



## 자산배분 전략 :

엔 캐리 청산

시나리오에 따른

자산배분 전략은?

자산배분/스타일전략 김중원

02) 3787-2290

simon@hmsec.com



# Contents

---

1. 8월 미국발 경기침체 우려와 금융시장	3
2. 엔 캐리 청산 시나리오 분석	7
3. 미국 경기는 침체로 가나?	21
4. 미국 경제와 달러화의 구조적 강세와 자산배분 전략	25



---

# 8월 미국발 경기침체 우려와 금융시장

- 7월 미국 고용지표가 전망치를 크게 하회하며 미국 실업률이 2021년 10월 이래 가장 높은 수치를 기록
- 미국 실업률 상승으로 과거 경기침체를 비교적 정확하게 예측해온 삼의 법칙 임계치(+0.5%p) 초과하며 미국발 경기 경착륙 우려가 크게 부각되었음
- 고용지표 발표 전에 나온 ISM 제조업지수는 46.8pt 기록했는데 세부항목 중 고용지수 부진 두드러졌음
- 신규 신규실업수당청구건수도 시장 예상치를 상회해 경기와 고용지표에 대한 우려가 커진 상황에서 충격 발생

(PT)

(%)

ISM제조업 지수 — ISM 고용지수(우)

7월 미 ISM 제조업 지수는 기준선 50을 크게 하회하는 46.8을 기록

(지난 12개월 동안 실업률 최저치 대비 실업률 변화, 3개월이동평균)

The chart displays the unemployment rate's deviation from its 12-month low over time. The y-axis ranges from -1 to 6, and the x-axis shows years from 1964 to 2024. A horizontal line at approximately 0.5 represents the long-term average. The blue line shows frequent peaks, with the most dramatic increase occurring in 2020, reaching a value of 6, followed by a sharp drop in 2021.

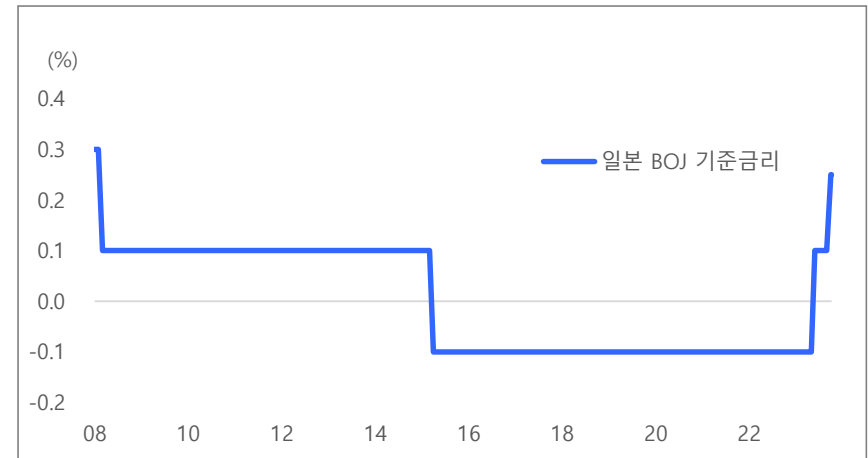


내일의 차이  
현대차증권

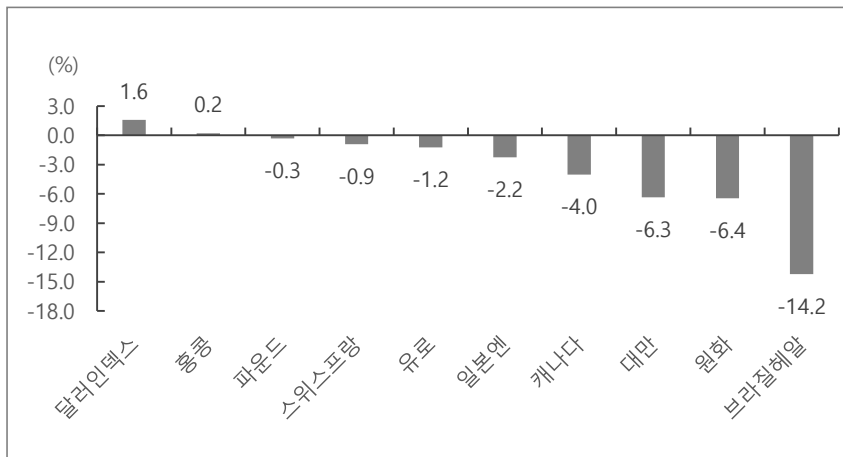
# '24년 8월 미일 통화정책 변화로 엔화 강세

- '24년 7월 금정위에서 일본 BOJ 시장 예상과 달리 기준금리를 0.1%에서 0.25% 인상하는 금리 인상을 단행
- 일본 BOJ가 예상 밖 금리 인상을 단행했는데 미 연준은 고용불안에 따른 미국 경제 경착륙 우려가 부각되며 빠르게 금리를 인하할 가능성이 고조되기 시작
- 이처럼 미국과 일본의 금리차가 빠르게 축소될 수 있는 상황에서 미국 경기침체 우려에 따른 안전 자산 선호로 엔화가 빠르게 강세를 기록하며 엔달러 환율은 한 때 올 1월초 수준 까지 하락했음
- 이러한 변화로 최근 엔 캐리 트레이드가 빠르게 청산되고 있는 것으로 판단됨

일본 기준 금리 추이

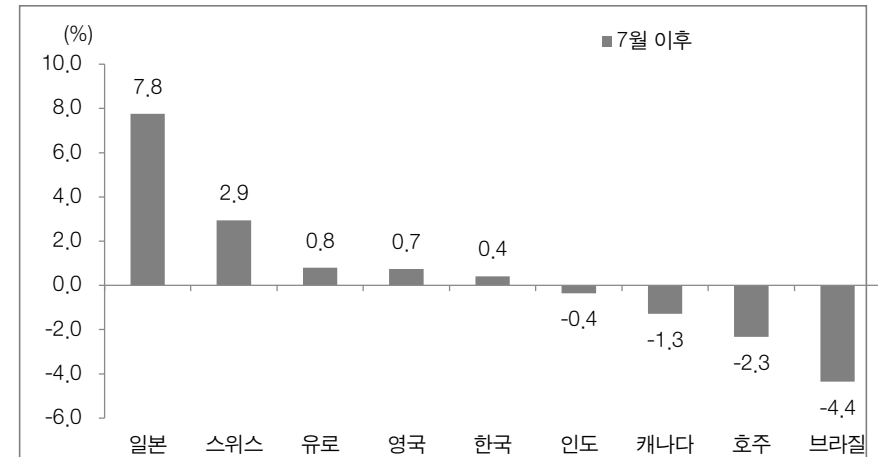


연초 이후 달러 대비 주요국 통화 가치 변화율



자료 : Bloomberg, 현대차증권

7월 이후 달러 대비 주요국 통화 가치 변화율



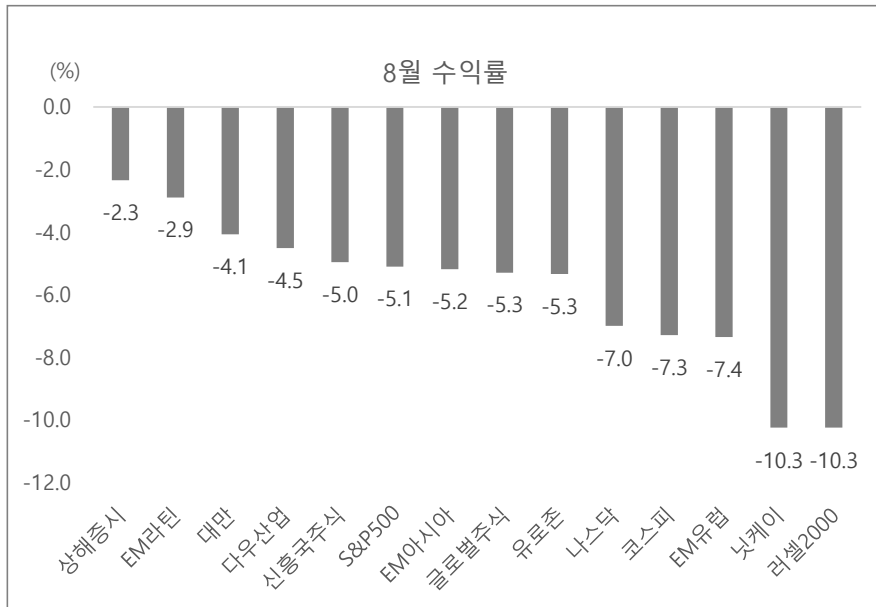
자료 : Bloomberg, 현대차증권



# 8월 글로벌 증시 급락

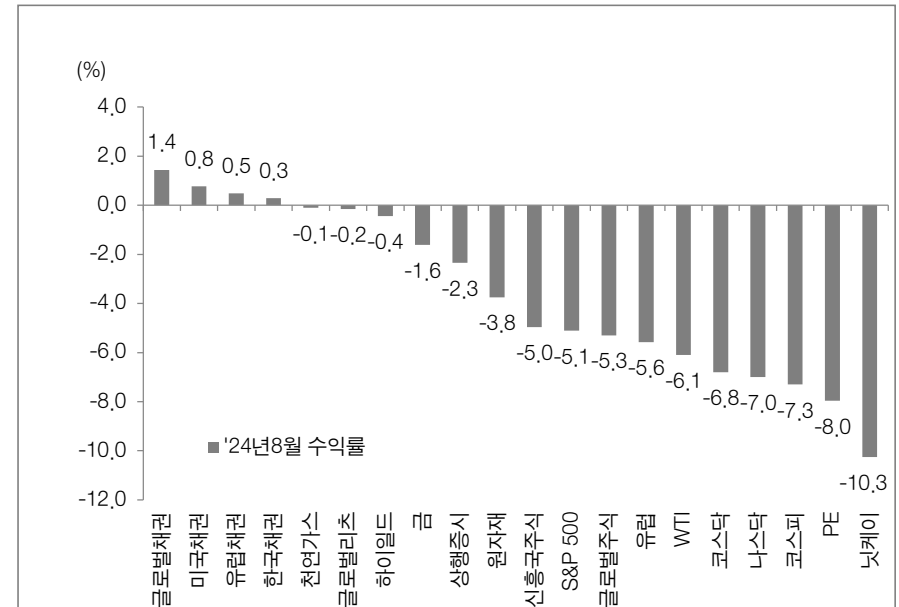
- 8월 글로벌 주식시장은 미국발 경기침체와 엔화 강세에 따른 급격한 엔 캐리 청산 우려 등이 복합적으로 작용하며 주요국 증시가 큰 폭으로 하락했음
- 상해증시(-2.3%), 남미 신흥국와(-2.9%) 대만 증시가(-4.1%) 상대적으로 높은 수익률을 기록한 반면 미 러셀2000(-10.3%), 닷케이225와(-10.3%) 유럽신흥국 증시가(-7.4%) 상대적으로 크게 하락했음
- 8월 주요 자산별 수익률은 글로벌채권(+1.4%), 미국채권과(+0.8%) 유럽채권(+0.5%) 등 채권시장이 강세를 기록한 반면 일본 닷케이225(-10.3%), 사모주식과(-8.0%) 코스피(-7.3%) 등 주식시장이 약세를 기록

8월 글로벌 주요국 수익률



자료: Bloomberg, 현대차증권  
주: 8/6일 기준 수익률

8월 주요 자산별 수익률 비교



자료: Bloomberg, 현대차증권  
주: 코스피와 코스닥은 8/7일 기준



---

# 엔 캐리 청산 시나리오 분석

# 캐리 트레이드란?

- 캐리 트레이드는 낮은 금리의 통화로 자금을 빌려 높은 금리의 통화에 투자하여 금리 차이를 수익으로 얻는 투자 전략.
- 예를 들어, 일본 엔화(낮은 금리)를 빌려 호주 달러로(높은 금리) 투자하면, 투자자는 두 통화 간의 금리 차이에서 이익을 얻을 수 있음
- 특히 저금리 통화 중 특히 엔화는 가장 선호되는 유동성 공급 통화로의 입지를 다짐.
- 이러한 전략은 금리 차이가 클수록 더 많은 이익을 가져다줄 수 있지만, 환율 변동 및 금리 변화에 따른 리스크도 존재
- 전통적으로 일본 엔화는 환율 및 금리 변화가 적고 1990년대 이후 저금리 정책을 장기간 지속함에 따라 엔 캐리 트레이드가 확대됨

