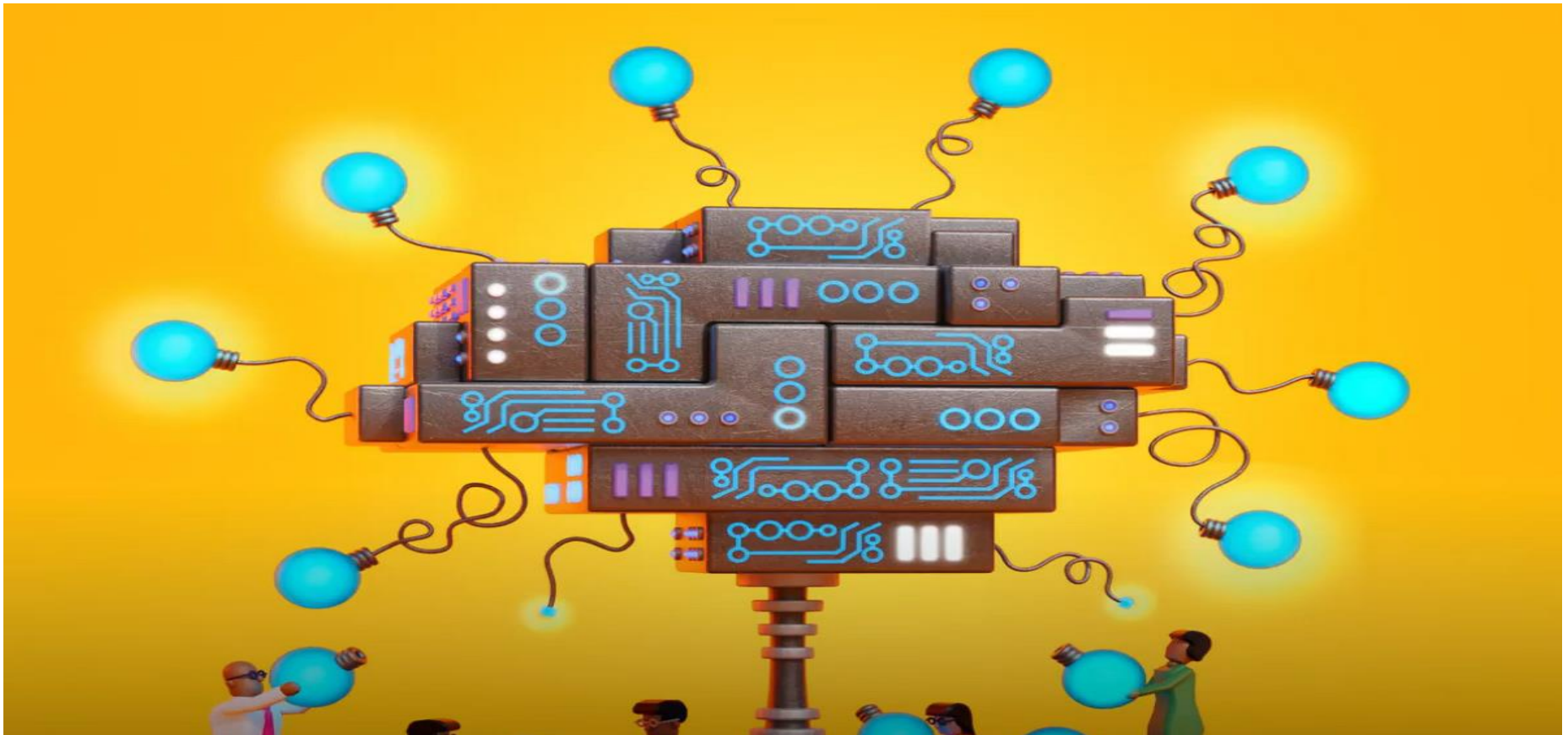


글로벌 전략

AI 혁신의 미래



01/	AI 회의론에 대해, AI 는 초기 단계	05
02/	혁신기업 주가는 기술 확산과 투자가 결정	13
03/	현실적인 AI 혁신의 제약 요인	21
04/	여름의 끝자락에서 기회를 찾다	27

AI 혁신의 미래

빅테크와 엔비디아를 비롯한 반도체주들에 대한 열기가 식고 있다. AI가 실제 성장률에 미치는 효과에 대해서도 시각이 엇갈린다. AI의 자동화 및 인력 대체 효과에 대해 낙관론만 있는 것은 아니다.

혁신이 보편화되는데는 시간이 걸린다. 1920년대 전기, 30년대 자동차, 90년대 인터넷, 핸드폰 등 혁신 제품 침투율이 10%를 넘어 50%까지 늘어나는데 7~17년의 시간이 걸렸다. 현재 AI를 적용하는 기업들 비중은 정보통신/과학기술 분야를 포함해도 10% 미만으로 추정된다. 아직 초기 단계다.

AI는 향후 어떻게 진행될 것인가? AI는 혁신확산이론 관점에서 Early Adopter 단계로 보인다. 성장은 하지만 수익이 나기 어려우며, 경쟁이 치열해지는 구간이다. 그러나 비관할 필요는 없다. 주가는 침투율이 20~40%에 도달하는 과정에서 가파르게 올랐다. 현재 AI는 성장 초입 국면이다.

AI Peak 논란도 너무 이른다. 지금과 비교할 만한 닷컴 당시와 비교하면, 과잉투자 조짐은 미미하다. 닷컴버블 당시 주가 하락은 Y2K 이후 투자가 본격적으로 축소될 때 나타났다. 아직 투자 축소 조짐은 찾기 어렵다. 더군다나 Tech 기술혁신에 따른 생산성 향상 효과는 5년 정도 시차를 두고 점진적으로 나타난다. 현재 AI에 따른 생산성 향상은 1920년대(광란의 20년대)를 재현시킬 수 있다.

AI 혁신의 장애물은 공급 부족과 경기 침체다. AI를 위한 전력과 데이터센터 공간을 충분히 확보하기 어렵다. 현재 가능성이 낮지만, 경기 침체 국면에서는 빅테크 기업들조차 투자를 줄일 가능성이 높다. 이는 주가 Downside 위험을 높이는 요인이나, 당장 위험 요인으로 보기는 어렵다.

단기적으로 성장성보다는 이익의 안정성에 주목할 필요가 있다. 그러나 다가오는 금리인하 사이클은 기회일 수 있다. 유동성이 풀리고 있다. 침체가 없는 한 금리인하는 Tech와 반도체주는 기회 요인이다.

Executive Summary

by 허재환

01

AI 회의론에 대해, AI는 초기 단계

AI를 구현하는 빅테크 기업들의 실적 모멘텀 둔화를 계기로 AI 회의론이 높아짐
실제로 AI 적용 기업 비중이나, AI 투자에 비해 주가가 가파르게 올랐음

최근 높아진 AI 모멘텀 둔화 우려

AI 구현 업체, 투자에 비해 수익을 내지 못한다는 우려

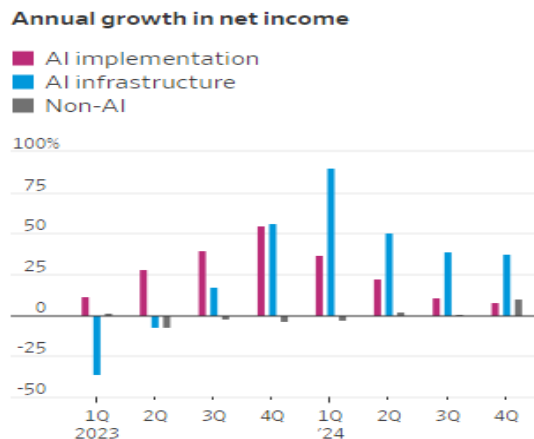
- 미국 주요 빅테크 7개(M7)들의 2Q EPS 증가율은 평균 30%yoy로, 지난 1Q 53%yoy보다 빠르게 둔화됨. 반면, S&P500에서 M7를 제외한 기업들의 EPS 증가율은 (-)에서 +5%대로 돌아서고 있음.
- 이는 AI 관련 업체들의 실적 둔화 우려로 이어짐. WSJ에 따르면, 빅테크 등 AI 구현 업체들과 엔비디아 등 AI 인프라 업체들간 이익률과 CAPEX 간 차이가 뚜렷함.
- AI 구현 업체들의 CAPEX는 급격히 늘어나는 반면, 이익률은 둔화됨. 아직 AI로 수익을 내는 업체들이 없다는 우려를 야기시킴.

M7 EPS 증가율은 1Q 대비 둔화

	EPS 증가율 (% YoY)	
	24 1Q	24 2Q 예상
Alphabet	57	29
Amazon	231	59
Apple	-2	3
Meta	111	56
Microsoft	20	9
Nvidia	468	134
Tesla	-47	-43
M7	53	30
S&P500	7.6	9.1
S&P500 -M7	-0.5	5.5

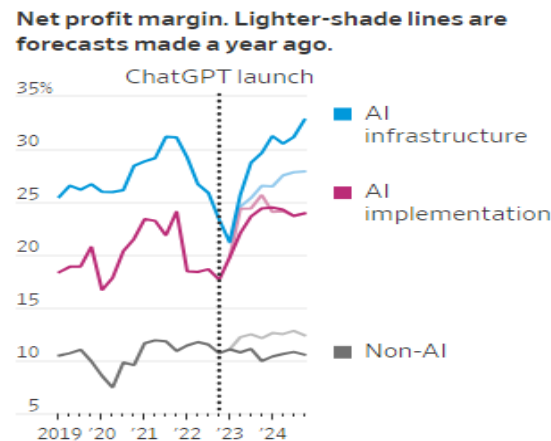
자료: Refinitiv, 유진투자증권

AI 관련 업체들의 실적 증가율 둔화



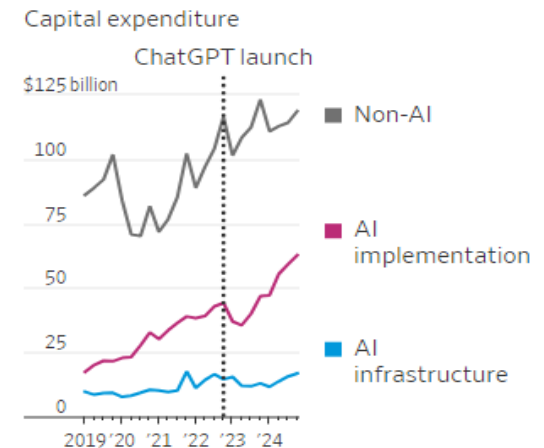
자료: WSJ (The Big Risk for the Market: Becoming an AI Echo Chamber, Aug 14)

이익률이 높아지는 AI 인프라 업체



자료: WSJ (The Big Risk for the Market: Becoming an AI Echo Chamber, Aug 14)

AI 구현 업체들의 CAPEX 급증



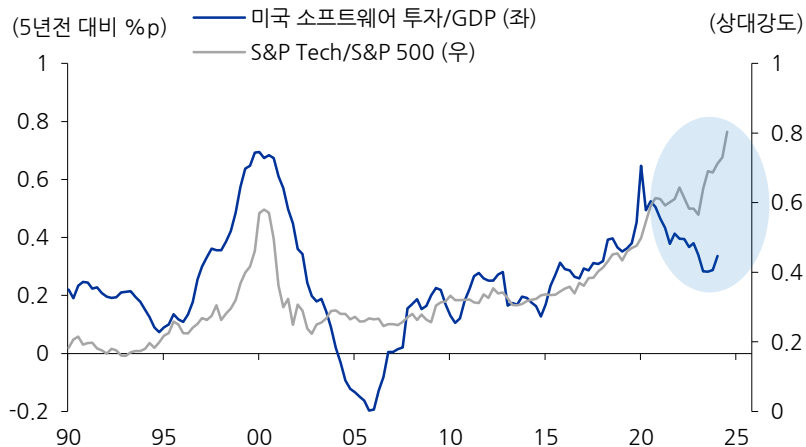
자료: WSJ (The Big Risk for the Market: Becoming an AI Echo Chamber, Aug 14)

실제 투자에 비해 Tech/반도체주 초과 강세

투자 속도에 비해 Tech주들의 상승세는 다소 가팔라

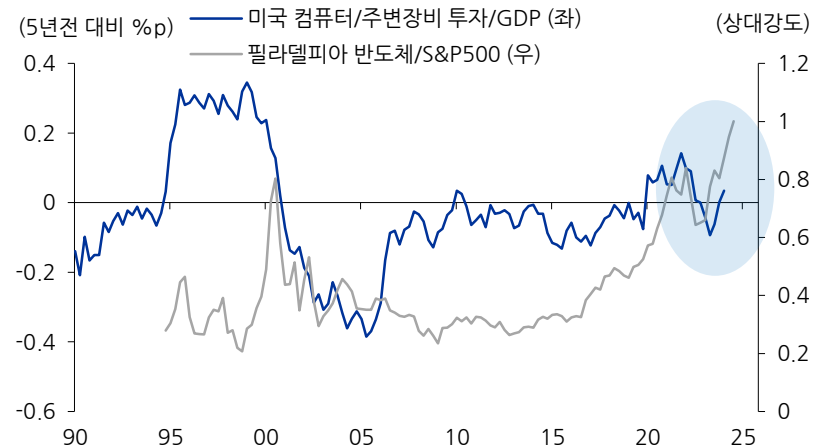
- 미국 Tech 및 반도체주 강세를 이끈 요인은 미국 소프트웨어/컴퓨터 주변장치 등 하드웨어 투자임.
- 최근 미국 Tech주 상승세는 실제 투자 확대 속도에 비해 다소 가팔랐던 것으로 보임.

