

글로벌 전략

미국과 시의 예외주의 (Exceptionalism)



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 빠른 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 수요**가 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

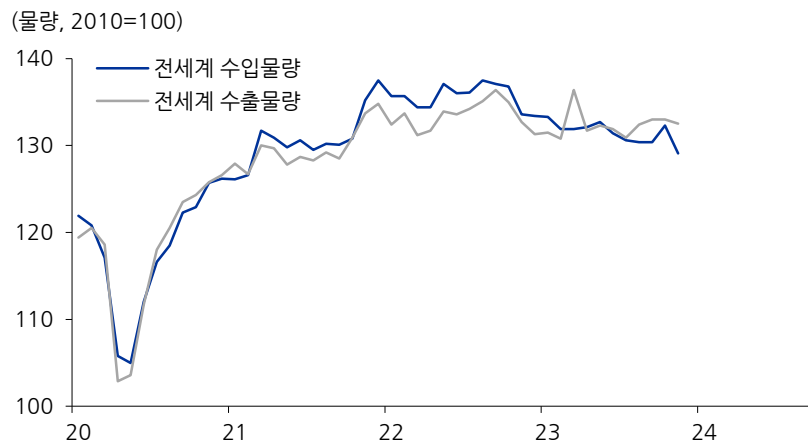
기업과 노동 생산성 차이 때문, 미국 경기 낙관론으로 금리 인하 기대는 연기

미국 수입 수요 견고

나홀로 수입을 늘리고 있는 미국

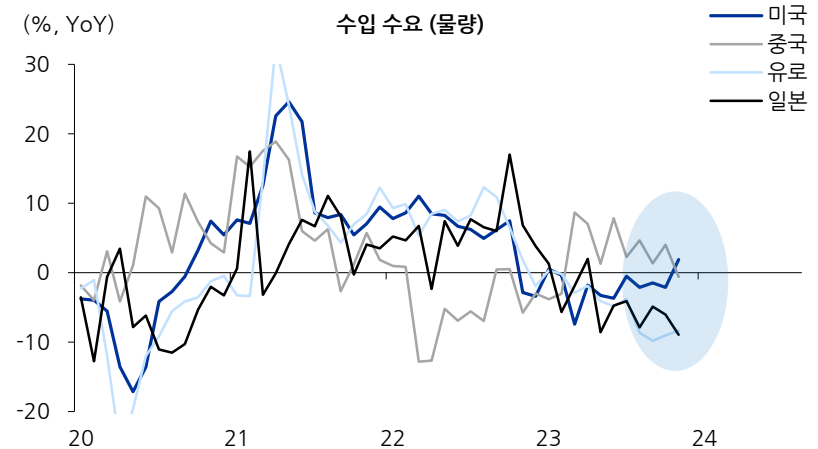
- 2022년 중반 이후 전세계 수입물량은 정체 또는 감소 국면임.
- 미국 수입 수요만 2023년 후반 이후 (+)로 반전됨(11월 +1.9%yoy). 유로존과 일본 수입 수요는 (-). 중국 수입 수요도 둔화.

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



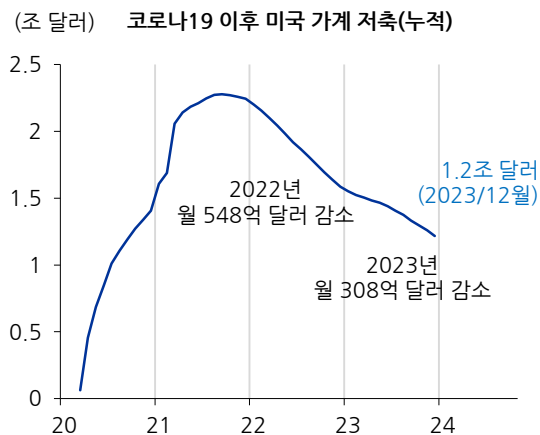
자료: CPB World Trade Monitor, 유진투자증권

남아 있는 잉여 저축과 소비를 증가하는 소득

2024년 상반기까지 미국 경기 이상 조짐 찾기 어려울 전망

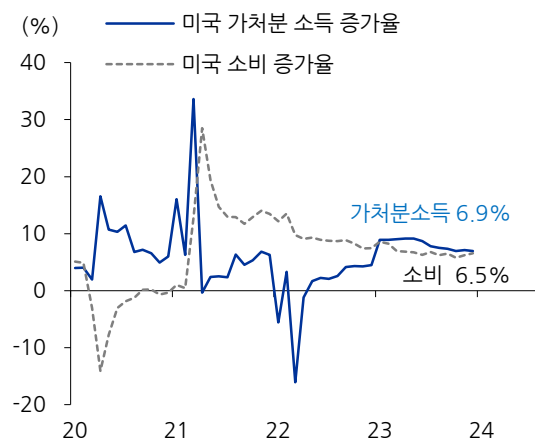
- 코로나19 이후 누적된 가계 잉여저축 규모는 1.2조 달러(23/12월)에 달함. 2024년까지는 소비가 크게 위축될 가능성을 찾기 어려움.
- 미국 소득 증가율이 소비를 증가함(가처분 소득 증가율 6.9%yoy, 소비 증가율 6.5%yoy).
- 그러나 미국 고용시장은 서서히 식어감. 구인 공고는 2년래 최저임(885만 건).
- 아직 하반기 미국 경기는 둔화 가능성 높음 (금리 하락 요인은 유효함).

미국 잉여저축, 1.2조 달러



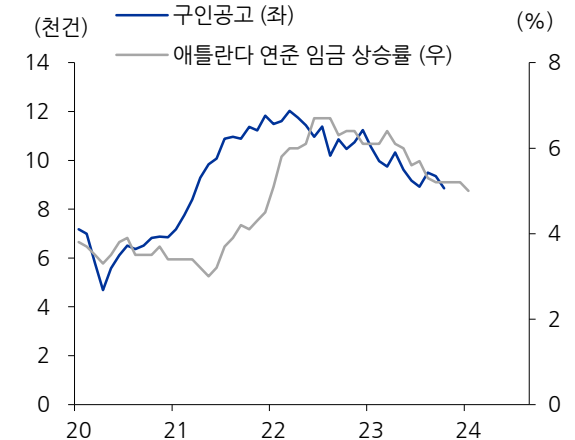
자료: Refinitiv, 유진투자증권

아직 소득 증가율이 소비를 증가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

서서히 식어가는 미국 고용시장



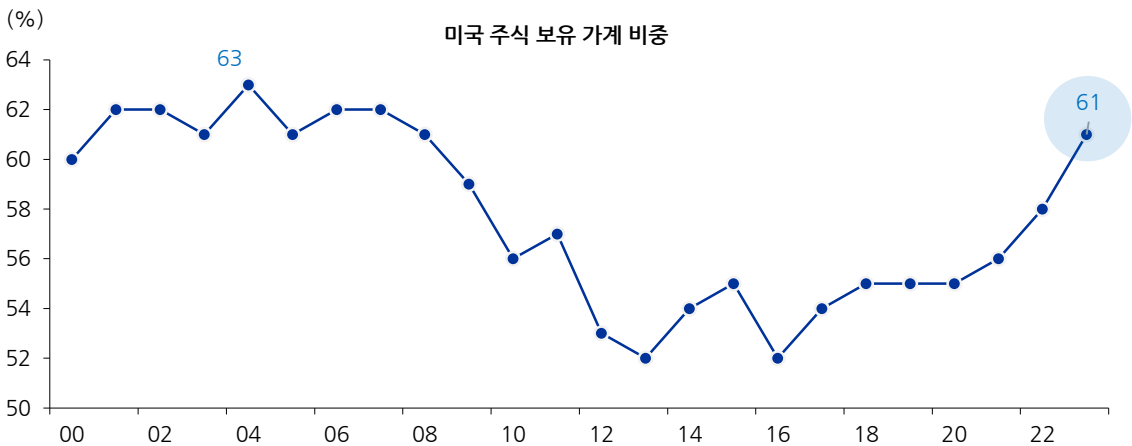
자료: Refinitiv, 유진투자증권

부의 효과

주식과 부동산 가격 동반 상승

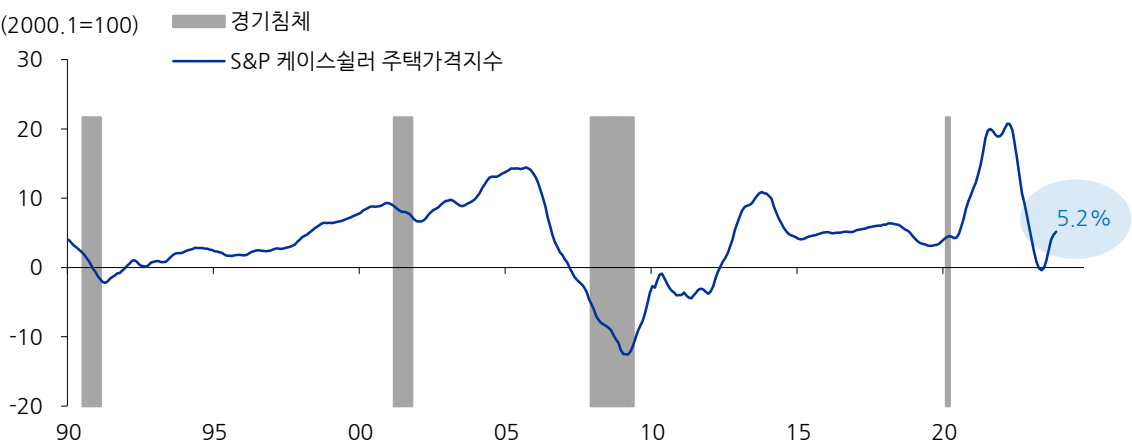
- 미국 가계 가운데 주식 보유 비중이 2000년대 초반 이후 최고(61%)임.
- 금리인상 부담으로 둔화되던 미국 주택 가격도 2023/5~6월 이후 재차 상승세로 반전됨.
- 미국 주택 가격과 주가 상승은 부의 효과를 통해 소비 여력을 연장시키는 효과를 야기시킬 수 있을 것으로 예상됨.