엔캐리 트레이드 구조 도식화



자료: Bizwatch, 현대차증권

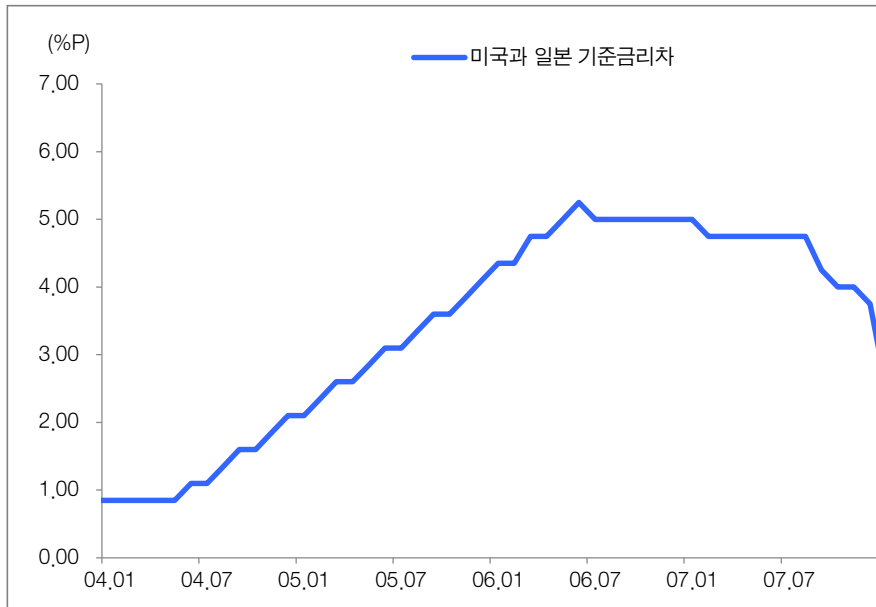




# 엔 캐리 트레이드가 발생하는 이유

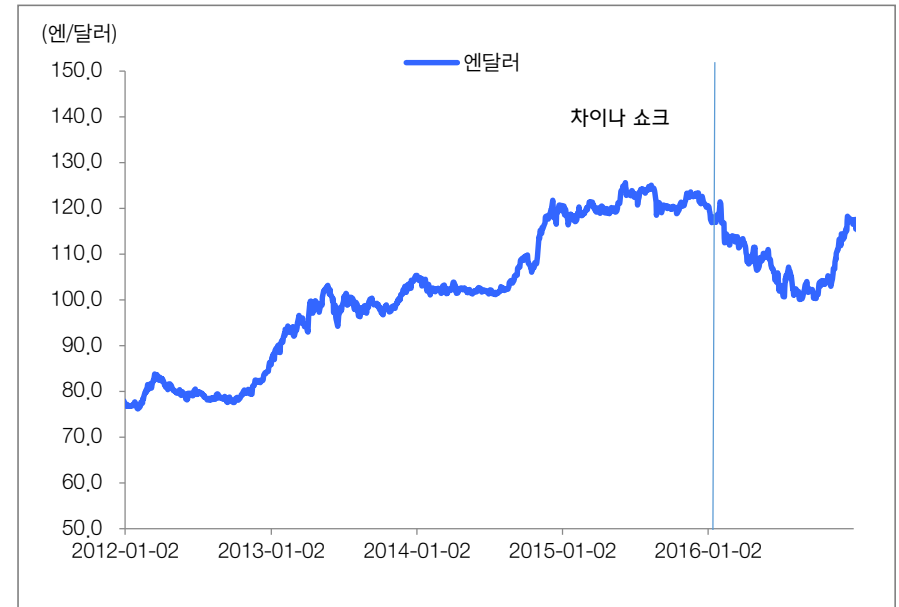
- 엔 캐리 트레이드가 발생하는 이유는 크게 일본과 미국 등 주요국의 1) 금리 차이와 2) 엔화 약세로 엔 캐리 트레이드가 확대됨
- 금리 차이에 따른 엔 캐리 트레이드의 대표적인 사례는 미국 연준이 인플레이와 부동산 가격 상승하며 2004년6월부터 2006년6월까지 25개월 동안 금리를 425bp 인상하는 동안에도 BOJ는 제로 금리를 지속했음
- 엔화 가치 하락에 따른 엔 캐리 트레이드는 2013년 아베노믹스 기간으로 이 기간 동안 미 연준의 통화정책은 2016년12월말까지 제로 금리를 지속했지만 아베노믹스로 엔화 가치가 크게 하락하며 엔 캐리 트레이드가 확대되었음

상대적 일본의 저금리 (미국과 일본의 금리 차 확대)



자료: Bloomberg, 현대차증권

엔화 가치의 추세적 하락-아베노믹스 기간



자료: Bloomberg, 현대차증권



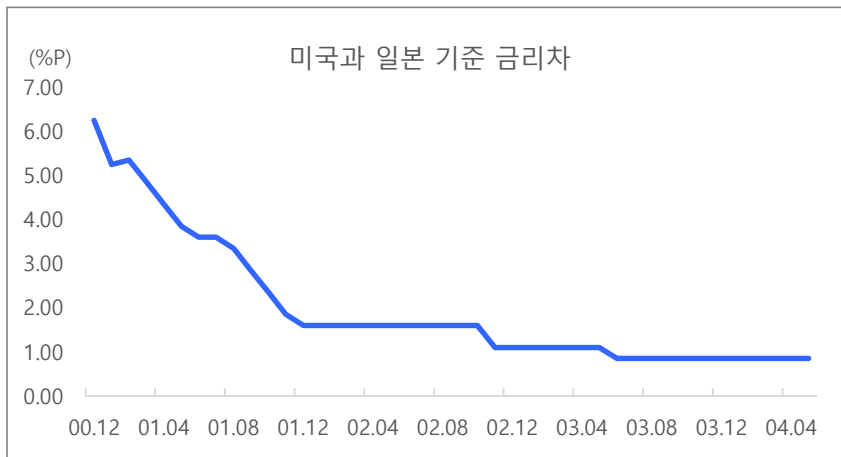
# 엔 캐리 트레이드 청산의 이유

- 엔 캐리 트레이드가 청산되는 이유는 다음과 같음
- 1. 환율 변동: 엔화 강세로 인해 환차손이 발생할 경우, 캐리트레이드가 비경제적으로 변함
- 2. 금리 변화: 고금리 통화의 금리가 하락하거나, 저금리 통화의 금리가 상승하면 캐리 트레이드의 매력은 감소
- 3. 시장 변동성: 글로벌 금융위기나 경제 불확실성 증가 시, 투자자들은 리스크를 줄이기 위해 캐리 트레이드를 청산할 수 있음
- 4. 정책 변화: 중앙은행의 정책 변화, 특히 금리 인상 또는 환율 개입 등이 캐리 트레이드에 영향을 줄 수 있음

## 엔화 가치 상승

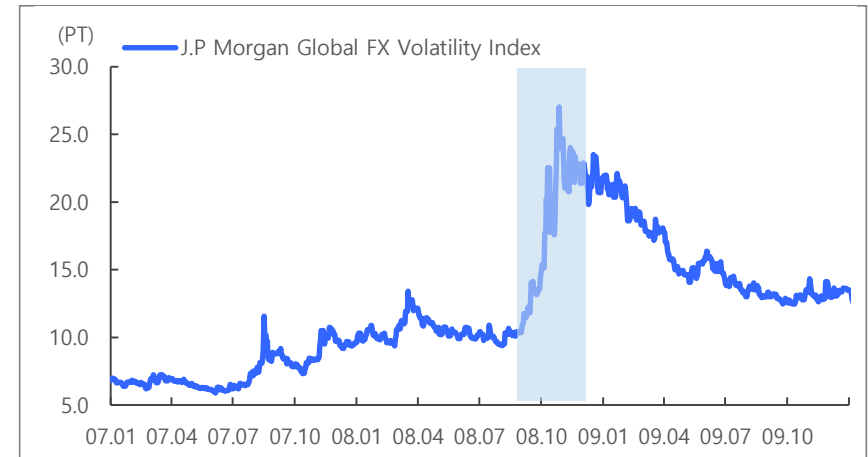


## 미국과 일본의 기준 금리 차이 축소



자료: Bloomberg, 현대차증권

## 환율 변동성 확대



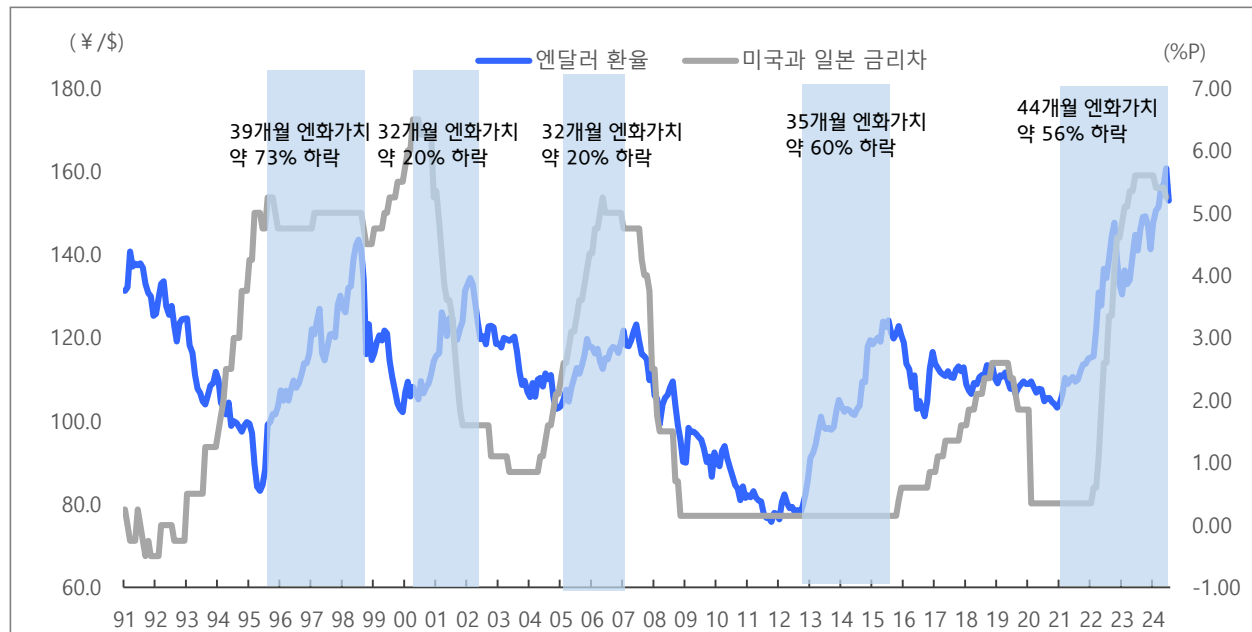
자료: Bloomberg, 현대차증권



# 1990년 이후 엔 캐리 트레이드

- 엔 캐리 트레이드는(Yen Carry Trade) 일본의 저금리 엔화를 빌려서 상대적으로 금리가 높은 다른 구각의 자산에 투자하는 금융 전략
- 일본은 1980년 후반 부동산과 주식시장의 버블이 붕괴되며 심각한 경기침체에 빠졌고 장기간 디플레이션과 저성장 국면에 접어들며 저금리와 엔화 가치 하락을 지속적으로 반복하게 됨
- 그 결과 1990년대 이후 엔화 가치 하락 방어와 금리차를 이용한 해외 투자 확대를 글로벌 금융시장 통화 정책 등이 변화할 때마다 엔 캐리 트레이드가 빈번하게 발생했음