SW투자 비중 확대 속도에 비해 미국 Tech주 가파르게 상승



자료: Refinitiv, 유진투자증권

최근 Tech 하드웨어 투자에 비해 반도체주 초과 강세



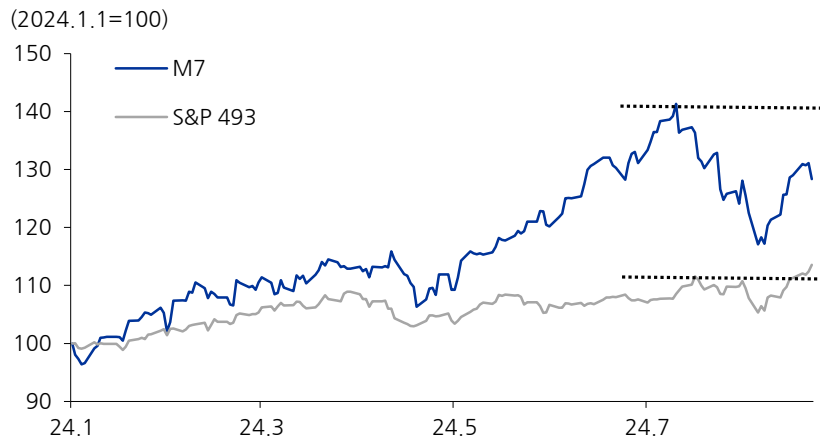
자료: Refinitiv, 유진투자증권

M7 vs. 그외 종목들 간 주가 괴리 축소

7월 이후 S&P 493개 주가 강세가 더 두드러져

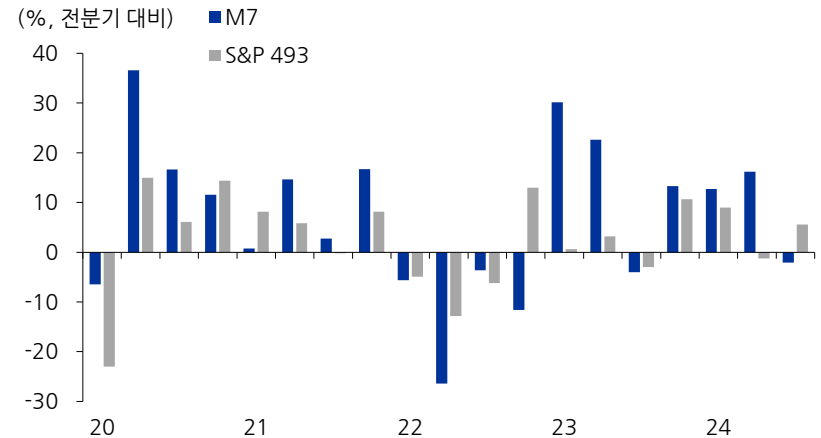
- 7월 중순 이후 미국 M7 주가는 하락 폭의 60% 정도 회복함(애플 69%, MSFT 40%, 아마존 50%, 알파벳 23%, 엔비디아 82%, 메타 92%).
- 반면 M7을 제외한 S&P 493개 기업 주가는 7월 중순 직전 고점을 넘어섬.
- 2024년 3Q 들어 수익률을 보면, M7 성과가 22/4분기 이후 처음으로 나머지 493개 기업보다 못함.

최근 직전 고점을 돌파한 S&P 493개 기업 주가 및 시가총액



자료: Refinitiv, 유진투자증권

2022년 4Q 이후 거의 2년 만에 처음으로 M7 분기 성과 부진



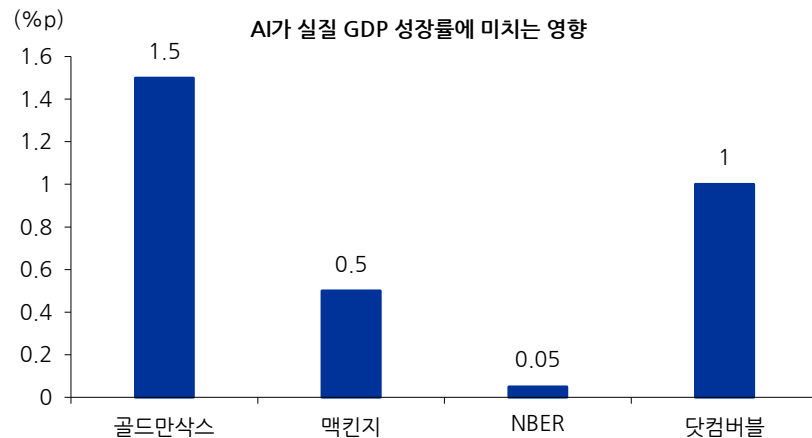
자료: Refinitiv, 유진투자증권

AI 혁신 효과에 대한 엇갈린 의견

기관에 따라 AI 혁신 효과에 대한 의견이 달라

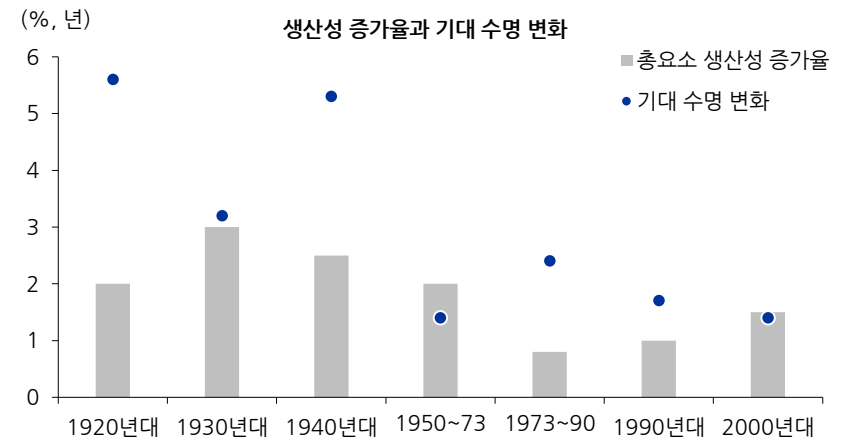
- 골드만삭스는 AI가 실질 GDP 성장률에 연 1.5%p 이상 기여할 수 있다고 추정함. 반면 맥킨지는 +0.5%p, NBER은 +0.1%p로 낮게 추정함.
- 골드만삭스는 AI의 인력 대체효과(자동화 등)를 상당히 크게 봄. 훨씬 빠르게 경제와 사회를 바꿀 것이라고 예상.
- 반면 NBER은 단순한 정보 요약, 검색 등을 통한 AI 효과는 미미할 것으로 예상함.
- 다른 논문들에서도 1920~30년대 기술혁신(전기 등)이 기술 자체보다 기대수명 변화 등 다른 요인들과 겹친 결과라고 주장하기도 함.

AI가 성장에 미치는 기여도에 대한 다양한 의견 존재



자료: Mckinsey "The Economic Potential of Gen. AI" (June 14, 2023)
NBER Acemoglu Daron, "The Simple Macroeconomics of AI" (May 12, 2024)

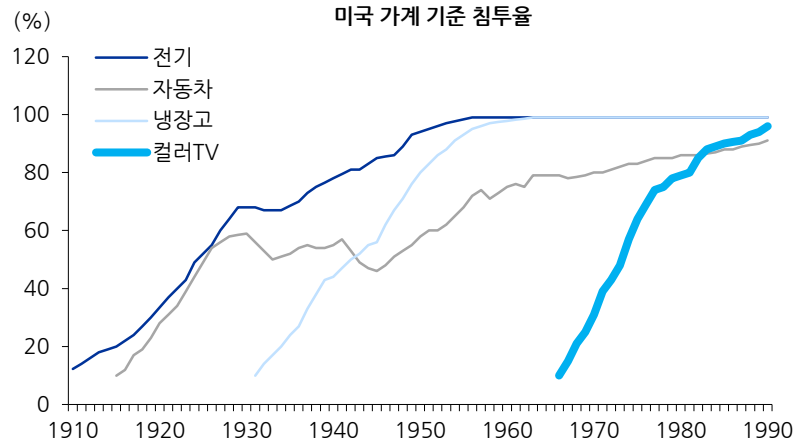
과거 혁신에 따른 생산성 증가는 단지 기술 영향만은 아닐 수도



자료: Total Factor Productivity Growth in Historical Perspective, Shackleton, 2013, Field 2012

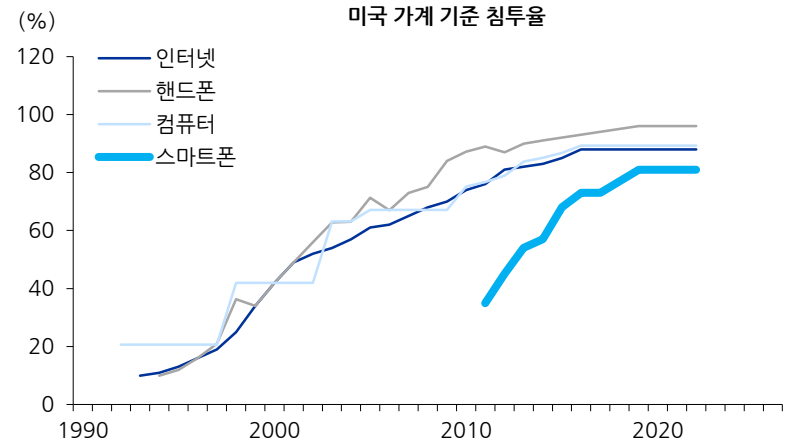
혁신의 보편화에는 시간이 걸린다

과거 혁신 제품들의 침투율 추이



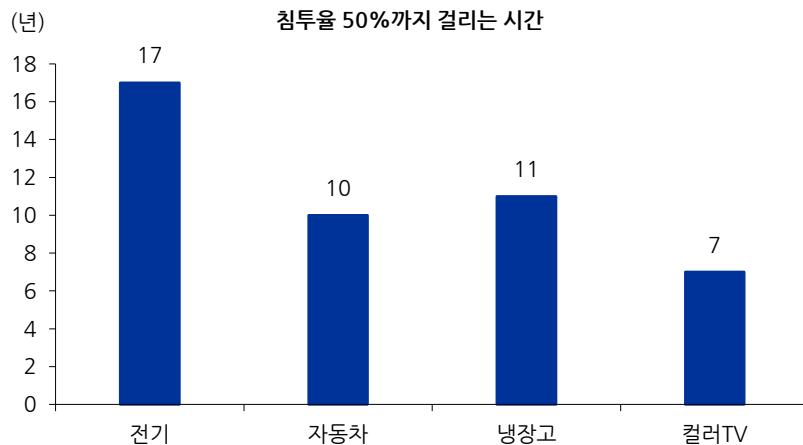
자료: Our World in data/Technology Diffusion(Comin and Hobin), 유진투자증권

과거 혁신 제품들의 침투율 추이



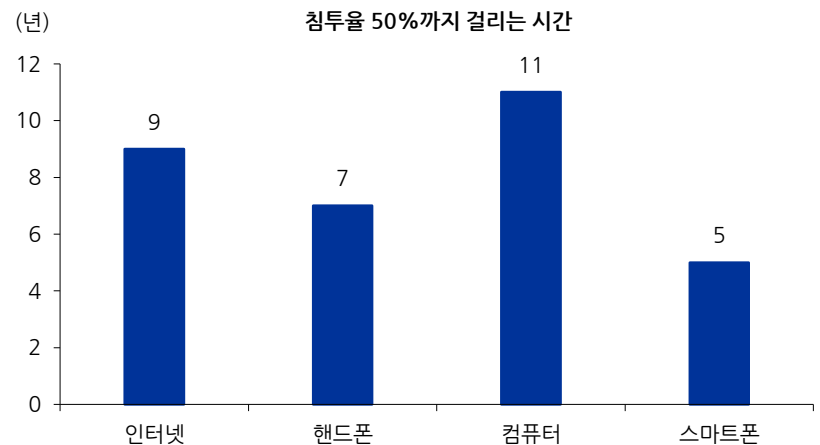
자료: Our World in data/Technology Diffusion(Comin and Hobin), 유진투자증권

전기/자동차/냉장고 등 침투율 50%까지 걸린 시간, 7~17년



자료: Our World in data/Technology Diffusion(Comin and Hobin), 유진투자증권

인터넷/PC/핸드폰도 침투율 50%까지 5~11년 소요



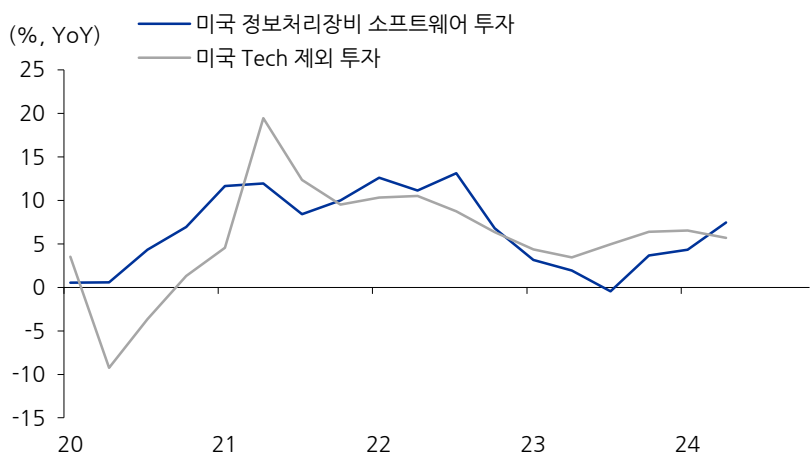
자료: Our World in data/Technology Diffusion(Comin and Hobin), 유진투자증권

기업들의 AI 적용 비중은 아직 낮은 편

Tech 업종 이외 다른 산업에서의 AI 수요는 낮아

- 최근 2년간 미국 투자는 IT보다는 제조업 중심으로 진행됨. 2024년 2Q 들어 Tech투자가 늘어나고 있지만, **코로나19 이후 미국 투자는 Tech라기 보다는 Reshoring 제조업 투자와 함께 성장했음.**
- AI를 실제 업무에 적용하고 있는 기업들의 비중도 높지 않음.
- 정보통신(Tech) 관련 업체 들 가운데 17~20%가 AI를 사용하고 있을 뿐 다른 업종들에서의 AI 활용도는 높지 않음. 전반적으로는 10% 미만으로 추정됨.