미국 가계 중 주식 보유 가계 비중은 2000년대 초 이후 최고



자료: Gallup, 유진투자증권

다시 상승하고 있는 미국 주택 가격



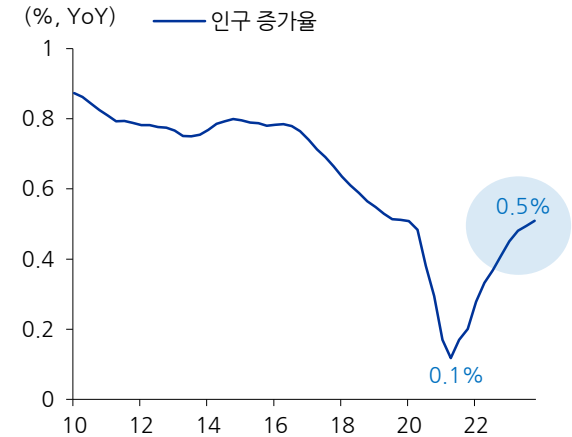
자료: Refinitiv, 유진투자증권

생산성 향상

인구도, 생산성도 증가

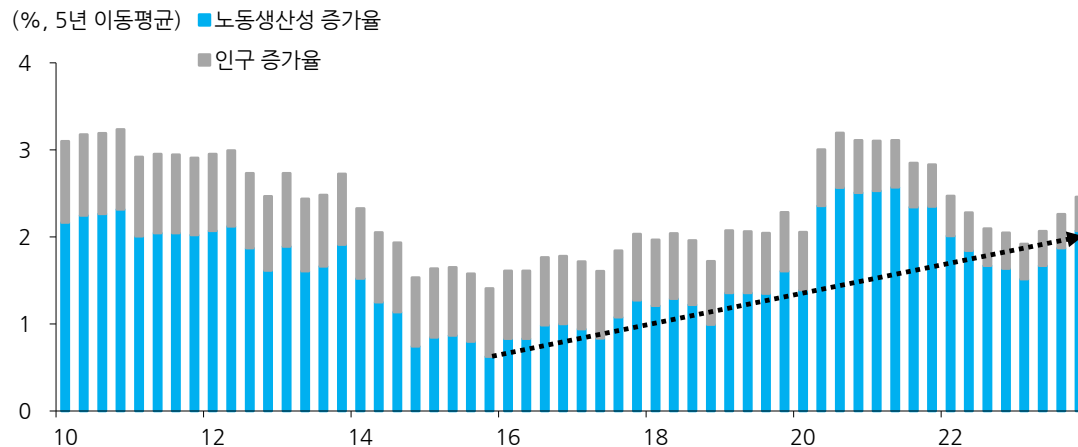
- 미국 인구 증가율은 0.5%yoy(23/12월)로, 코로나19 이전 수준을 회복함 (이민 재 증가).
- 노동생산성 증가율도 3% 이상(3.2%yoy, 4Q 2023, 20~21년을 제외하면 13년래 최고).
- 최근 생산성은 2010년대 이후 재차 늘어나는 추세로 돌아서고 있음.

인구 증가율, 코로나 이전 수준 회복



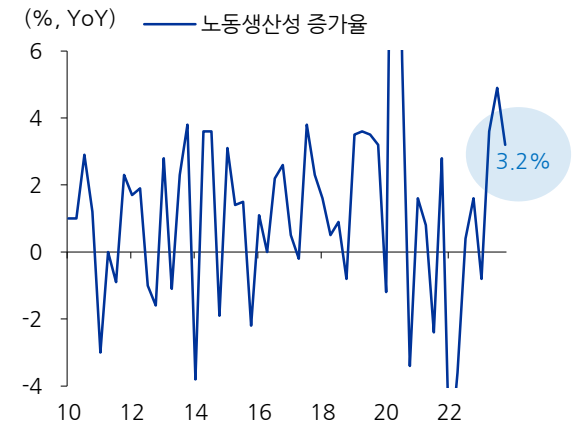
자료: Refinitiv, 유진투자증권

2023년 이후 인구와 노동생산성 증가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

지난 15년래 높은 수준의 생산성 증가율



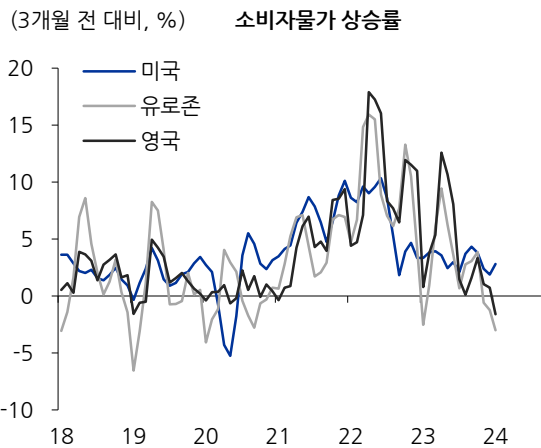
자료: Refinitiv, 유진투자증권

빠른 금리인하 기대 연기, 당분간 Higher for longer

미국 물가 둔화 속도 정체, 국가 별로 물가 수준 달라

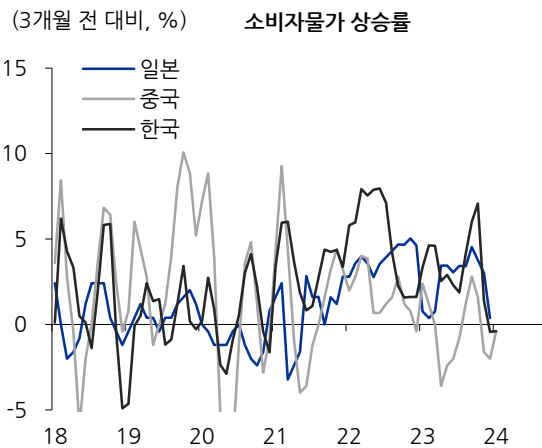
- 선진국 물가 상승률을 지난 3개월 및 6개월 기준으로 보면, 2~3%대로 둔화되었으나, 최근 들어 다시 정체 국면임.
- 최근 3개월 물가 변동률로 보면 유로존과 한국, 중국은 (-)권역에 놓여 있음. 지역 별로 차이가 큼.
- 하반기 금리인하 가능성은 유효하나, 그 시점은 2Q 후반~3Q 초반(6~7월)이 될 것으로 예상.

미국 물가 둔화 속도 정체 국면



자료: Refinitiv, 유진투자증권

한국/일본/중국 물가는 둔화일로



자료: Refinitiv, 유진투자증권

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

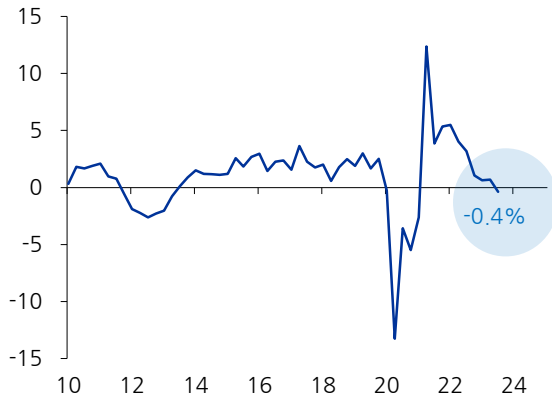
그러나 미국 이외 지역 금리인하 압력은 높아

미국 이외 지역의 내수 성장률은 제로 또는 둔화

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

유로존 내수 성장률 (-)

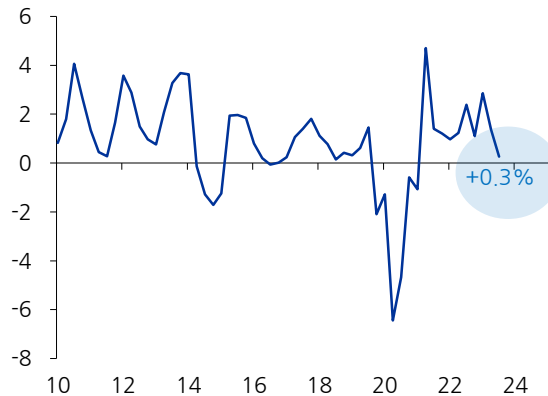
(%, YoY) 유로존 내수 GDP (순수출 제외)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

일본 내수 성장률 0%대

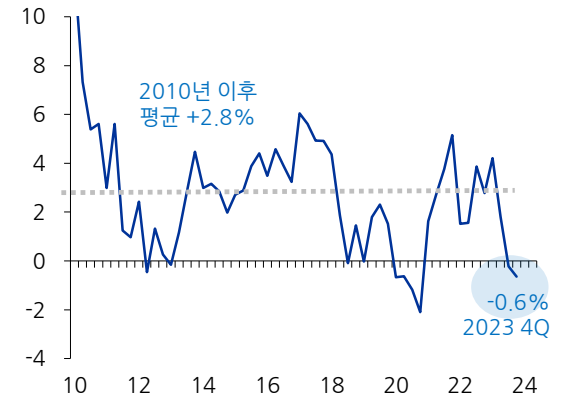
(%, YoY) 일본 내수 GDP (순수출 제외)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

국내 내수 성장률, (-)권역

(%, YoY) — 한국 내수 GDP (GDP-순수출)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

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 (?)