90년대 이후 5번의 엔 캐리 트레이드



자료 : Bloomberg, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

# 1990년대 이후 주요 엔 캐리 트레이드

- 1980년후반 버블 붕괴로 일본 경제가 장기간 디플레와 저성장 국면에 진입하며 1990년 이후 저금리 엔화를 차입하여 고수익 해외 자산에 투자하는 엔 캐리 트레이드가 빈번하게 발생했음
- 더불어 2000년대 미국 9.11 테러 이후 주요국 통화정책 변화와 중국을 중심으로 신흥국 고도 성장에 따른 세계 경제 변화로 엔 캐리 트레이드가 확대되었음

엔 캐리 트레이드	
1990년대초 일본 장기 저금리	1990년대 초 버블 붕괴 이후 경기침체에 빠진 일본은 이후 장기간에 걸쳐 저금리 기조를 유지하며 엔캐리 트레이드가 출현되기 시작했음
2000년대 초 IT버블 이후	지난 2001년 IT버블 붕괴로 전 세계 경기침체가 심화되자 일본은 정책금리를 0%까지 낮추었고, 2006년에야 비로소 정책금리를 인상했으나 다른 선진국이나 신흥시장국들은 2004년 이후 상대적으로 경제가 빠른 속도로 회복되면서 정책금리를 인상하기 시작했음. 일본과 다른 나라 간의 금리차이가 확대되며 엔 캐리 트레이드가 확대됨
2005년부터 2007년 신흥국 고성장기	9.11 이후 경기침체 대응을 위해 미 연준은 장기간 저금리 정책을 지속했는데 이후 인플레이와 부동산 가격 상승하며 2004년6월부터 2006년6월까지 25개월 동안 금리를 425bp 인상  이처럼 미국과 일본의 금리차가 확대되며 엔화가 장기간 약세를 기록하는 동안 신흥국 주식은 중국의 고도 성장으로 높은 수익률을 기록하며 엔 캐리 트레이드가 확대됨

자료 : 현대차증권



# 아베노믹스 이후 엔 캐리 트레이드

- 동일본 대지진에 따른 일본 경제 충격 이후 2013년 아베 신조 일본 총리가 집권하며 세계의 화살로 불리는 아베노믹스는 제1의 목표는 디플레 탈출이었고 이에 따라 BOJ는 무제한 양적완화 가속화
- BOJ 통화정책 영향으로 엔화 가치가 크게 하락하며 엔 캐리 트레이드가 확대됨
- 코로나 팬데믹이 엔데믹으로 진입하며 높아진 인플레이를 잡기 위해 주요국 중앙은행은 금리 인상 등 긴축 정책을 시작했지만 일본 BOJ는 저금리 및 통화완화 정책이 지속되자 엔화는 약세를 가속화했고 엔캐리 트레이드는 확대되었음

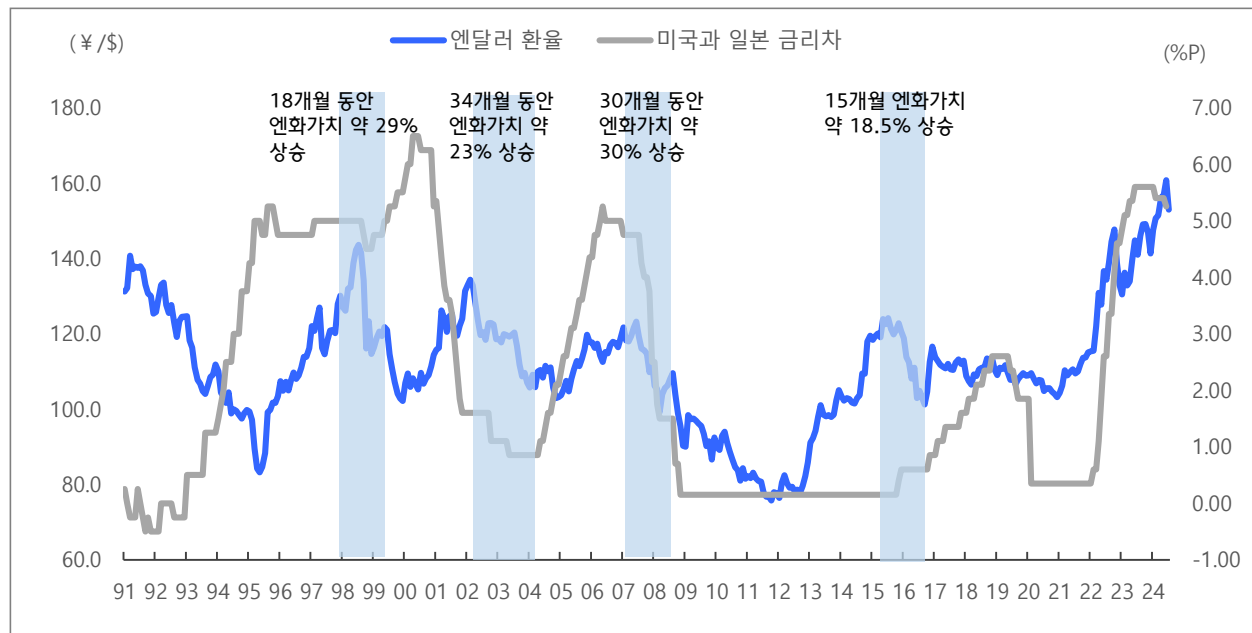
엔 캐리 트레이드	
2013년 아베노믹스	2013년 일본 전 총리인 아베 신조 총리가 과감한 금융완화 재정 지출 확대 골자로 아베노믹스가 진행되며 일본 BOJ의 장기 저금리 정책과 엔화 약세 정책 영향으로 브라질 등 고금리 신흥국 등의 익스포저가 크게 확대됨
2021년 이후	<p>2020년4월 발생한 코로나 팬데믹으로 미 연준을 시작으로 글로벌 중앙은행은 저금리 정책을 지속했으나 2021년 하반기부터 인플레이가 본격화되며 시중금리가 상승하기 시작했으며 미 연준도 러시아-우크라이나 전쟁을 시작으로 2022년3월부터 금리 인상을 단행하여 2023년7월까지 17개월 동안 525bp 금리를 인상.</p> <p>글로벌 중앙은행의 저금리 정책에도 불구하고 일본 BOJ는 저금리 정책을 지속했고 더불어 엔화 가치가 크게 하락하며 엔 캐리 트레이드가 확대된 것으로 판단됨</p>



# 1990년 이후 엔 캐리 청산

- 엔 캐리 트레이드는(Yen Carry Trade) 일본의 미국을 포함한 대외 금리차 축소 및 엔화 강세 구간 청산하게 됨
- 또한 글로벌 경제 및 금융 환경의 급격한 변화가 발생하며 안전자산이 선호될 때 엔 캐리 트레이드는 청산될 수 있음

90년대 이후 엔 캐리 트레이드 청산 구간



자료 : Bloomberg, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

# 1990년대 이후 주요 엔 캐리 트레이드 청산

- 엔 캐리 트레이드는 아시안 금융위기와 글로벌 금융위기 등 글로벌 전반의 경기침체나 추격이 발생하며 안전자산 선호가 높아지는 경우 청산되었음
- 더불어 과거 일본 경제 및 통화정책 변화 등으로 엔화 강세 등이 나타날 경우 엔 캐리 트레이드가 청산되는 경우가 발생했음

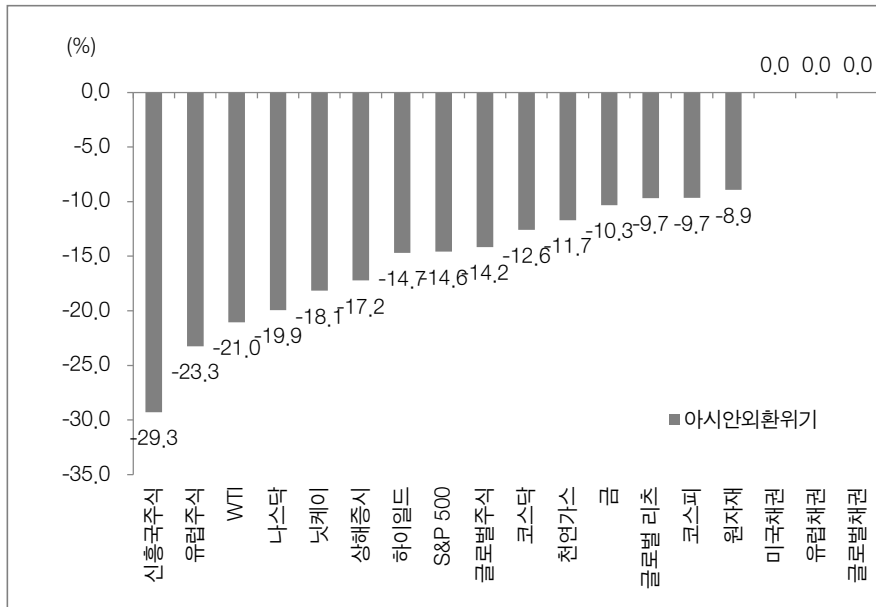
엔 캐리 트레이드	
아시안 금융위기	1998년7월부터 1999년 12월
9.11 사태 이후	2002년2월부터 2004년11월말까지
글로벌 금융위기	2007년6월말부터 2009년11월말까지
차이나쇼크	2015년7월부터 2016년9월까지



# 아시안 외환위기와 '02년~'04년

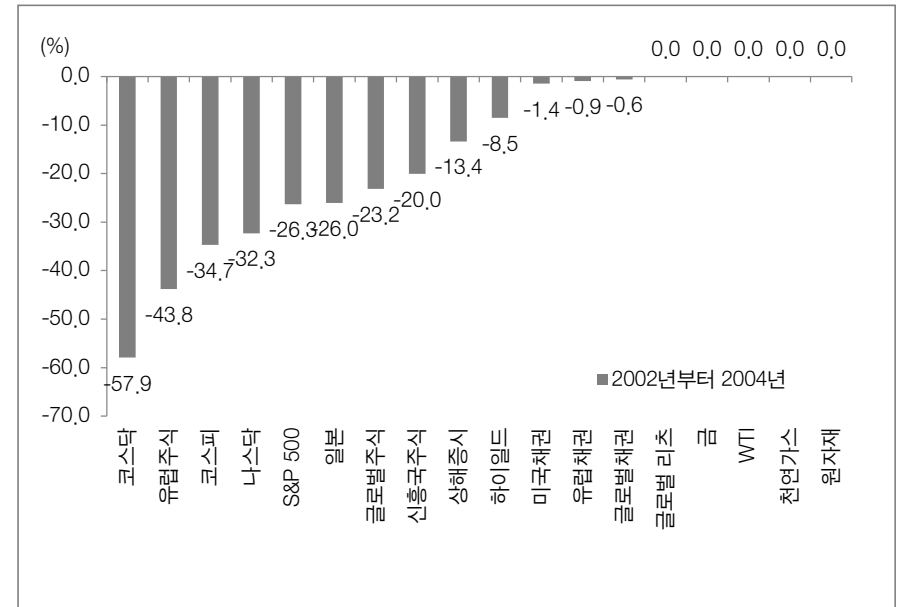
- 1998년 7월부터 1999년12월까지 아시안 외환위기 이후 엔 캐리 트레이드 청산이 발생한 기간 자산별 최대 하락폭을 비교하면 신흥국주식(-29.3%), 유럽주식과(-23.3%) WTI국제유가(-21.0%) 순으로 크게 하락
- 반면, 글로벌채권(0.0%), 유럽채권과(0.0%) 미국채권(0.0%) 등 선진국 채권은 강세를 기록
- 한편, 2002년부터 2004년까지 엔 캐리 청산 국면 자산별 최대 하락폭은 코스닥(-57.9%), 유럽주식과(-43.8%) 코스피가(-34.7%) 순으로 큰 폭의 약세를 기록
- 반면, 이 기간 원자재 (0.0%), 천연가스(0.0%) WTI국제유가는(0.0%) 하락하지 않았음

