인하 전후 원화 가치 방향성은 뚜렷하지 않음.
- 1995년과 2007년은 원화 가치가 올랐음(2007년은 중국 성장 덕분에 원화 가치 상승).
- 반면 2001년과 2019년은 원화 가치가 하락함 (2001년 미국 경기 침체, 2019년 미중 무역 전쟁).

89년을 제외하면 미국 금리인하 전 원화 가치, 대체로 하락



주: 원달러 기준, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

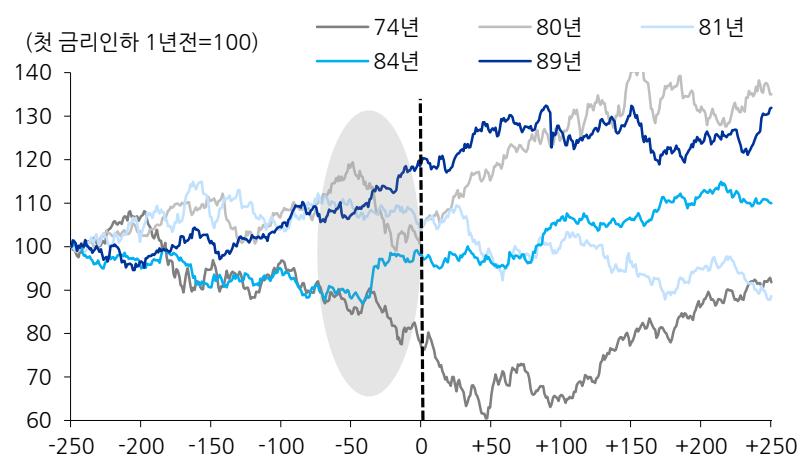
1995년과 2007년은 원화 강세, 반면 2001년과 19년은 원화 약세