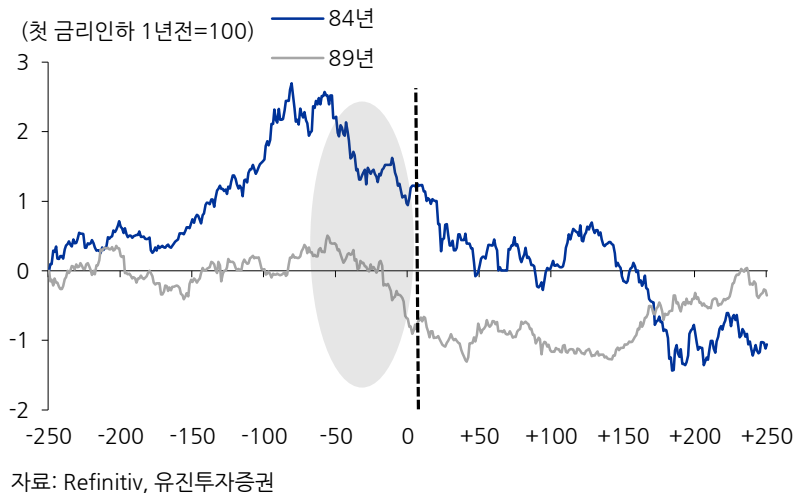
자료: Refinitiv, 유진투자증권

금리인하 전후 장기 금리는 하락 우위

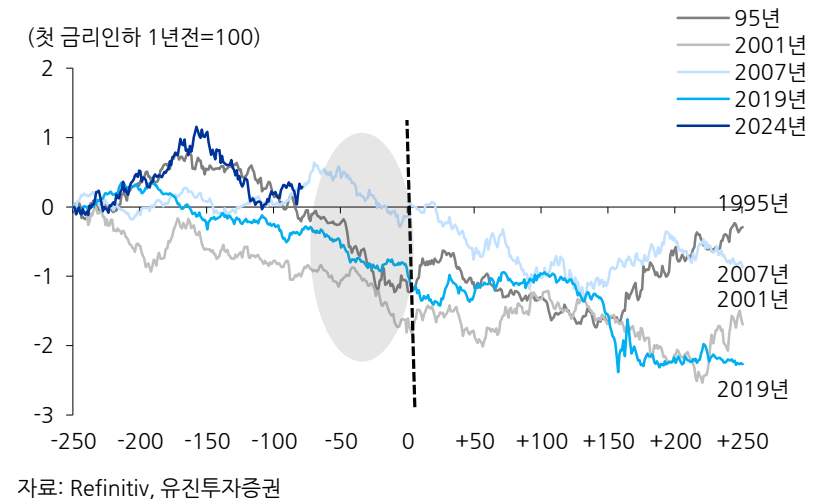
미국 장기금리 방향성은 뚜렷한 하락 우위

- 80년대 이후 첫 금리인하 전후 장기 금리는 하락 우위 흐름을 보임. 주로 첫 금리인하 2~3개월 전 부터 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



장기 금리는 첫 금리인하 2~3개월 전후로 하락 우위

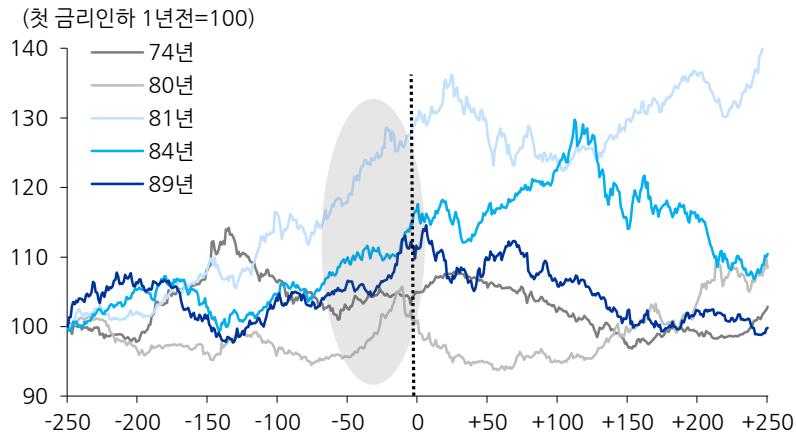


미국 달러가 약한 사례는 2007년 정도뿐

첫 금리인하 전후 미국 달러가 약한 사례는 2007년 밖에 없어

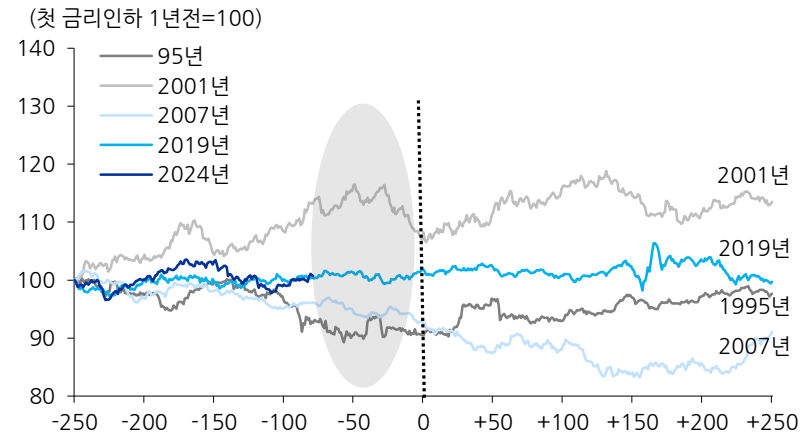
- 금리 동결 이후 첫 금리인하 전후 미국 달러는 그다지 약하지 않았음.
- 예외가 있다면 서브프라임 위기였던 2007년과 1995년임. 1995년은 첫 금리인하 이후 점차 달러 가치 강세로 반전됨.

첫 금리인하 이전 미국 달러는 약하지 않아



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

2007년을 제외하면 달러는 대체로 강세



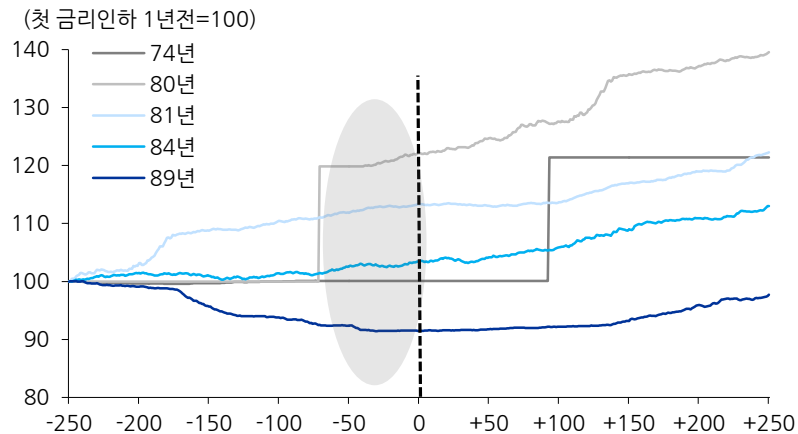
주: Dollar Index(DXY) 기준, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

원화 가치, 95년을 제외하면 약세 우위

내수/중국이 강할 때 원화 강세, 그렇지 않을 때 원화 약세

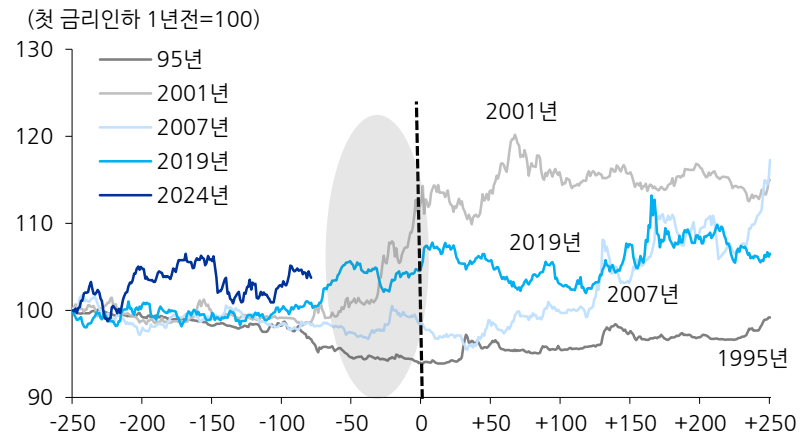
- 외환거래 자유화 이전(97년)에는 미국 금리인하 전 원화가치는 하락 우위였음(89년 제외).
- 그 이후 미국 금리인하 전후 원화 가치 방향성은 뚜렷하지 않음.
- 1995년과 2007년은 원화 가치가 올랐음(2007년은 중국 성장 덕분에 원화 가치 상승).
- 반면 2001년과 2019년은 원화 가치가 하락함 (2001년 미국 경기 침체, 2019년 미중 무역 전쟁).