아시안 외환위기 엔 캐리 트레이드 청산 기간 자산별 낙폭비교



자료: Bloomberg, 현대차증권  
주: 자산별 98년6월말 증가 대비 98년7월부터 99년12월까지 지수 저점까지 낙폭 비교

'02년부터 '04년까지 엔 캐리 청산 기간 자산별 낙폭 비교



자료: Bloomberg, 현대차증권  
주: 자산별 '02년1월말 증가 대비 '02년2월부터 '04년11월까지 지수 저점까지 낙폭 비교

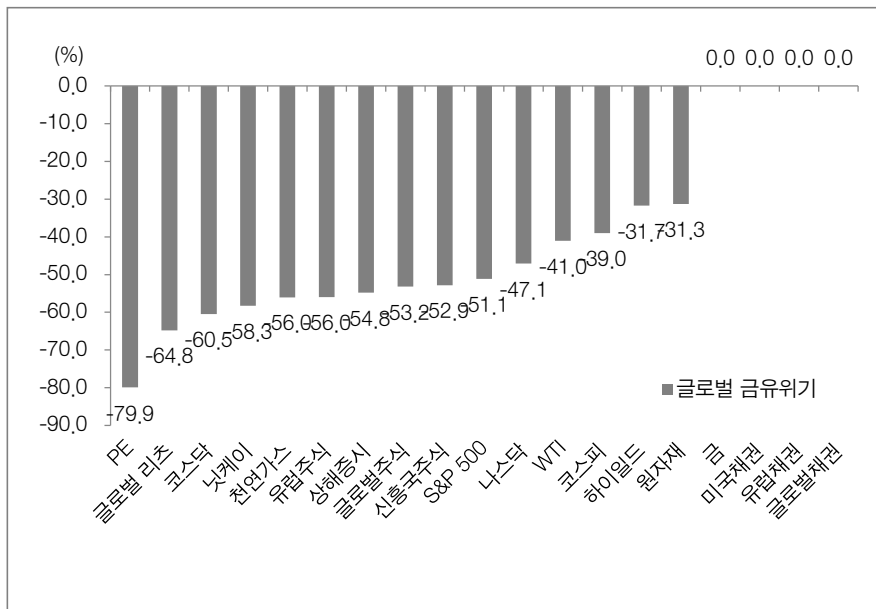




# 글로벌 금융위기와 차이나 쇼크

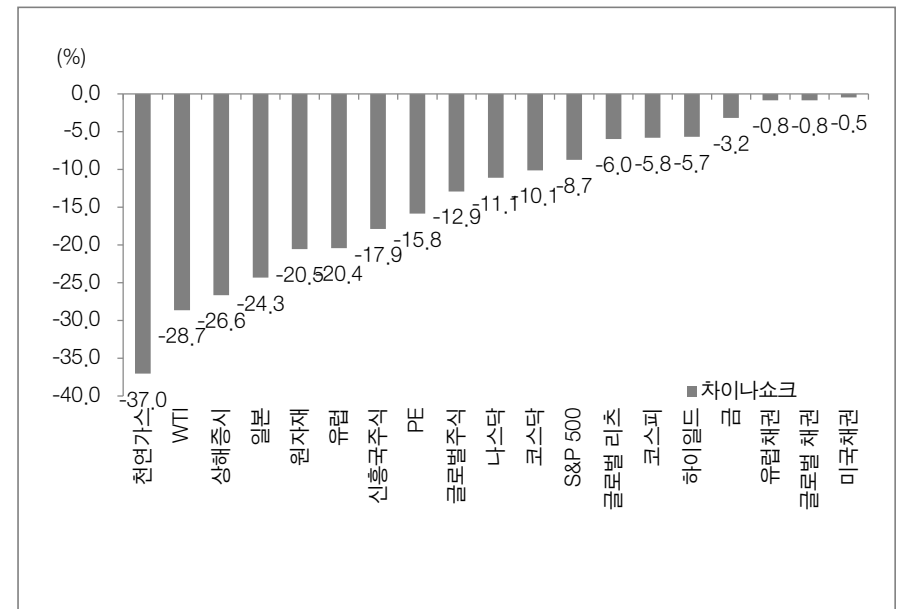
- 2007년6월말부터 2009년11월말까지 엔 캐리 자금이 청산되는 동안 주요 자산별 최대 하락폭을 비교하면 사모주식(-79.9%), 글로벌 리츠와(-64.8%) 코스닥(-60.5%) 순으로 크게 하락했음
- 반면, 엔 캐리 청산 국면 글로벌 채권, 유럽채권과 미국채권 지수는 하락하지 않았음
- 2015년 차이나 쇼크에 따른 엔 캐리 청산 동안 자산별 최대 낙폭은 천연가스(-37.0%), WTI국제유가와(-28.7%) 상해증시(-26.6%) 순으로 크게 하락했음
- 반면, 미국채권(-0.5%), 글로벌채권과(-0.8%) 유럽채권은(-0.8%) 상대적으로 낙폭이 적었음

2008년 엔 캐리 청산 기간 자산별 최대 낙폭 비교



자료: Bloomberg, 현대차증권  
주: 자산별 '07년5월말 증가 대비 자산별 '07년6월부터 09년11월까지 저점 낙폭 비교

2015년 차이나 쇼크 엔 캐리 청산 기간 자산별 최대 낙폭 비교



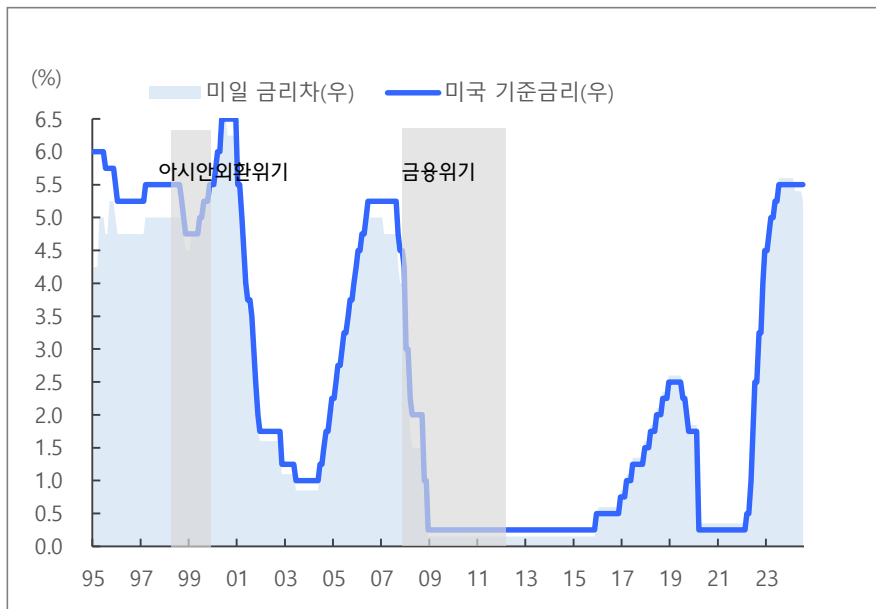
자료: Bloomberg, 현대차증권  
주: '15년5월말 증가 대비 자산별 '15년6월부터 16년9월말까지 저점 낙폭 비교



# 급격한 청산

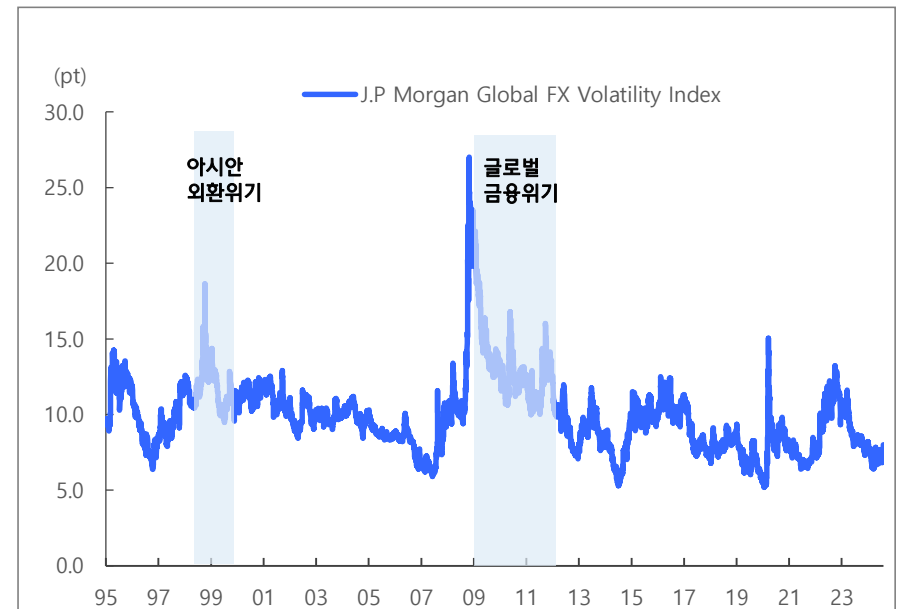
- 급격한 엔 캐리 트레이드 청산은 투자자들이 대규모로 엔화를 다시 매수하면서 발생하며 이러한 이유로 엔화 가치는 급등하며 글로벌 금융시장에 큰 영향을 미칠 수 있음
- 글로벌 금융 위기 등 금융시장의 변동성이 크게 증가하고 안전자산인 엔화에 대한 급증하게되는 경우 발생하며 1990년대 이후 아시안 외환위기나 2008년 글로벌 금융위기가 급격한 엔 캐리 트레이드 청산 사례로 볼 수 있음
- 엔 캐리 트레이드의 완만한 청산 사례와 비교해 급격한 청산 사례의 특징은 무엇보다 글로벌 통화 변동성 지수가 급등하는 점에서 차이를 찾을 수 있음