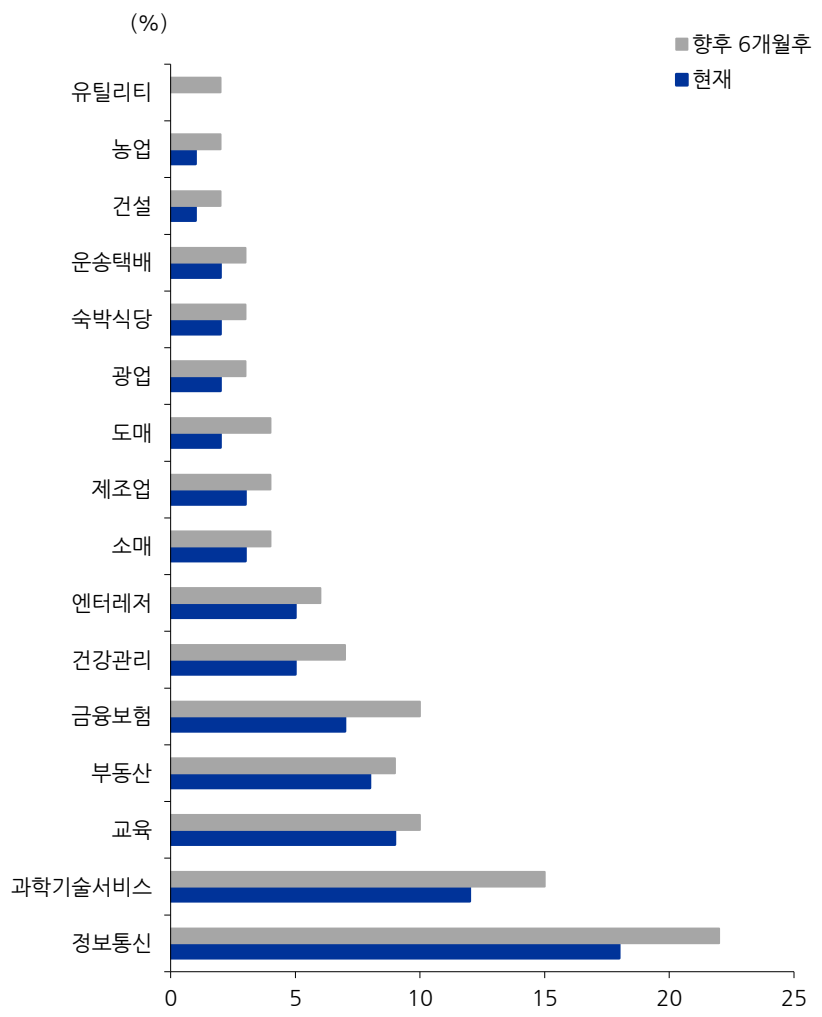
Tech 투자가 늘고 있지만, Non-Tech 투자와 유사한 속도



자료: Refinitiv, 유진투자증권

AI 사용하는 기업들의 비중이 아주 높지는 않아

AI를 적용하고 있다고 응답한 기업 비중



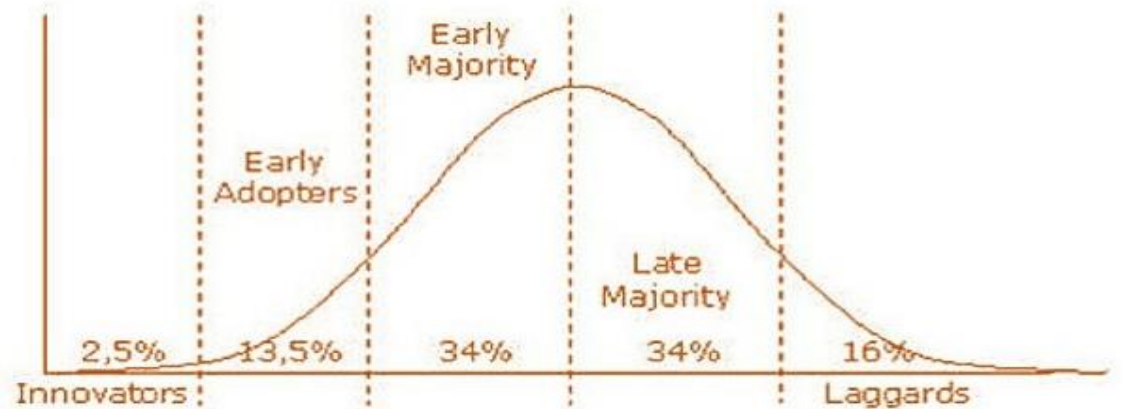
자료: North Carolina Department of Commerce, Labor & Economics Analysis Division (24/6월)

혁신 확산 이론

AI는 현재 Early Adopters 단계 추정

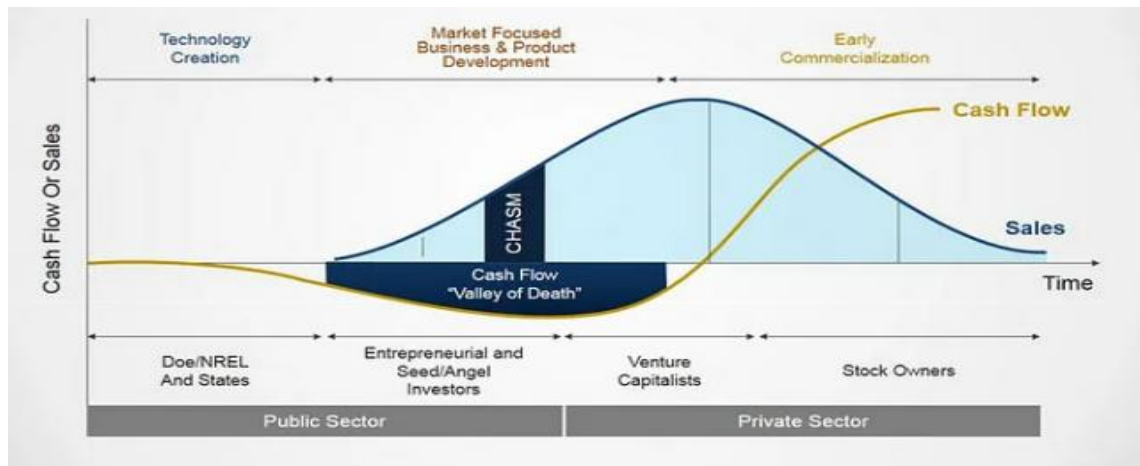
- 에버렛 로저스(Everett M. Rogers)의 1962년 혁신 확산 이론 (Innovation Diffusion Theory)에 따르면, 혁신은 수용자 입장에서 Innovators, Early Adopters, Early Majority, Late Majority, Laggards 단계를 거침.
- AI 사용 기업 비중(10% 미만)으로 보면, 현재 AI는 Early Adopter 단계 초중반으로 추정됨.
- 이러한 단계에서는 점차 실제 수익보다 투자 부담이 높음. 소위 “죽음의 계곡(Valley of Death)”라고 불리는 흑한기(마이너스 현금 흐름)를 겪을 가능성이 있음.

에버렛 로저스의 혁신 확산 이론



자료: Roger's Bell Curve- Diffusion of Innovation in the Technology Adoption lifecycle (Rogers, 2003)

기술기업들과 혁신 확산 이론 적용한 혁신과 기업 현금 흐름 간 관계



자료: The Adoption Chasm of Technology Innovation & Valley of Death (Moore, 1991)

02

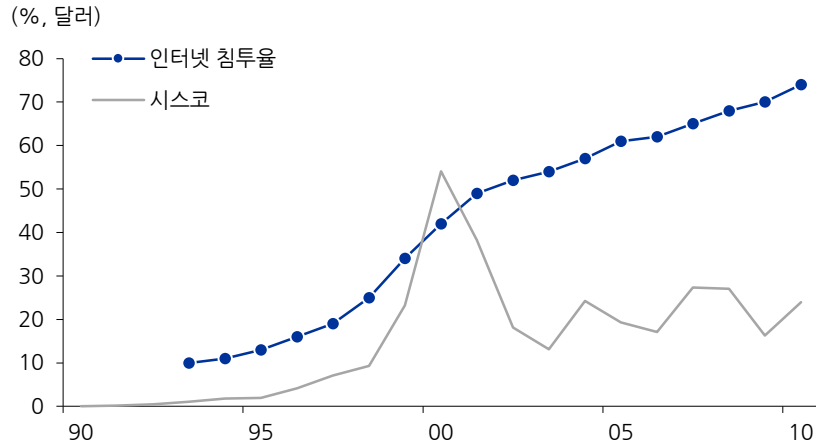
혁신기업 주가는 기술 확산과 투자가 결정

과거 혁신 제품들의 침투율 20~40%대에서 주가 상승 가장 가팔라

Tech투자가 추세적으로 감소하는 환경에서 본격적인 주가 하락이 나타날 것으로 예상

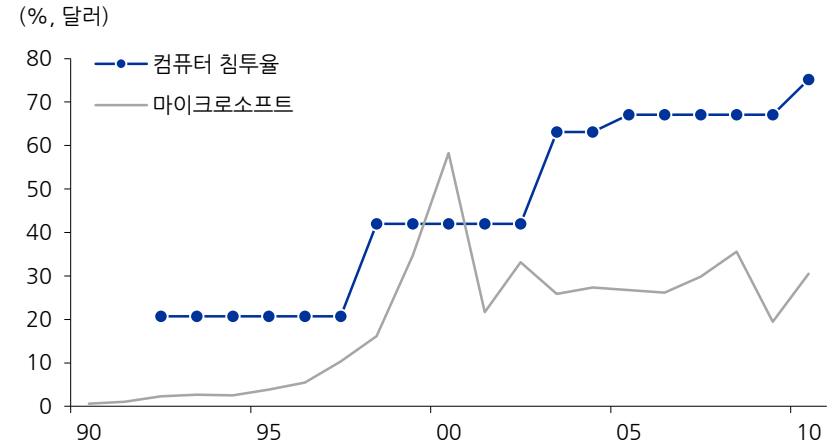
침투율 20~40%대에서 주가 상승이 가장 가팔라

인터넷 침투율과 시스코 주가



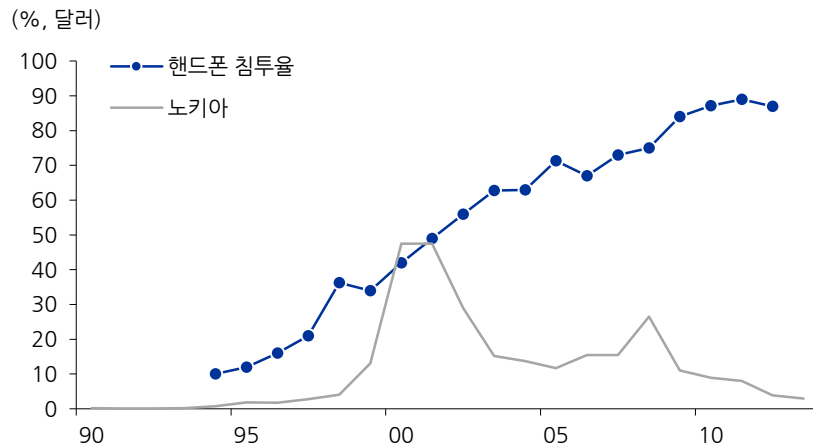
자료: Our World in data/Technology Diffusion(Comin and Hobin), 유진투자증권

컴퓨터 침투율과 마이크로소프트 주가



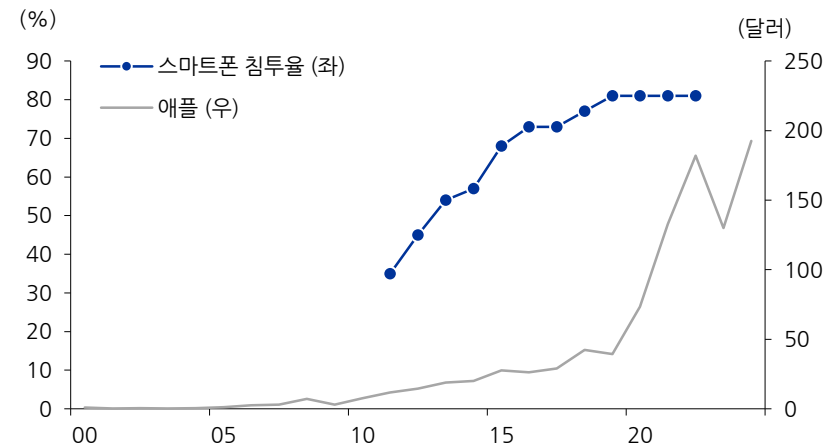
자료: Our World in data/Technology Diffusion(Comin and Hobin), 유진투자증권