주: 원달러 기준, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

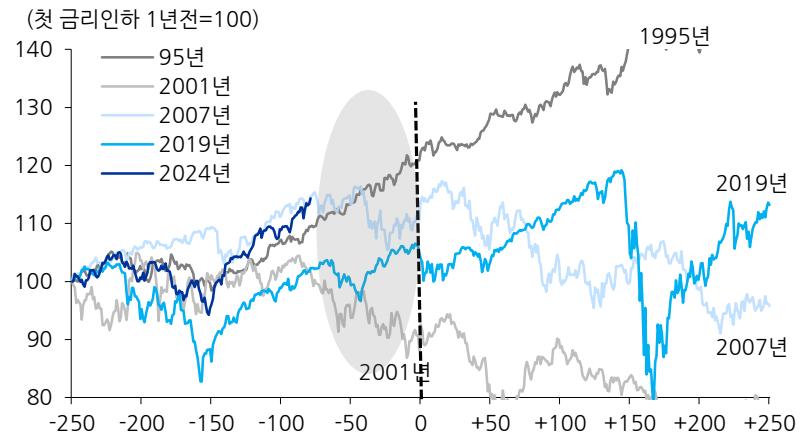
미국 주가는 침체가 없으면 상승 우위, 코스피는 보합

S&P500, 74년 제외하면 첫 금리인하 이후 대체로 상승 우위



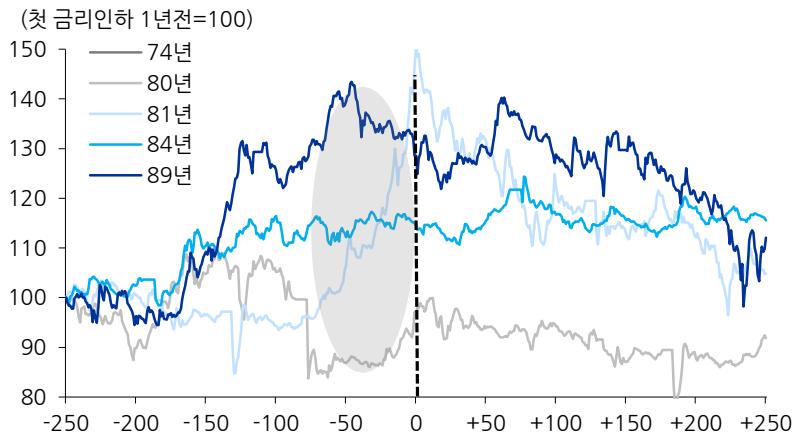
자료: Refinitiv, 유진투자증권

2001년, 2007년 당시 S&P500 주가 부진



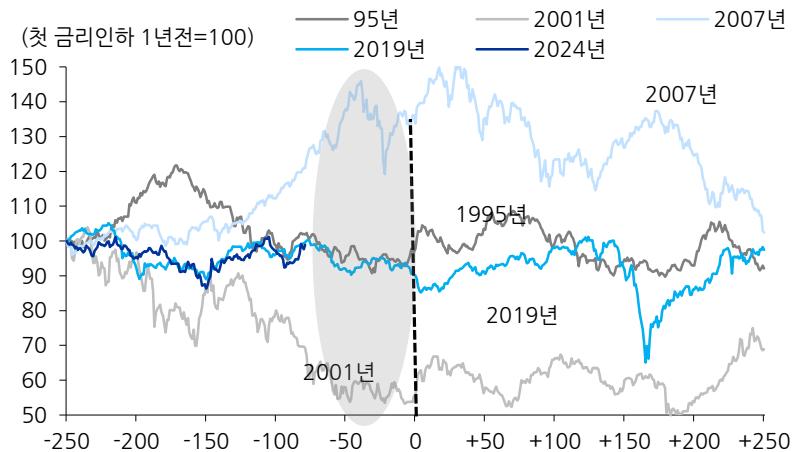
자료: Refinitiv, 유진투자증권

KOSPI, 70~80년 금리 인하 직전 주가 상승, 이후 부진



자료: Refinitiv, 유진투자증권

90년대 이후 첫 금리인하 전후 KOSPI 방향성은 엇갈려



자료: Refinitiv, 유진투자증권

03

엔비디아는 무적인가?

90년대 후반 시스코와 비교되는 엔비디아, 당시에 비해 실적/Valuation 부담이 낮아
시장 집중도가 높을수록 장기적으로 경쟁 과다에 따른 지배력 저하 가능성

2020년대 엔비디아 vs. 90년대 시스코

90년대 대장주 시스코와 맞먹는 주가 상승을 보인 엔비디아

- 98/10월 이후 시스코 주가는 고점(00/3월)까지 640% 올랐음. 이후 시스코 주가는 80달러에서 2002/10월까지 8.6달러까지 폭락함.
- 엔비디아 주가는 22/10월 이후 550% 상승했음.
- 최근 2~3년간의 주가 상승 속도만 보면 90년대 대장주 시스코와 2022년 이후 엔비디아 주가는 유사함.

90년대 대장주 시스코와 2020년대 대장주 엔비디아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

주가 상승 속도 측면에서 비교되는 시스코와 엔비디아



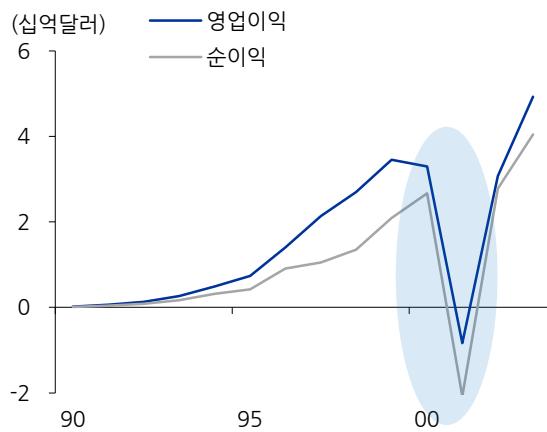
자료: Refinitiv, 유진투자증권

시스코 주가의 몰락 배경

Y2K 이전 매출에 대한 높은 기대, 이후 둔화가 계기

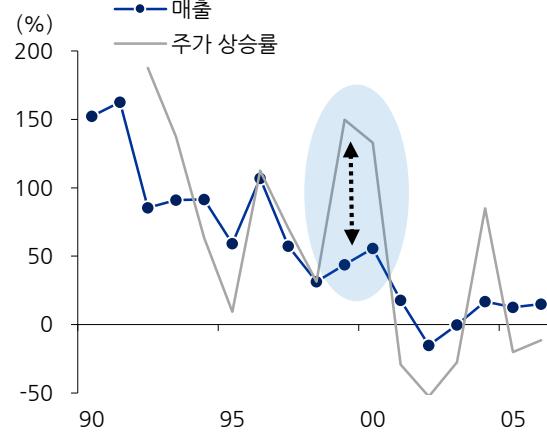
- 90년대 후반 인터넷 혁명과 Y2K에 대한 우려로 시스코 매출과 이익은 급증했음
- 그런데 2001~2002년 시스코 영업이익과 순이익은 적자로 반전됨.
- Y2K 우려로 기업 매출과 실적이 앞당겨진 후유증의 결과임. 이후에도 시스코 매출은 늘어났으나, 증가율은 크게 둔화됨.
- 2000~02년 이후 시스코 매출은 정상화되었으나, 주가는 98~00년 수준을 회복하지 못했음.