89년을 제외하면 미국 금리인하 전 원화 가치, 대체로 하락



주: 원달러 기준, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

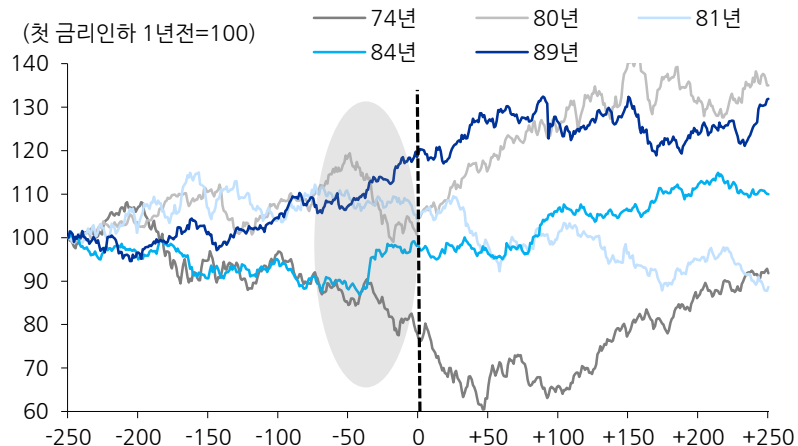
1995년과 2007년은 원화 강세, 반면 2001년과 19년은 원화 약세



주: 원달러 기준, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

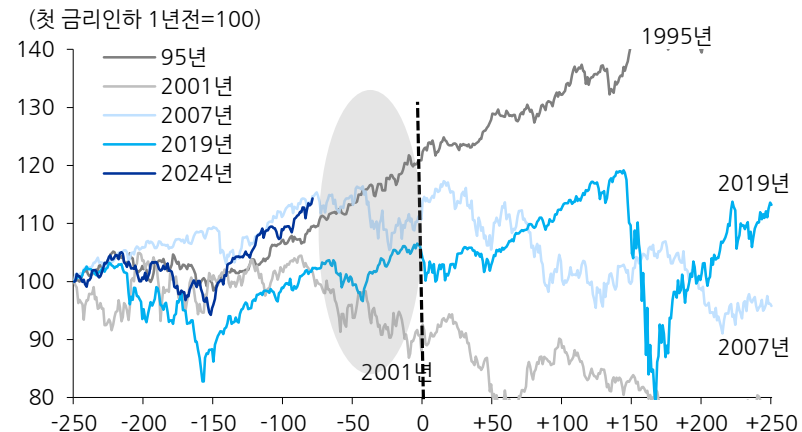
미국 주가는 침체가 없으면 상승 우위, 코스피는 보합

S&P500, 74년 제외하면 첫 금리인하 이후 대체로 상승 우위



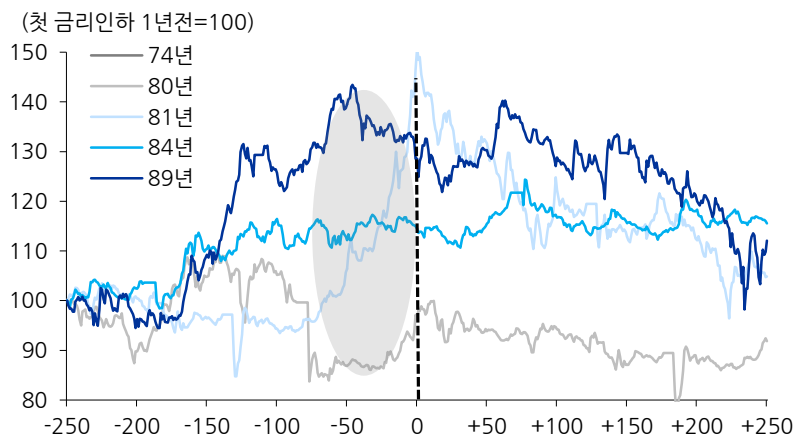
자료: Refinitiv, 유진투자증권

2001년, 2007년 당시 S&P500 주가 부진



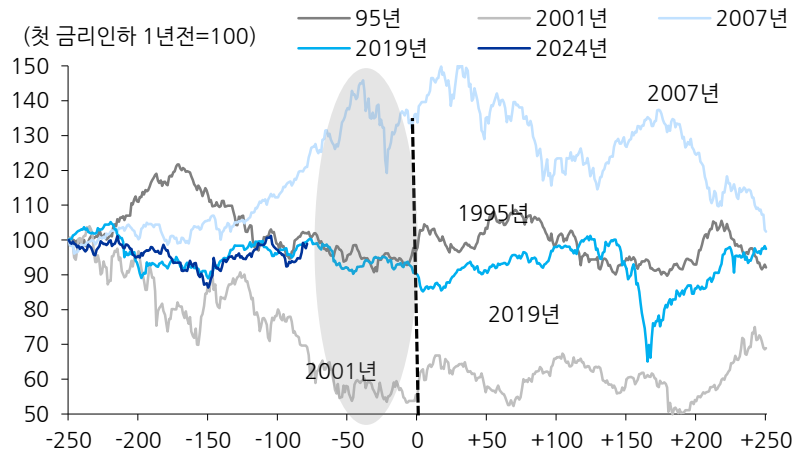
자료: Refinitiv, 유진투자증권

KOSPI, 70~80년 금리 인하 직전 주가 상승, 이후 부진



자료: Refinitiv, 유진투자증권

90년대 이후 첫 금리인하 전후 KOSPI 방향성은 엇갈려



자료: Refinitiv, 유진투자증권

엔비디아는 무적인가?

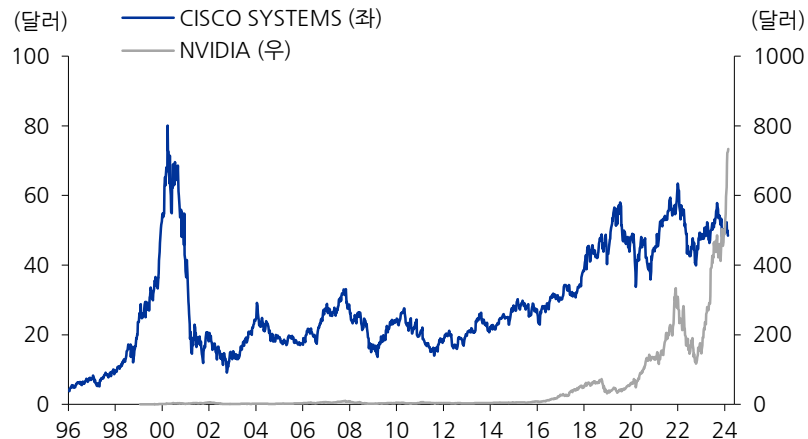
90년대 후반 시스코와 비교되는 엔비디아, 당시에 비해 실적/Valuation 부담이 낮아
시장 집중도가 높을수록 장기적으로 경쟁 과다에 따른 지배력 저하 가능성

2020년대 엔비디아 vs. 90년대 시스코

90년대 대장주 시스코와 맞먹는 주가 상승을 보인 엔비디아

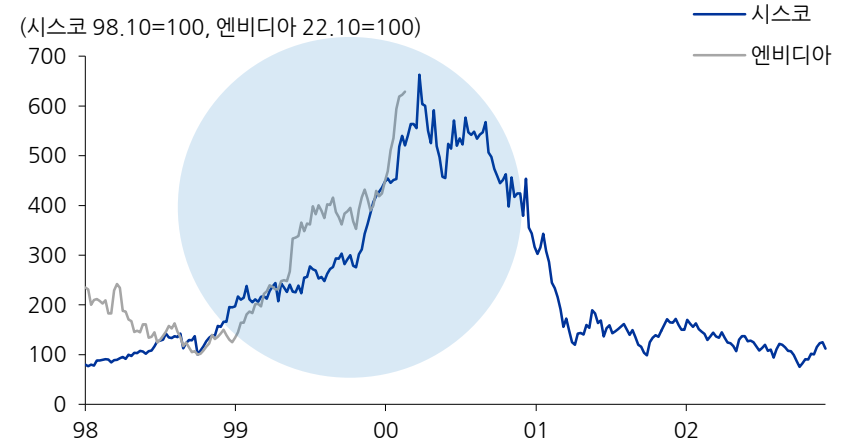
- 98/10월 이후 시스코 주가는 고점(00/3월)까지 640% 올랐음. 이후 시스코 주가는 80달러에서 2002/10월까지 8.6달러까지 폭락함.
- 엔비디아 주가는 22/10월 이후 550% 상승했음.
- 최근 2~3년간의 주가 상승 속도만 보면 90년대 대장주 시스코와 2022년 이후 엔비디아 주가는 유사함.