핸드폰 침투율과 노키아 주가



자료: Our World in data/Technology Diffusion(Comin and Hobin), 유진투자증권

스마트폰 침투율과 애플 주가



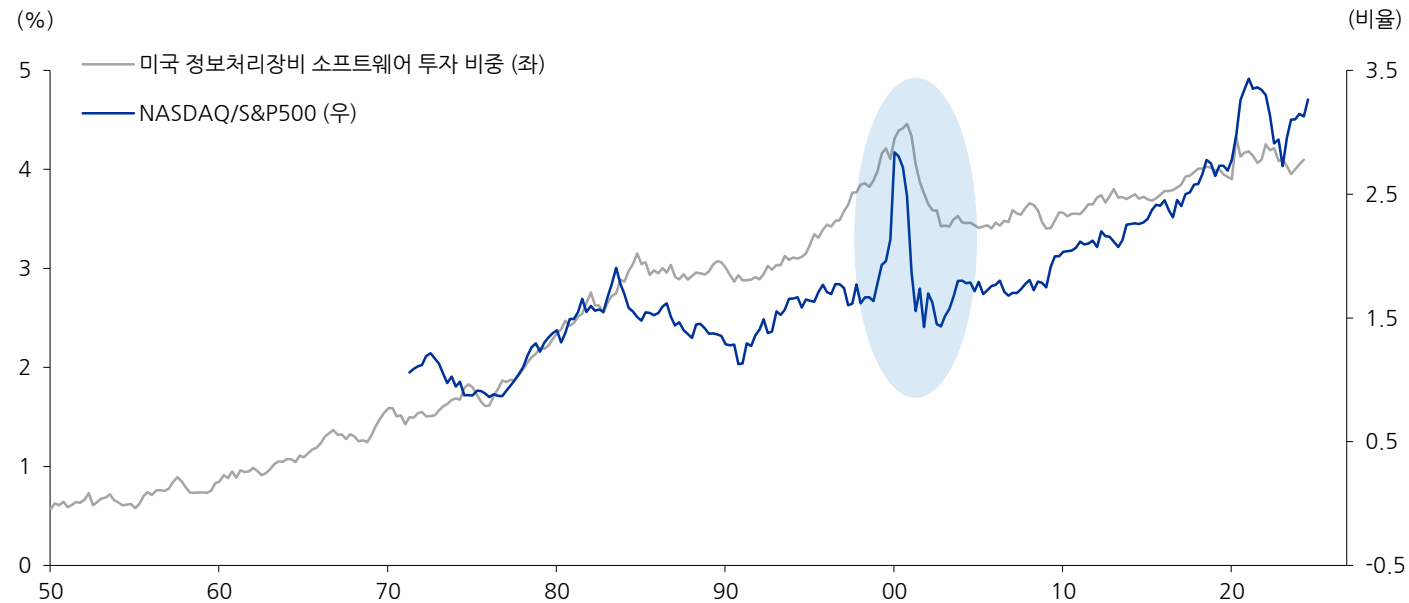
자료: Our World in data/Technology Diffusion(Comin and Hobin), 유진투자증권

버블 붕괴는 투자 둔화 또는 감소가 결정

성장주 주가 하락은 투자가 감소할 때

- 닷컴버블 당시 GDP 대비 Tech 투자 비중이 감소할 때 주가 버블이 붕괴됨.
- 투자 비중이 추세적으로 늘어나는 과정에서 미국 기술주는 전체 시장 대비 강세를 지속함.

미국 Tech 투자가 둔화될 때 미국 주가 버블도 붕괴



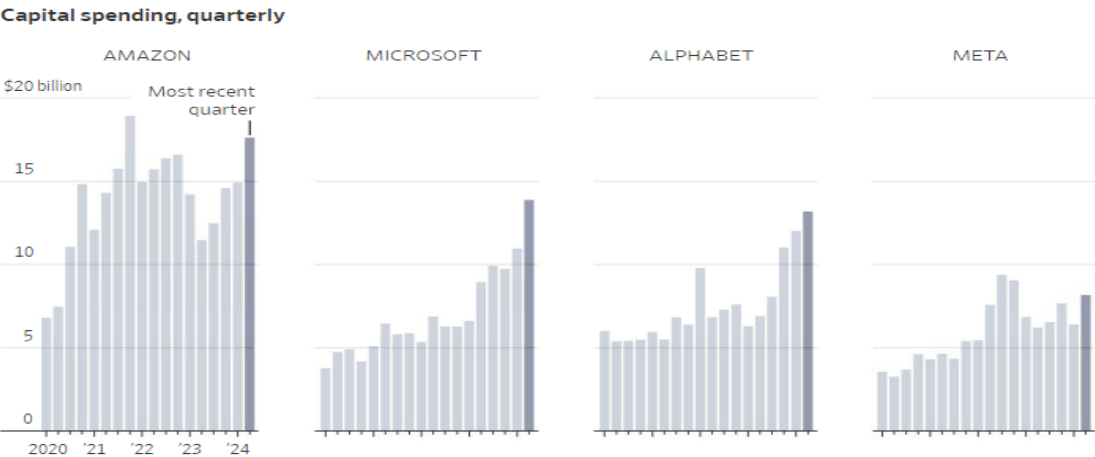
자료: Refinitiv, 유진투자증권

과잉 투자 조짐은 미미

과잉 투자 조짐은 미미

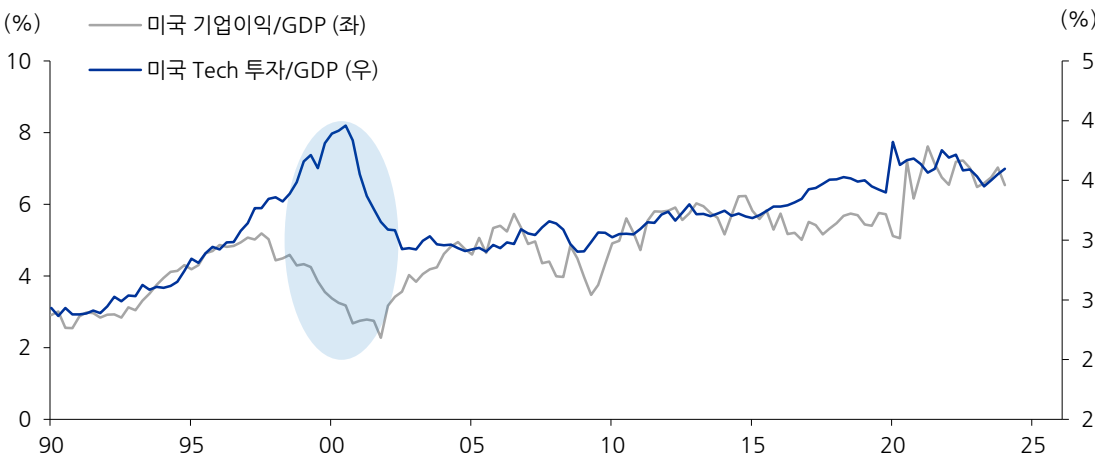
- 주요 빅테크 기업들은 계속해서 AI 관련 CAPEX를 늘리고 있고, 늘릴 예정임.
- 닷컴버블 당시 기업이익은 둔화되는 국면이었으나, Tech투자는 광범위하게, 다소 과도하게 늘어났음.
- 지금은 이러한 괴리가 심하지 않음.

빅테크 기업들의 설비 투자



자료: WSJ (Breaking down the Tech Giant's AI Spending, Aug 3)

닷컴버블 당시 Tech 투자는 늘었지만, 이익률은 악화, 지금은 동반 증가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

주요 Tech 기업들의 AI 투자 언급

Alphabet

Alphabet

“과소투자 위험이 과잉투자 위험보다 훨씬 높아”

- 순다르 피차이 CEO, July 23

Alphabet

Alphabet

“2Q 투자는 데이터센터 다음으로 서버를 위한 Tech 인프라 투자가 주도”

- Ruth Porat CFO, July 23

Microsoft

Microsoft

“클라우드 전환 과정에서 우리가 배운 것은 지식 및 자본 집약적 전환과 유사”

- 사타야 나델라 CEO, July 30

Microsoft

Microsoft

“클라우드와 AI 투자 가운데 절반은 인프라를 위한 것, 15년 후 현금화에 기여”

- Amy Hood CFO, July 30

Meta

Meta

“현 시점에서 너무 늦거나, 필요하기 전 설비를 늘리는 위험을 감내할 것”

- 마크 주커버그 CEO, July 31

Meta

Meta

“AI리서치와 제품 개발을 위해 올해 상당한 설비투자를 늘릴 것”

- Susan Li CFO, July 31

Amazon

amazon

“AI 인프라에 상당한 투자를 하고 있지만, 이미 갖고 있는 것보다 더 설비투자할 것”

- Andy Jassy CEO, Aug 1

Amazon

amazon

“강한 AI와 non-AI 수요를 맞추기 위해 올해 하반기 설비투자를 더 늘릴 것”

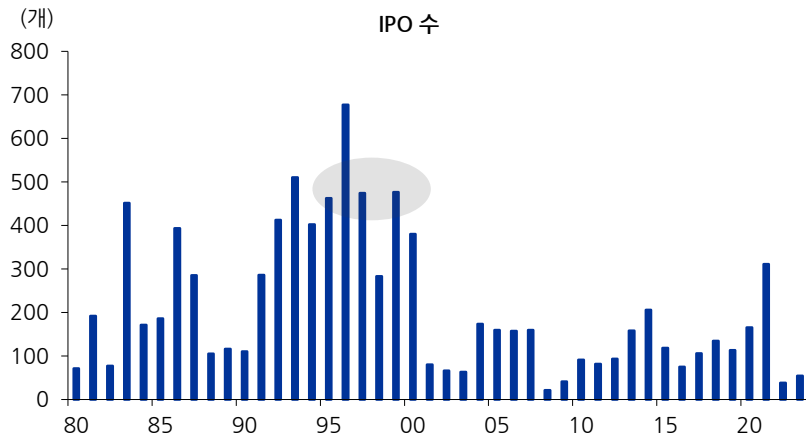
- Brian Olsavsky CFO, Aug 1

전형적인 주가 버블로 보기는 어려워

자금조달 측면에서 문제가 크지는 않아

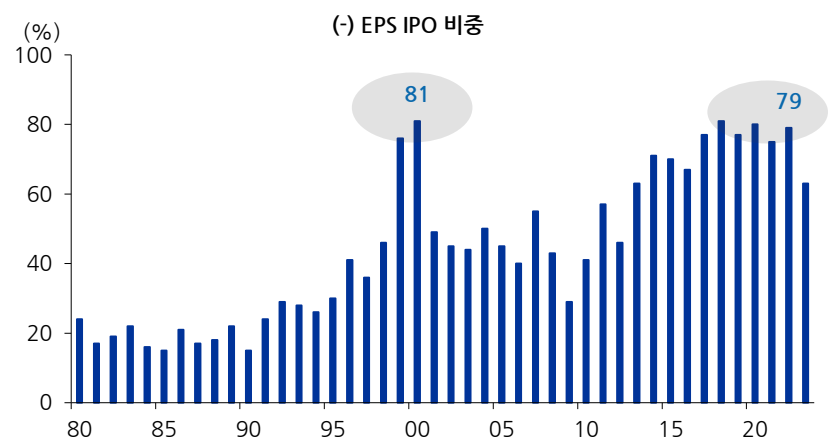
- 미국 IPO 규모를 보면, 96~00년 연 평균 400개였으나, 22~23년 50개 미만으로 상당히 적음. 주식 공급량이 많지 않음.
- 물론, 적자 기업 IPO 비중은 닷컴버블 붕괴 직전(00년 81%)만큼 많음(2022년 79%).
- 그러나 최근 주가 상승을 견인한 미국 빅테크 기업들의 현금흐름은 양호함.

미국 IPO 즉, 주식 공급은 닷컴버블 당시에 비해 매우 적어



자료: Site.warrington.ufl.edu, 유진투자증권

적자 기업 IPO 비중은 닷컴버블 당시만큼 많아



자료: Site.warrington.ufl.edu, 유진투자증권

서서히 생산성 향상에 기여

Tech 투자 확대는 과거 생산성 향상의 주요 배경

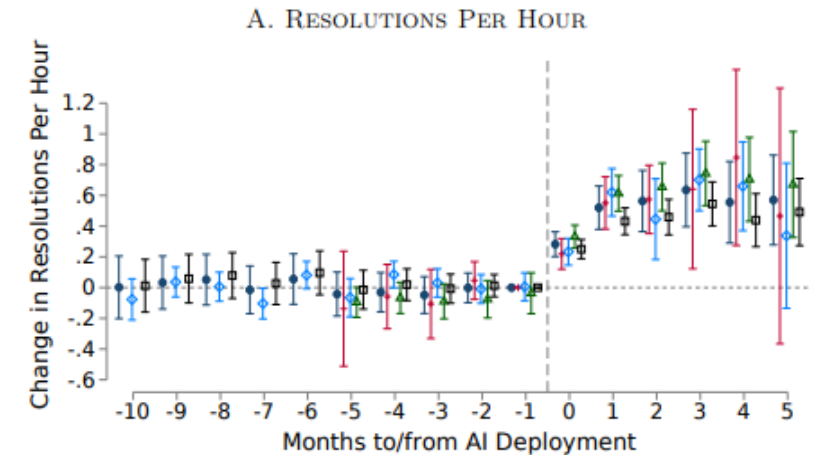
- 경험적으로 미국 Tech 투자 확대는 노동생산성에 선행성이 있음. 실제로 **코로나19 이후 비대면화에 대비한 투자 확대(2020~21년)에 이어, Chat GPT 이후 Tech 투자가 확대** 중임.
- 스탠포드 대학 경제학자 에릭 브리놀프슨에 따르면, AI 도입 이후 화이트 컬러 업종의 생산성은 평균 14% 늘어남(6천개 기업 대상 조사).
- 과거 90년대 후반 PC와 인터넷 혁명 당시에도 미국 생산성이 2차례에 걸쳐 늘어남. **PC 도입이 시작된 80년대, 기업들의 PC 도입이 절반 이상을 넘어선 95년 이후 2차로 생산성이 늘어남.**

미국 IT 투자 확대가 생산성 향상 요인



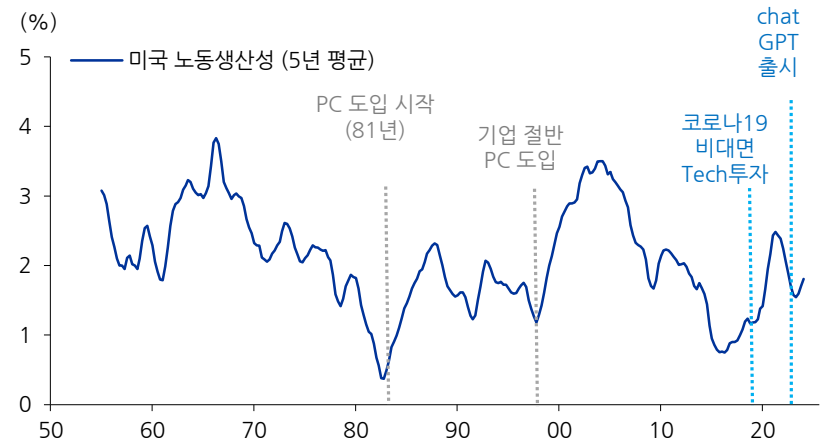
자료: Refinitiv, 유진투자증권

AI 도입 후 시간당 문제해결 비율 증가



자료: NBER (Erik Brynjolfsson/Generative AI at Work, 2023/4월)

90년대 후반 PC/인터넷 혁명 이후 미국 생산성 급증



자료: Refinitiv, 유진투자증권

광란의 20년대 (Roaring Twenties)가 재현될지도...

