STRATEGY
SPOT

2024. 8. 5

삼성증권

글로벌 투자전략팀

유승민
글로벌 자산배분, 지정학 분석
strategist.you@samsung.com

양일우
한국 주식전략
iw.yang@samsung.com

박혜란
미국 주식전략
hyerani.park@samsung.com

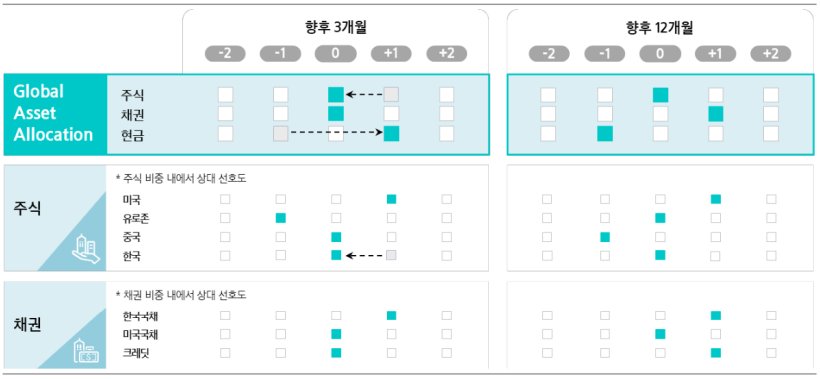
House View 변경

단기(3개월) 현금 비중 확대, 주식 중립으로 하향

- 단기(3개월) 위험관리 필요. 주식 중립으로 하향, 현금 확대로 2단계 상향
- 美 경제의 hard landing 우려는 과도하며 연준의 정책 여력 충분. 그러나 제조업 회복 부진 지속과 지정학 위험(중동, 美대선)은 향후 주식의 기대수익률을 제한할 전망

- **Global Asset Allocation 단기(3개월) 의견을 변경. 자산군 별로 주식을 기존 확대에서 중립으로 하향. 대신 현금을 2단계 상향하여 확대로 제시. 다만 중기(12개월)는 기존 의견을 유지(채권 확대-주식 중립-현금 축소). 주식의 지역별 단기 의견도 조정. 글로벌 제조업 회복의 부진을 고려하여 한국을 중립으로 하향(KOSPI, S&P500의 하반기 밴드도 수정*).**
- 이번 House View 변경의 이유는 2가지. 첫째 미국의 경기 불확실성 확대. 리세션 도래의 가능성은 여전히 높지 않으나, 경기 모멘텀 둔화 우려가 당분간 지속될 것으로 판단. 둘째 지정학적 위험의 심화. 당사는 이란-이스라엘의 전면전 가능성이 낮다고 보지만, 지난 4월보다는 높은 강도의 군사적 충돌을 우려. 또한 美 대선 혼란도 변동성 요인.
- 최근 글로벌 금융시장의 risk off 모드에도 불구, 주식에 대해 중립을 유지하는 이유는 기업 실적 전망의 현저한 훼손이 없기 때문. 과거 1990년 후반 골디락스 사례에서도 주식시장(S&P500)은 고점 대비 7~19% 가량 하락하는 4차례의 조정을 경험. 이 경우들이 장기적 약세장으로 진입하지 않았던 이유는 견조한 기업 실적이 바탕.
- 7월 16일 최고치 이후 전주 말까지 S&P500은 고점 대비 5.7% 하락(NASDAQ은 -11.0%). 다만 아직까지 기업 실적 전망에서 큰 변화는 감지되지 않고 있음. 지난 주말까지 S&P500 기업 중 3/4이 2분기 실적을 발표했으며 서프라이즈 비율은 80.5%로 양호한 모습. 또한 향후 12개월간 기업 실적의 선행치들이 둔화되고 있으나 감익까지 신호하지는 않고 있음.
- **하반기 중 남은 변수는 '① (경기와 기업 실적) 데이터의 reality, ② 연준의 대응, 그리고 이에 대한 ③ 시장의 해석' 등. 데이터는 잠재 성장률을 향한 경기의 둔화가 지속되겠으나, hard landing 우려는 과도. 게다가 연준의 통화 완화 정책으로 대응할 충분한 여력이 있다는 점도 주목할 필요. 단기 급락에 따라 기술적 반등 예상하나, 美 대선을 앞둔 변동성으로 하반기 중 주식 기대수익률은 제한될 전망**(≒ 직전 고점 단기 내 회복 난망).

Global Asset Allocation 의견 변경



참고: ■ 기존 의견, ■ 현재 의견, * KOSPI와 S&P500 하반기 전망치 변경은 본문 참고.
자료: 삼성증권

Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

Global Asset Allocation 단기(3개월) 의견 변경.

Global Asset Allocation 단기(3개월) 의견을 변경. 자산군 별로 주식을 기존 확대에서 중립으로 하향. 대신 현금을 2단계 상향하여 확대로 제시. 다만 중기(12개월)는 기존 의견을 유지(채권 확대-주식 중립-현금 축소). 주식의 지역별 단기 의견도 조정. 글로벌 제조업 회복의 부진을 고려하여 한국을 중립으로 하향(KOSPI, S&P500의 하반기 밴드도 수정).