급격한 청산 기간 미일 금리차 및 미국 기준금리



자료: Bloomberg, 현대차증권

급격한 청산 기간 글로벌 환변동성은 크게 확대되는 것이 특징



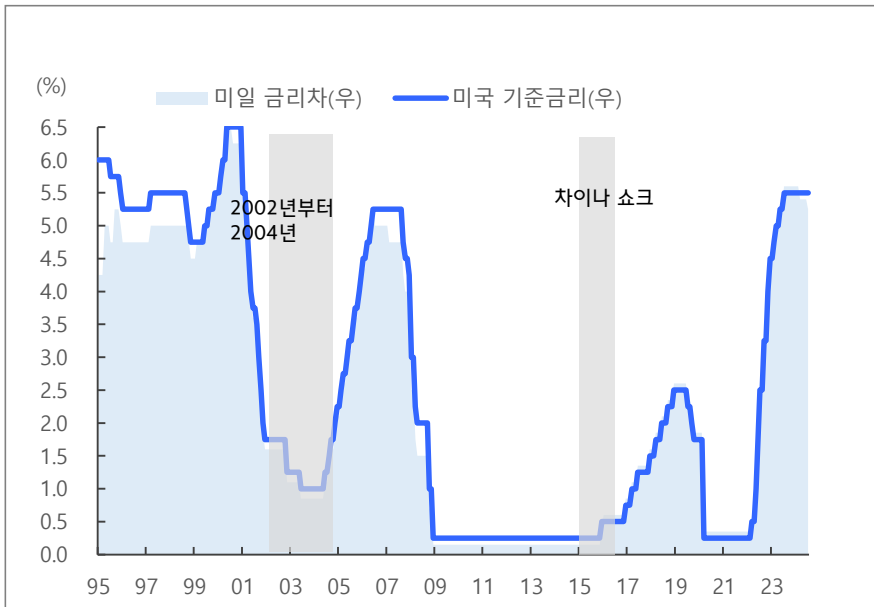
자료: Bloomberg, 현대차증권



# 완만한 청산

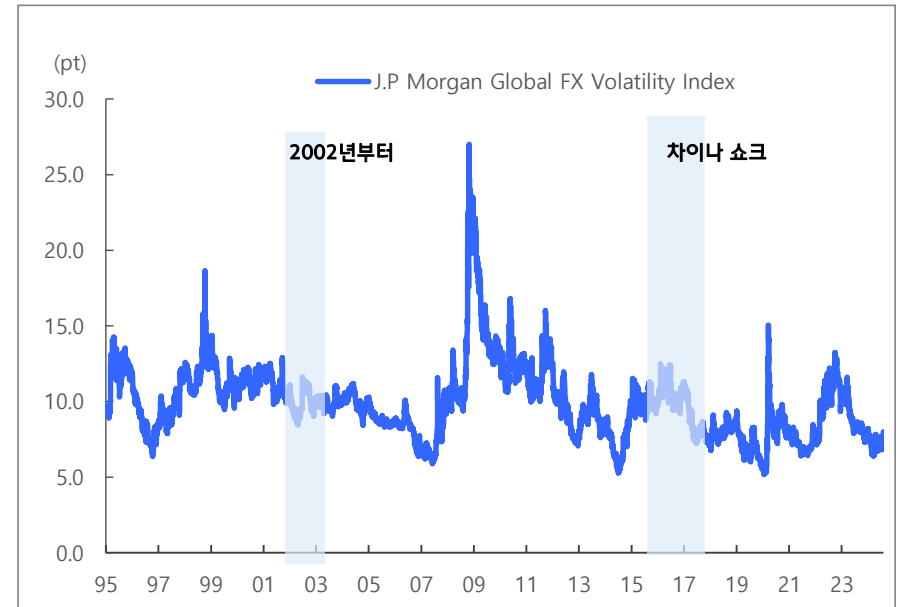
- 완만한 청산은 미국과 일본의 금리 차 축소 또는 엔화 강세 전환 등 엔 캐리 트레이드 청산의 주요 조건은 발생했지만 외환시장 변동성은 크게 확대되지 않으며 청산되는 사례
- 글로벌 환율 변동성이 크게 증가하지 않으면서 엔 캐리 트레이드 청산 조건이 충족되며 엔캐리 트레이드 청산이 진행되는 경우가 완만한 청산으로 볼 수 있음
- 과거 2002년부터 2004년까지 미국 기준 금리 인하기 및 2015년 차이나 쇼크 등이 완만한 엔 캐리 트레이드 청산 기간으로 판단됨

완만한 청산 기간 미국 기준금리 및 미일 금리차



자료 : Bloomberg, 현대차증권

완만한 청산 기간 글로벌 환율 변동성이 크게 높지 않음



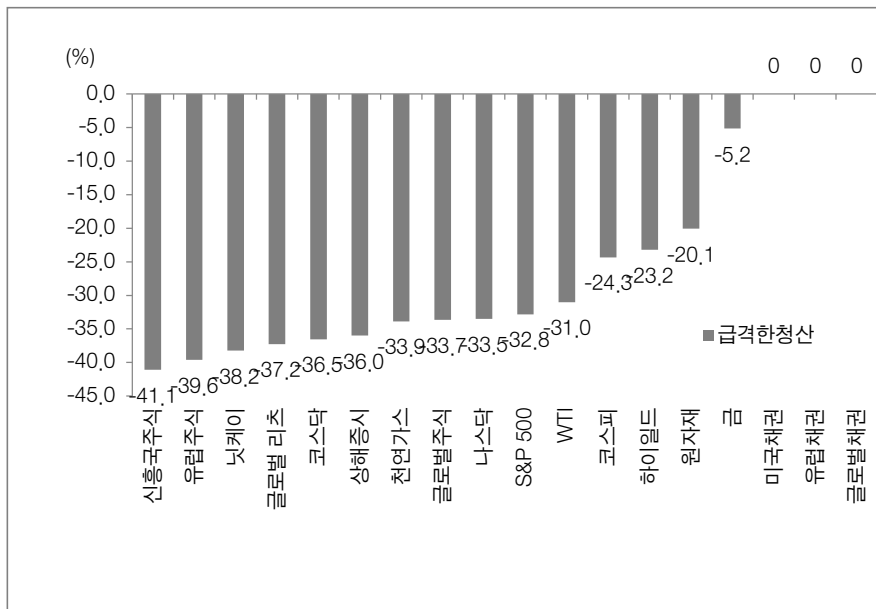
자료 : Bloomberg, 현대차증권



# 엔 캐리 트레이드 청산 시나리오 접근

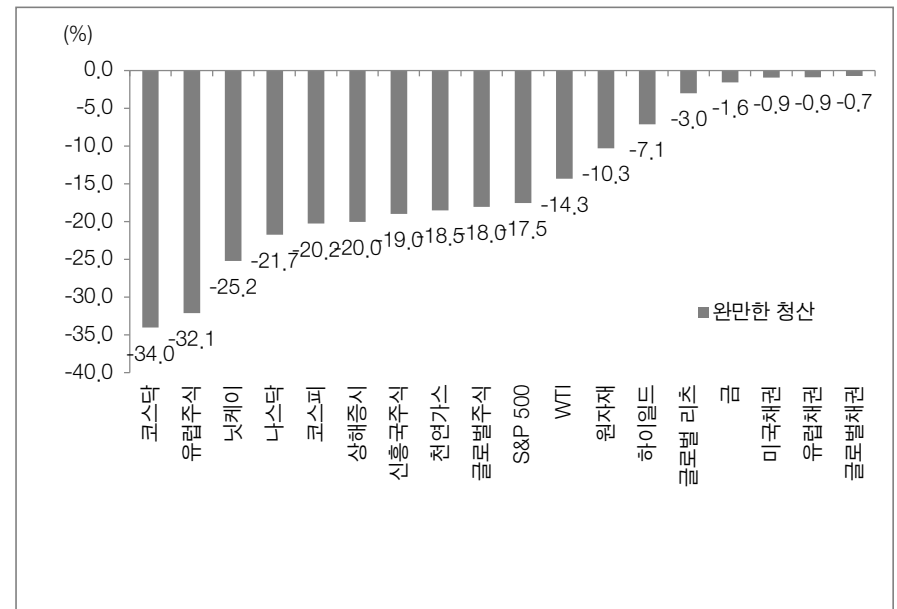
- 과거 아시안외환위기와 글로벌 금융위기의 엔 캐리가 급진적으로 청산되었던 기간 자산별 평균 수익률을 비교하면 신흥국 주식(-41.1%), 유럽주식과(-39.6%) 일본 닛케이 지수(-38.2%) 순으로 크게 하락했음
- 반면, 글로벌채권, 유럽채권과 미국 채권 등 이 기간 채권 시장은 하락하지 않았음
- 한편, 2002년과 2015년 차이나 쇼크의 완만한 청산 기간 평균 자산별 수익률을 비교하면 코스닥(-34.0%), 유럽주식과(-32.1%), 일본 닛케이(-25.2%) 순으로 크게 하락했음
- 반면, 글로벌채권(-0.7%), 유럽채권과(-0.9%) 미국채권이(-0.9%) 상대적으로 강세를 기록했음

급격한 청산 기간 평균 자산별 수익률 비교



자료 : Bloomberg, 현대차증권

완만한 청산 기간 평균 자산별 수익률 비교



자료 : Bloomberg, 현대차증권



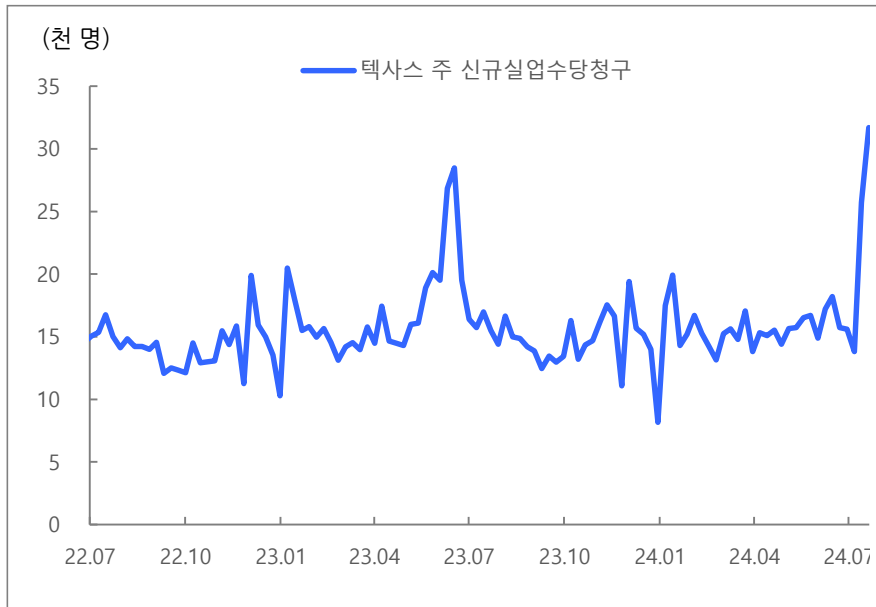
---

**미국 경기는 침체로 가나?**

# 과도한 미 경기 침체 우려

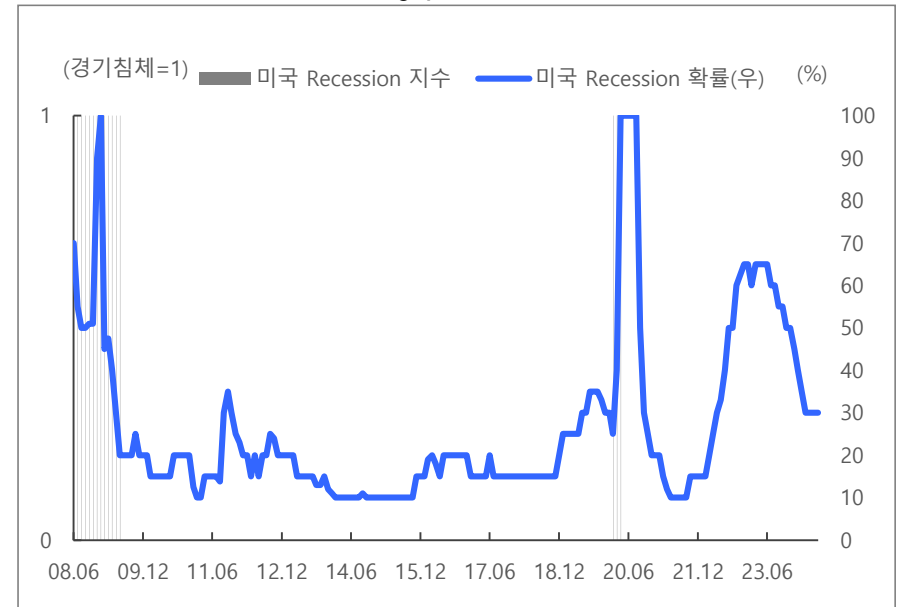
- 7월 미국 고용지표의 급격한 악화에는 텍사스 지역에 상륙(7/8일)한 허리케인 베릴 영향이 일부 존재하는 것으로 판단
- 미국 BLS에 따르면 나쁜 날씨 영향 때문에 일을 하지 못했다는 응답이 46만3천명에 달해 전월 5만9천명
- 대비 7배 이상 급증했는데 7월 기준 역대 최고치를 기록(1976~2023년 7월 평균은 4만1천명)
- 주별 신규실업수당 청구건수를 보면 가계고용조사가 있는 시점(7/12일 포함된 주)에 텍사스 지역 신규실업수당 청구건수 급증세로 이번 고용지표에는 노이즈가 존재하는 것으로 판단됨
- 또한, 뉴욕 연방준비은행의 향후 12개월 내 미국 경기 침체 발생할 확률은 2022년 62.5%에서 현재는 30%까지 하락한 상황