90년대 대장주 시스코와 2020년대 대장주 엔비디아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

주가 상승 속도 측면에서 비교되는 시스코와 엔비디아



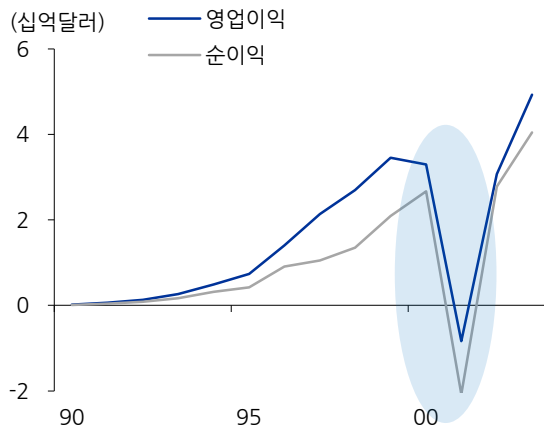
자료: Refinitiv, 유진투자증권

시스코 주가의 몰락 배경

Y2K 이전 매출에 대한 높은 기대, 이후 둔화가 계기

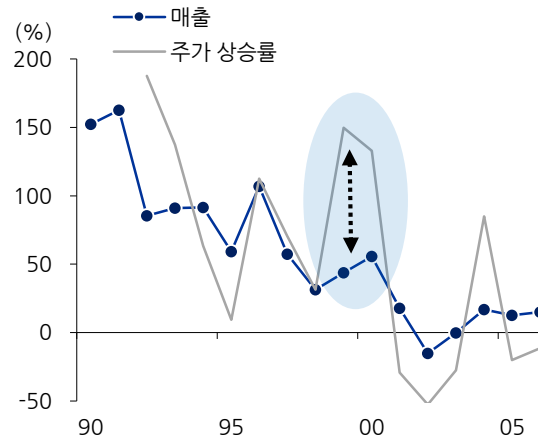
- 90년대 후반 인터넷 혁명과 Y2K에 대한 우려로 시스코 매출과 이익은 급증했음
- 그런데 2001~2002년 시스코 영업이익과 순이익은 적자로 반전됨.
- Y2K 우려로 기업 매출과 실적이 앞당겨진 후유증의 결과임. 이후에도 시스코 매출은 늘어났으나, 증가율은 크게 둔화됨.
- 2000~02년 이후 시스코 매출은 정상화되었으나, 주가는 98~00년 수준을 회복하지 못했음.

Y2K 이후 시스코 영업이익/순이익 급감



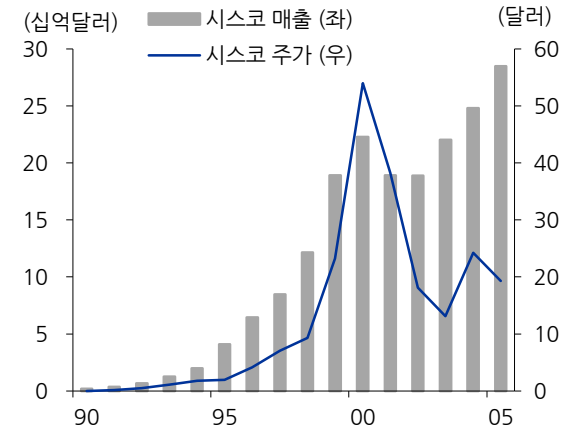
자료: Refinitiv, 유진투자증권

결국 매출 증가율 둔화와 함께 주가 둔화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

이전 매출 회복 불구, 주가 회복 쉽지 않아



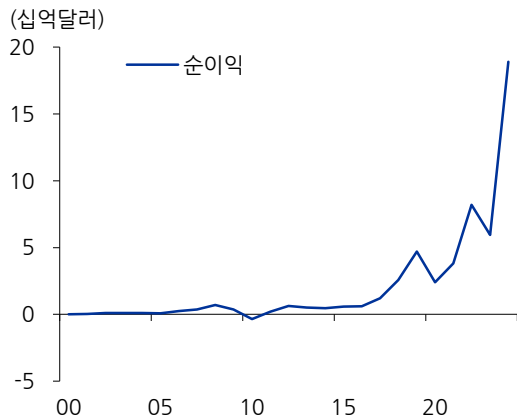
자료: Refinitiv, 유진투자증권

엔비디아 매출/이익은 아직 우상향

매출과 주가 방향성, 아직은 동행

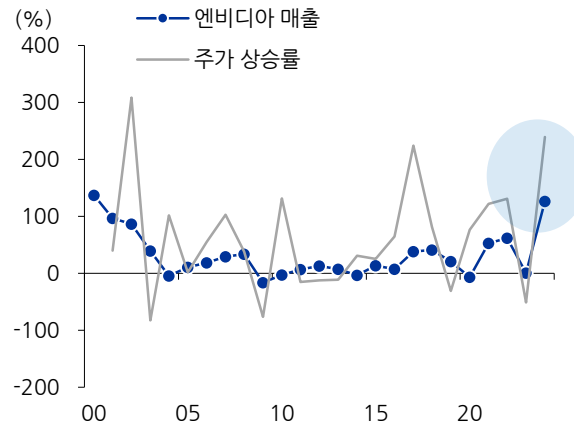
- 엔비디아 실적은 2017~18년 이후 가파르게 늘어나고 있음. Chat GPT가 출시된 이후 엔비디아의 실적 증가 속도는 드라마틱함.
- 엔비디아 주가 상승 속도가 매출 증가 속도는 조금 넘어서기는 함. 과열 조짐이 있음. 조만간 주가 정체 또는 둔화 가능성이 존재함.
- 그렇다고 매출 둔화 조짐이나 주가 상승 방향성이 다르지 않음. 99년 당시와 비교하면 아직 양호한 상황임.

엔비디아 순이익 급증



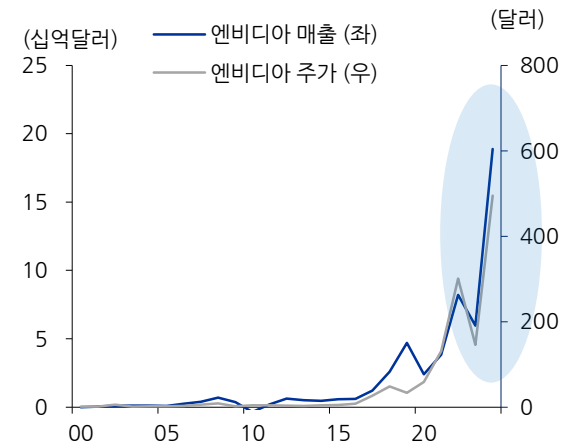
자료: Refinitiv, 유진투자증권

엔비디아 매출 둔화 조짐 찾기 어려워



자료: Refinitiv, 유진투자증권

아직까지 엔비디아 매출과 주가는 같은 방향



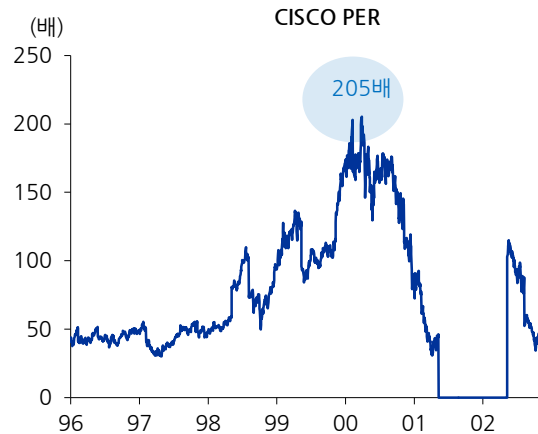
자료: Refinitiv, 유진투자증권

닷컴 당시보다 Valuation 부담은 낮다

닷컴버블 당시 대표주들의 PER은 200배 수준

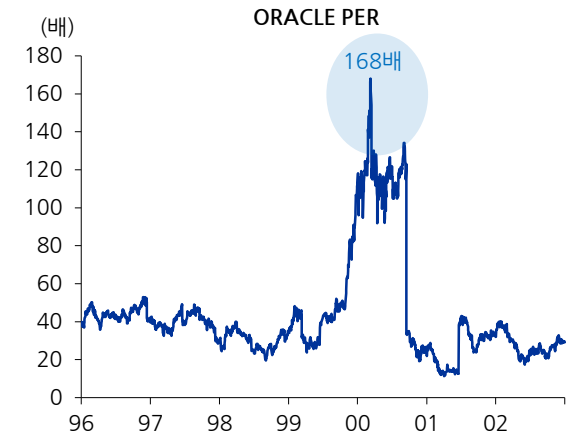
- 추가 급락 직전 시스코 PER(trailing 기준)은 205배를 능가함. 시스코와 더불어 급등했던 오라클 PER은 168배까지 올랐음. 당시 마이크로소프트사의 PER 역시 73배까지 상승.
- 지금은 그 정도는 아님.
- 엔비디아 PER이 지난해 여름 247배까지 오르긴 했으나, 실적 개선으로 PER은 점차 낮아지고 있음(89배).
- 마이크로소프트 PER은 36~40배 수준