Y2K 이후 시스코 영업이익/순이익 급감



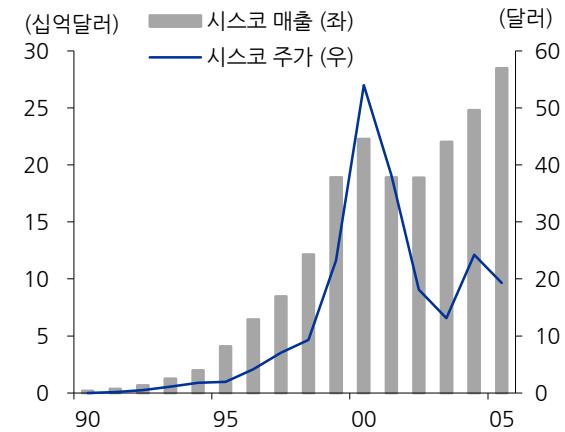
자료: Refinitiv, 유진투자증권

결국 매출 증가율 둔화와 함께 주가 둔화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

이전 매출 회복 불구, 주가 회복 쉽지 않아



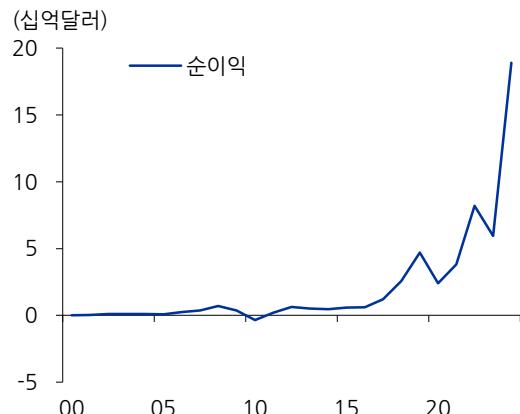
자료: Refinitiv, 유진투자증권

엔비디아 매출/이익은 아직 우상향

매출과 주가 방향성, 아직은 동행

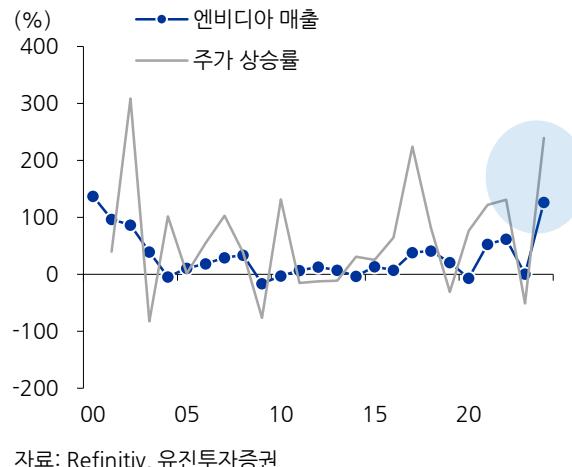
- 엔비디아 실적은 2017~18년 이후 가파르게 늘어나고 있음. Chat GPT가 출시된 이후 엔비디아의 실적 증가 속도는 드라마틱함.
- 엔비디아 주가 상승 속도가 매출 증가 속도는 조금 넘어서기는 함. 과열 조짐이 있음. 조만간 주가 정체 또는 둔화 가능성이 존재함.
- 그렇다고 매출 둔화 조짐이나 주가 상승 방향성이 다르지 않음. 99년 당시와 비교하면 아직 양호한 상황임.