텍사스 신규실업수당청구건수 허리케인 영향 급증



자료: Bloomberg, 현대차증권

미국 Recession 지수 v.s 향후 12개월 Recession 확률



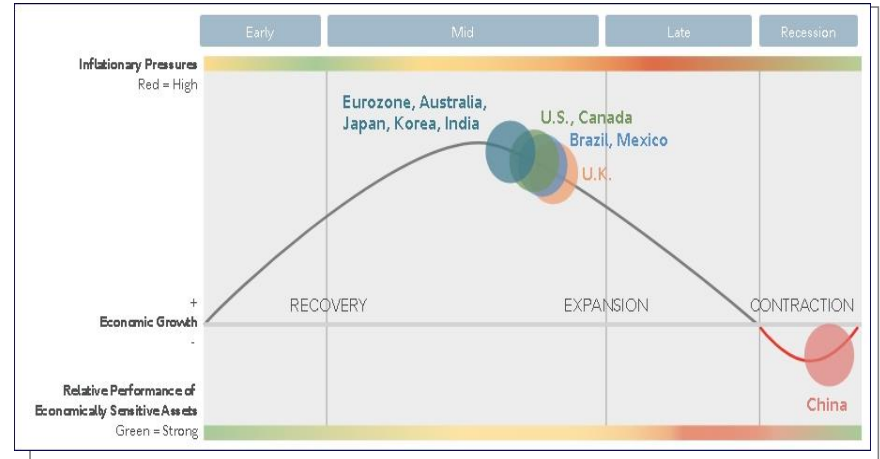
자료: Bloomberg, 현대차증권



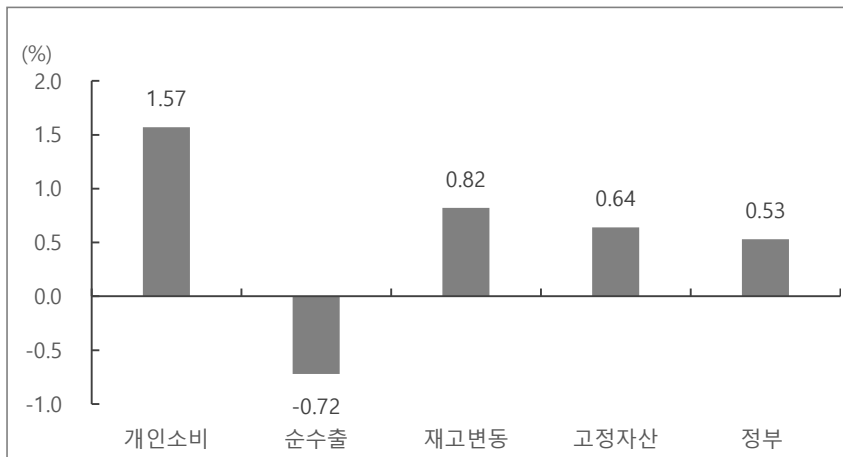
# 미국 경기침체 우려, 왜?

- 경제는 활황기와 수축기로 순환하는 과정을 반복하며 성장
- 미국 경기는 지난 3분기 4.9% 성장으로 정점을 기록한 이후 성장이 둔화되기 시작
- 시장 우려는 미국 경기 하강 국면에 미국 경기가 자칫 경착륙하며 경기 침체에 빠질 수 있다는 부분
- 하지만, 미국 경기 지난 1분기 전망치(2.5%) 하회한 1.6% 성장을 저점으로 2분기에는 다시 2.8% 개선
- 더불어 2분기 미국 GDP 부분별 기여도는 여전히 개인소비(1.57%) 매우 견조하다는 점에서 소비 중심의 미국 경기 성장은 지속되고 있음

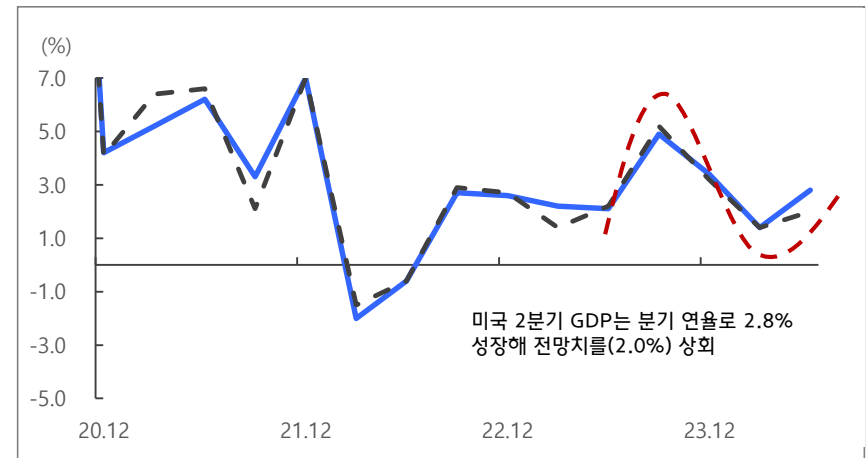
글로벌 주요국의 경기 주기 현황 예



'24년 2분기 미국 GDP 부분별 기여도



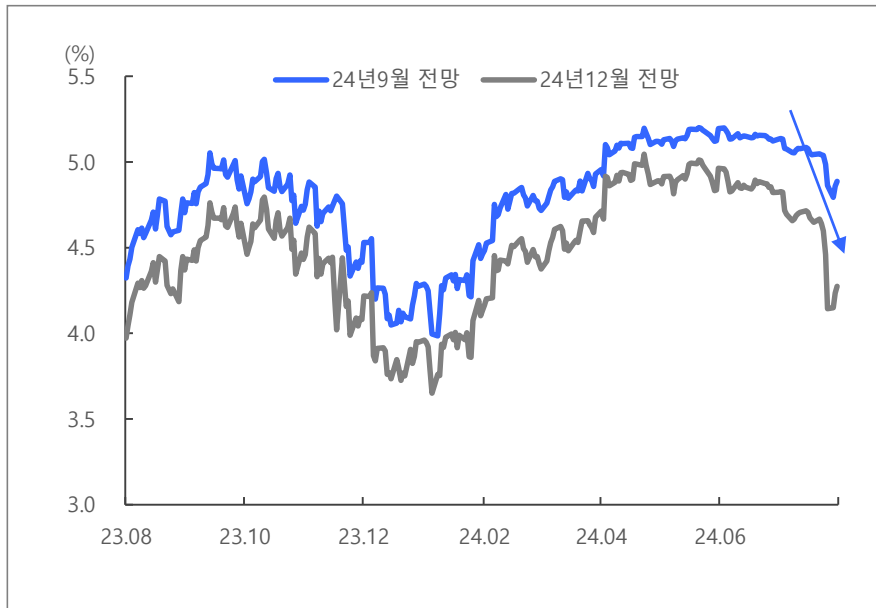
미국 GDP는 지난 3분기 정점 이후 올 1분기 저점을 확인



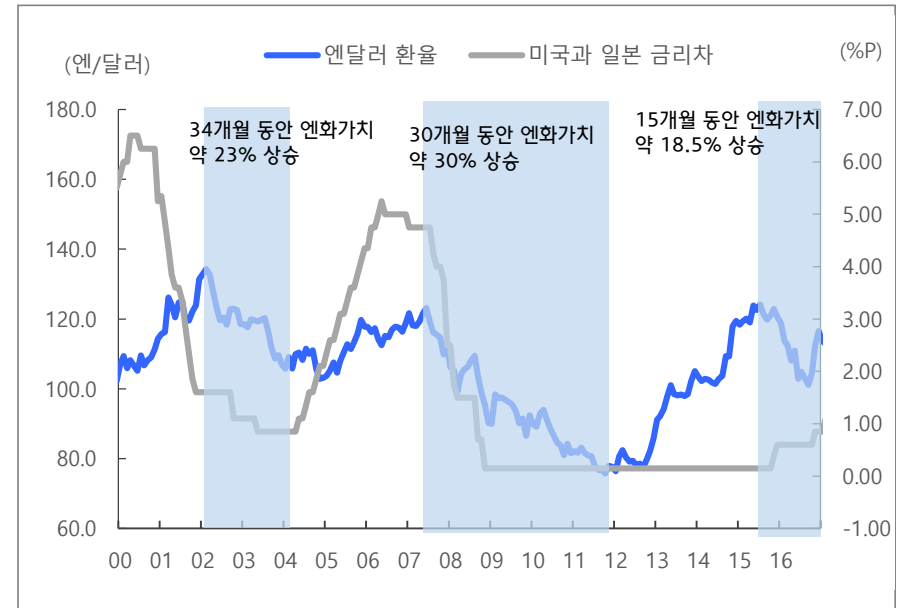
# 경기침체로 미국과 일본 금리차 축소 우려

- 최근 엘리자베스 워런 민주당 상원의원은 “파월은 여름 휴가를 취소하고 지금 당장 금리를 인하하라”며 “6주를 기다릴 필요가 없다”고 발언
- 미 경기침체 우려로 9월 FOMC 금리를 50bp 인하하는 big cut 가능성이 높아지고 있는데 실제 WIRP 미국 선물시장의 연방금리 전망은 9월 FOMC에서 50bp 이상 그리고 12월 FOMC까지 120bp 이상 금리를 인하할 것으로 전망됨
- 미 경기침체 우려로 미 연준이 금리를 빠르게 인하할 경우 미국과 일본 기준 금리차가 축소되며 이는 엔화 강세와 대규모 엔 캐리 트레이드 청산 우려를 높임