추가 급락 직전 시스코 PER 205배



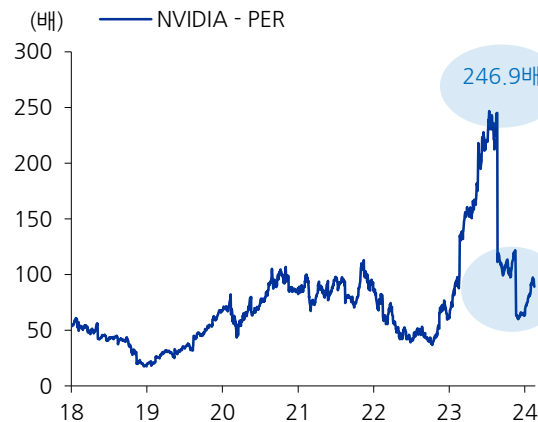
자료: Refinitiv, 유진투자증권

99~00년 오라클 PER 168배



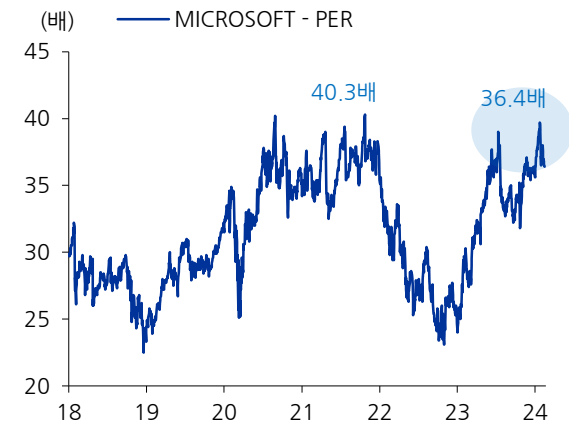
자료: Refinitiv, 유진투자증권

엔비디아 PER 246배 상승 후 둔화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

마이크로소프트 PER 36~40배 수준



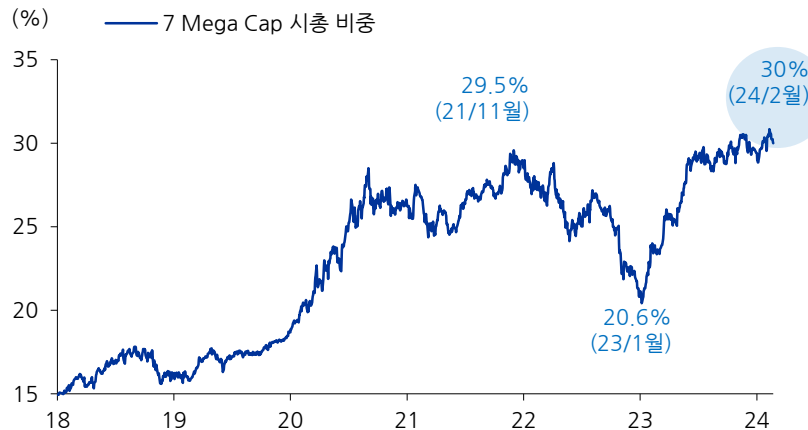
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 종목/산업에 대한 집중도는 장기적으로 문제

S&P 493개 기업 Valuation 부담은 낮아

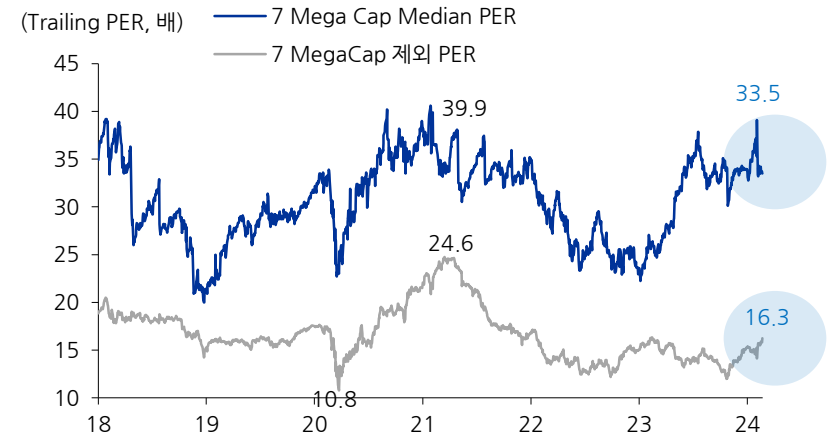
- M7 시가총액이 S&P500에서 차지하는 비중은 21/11~12월보다 더 높아짐(24/2월 30%).
- S&P 493개 기업들의 PER은 15~16배 수준으로, M7 기업들 PER(33.5배)의 절반에 불과함.
- 7개 종목들에 대한 부담은 있지만, 나머지 기업들의 버블 붕괴 우려는 높지 않음.
- 그러나 중장기적으로 AI 관련 투자가 늘어나면서 서서히 경쟁이 치열해질 전망. 그 과정에서 M7의 지배력에 이상이 생길 것으로 예상.
- AT&T, 코닥 등 혜성같이 나타났다가 경쟁 과다로 시장 지배력이 낮아진 사례는 적지 않음.

7개 종목에 대한 집중도는 21~22년 상회



자료: Refinitiv, 유진투자증권

S&P 493개 기업들 PER 부담스럽지 않아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

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%

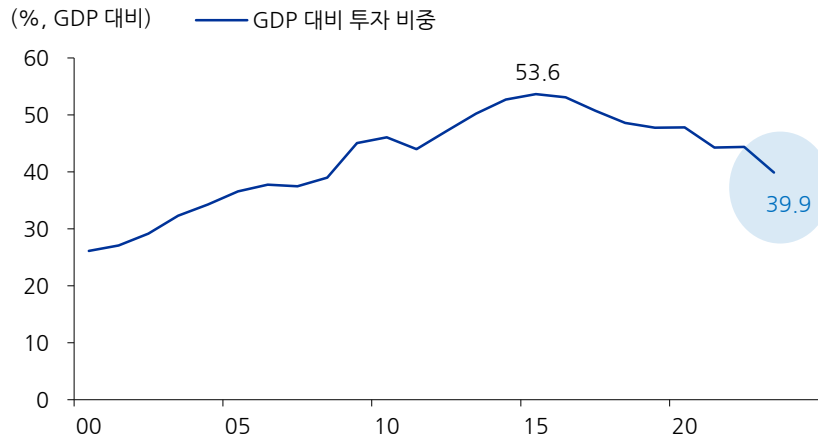
- 중국 부동산 **구조적 부진**
주택시장 의존도 축소 목적
- 현재 재정부진은 토지 판매 급감 및
코로나 재정지출에 기인함. 재정책대 한계
- **인민은행 위안화 절하 용인**
6.35위안(22/4월)에서 7.31위안(23/9월), -15%

중국 부동산 의존도 빠르게 축소

2005~06년 이후 가장 낮은 중국 부동산 의존도

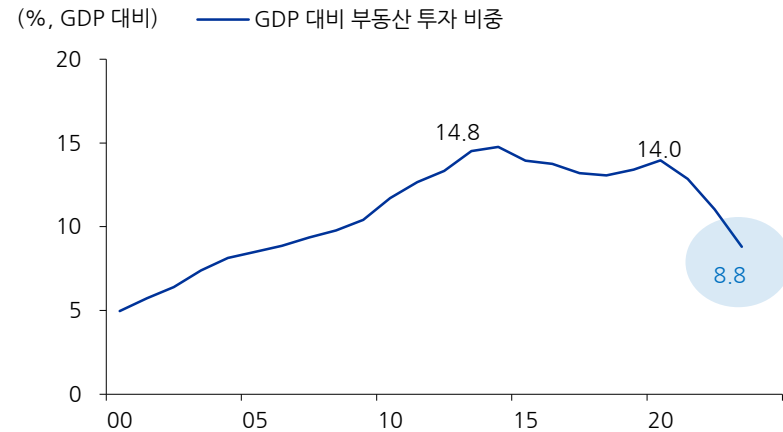
- 중국 GDP에서 투자 비중은 2015~16년 53.6%에서 2023년 39.9%로 하락함 (2008년 이후 최저).
- 마찬가지로 중국 GDP에서 부동산 투자 비중은 2021년 14%에서 2023년 8.8%로 축소됨 (2005년 이후 최저).
- 중국 부동산 의존도 축소는 고통스럽지만 의도된 것임.