엔비디아 순이익 급증



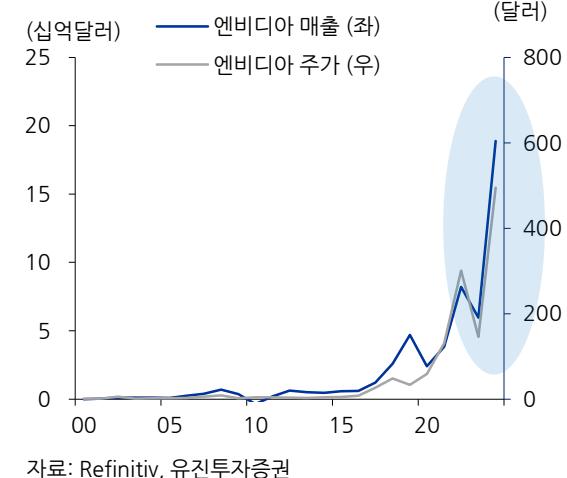
자료: Refinitiv, 유진투자증권

엔비디아 매출 둔화 조짐 찾기 어려워



자료: Refinitiv, 유진투자증권

아직까지 엔비디아 매출과 주가는 같은 방향



자료: Refinitiv, 유진투자증권

닷컴 당시보다 Valuation 부담은 낫다

닷컴버블 당시 대표주들의 PER은 200배 수준

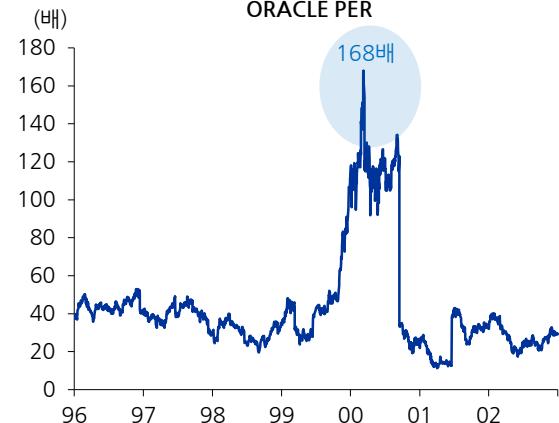
- 주가 급락 직전 시스코 PER(trailing 기준)은 205배를 능가함. 시스코와 더불어 급등했던 오라클 PER은 168배까지 올랐음. 당시 마이크로소프트사의 PER 역시 73배까지 상승.
- 지금은 그 정도는 아님.
- 엔비디아 PER이 지난해 여름 247배까지 오르긴 했으나, 실적 개선으로 PER은 점차 낮아지고 있음(89배).
- 마이크로소프트 PER은 36~40배 수준

주가 급락 직전 시스코 PER 205배



자료: Refinitiv, 유진투자증권

99~00년 오라클 PER 168배



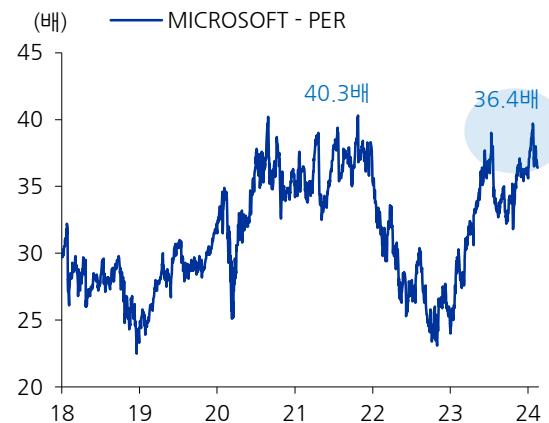
자료: Refinitiv, 유진투자증권

엔비디아 PER 246배 상승 후 둔화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

마이크로소프트 PER 36~40배 수준



자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 종목/산업에 대한 집중도는 장기적으로 문제

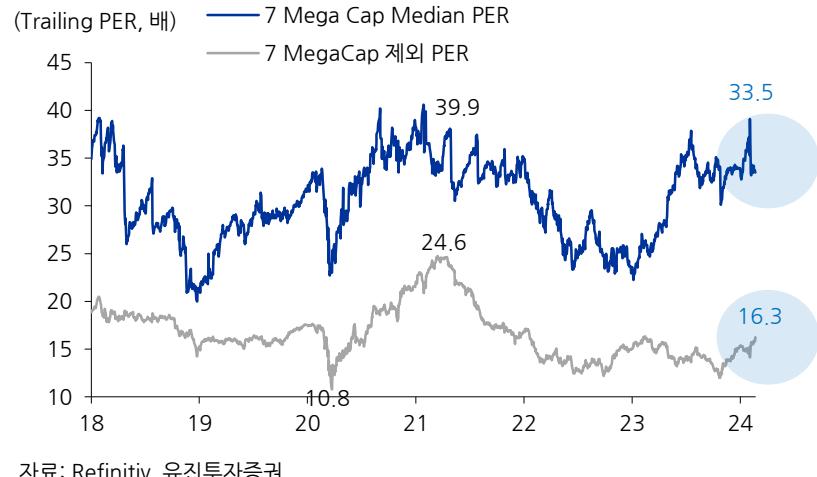
S&P 493개 기업 Valuation 부담은 낮아

- M7 시가총액이 S&P500에서 차지하는 비중은 21/11~12월보다 더 높아짐(24/2월 30%).
- S&P 493개 기업들의 PER은 15~16배 수준으로, M7 기업들 PER(33.5배)의 절반에 불과함.
- 7개 종목들에 대한 부담은 있지만, 나머지 기업들의 버블 붕괴 우려는 높지 않음.
- 그러나 중장기적으로 AI 관련 투자가 늘어나면서 서서히 경쟁이 치열해질 전망. 그 과정에서 M7의 지배력에 이상이 생길 것으로 예상.
- AT&T, 코닥 등 혜성같이 나타났다가 경쟁 과다로 시장 지배력이 낮아진 사례는 적지 않음.