1차 세계대전 및 1918~20년 스페인독감 이후



자료: Google Image

1920년대 뉴욕: 전화기, 코카콜라, 라디오, 페니실린



자료: Google Image

포드 T, 조립라인 생산 → 자동차 대중화, 생산성 혁명



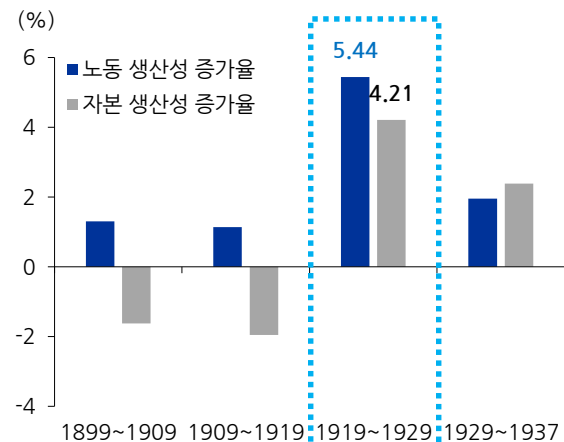
자료: Google Image

1920년대 RCA 주가, 100배 이상 상승 후 급락



자료: Google Image

1920년대 노동 및 자본 생산성 증가



자료: Devine(1983)

현실적인 AI 혁신의 제약 요인

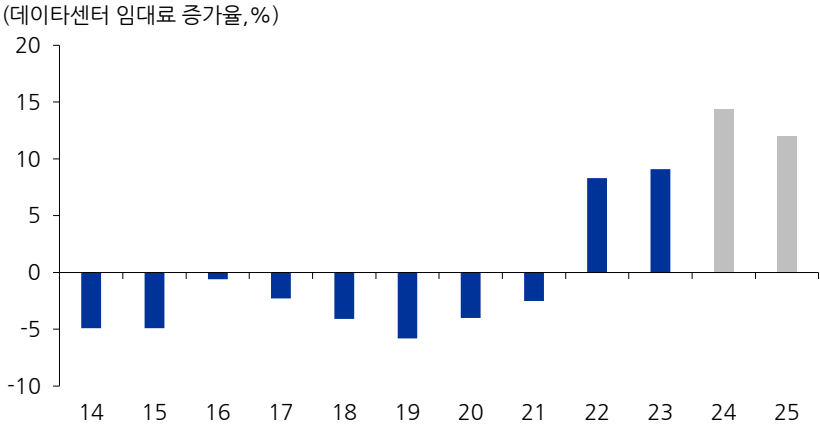
AI 혁신 및 투자의 걸림돌은 전력 부족, 데이터센터 공간 확보 문제
경기 침체 국면에서는 결국 투자를 줄일 수밖에 없음

돈보다 공간이 없다

데이터센터 부지 확보에 난항

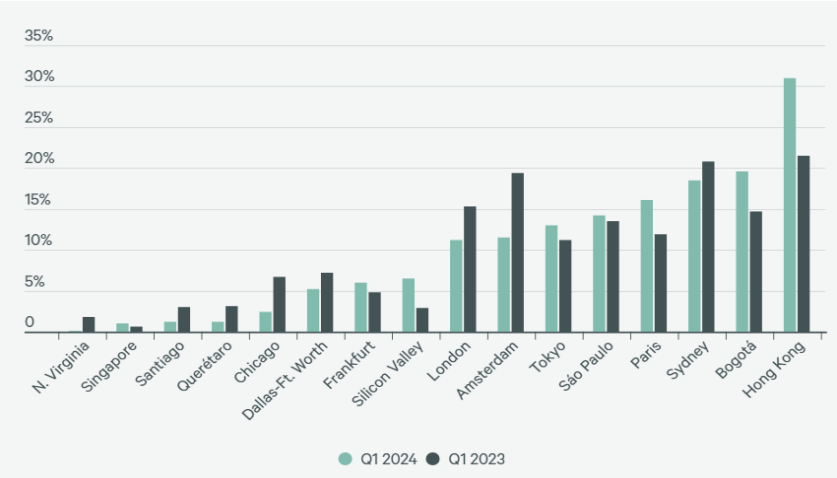
- 미국 데이터센터 투자가 증가하면서 빅테크 기업들이 직면한 문제는 충분한 공간을 확보하지 못하고 있다는 점임.
- Green Street에 따르면, 미국 데이터센터 임대료는 2021년까지 하락했으나, 22년(+8.3%) 이후 두 자릿수대 증가로 반전됨(24년 +14.4%).
- CBRE에 따르면 북미 지역 데이터센터(노스 버지니아, 시카고 등) 공실률은 사상 최저를 기록함 (노스 버지니아 0.9%, 시카고 2.4%).

미국 데이터센터 임대료, 22년 이후 두 자릿수대 증가



자료: Green Street

북미 지역 데이터센터(노스 버지니아, 시카고 등) 공실률 사상 최저



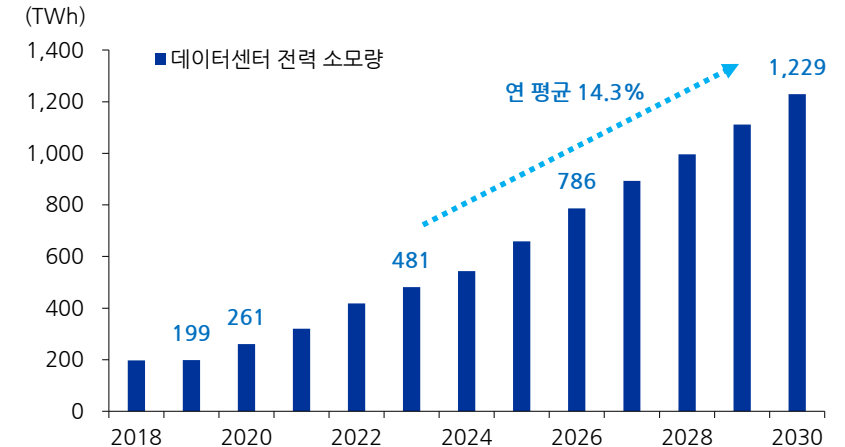
자료: CBRE

전력 부족

2030년까지 데이터센터 전력 수요 급증 예상

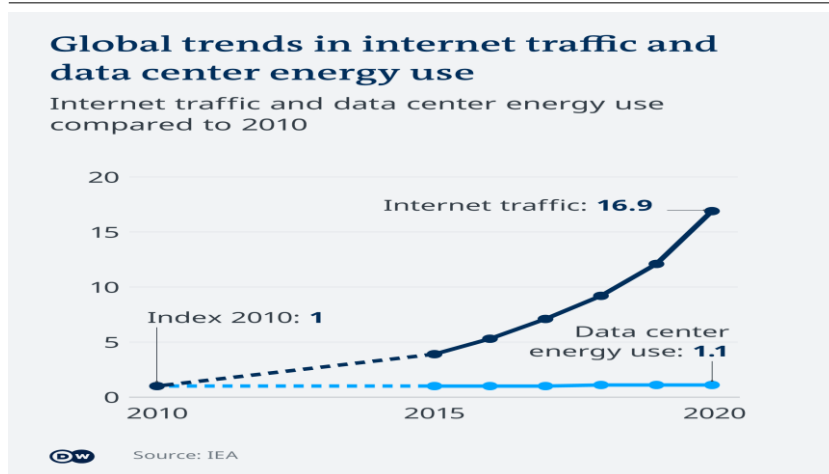
- IEA에 따르면 2030년까지 데이터센터 전력 수요는 2019년 200 TWh, 2023년 481 TWh, 2030년 1,229 TWh로 2023~30년까지 연 14.3% 증가 예상.
- 반면 전력 공급이 충분히 충족될 지 여부가 관건임.
- 계속되는 데이터센터 및 AI 투자에도 불구하고 전력 공급이 충분하지 못할 가능성이 있음.

미국 전력수요에서 데이터센터가 차지하는 비중 빠르게 증가



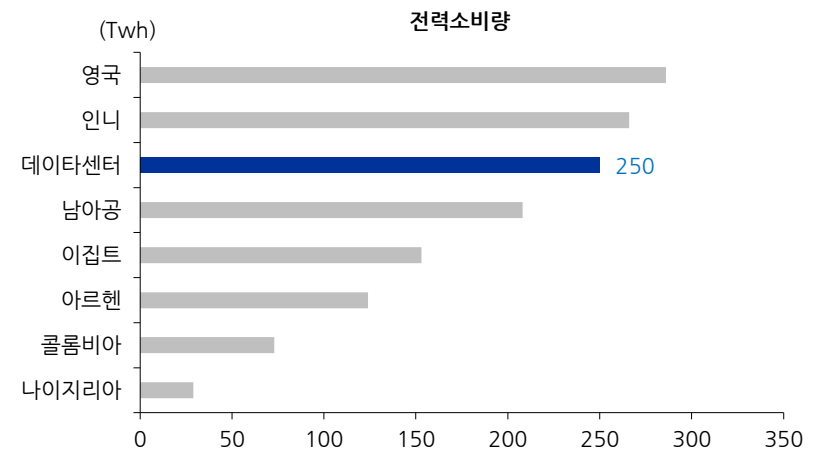
자료: EIA, 유진투자증권

데이터 센터 전력 소비는 인터넷 산업 대비 초기 단계



자료: IEA

현재 데이터센터 전력소비량은 웬만한 국가 전력소비량에 맞먹어



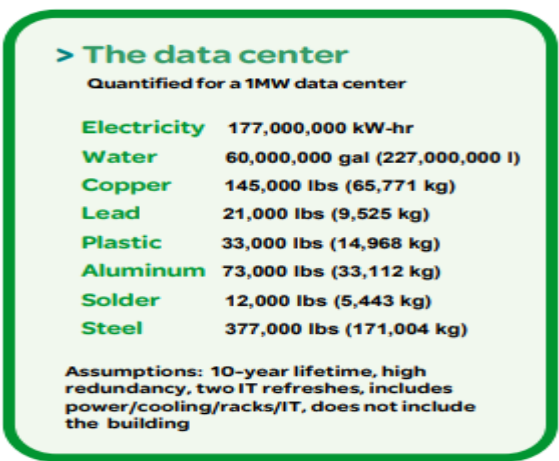
자료: www.dw.com

데이타센터의 탄소 배출 문제가 다음 화두

탄소 배출 문제를 해결한 에너지 필요

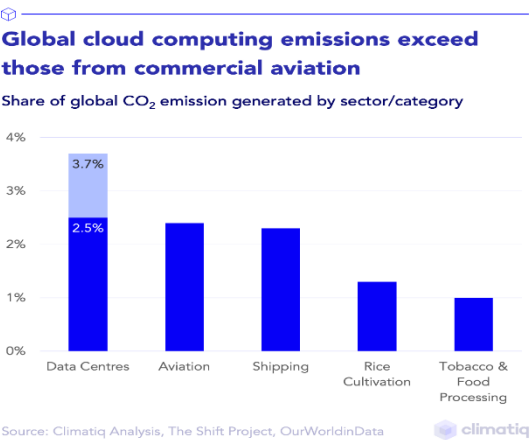
- 데이타 센터로 인해 전력 소비 뿐만 탄소 배출량도 큰 폭으로 늘어날 가능성이 높음.
- 데이타 센터의 탄소 배출 비중은 3.7%로, 항공, 해운 업종보다 높아질 것으로 예상.
- 각종 조사에 따르면 데이타센터의 탄소 배출 비중은 2023년 2%에서 2030년 6%대로 늘어날 것으로 전망.
- 그만큼 탄소 배출을 줄이기 위한 에너지 및 전력원 확보가 중요해질 수밖에 없음.
- 원자력과 신재생에너지에 대한 관심이 재차 부각될 것으로 예상.