중국 GDP에서 투자 비중 40% 이하까지 하락



자료: CEIC, 유진투자증권

중국 GDP에서 부동산 투자 의존도 빠르게 축소



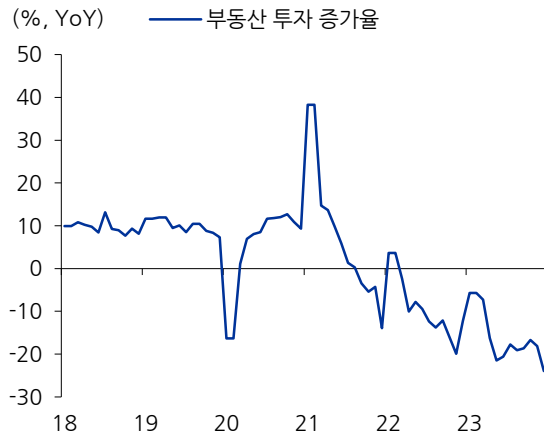
자료: CEIC, 유진투자증권

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



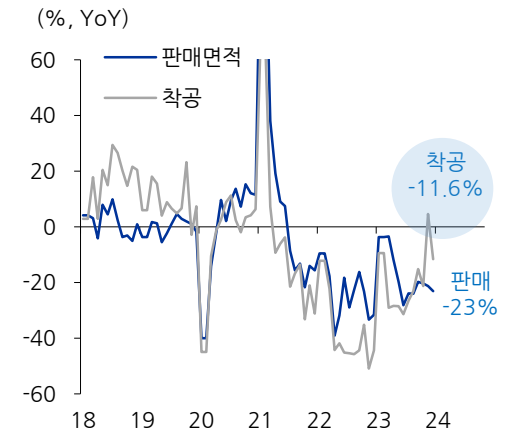
자료: Refinitiv, 유진투자증권

부동산 판매 감소 속도 진정



자료: Refinitiv, 유진투자증권

착공 개선, 시차를 두고 판매도 늘어날 듯



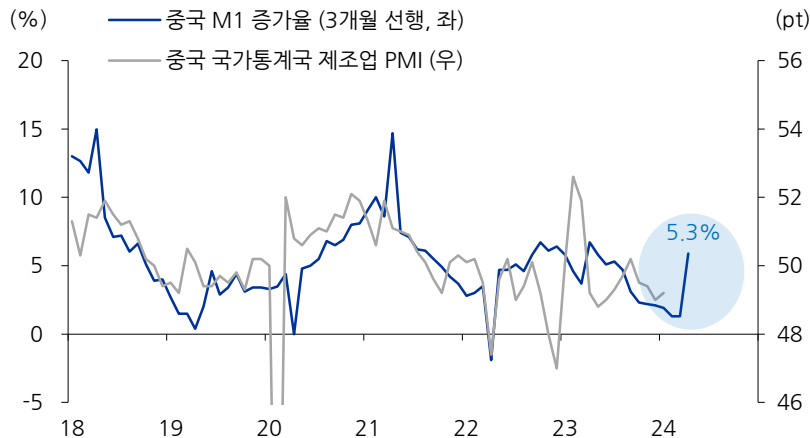
자료: Refinitiv, 유진투자증권

중국 통화량 모처럼 반등

하락일로에 있던 중국 통화량 증가율 반등 조짐

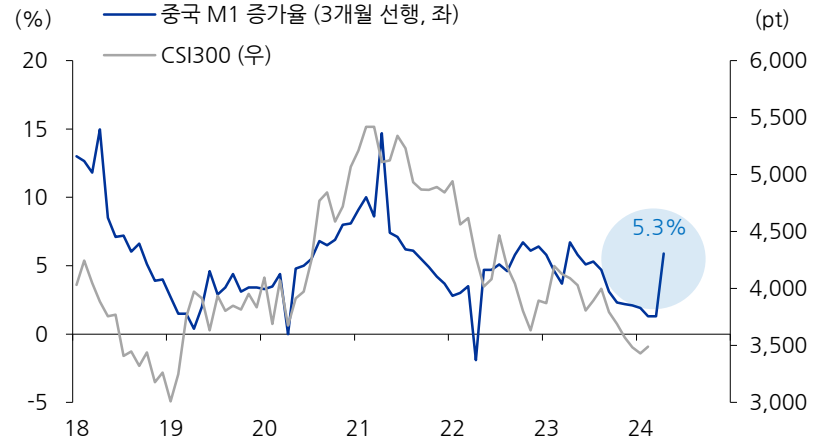
- 중국 M1 등 통화량 증가율도 2023/1월 +5.3%yoy로 전월 1.3%에서 크게 늘어남.
- 중국 경기 디플레에 대한 대응 정책 등을 감안할 때 더 심각하게 통화량이 위축될 가능성은 낮음.
- 중국 M1 증가율이 높아지는 국면에서 중국 증시도 1분기 시차를 두고 반등했음.

중국 M1 반등 조짐은 긍정적 신호



자료: CEIC, 유진투자증권

M1 증가율 상승 국면에서 중국 증시도 반등



자료: CEIC, 유진투자증권

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 변화**를 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

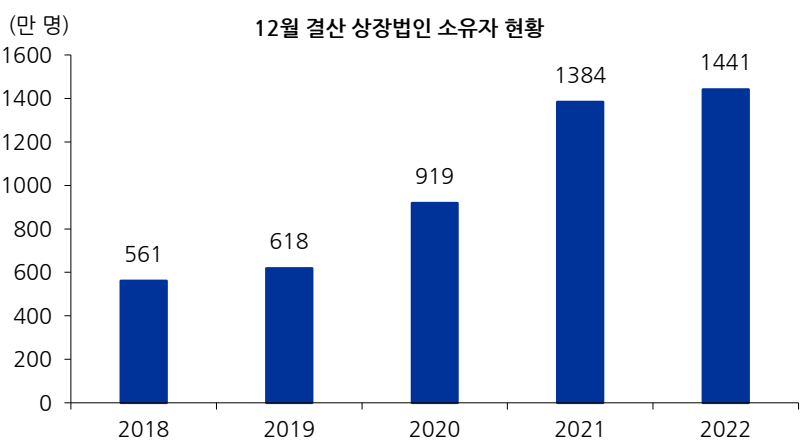
- 일본의 기업 지배구조 개선 정책도 수년 동안 꾸준히 진행된 결과임.
- 본격적으로 기업 지배구조 개선안이 발표된 것은 2023/1월 이었고, 목표에 미달 또는 미흡한 기업들을 공개하기로 한 것은 23/10월이었으며, 실제 경영실천 이행 여부를 발표한 것은 24/1월이었음.
- 국내의 경우에도 점진적으로 더 구체적인 지배구조 개선 계획들이 나올 것으로 예상.

일시적으로 그치지 않을 듯

단 번에 해소되기는 어려워도, 한 번으로 그치지는 않을 전망

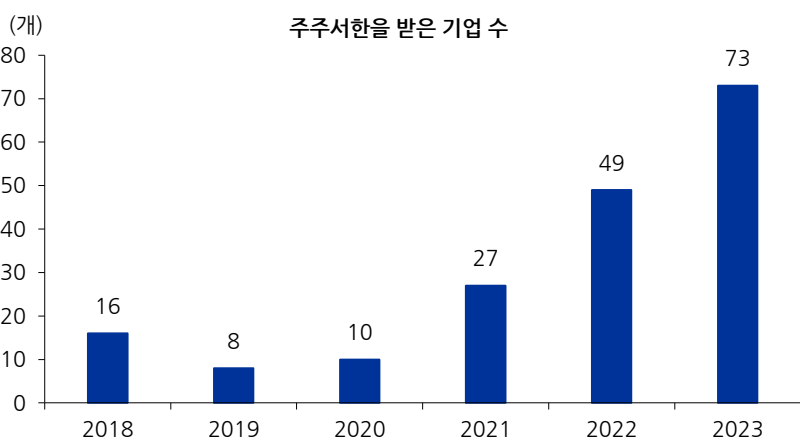
- 국내 개인 투자자 수는 1,441만 명(22년말 기준, 상장법인 소유자 기준)으로, 점차 개인 투자자들의 입김이 더욱 강해질 것으로 예상됨.
- 국내에서도 주주서한을 받은 기업 수가 2020년 이후 점차 증가함(2023년 기준 73개). 주주 행동주의가 강해지고 있음.

국내 개인 투자자 수 1,400만 명 이상



자료: 한국예탁결제원, 유진투자증권

점차 주주 행동주의가 강해지고 있어



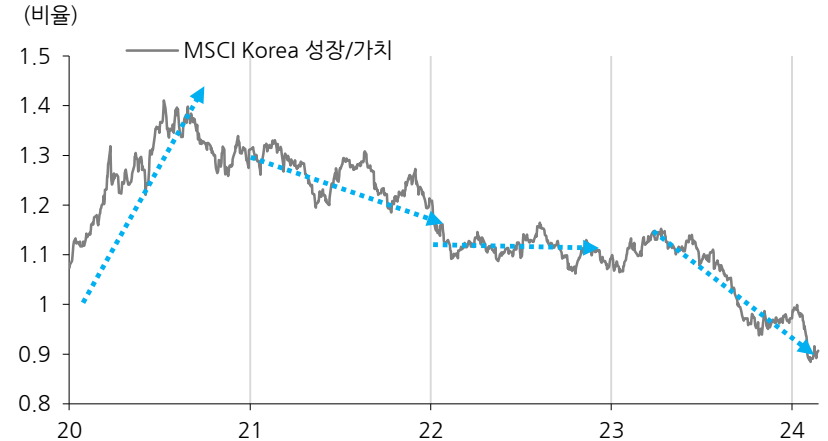
자료: Insightia

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 헤지용으로 아시아 (한국/일본)의 가치주에 관심이 있음.