7개 종목에 대한 집중도는 21~22년 상회



S&P 493개 기업들 PER 부담스럽지 않아



04

중국, 미워도 다시 한번

중국 구조적 부진은 장기화될 것, 부동산 의존도 축소 노력은 고통스럽지만 의도된 것

최근 중국 부동산 착공, 통화량 등 일부 지표에서 더 나빠지지는 않고 있어

2015~16년 중국 경기 부진 당시와의 차이

15 ~ 16

22 ~ 현재

공통점

주택시장 부진

내수 부진, 디플레

위안화 약세, 자본 유출

재정여력 고갈, 지방정부 부채 문제

차이점

- 중국 부동산, **순환적 부진**
부동산 가격 과열 방지 목표
- 2015년 정부 **Debt Swap 프로그램으로 해결**
(숨겨진 지방정부 부채 16조 부채 인식)
- **2015/8월 위안화 2% 인위적 절하**
6.4위안 (15/8월)에서 6.63위안(16/6월) -3.6%

- 중국 부동산 **구조적 부진**
주택시장 의존도 축소 목적
- 현재 재정부진은 토지 판매 급감 및
코로나 재정지출에 기인함. 재정확대 한계
- **인민은행 위안화 절하 용인**
6.35위안(22/4월)에서 7.31위안(23/9월), -15%

중국 부동산 의존도 빠르게 축소

2005~06년 이후 가장 낮은 중국 부동산 의존도

- 중국 GDP에서 투자 비중은 2015~16년 53.6%에서 2023년 39.9%로 하락함 (2008년 이후 최저).
- 마찬가지로 중국 GDP에서 부동산 투자 비중은 2021년 14%에서 2023년 8.8%로 축소됨 (2005년 이후 최저).
- 중국 부동산 의존도 축소는 고통스럽지만 의도된 것임.

중국 GDP에서 투자 비중 40% 이하까지 하락



중국 GDP에서 부동산 투자 의존도 빠르게 축소



부동산 일부 지표 추락세 진정

부동산 판매 감소 속도 진정, 착공 물량 소폭 회복 조짐

- 부동산 투자 감소가 연 20% 이상 심각하지만, [부동산 판매 감소 폭은 2023년 3Q 이후 축소됨](#)(2023/12월 -12.5%, 금액 기준).
- 부동산 선행 지표인 착공 면적 감소 폭도 축소됨(23/12월 -11.6%YoY). 1분기 정도 시차를 두고 부동산 판매도 늘어날 것으로 예상.