데이타 센터에 따른 원자재 소비



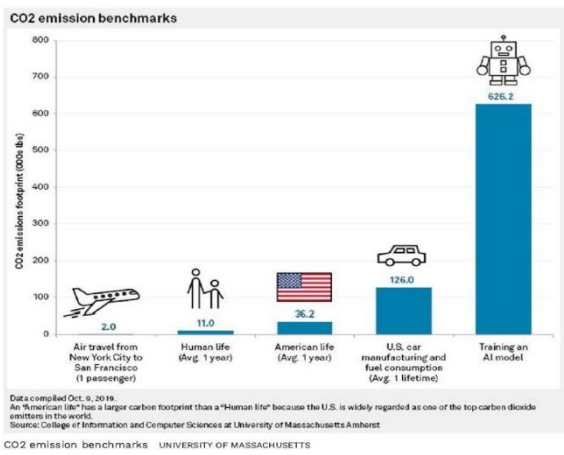
자료: Climatiq Analysis

클라우드 컴퓨팅/데이타센터 탄소 배출



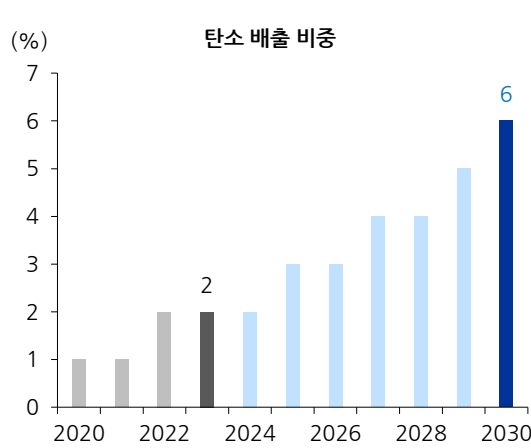
자료: Climatiq Analysis

AI의 탄소 배출량은 자동차 제조시의 5배



자료: MIT

데이타센터의 탄소 배출 비중은 갈수록 확대



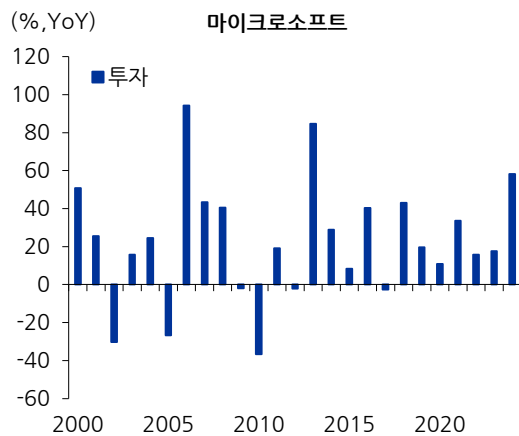
자료: fintechcircle.com

경기 침체에는 장사없다

경기 침체 국면에서는 MSFT조차도 투자를 축소

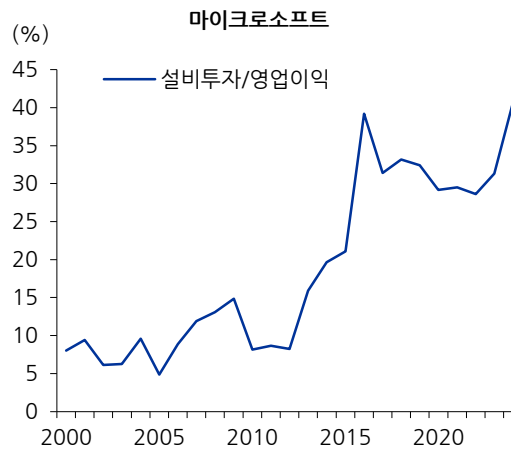
- 현금흐름이 양호한 마이크로소프트사도 경기 침체 국면에서는 투자를 줄였음(2002년, 2005년, 2009~10년 등).
- 현재 마이크로소프트사는 영업이익의 40%, 보유 현금의 60%를 투자하고 있음.
- 상당한 투자를 지속하고 있는 상황에서 경기가 예상외로 빠르게 둔화될 경우, 투자를 확대하는데 차질을 빚을 수 있음.

마이크로소프트도 경기 침체 때는 투자 축소



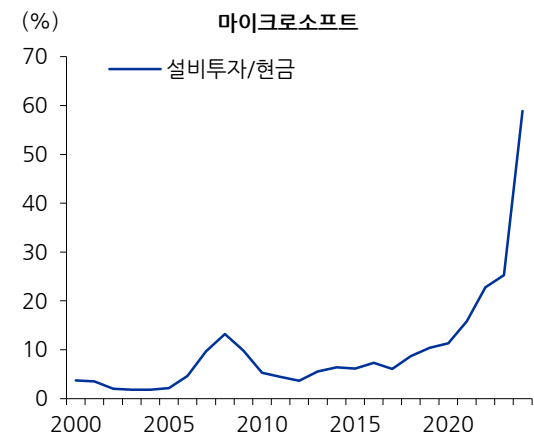
자료: Refinitiv, 유진투자증권

마이크로소프트, 영업이익의 40%를 투자



자료: Refinitiv, 유진투자증권

마이크로소프트, 현금의 60% 이상을 투자



자료: Refinitiv, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

여름의 끝자락에서 기회를 찾다

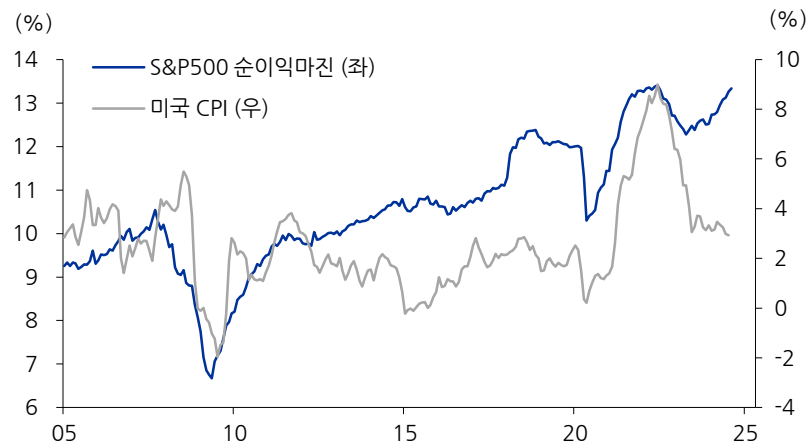
경기/물가 둔화 국면에서는 배당과 이익의 안정성을 우선시하는 방어적 전략 유효
그러나 다가오는 금리인하 사이클은 Tech/일반 반도체에 긍정적

물가 둔화 국면에서 기업이익률 둔화

중소형주 또는 고베타 섹터로의 전환은 일러

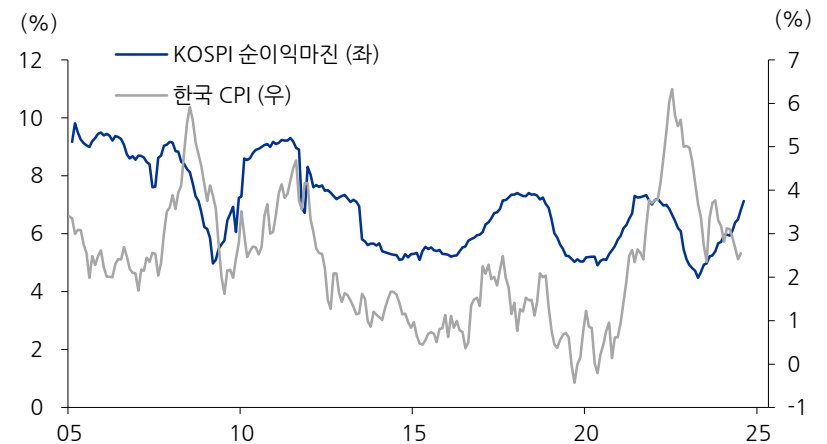
- 미국 기업들의 순이익마진(예상 EPS/SPS) 기대는 훼손되지 않고 있음.
- 그러나 물가 둔화 국면에서 기업 이익율은 둔화됨. 물가 상승률이 떨어질 때 기업 판매단가가 떨어지고, 이익률 둔화로 이어질 가능성을 의미함.
- 국내 증시도 마찬가지임. 경기 연착륙도 착륙임. 기업들의 물량 성장 증가율이 더 높아지기는 어려움.

일반적으로 물가 둔화 국면에서 기업이익 마진 둔화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

국내 기업들도 마찬가지



자료: Quantwise, 유진투자증권

월마트 주가의 시사점

이익 변동성이 낮은 월마트 PER이 알파벳을 능가

- 월마트 2Q 실적(EPS 0.67달러, +9.8%yoy)은 긍정적이었음. 주가도 사상 최고치를 경신함.
- 월마트 PER(trailing기준)은 31.3배로, 알파벳(22.3배), 메타(26.8배)보다 높고, 애플(34.2배)과 마이크로소프트(35.7배)와 비교할 만함.
- 월마트의 성장성이 AI나 빅테크 만큼은 아님. 그럼에도 월마트 PER이 높게 유지되고 있음.
- 투자자들이 이익 안정성을 성장성보다 선호한다는 의미. 월마트 PER이 알파벳보다 높아질 때 주가는 조정 또는 완만한 상승 국면이었음.

사상 최고치를 경신한 월마트 주가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

알파벳보다 높은 월마트 PER



자료: Refinitiv, 유진투자증권

월마트 PER이 상대적으로 높을 때 주가 조정



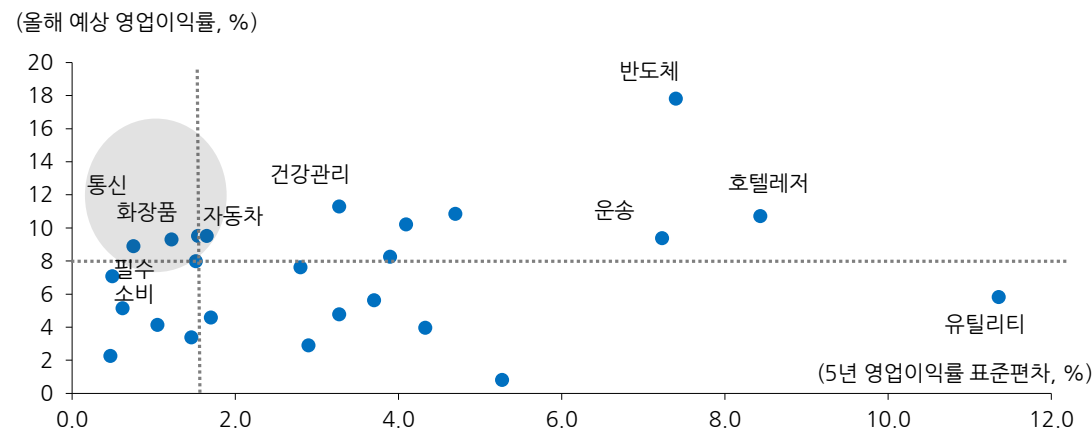
자료: Refinitiv, 유진투자증권

이익 마진과 Yield(배당)에 초점

독과점 산업에 집중

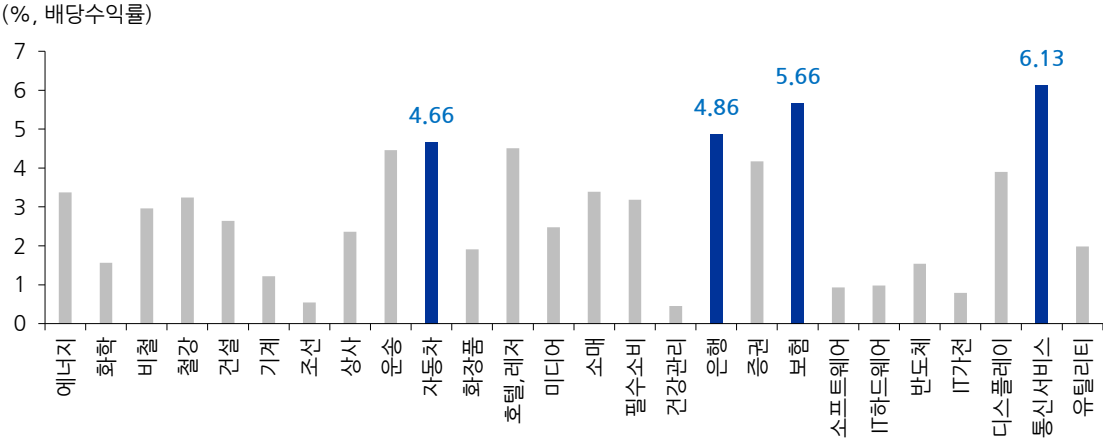
- 물가 둔화, 즉 금리인하가 유효한 상황에서 기업 이익률은 둔화될 때가 많음.
- 이익률이 높거나, 이익률 변동성이 낮은 안정성이 높은 업종이나 기업에 주목할 필요가 있음.
- 국내 주식시장에서 이익률 변동성이 낮으면서도(5년 영업이익률 표준편차 기준), **올해 이익률이 개선되거나 높게 유지될 것으로 예상되는 산업은 자동차, 화장품, 통신업종 등임.**
- 금리 하락으로 배당수익률이 높은 업종에 대한 관심도 필요함. **국내 업종 가운데서는 자동차/은행/보험/통신 업종의 배당수익률이 높음.**