WIRP '24년 9월과 12월 미 기준 금리 전망



미국과 일본 기준금리차 축소는 엔 캐리트레이드 청산으로 연결





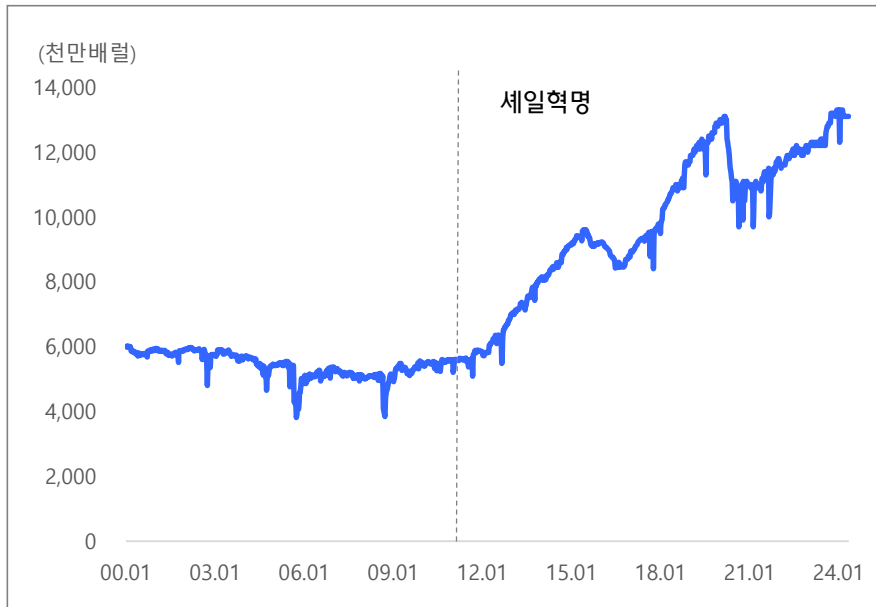
---

# **미국 경제와 달러화의 구조적 강세와 자산배분 전략**

# 셰일 혁명에 따른 Petro Dollar 변화

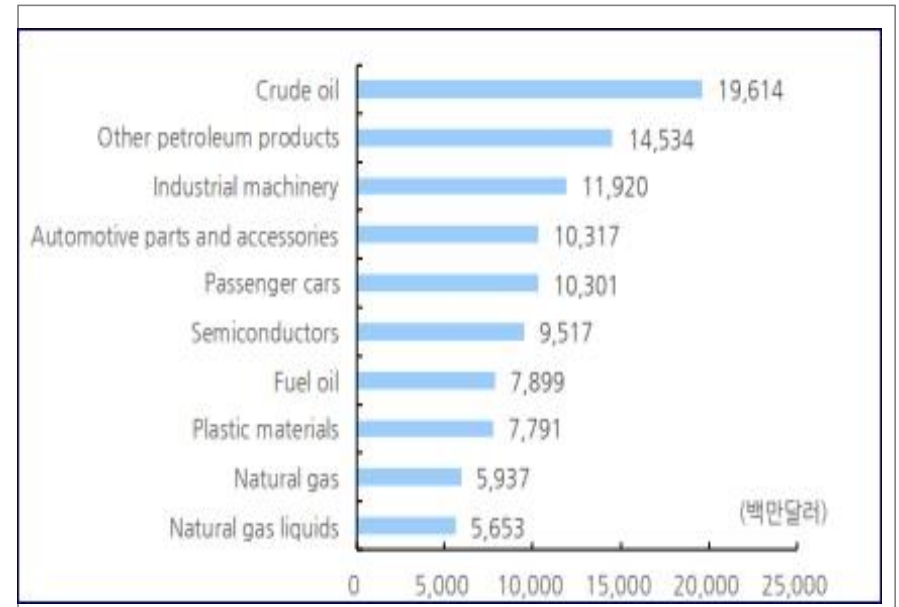
- 2012년부터 셰일 혁명이 본격화되며 미국의 원유 생산량은 큰 폭으로 증가했고 더불어 미국은 원유 순출국으로 전환
- 과거 미국은 석유를 수입하기 위해 사용되었던 'Petro Dollar'의 지출이 크게 감소하며 이러한 '페트로 달러' 지출 감소는 다시 IRA와 CHIPS Act 등으로 미국으로 반도체, 2차전지와 전기차 등 첨단 산업에 투자에 집중할 수 있었음
- '페트로 달러' 지출 감소는 전세계로 달러 공급을 축소시키는 요인으로 장기적으로 강달러 원인으로 작용하고 있음

셰일혁명 전후 미국 원유 생산량



자료 : Bloomberg, 현대차증권

2024년 연초 이후 미국 주요 수출 품목



자료 : Bureau of Economic Analysis, 현대차증권



# 미국 반도체, 전기차와 2차 전지

- 미국 정부는 국가 안보 보호 등을 위해 첨단 산업인 반도체 산업의 국내 생산을 촉진하고 경쟁력을 강화하기 위해 대규모 보조금을 지원
- 미국 상무부는 반도체 지원법(CHIPS ACT) 통해 세계 1위 파운드리 업체인 TSMC와 더불어 인텔과 삼성전자에 대규모 보조금을 지급하기로 함
- 또한 미국 정부는 IRA(인플레이션 감축법) 통해 자국에서 생산되는 신규 전기차에 7,500불의 보조금으로 현대차 그룹은 미국 내 전기차 생산 공장을 LG엔솔과 SK온 등은 미국 내 대규모 배터리 투자

미국 내 반도체 투자



자료 : 언론기사, 현대차증권

미국 내 한국기업 2차 전지 투자



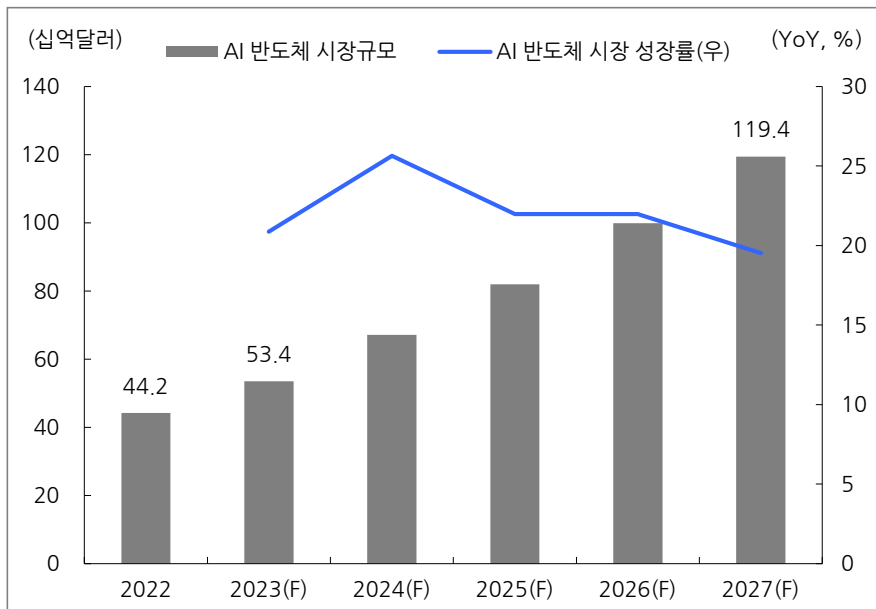
자료 : 언론기사, 현대차증권



# AI 반도체에 대한 폭발적 수요, 그리고 엔비디아

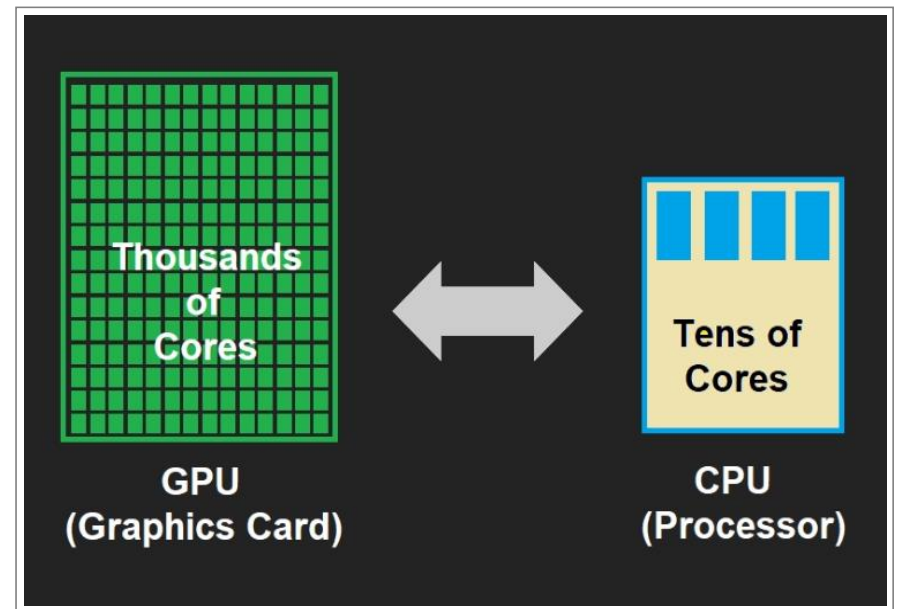
- 인공지능 산업에 대한 투자는 현재 AI의 학습과 추론에 필요한 시스템 반도체 위주로 이루어지고 있음
- 미국 IT 자문 기관인 Gartner에 따르면 이러한 AI 반도체의 시장 규모는 2022년부터 향후 5년간 연평균 20% 이상 성장할 것으로 전망
- 폭발적인 반도체 수요 배경으로 AI 학습과 추론을 위한 병렬 컴퓨팅이 기존 범용 연산 처리 반도체와는 그 목적이 상이하여 GPU와 고대역폭 메모리(HBM) 중심으로 이루어 진다는 점이 작용
- M7 기업 중 엔비디아는 GPU 제품을 통한 데이터 서버 부문 매출의 높은 성장을 지속

인공지능(AI) 반도체 시장 전망



자료 : Bloomberg, 현대차증권

GPU와 CPU의 상이한 구조

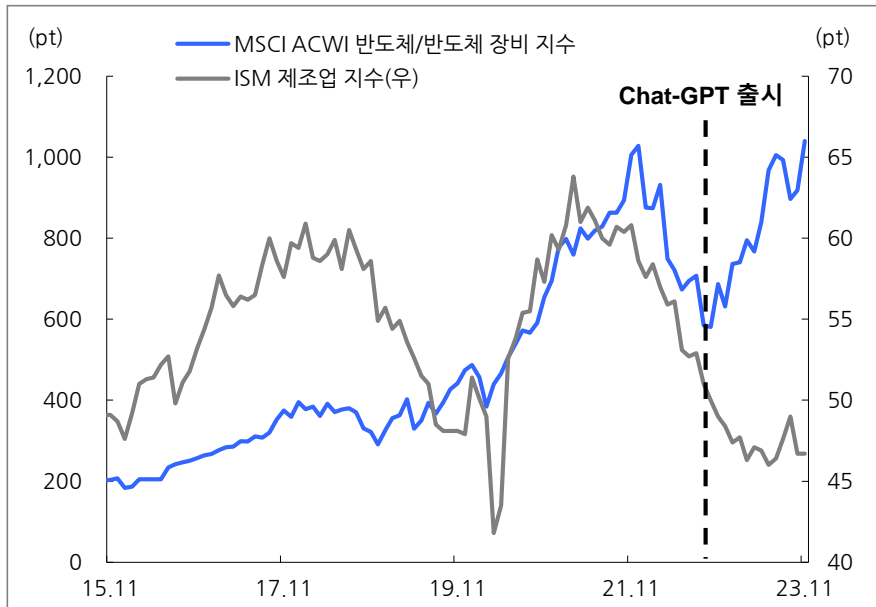


자료 : 현대차증권

# 미국 증시 -구조적 요인

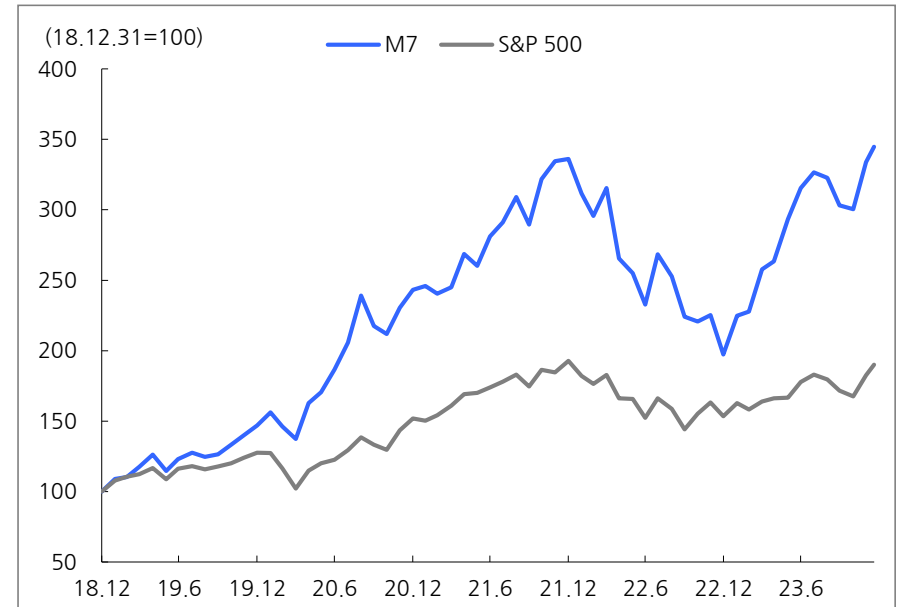
- '22년 통화 긴축으로 인한 증시 조정 이후 높아진 경기 불확실성 속에서 인공지능(AI)을 중심으로 예상보다 빠른 기술 진보에 힘입어 미국 빅테크 기업들이 매력적인 투자 대상으로 부각
- '23년부터 미국 경제는 견조한 수요에도 불구하고 긴축 정책으로 인한 글로벌 수요 부진에 대한 우려로 제조업 경기 지표의 개선이 지연되고 있는 상황
- 하지만 Chat-GPT의 등장 이후 글로벌 반도체 및 반도체 장비 지수는 상승 추세로 전환하는 등 글로벌 경기 상황과 무관하게 상승흐름을 지속해 A.I 인공지능 수요가 높은 미국 경제에 구조적 개선이 기대되고 있음