부동산 투자 감소



자료: Refinitiv, 유진투자증권

부동산 판매 감소 속도 진정



자료: Refinitiv, 유진투자증권

착공 개선, 시차를 두고 판매도 늘어날 듯



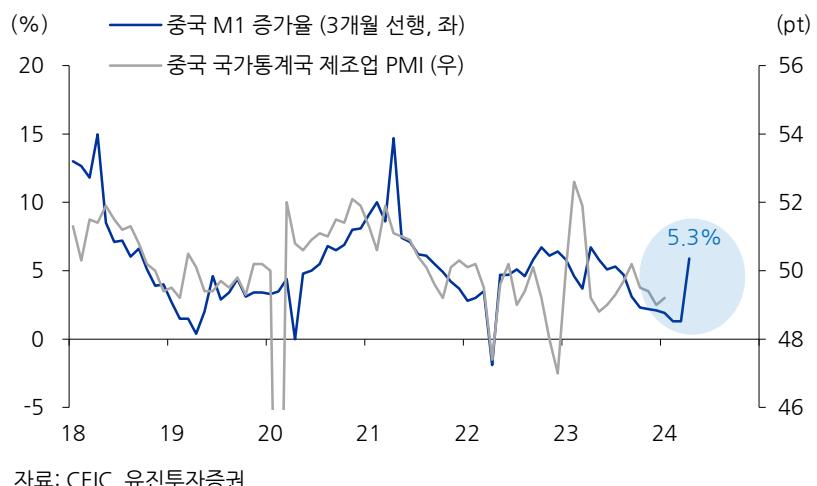
자료: Refinitiv, 유진투자증권

중국 통화량 모처럼 반등

하락일로에 있던 중국 통화량 증가율 반등 조짐

- 중국 M1 등 통화량 증가율도 2023/1월 +5.3%yoY로 전월 1.3%에서 크게 늘어남.
- 중국 경기 디플레이에 대한 대응 정책 등을 감안할 때 더 심각하게 통화량이 위축될 가능성은 낮음.
- 중국 M1 증가율이 높아지는 국면에서 중국 증시도 1분기 시차를 두고 반등했음.

중국 M1 반등 조짐은 긍정적 신호



M1 증가율 상승 국면에서 중국 증시도 반등



편집상의 공백페이지입니다

05

국내 기업 밸류업 프로그램 공개 이후

기업들의 자율을 강조, 강제성과 세제 혜택은 이번(24/2월)에 포함되지 못해
그러나 선진국 성장주 독주에 대한 헤지를 위한 자금 수요는 남아 있을 듯

기업들의 자율을 강조한 1차 밸류업 프로그램, 실망은 일러

주주가치 존중 기업문화로의 자발적 변화를 통한 한국 증시의 도약

상장 기업

– 자발적 기업가치 제고 노력 –

(1) 기업가치 제고 계획
자율 수립·이행·소통

(2) 세제지원 등 인센티브로
자발적 참여 유도



투자자

– 시장평가·투자 유도 –

- (1) 코리아 밸류업
지수·ETF 개발
- (2) 스튜어드십 코드 반영
- (3) 투자지표 비교공표

거래소 및 유관기관

– 체계적인 상장기업 밸류업 확산 지원 –

- (1) 전담 추진체계
- (2) 상장기업 교육·컨설팅
- (3) IR·소통 강화

□ (기본원칙) 상장기업 ① 스스로가 ② 중·장기적 관점에서 기업가치 제고를 위해 ③ 각 기업에 적합한 계획을 수립하여 공시·이행

① 가이드라인은 권고로서 자율적 사항이며, 인센티브 제공 등을 통해 상장기업의 자발적·적극적 참여를 유도

② 중·장기 자본효율성과 기업가치 제고에 초점*

* 기업 성장전략 등 중장기 기업가치 상승을 위한 실행방안에 중점

③ 가이드라인은 종합적 작성 지침에 해당하며, 각 기업이 특수성·경제여건·업종상황 등을 반영해 탄력적으로 수립·공시

강제성과 세제 혜택은 빠져 있지만, 실망은 일러

- 자율적 사항이며, 사전에 언급되었던 세금 인센티브 제공 등은 이번(2/26일 기업 밸류업 프로그램)에 포함되지 않음.
- 기업 부담을 줄이기 위해 강제성 있는 조치들은 없었음.
- 상속세 폐지, 배당수익에 대한 분리과세 등은 자금 이동을 주식 쪽으로 돌릴 수 있는 중요한 요인.
- 2024/5월 2차 발표 때 좀더 강한 정책들이 나올 예정.

수년에 걸쳐 지배구조 개선 노력을 기울인 일본

2022년부터 본격화된 일본 기업 지배구조 개혁을 위한 논의

날짜	내용
22/4월	일본 주식시장, Prime/Standard/Growth 세 분야로 구조 전환
22/7월	전문가 중심으로 일본 기업들의 지속 발전 방향 논의
22/10월	도쿄증권거래소, 중장기 기업가치 개선 논의
22/12월	기업들의 수익성과 관련된 잠재적 목표 제시 (PBR 1배, ROE 8%)
23/1월	도쿄증권거래소, 기업 지배구조 개선안 제안
23/3월	기업 지배구조 개선 정책에 대한 세부안 발표 (PBR, ROE 개선)
23/4월	기업 지배구조 개선에 대한 기업들의 인식을 높이는 방안 논의
23/8월	기업 지배구조 개선안에 대한 1차 반응 점검
23/10월	매월 목표 미달 또는 개선이 미흡한 기업 리스트 공개 방침
24/1월	상장기업들의 경영실천 이행 현황 첫 발표

쉬지 않고 지속된 일본의 개혁 노력

- 일본의 기업 지배구조 개선 정책도 수년 동안 꾸준히 진행된 결과임.
- 본격적으로 기업 지배구조 개선안이 발표된 것은 2023/1월 이었고, 목표에 미달 또는 미흡한 기업들을 공개하기로 한 것은 23/10월이었으며, 실제 경영실천 이행 여부를 발표한 것은 24/1월이었음.
- 국내의 경우에도 점진적으로 더 구체적인 지배구조 개선 계획들이 나올 것으로 예상.