이익률 변동이 낮으면서 이익률 개선 예상, 자동차/화장품/건강관리



자료: Quantiwise, 유진투자증권

4%가 넘는 배당수익률을 기록 중인 자동차, 은행/보험, 통신업종



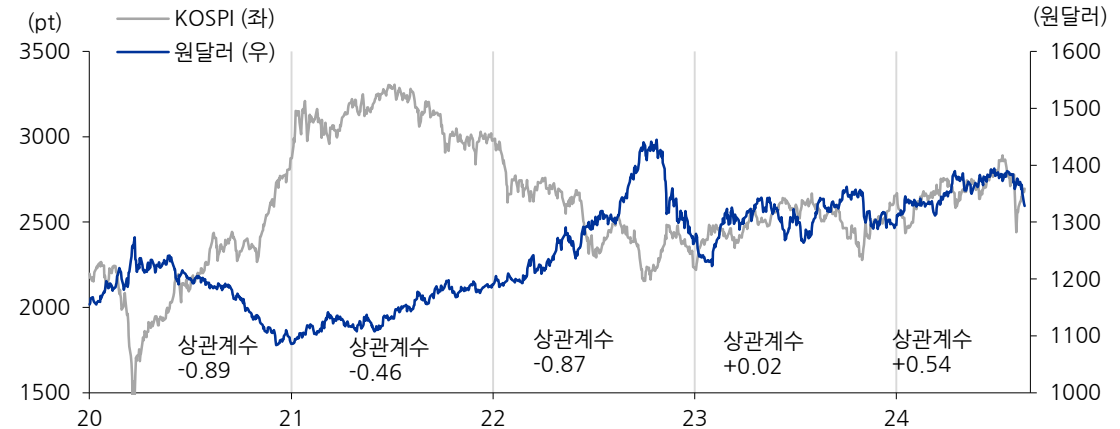
자료: Refinitiv, 유진투자증권

이제 원화 강세와 코스피 강세 등식이 성립하지 않아

대미 수출 비중 확대와 함께 관계 전환

- 2022년까지 원달러와 KOSPI 간에는 (-) 관계가 강했음. 그러나 2023년 이후 원달러와 KOSPI 간 관계가 (+)로 돌아섬.
- 가장 큰 이유는 국내 무역수지 큰 영향을 미치는 수출에서 대미 수출 비중(18.9%, 12개월 누적)이 대중 수출 비중(19.4%)에 육박했기 때문.
- 실제로 원달러와 대미 수출 비중 간 상관관계 변화를 보면 2021년 이후 서서히 변하기 시작함.

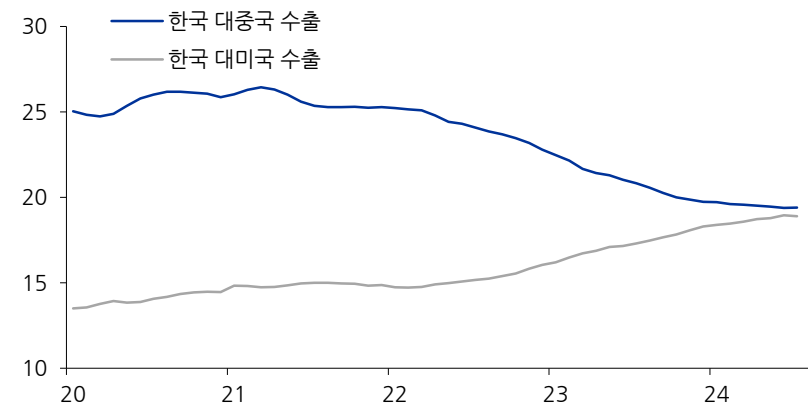
2023년 이후 서서히 변하기 시작한 원달러와 코스피 간 관계



자료: Quantiwise, 유진투자증권

대중국 수출 비중 축소, 대미 수출 확대

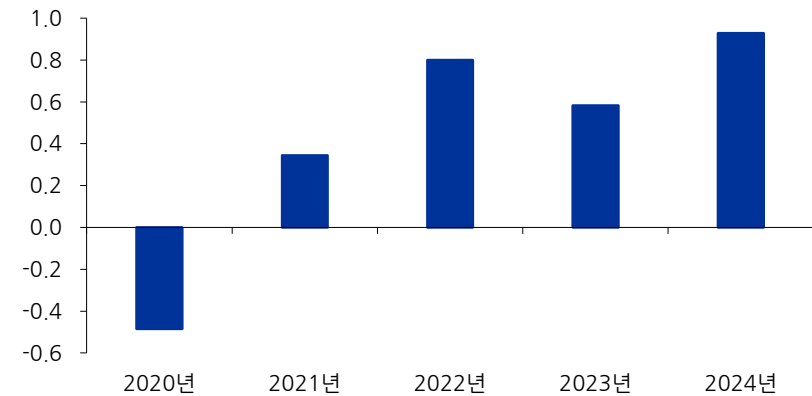
(%, 수출 비중)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

2023년 이후 원달러는 대미 수출을 더 반영하기 시작

원달러_대미 수출 비중 상관관계수



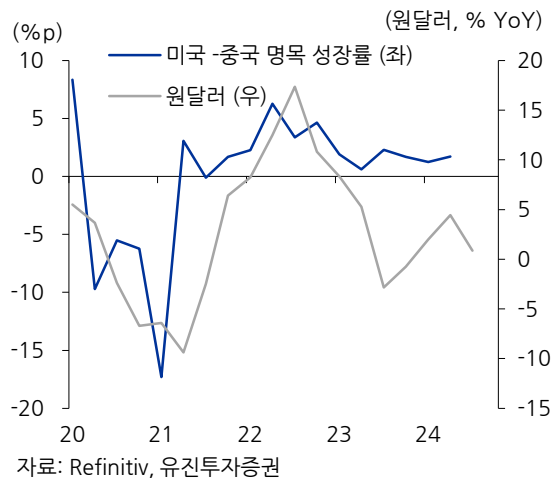
자료: Refinitiv, 유진투자증권

최근 원달러 하락은 대미 수출 모멘텀 둔화를 반영할 가능성

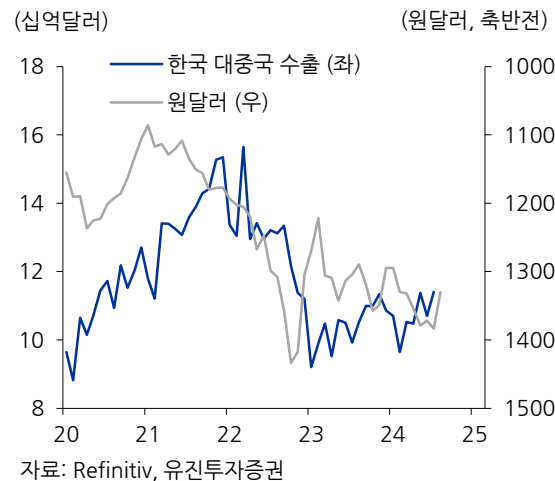
원달러 하락 = 대중 수출 우위, 원달러 상승 = 대미 수출 우위

- 최근 원달러 하락은 원화 강세보다는 미국 달러 약세 요인이 좀더 강함. 즉, 미국 금리인하 기대 등 미국 모멘텀 둔화 가능성을 반영함.
- 코로나19 이후 원달러 변화는 미국과 중국 명목 성장률 차이와 유사함. 원달러 하락 → 중국 성장률 우위, 원달러 상승 → 미국 성장률 우위
- 실제로 원달러와 대중 수출 간에는 (-) 관계가 성립함. 즉 대중 수출이 호조일 때 원달러는 하락(원화 강세).
- 반면 원달러와 대미 수출 간에는 (+) 관계가 성립함. 즉 대미 수출이 호조일 때 원달러는 상승함 (원화 약세).

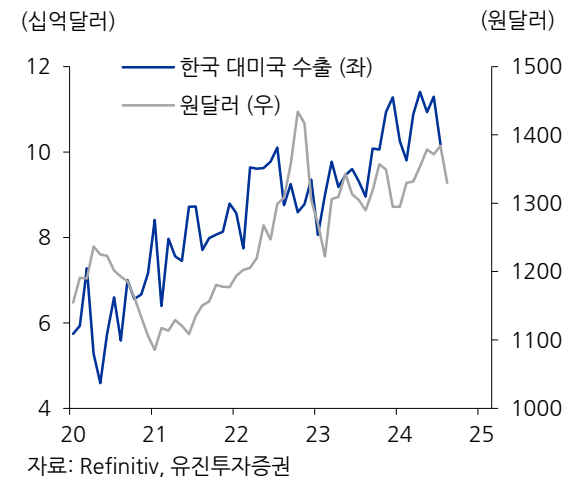
원달러 변동은 미국-중국 성장률 차이 반영



원달러와 대중 수출 간 (-) 관계



원달러와 대미 수출간 (+) 관계

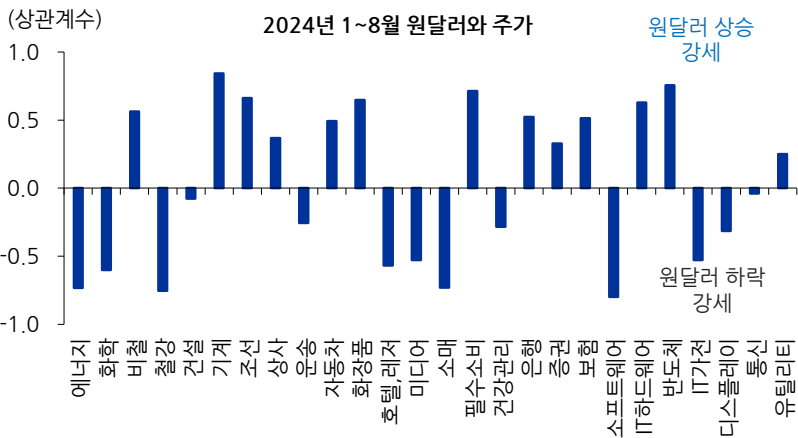


원달러 하락이 이어진다면 내수에 관심

상반기 강했던 대미 수출주들에 대한 경계가 필요

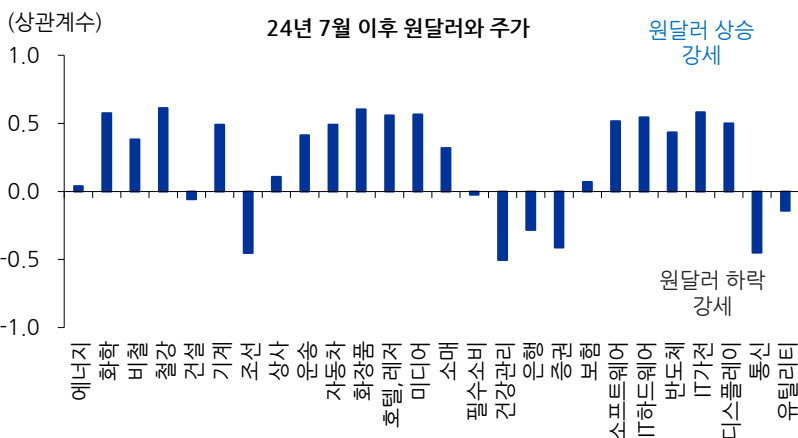
- 올해 1~8월까지 원달러와 섹터 주가 간 상관계수를 보면, 원달러가 상승할 때 기계/화학품/반도체/IT하드웨어 등 대미 수출주들이 강했음.
- 올해 7~8월 동안 원달러와 섹터 주가 간 상관계수를 보면, 원달러가 하락할 때 조선/건강관리/은행/증권/통신 업종 주가가 강했음.

올해 원달러 상승 국면에서 대미 수출주 강세



자료: Quantiwise, 유진투자증권

7월 이후 원달러 하락 국면에서 조선, 건강관리, 금융, 통신 강세



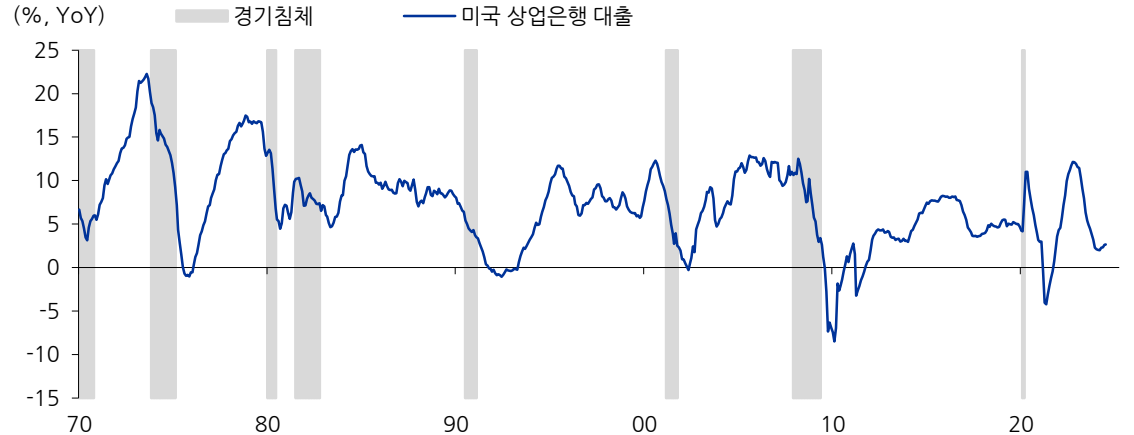
자료: Quantiwise, 유진투자증권

기회는 금리인하에 있다

벌써 유동성이 풀리고 있어

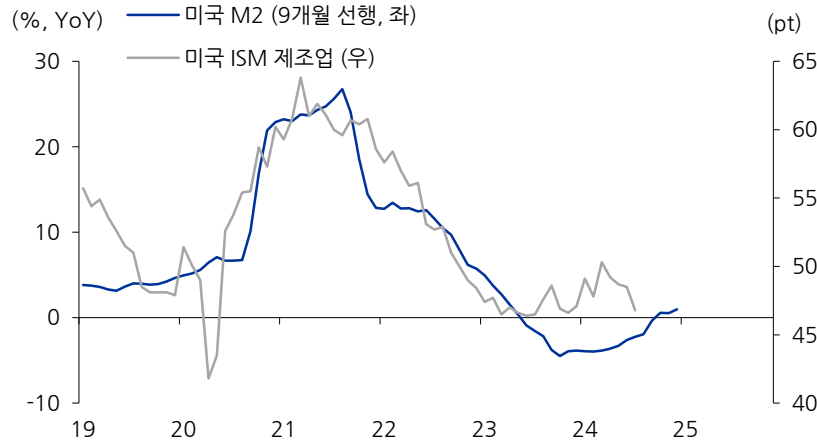
- 미국 경기 둔화 및 침체 국면에서 미국 상업은행 대출 증가율은 빠르게 둔화되거나, (-)로 반전됨.
- 미국 상업은행 대출 증가율은 24/7월 현재 +2.7%yoy로 반전 중임. 기업대출과 관련 높은 상업용 대출은 지난 6월 이후 2개월째 (+) 반전.
- 과거 미국 제조업과 서비스업 경기에 9개월 선행하는 M2 증가율도 (+) 반전됨.