ISM 제조업 지수와 글로벌 반도체 지수 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

S&P500과 M7 주가 추이 비교



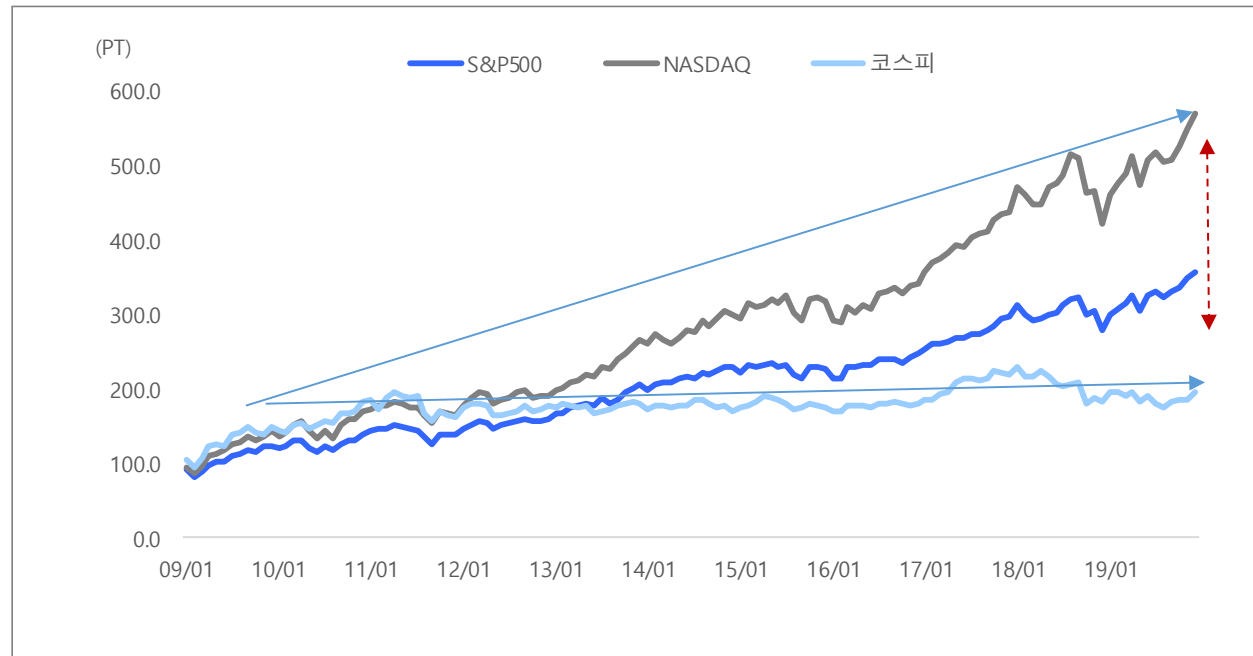
자료: Bloomberg, 현대차증권



# 현재 미국은 2차 Secular Cycle이 진행 중

- 금융위기 이후 미 증시는 10년 이상의 상승 추세를 지속하는 Secular Cycle 중시 (일반적 경기 사이클 상승 대비 훨씬 긴)
- 통상적으로 어떤 자산이 경기 사이클과 무관하게 10년 이상 지속적으로 상승흐름을 기록하는 것이 Secular Cycle
- 2022년말부터 생성형 A.I인 ChatGPT 출연하며 미국 증시는 새로운 Secular Cycle에 진입한 것으로 판단됨

2009~2019년 미 증시 장기 상승 흐름 지속



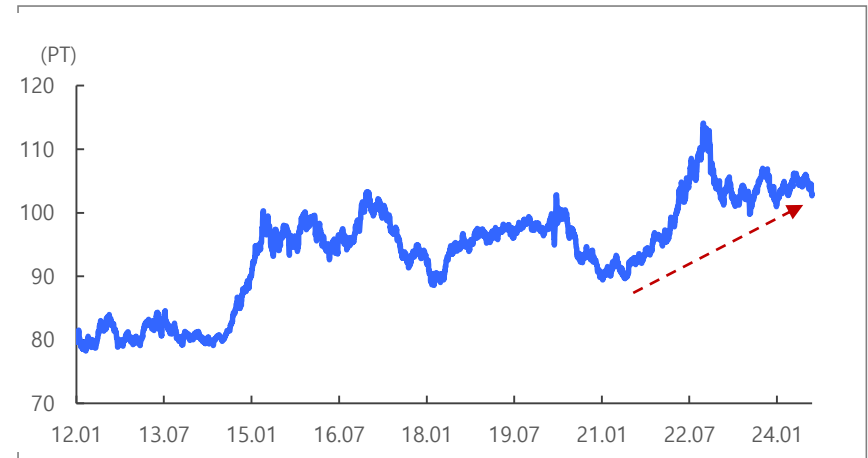
자료: Bloomberg, 현대차증권



# 여전한 달러화의 구조적 강세 가능성

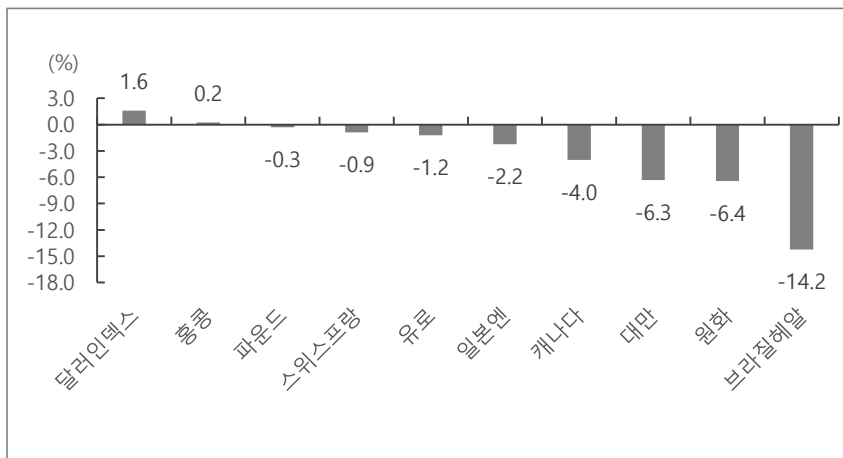
- 과거 미 달러화 지수는 평균 90포인트 중반에서 등락을 했으나 최근 2~3년 동안은 100포인트 이상 지속적 상승
- 연초 이후 달러화 대비 주요국 통화는 모든 통화가 달러 대비 약세를 기록한 가운데 브라질레알, 원화와 대만 달러 등이 달러화 대비 크게 약세를 기록 중
- Petro Dollar의 변화와 미국 투자 확대로 향후 달러화 가치는 주요국 대비 구조적으로 강세를 기록할 전망
- 하지만, 전통적으로 공화당 집권 시기 미 달러화는 약세를 기록했고 더불어 트럼프 전 대통령은 재임기간 달러화 강세 관련 구두 개입 반복하며 달러화 약세를 유도한 점은 향후 달러 전망의 변수가 될 수 있음

2012년 이후 미 달러화 지수 추이



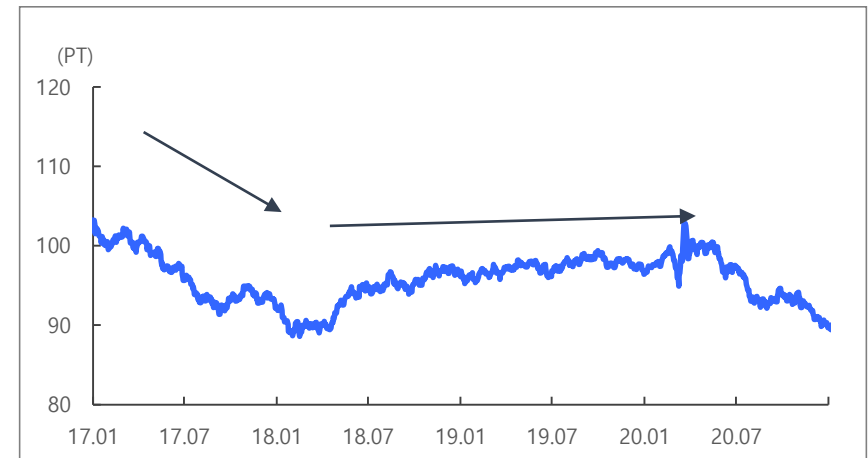
자료 : Bloomberg, 현대차증권

연초 이후 달러 대비 주요국 통화 가치 변화



주: 연초 이후 8/6일 기준 달러 대비 통화 가치 변화  
자료 : Bloomberg, 현대차증권

트럼프 재임 기간은 동안 달러화는 약세



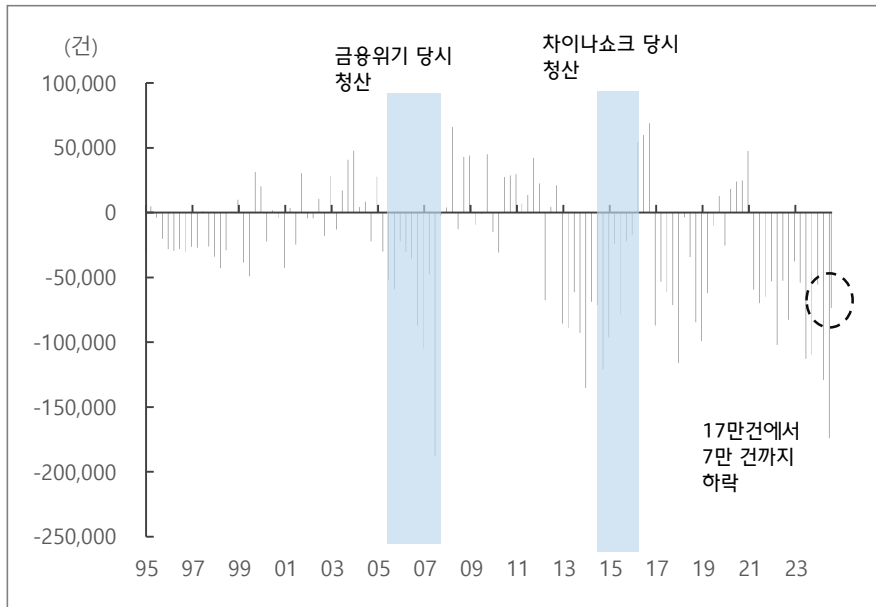
자료 : Bloomberg, 현대차증권



# 과거 보다 높은 엔 캐리 청산 규모와 자산배분 전략

- 1990년 이후 4번의 엔 캐리 트레이드와 비교해 2021년 이후 본격화된 것으로 판단되는 엔 캐리 트레이드 규모는 적지 않은 것으로 판단됨
- 다만, '24년7월부터 엔화 투기적 포지션이 급격히 하락하기 시작했고 8월까지 고려하면 현재 투기적 포지션 규모는 미비할 것으로 예상됨
- 과거 대비 엔 캐리 청산 규모는 클 수 있지만 8월 현재 많이 진행되었으며 달러화의 구조적 강세로 엔화 강세는 제한적일 것으로 전망
- 엔 캐리 청산 기간 '주식' 대비 '채권' 투자의 매력은 높아지나 미국 경제의 구조적 강세로 조정 시 미 기술주 매수 전략은 유효하다 판단

엔화 투기적 포지션 변화



자료 : Bloomberg, 현대차증권

과거 엔 캐리 트레이드 비교

Date	기간	엔화 가치
'98/07~'99/12월	39개월	73% 하락
'02/02~'04/11	32개월	20%
'07/06~'09/11	32개월	20%
'15/07~'16/09	25개월	60%
평균	32개월	43.3%
'20/12~'24/07	44개월	56%

자료 : Bloomberg, 현대차증권





# Compliance Note

---

## ▶ Compliance Note

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
  - 이 자료에 게재된 내용들은 자료 작성자 김종원의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 
- 본 조사항료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
  - 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
  - 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 