국내에서 성장주 부진



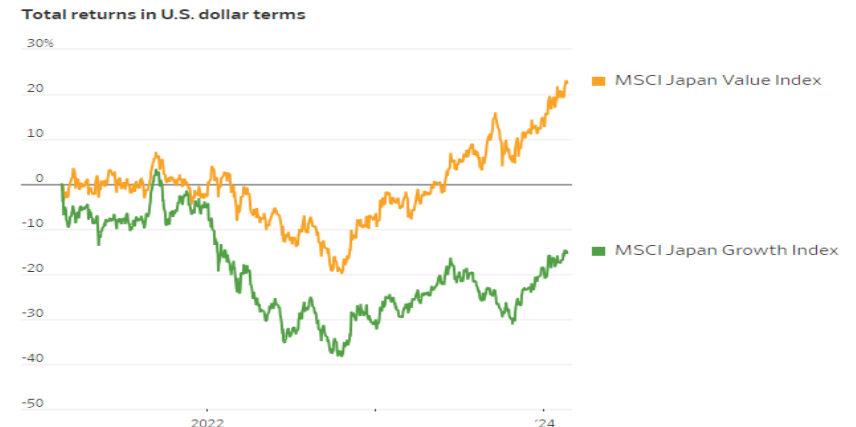
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 등 선진국에서는 성장주 강세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

일본에서는 가치주 강세



Source: S&P Global Market Intelligence

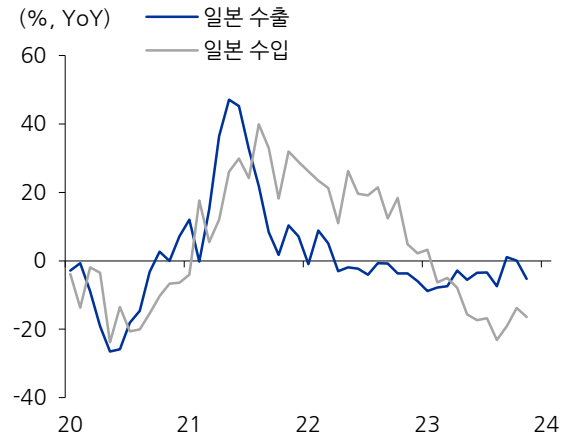
자료: Refinitiv, 유진투자증권

지속성 측면에서 기회가 유효한 대미 수출주

일본의 대미 수출주들의 강세 사례

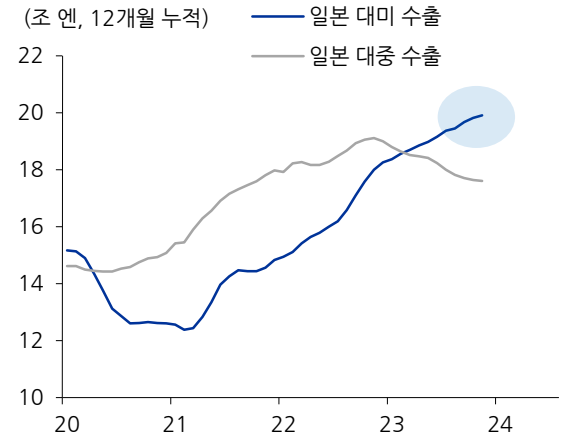
- 일본 기업들의 실적이 압도적으로 좋은 것은 아님. 일본 수출/기업들의 반등 조짐은 미미함 (23/11월 -5.3%yoy).
- 그러나 2023년 이후 일본의 대미 수출 규모 (12개월 누적 기준 19.9조 엔)는 대중 수출 규모(17.6조 엔)를 크게 상회함.
- 일본의 대미 수출 비중이 높은 자동차, 반도체, 일반 기계 업종 주가 강세를 보임.

일본 수출 반등 조짐 미미



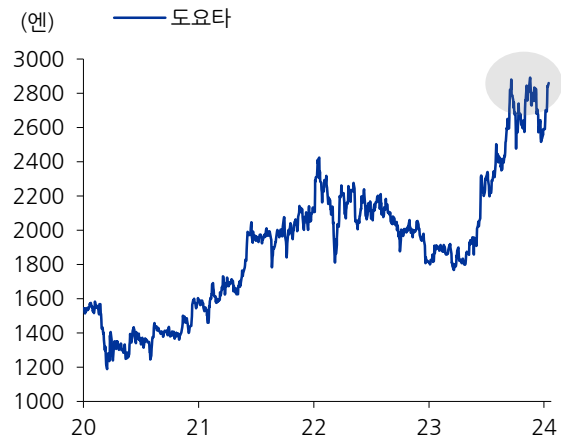
자료: Refinitiv, 유진투자증권

그러나 일본 대미 수출 호조



자료: Refinitiv, 유진투자증권

일본 도요타 주가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

일본 도요 일렉트론 주가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

저 PBR 랠리의 차별화

상승세가 멈춘 상사자본재 (지주)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

은행주 상승세도 둔화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

보험주도 둔화



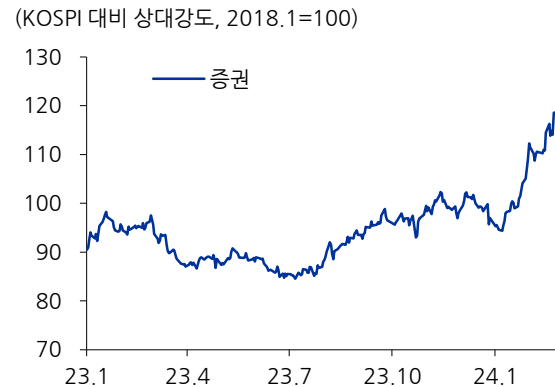
자료: Refinitiv, 유진투자증권

자동차주 강세 둔화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

증권주 강세 지속



자료: Refinitiv, 유진투자증권

유틸리티 주가 강세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

증권/유틸리티/자동차 > 은행/보험

향후 금리 변화를 감안한다면...

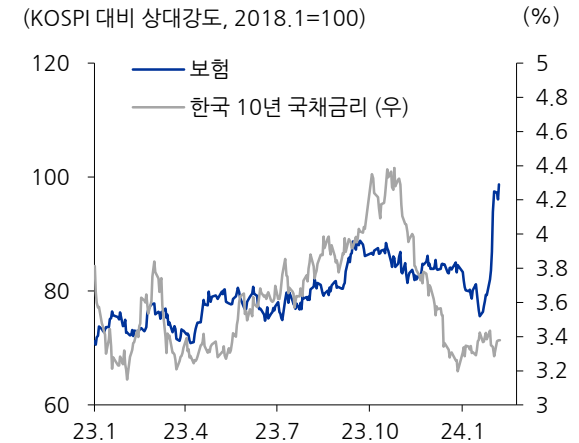
- 근래 저 PBR 주식 랠리를 주도하는 업종들 가운데서도 실제 실적 또는 업황을 나타내는 금리 흐름과 괴리가 큰 업종들 주가 상승의 연속성을 기대하기는 어렵다고 판단함.
- 금리 흐름과 동행성이 강한 은행과 보험 업종의 경우, 배당 매력은 높지만 현재 진행 중인 랠리가 장기적으로 이어지기는 어려울 것으로 예상됨.
- 반면 상사/자본재(주로 지주)와 자동차 업종 주가는 금리와의 역의 관계가 어느정도 존재함.

금리 방향성과 괴리가 큰 은행주



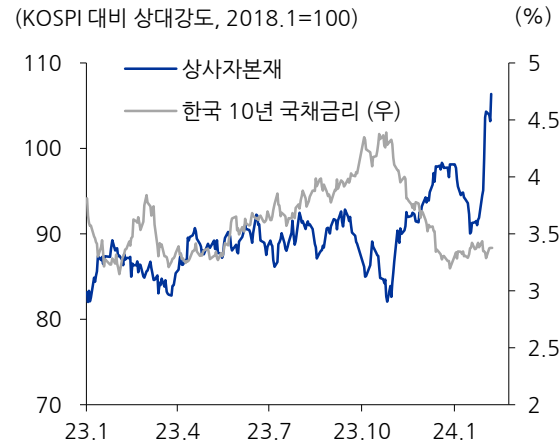
자료: Refinitiv, 유진투자증권

금리로 설명하기 어려운 보험주



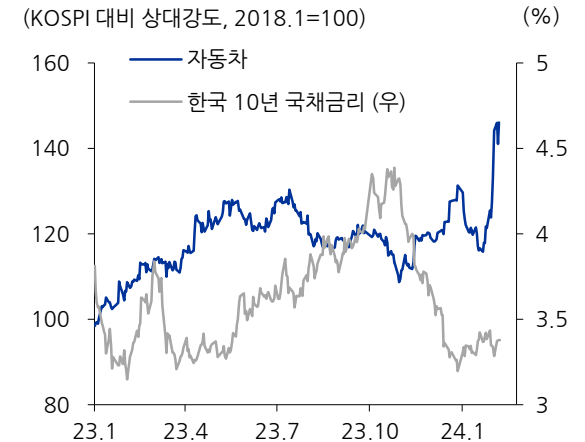
자료: Refinitiv, 유진투자증권

금리 안정기에 강한 상사 자본재



자료: Refinitiv, 유진투자증권

금리 안정기에 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.