미국 상업은행 대출 증가율 반등 조짐



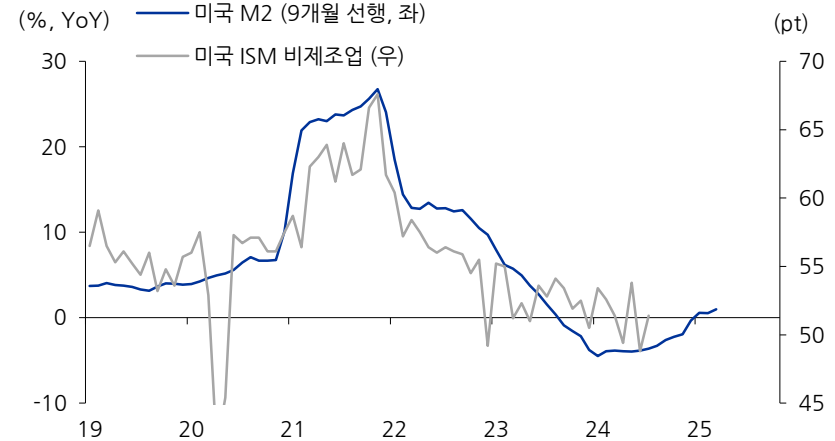
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 M2 증가율 (+)로 반전, 제조업 경기 2025년 개선 가능성



자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 M2 (+) 반전은 미국 경기에 긍정적 신호



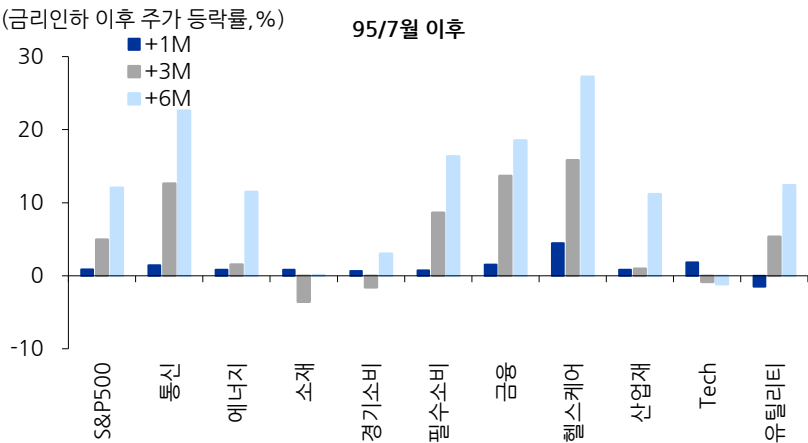
자료: Refinitiv, 유진투자증권

과거 금리인하 사이클은 Tech에 긍정적

금리인하 국면에서 강세를 보인 Tech, 헬스케어, 금융

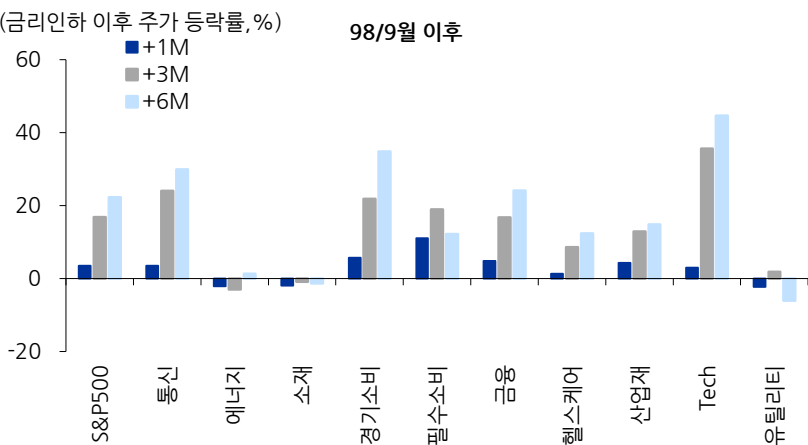
- 90년대 이후 경기침체를 동반하지 않은 금리인하 사이클은 세 번으로 볼 수 있음. 95년, 98년, 2019년임.
- 각 국면마다 차이가 있음.
- 그러나 금리인하 이후 6개월 동안 강했던 섹터는 금융/헬스케어/Tech 섹터/필수소비 섹터임.

95/7월 금리인하 사이클, 금융/헬스케어/통신 강세



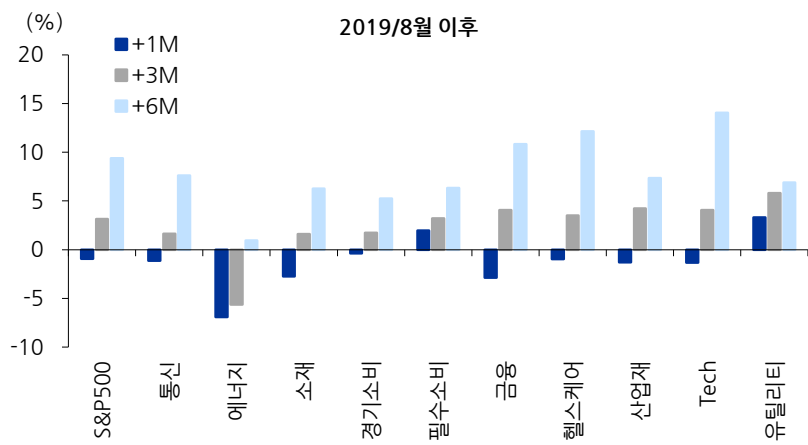
자료: Quantiwise, 유진투자증권

98/9월 금리인하 사이클, 통신/경기소비/Tech 강세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

2019/8월 이후 금리인하 사이클, Tech/헬스케어/금융 강세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

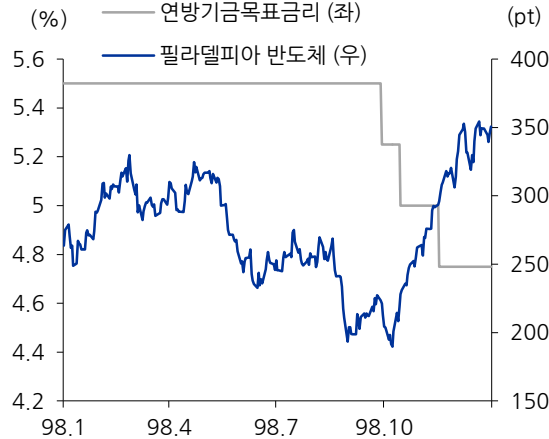
반도체/바이오 강세

95년 금리인하 이후 반도체주 바닥 형성



자료: Refinitiv, 유진투자증권

98년 금리인하는 주가 반등 계기



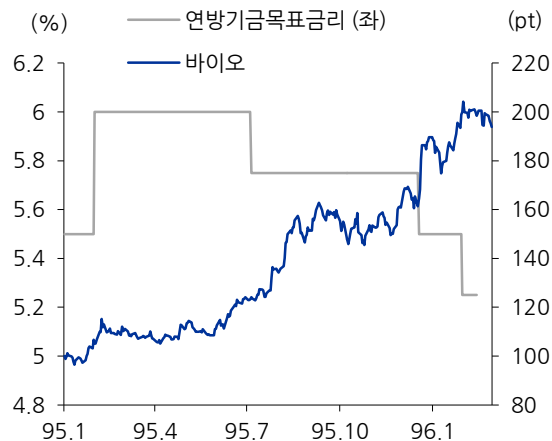
자료: Refinitiv, 유진투자증권

금리인상 중단 국면에서 주가 저점 이후 회복



자료: Refinitiv, 유진투자증권

95년 금리인하 국면에서 바이오 강세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

98년 금리인하는 바이오 저점 계기



자료: Refinitiv, 유진투자증권

2019년에도 금리인하가 바이오 반등 계기



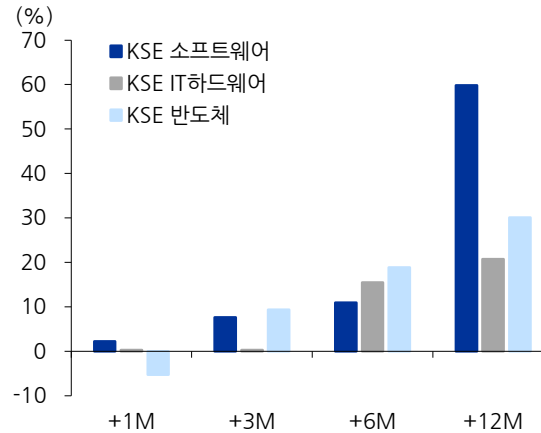
자료: Refinitiv, 유진투자증권

과거 국내 금리인하 이후에는 IT와 내수 소비 강세

Tech 및 내수 소비 반등 시도

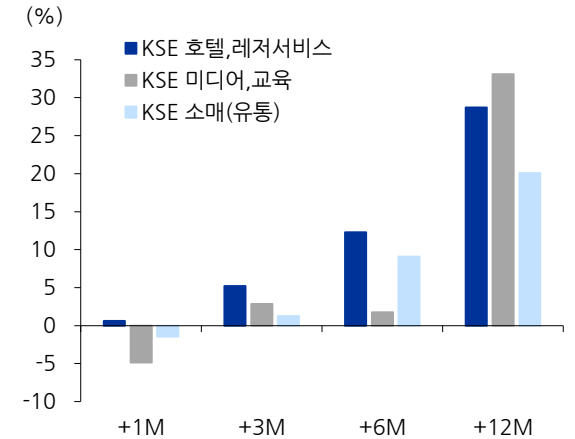
- 2000년 이후 국내 금리인하 사이클은 2001/12월, 2008/10월, 2012/7월, 2019/7월 즉, 네 차례 진행됨. 2012년을 제외하면 미국 금리인하 국면과 유사함.
- 과거 첫 금리인하 전후 및 금리인하 사이클 국면에서 강세를 보였던 업종은 Tech와 내수 소비 업종이었음.
- Tech 업종 내에서는 2000년 들어 소프트웨어(인터넷/게임) 업종이 강했고, 내수 소비 업종 가운데 호텔레저/미디어 업종이 강했음.
- 그러나 이들 업종의 구조적 성장 여력이 크지 않다는 점에서 반등 기간은 길지 않을 것으로 예상.
- 금융/소재/산업재 업종 주가는 금리인하 초기 보다 중후반기 또는 인상 국면에서 강했음.

과거 첫 금리인하 이후 Tech 강세



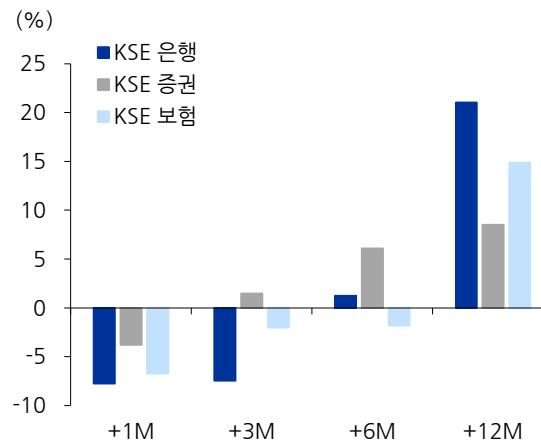
자료: Refinitiv, 유진투자증권

내수 소비 업종도 강세



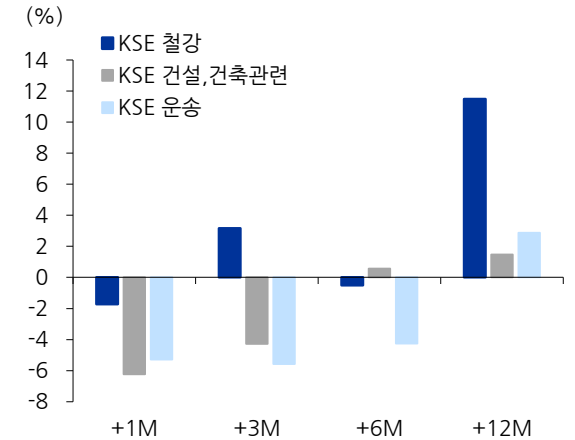
자료: Refinitiv, 유진투자증권

반면 금융주는 부진



자료: Refinitiv, 유진투자증권

철강/건설/운송 업종도 부진



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.