일시적으로 그치지 않을 듯

단 번에 해소되기는 어려워도, 한 번으로 그치지는 않을 전망

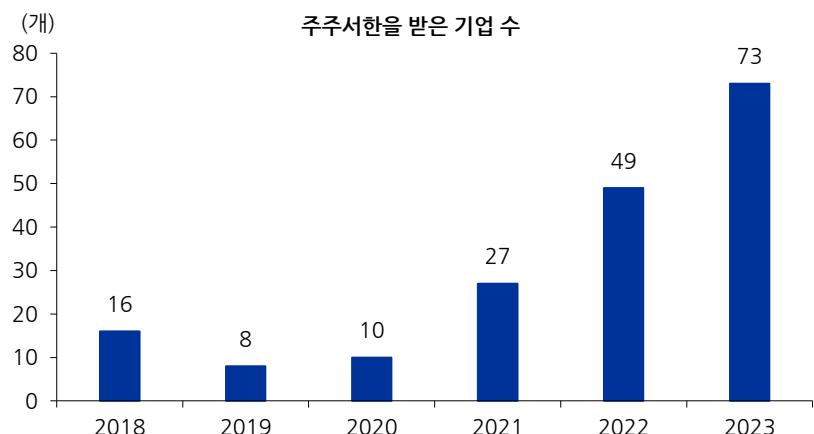
- 국내 개인 투자자 수는 1,441만 명(22년말 기준, 상장법인 소유자 기준)으로, 점차 개인 투자자들의 입김이 더욱 강해질 것으로 예상됨.
- 국내에서도 주주서한을 받은 기업 수가 2020년 이후 점차 증가함(2023년 기준 73개). 주주 행동주의가 강해지고 있음.

국내 개인 투자자 수 1,400만 명 이상



자료: 한국예탁결제원, 유진투자증권

점차 주주 행동주의가 강해지고 있어



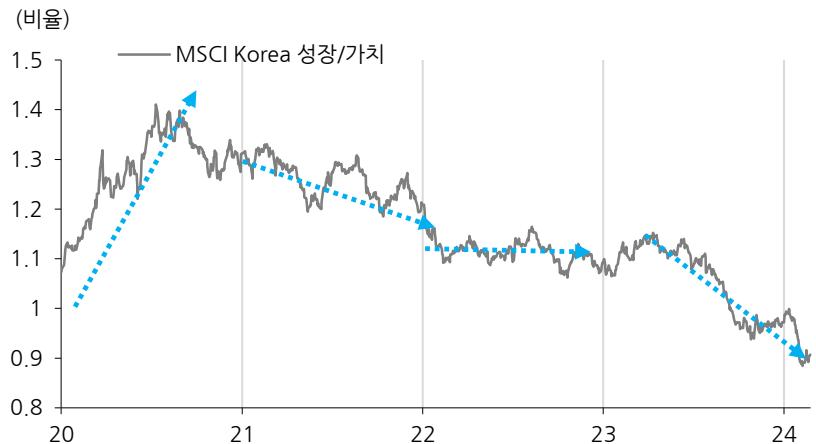
자료: Insightia

선진국 성장주 강세 vs. 아시아 가치주 강세

미국 성장주에 대한 높은 부담이 아시아 가치주 관심으로

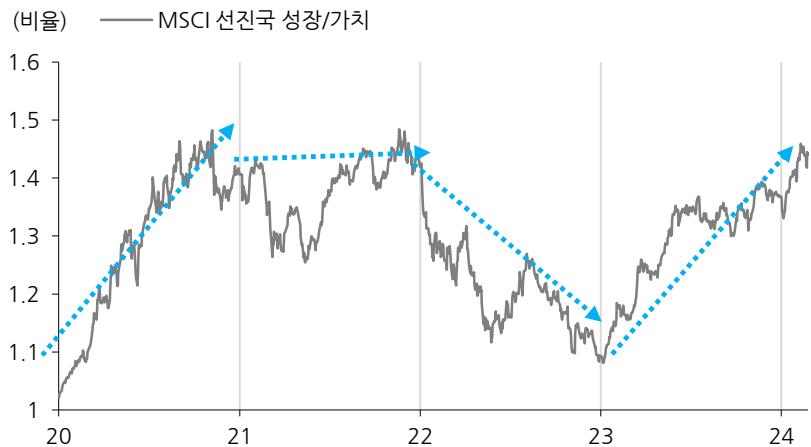
- 미국/유럽 등 선진국 주식시장에서 성장주는 2023년 이후 1년 넘게 가치주보다 강세 흐름을 보여왔음.
- 반면 일본에서는 성장주보다 가치주가 우위임. 국내에서도 2023년 중반 이후 성장주가 부진함.
- 해외자금 가운데 일부는 선진국 성장주 강세에 대한 해지용으로 아시아(한국/일본)의 가치주에 관심이 있음.

국내에서 성장주 부진



자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 등 선진국에서는 성장주 강세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

일본에서는 가치주 강세



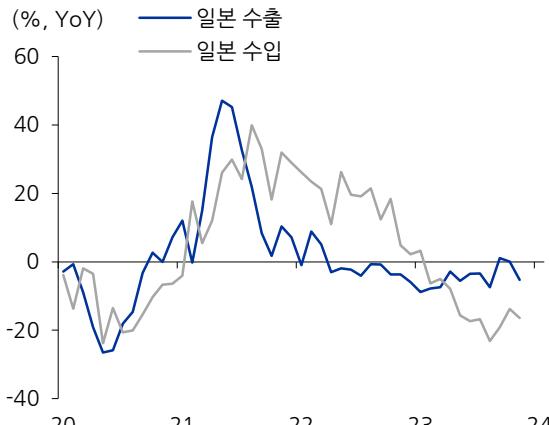
자료: Refinitiv, 유진투자증권

지속성 측면에서 기회가 유효한 대미 수출주

일본의 대미 수출주들의 강세 사례

- 일본 기업들의 실적이 압도적으로 좋은 것은 아님. 일본 수출/기업들의 반등 조짐은 미미함 (23/11월 -5.3%YoY).
- 그러나 2023년 이후 일본의 대미 수출 규모 (12개월 누적 기준 19.9조 엔)는 대중 수출 규모(17.6조 엔)를 크게 상회함.
- 일본의 대미 수출 비중이 높은 자동차, 반도체, 일반 기계 업종 주가 강세를 보임.

일본 수출 반등 조짐 미미



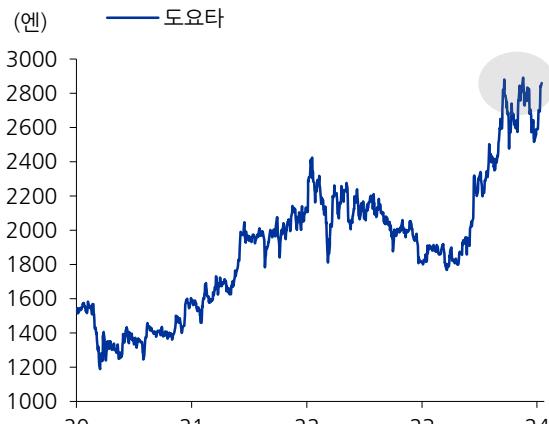
자료: Refinitiv, 유진투자증권

그러나 일본 대미 수출 호조



자료: Refinitiv, 유진투자증권

일본 도요타 주가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

일본 도쿄 일렉트론 주가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

저 PBR 랠리의 차별화

상승세가 멈춘 상사자본재 (지주)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

은행주 상승세도 둔화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

보험주도 둔화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

자동차주 강세 둔화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

증권주 강세 지속



자료: Refinitiv, 유진투자증권

유ти리티 주가 강세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

증권/유틸리티/자동차 > 은행/보험

향후 금리 변화를 감안한다면...

- 근래 저 PBR 주식 랠리를 주도하는 업종들 가운데에서도 실제 실적 또는 업황을 나타내는 금리 흐름과 괴리가 큰 업종들 주가 상승의 연속성을 기대하기는 어렵다고 판단함.
- 금리 흐름과 동행성이 강한 은행과 보험 업종의 경우, 배당 매력은 높지만 현재 진행 중인 랠리가 장기적으로 이어지기는 어려울 것으로 예상됨.
- 반면 상사/자본재(주로 지주)와 자동차 업종 주가는 금리와의 역의 관계가 어느정도 존재함.

금리 방향성과 괴리가 큰 은행주



자료: Refinitiv, 유진투자증권

금리로 설명하기 어려운 보험주



자료: Refinitiv, 유진투자증권

금리 안정기에 강한 상사 자본재



자료: Refinitiv, 유진투자증권

금리 안정 기에 강한 자동차주



자료: Refinitiv, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다