한국, 미국 주식시장 하반기 전망치 수정

구분	기존	수정 후	핵심 논리
KOSPI	2,650~3,150pt	2,400~2,950pt	급격히 상향 조정된 이익 전망치에 대한 확인 과정 필요
S&P 500	5,200~5,800pt	5,100~5,650pt	기업 실적 전망 양호하나, AI 쏠림 해소와 기대 정상화 과정

자료: 삼성증권

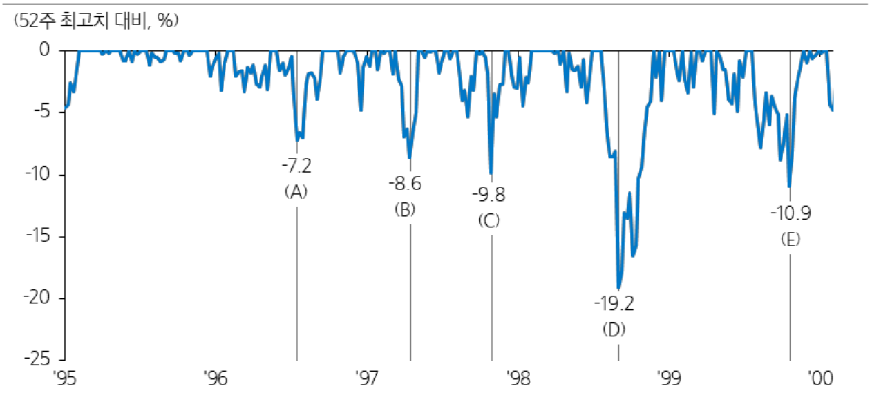
이번 House View 변경의 이유는 2가지. 첫째 미국의 경기 불확실성 확대. 리세션 도래의 가능성은 여전히 높지 않으나, 경기 모멘텀 둔화 우려가 당분간 지속될 것으로 판단. 둘째 지정학적 위험의 심화. 당사는 이란-이스라엘의 전면전 가능성이 낮다고 보지만, 지난 4월보다는 높은 강도의 군사적 충돌을 우려. 또한 美 대선 혼란도 변동성 요인.

최근 글로벌 금융시장의 risk off 모드에도 불구, 주식에 대해 중립을 유지하는 이유는 기업 실적 전망의 현저한 훼손이 없기 때문. 과거 1990년 후반 골디락스 사례에서도 주식시장(S&P500)은 고점 대비 7~19% 가량 하락하는 4차례의 조정을 경험. 이 경우들이 장기적 약세장으로 진입하지 않았던 이유는 견조한 기업 실적이 바탕(그림 1~2).

7월 16일 최고치 이후 전주 말까지 S&P500은 고점 대비 5.7% 하락(NASDAQ은 -11.0%). 다만 아직까지 기업 실적 전망에서 큰 변화는 감지되지 않고 있음. 지난 주말까지 S&P500 기업 중 3/4이 2분기 실적을 발표했으며 서프라이즈 비율은 80.5%로 양호한 모습(그림 4). 또한 향후 12개월간 기업 실적의 선행치들이 둔화되고 있으나 감익까지 신호하지는 않고 있음(그림 3).

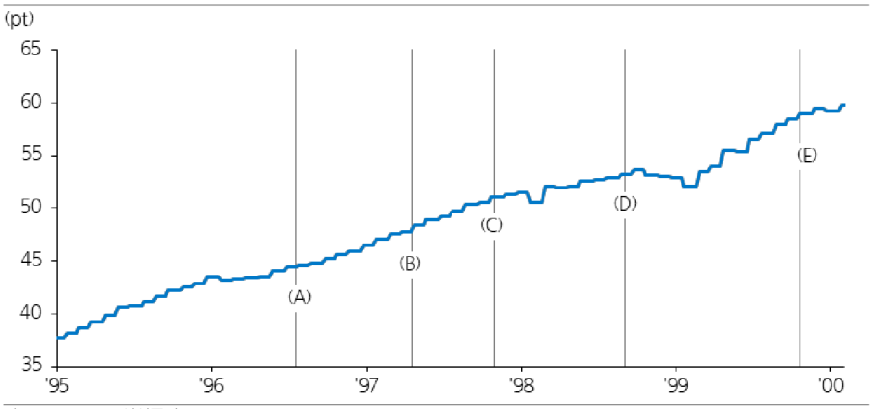
하반기 중 남은 변수는 '① (경기와 기업 실적) 데이터의 reality, ② 연준의 대응, 그리고 이에 대한 ③ 시장의 해석' 등. 데이터는 잠재 성장률을 향한 경기의 둔화가 지속되겠으나, hard landing 우려는 과도. 게다가 연준의 통화 완화 정책으로 대응할 충분한 여력이 있다는 점도 주목할 필요. **단기 급락에 따라 기술적 반등 예상하나, 美 대선을 앞둔 변동성으로 하반기 중 주식 기대수익률 제한될 전망(≒직전 고점 단기 내 회복 난망).**

그림 1. 1990년대 후반 골디락스 사례에서 S&P500의 주요 조정 사례(52주 최고치 대비 하락 폭)



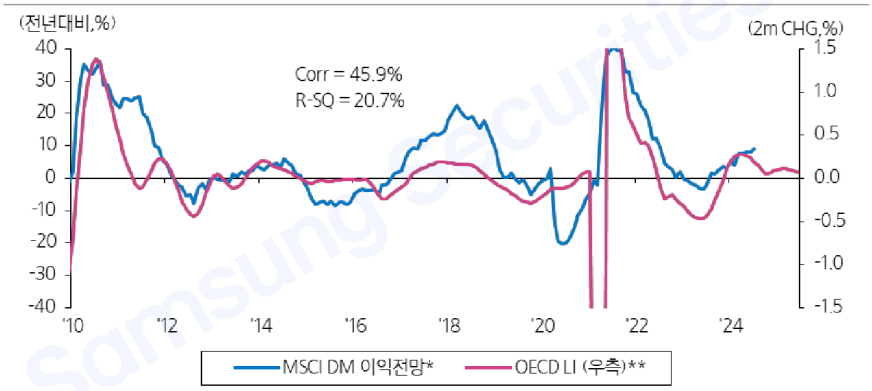
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 2. 1990년대 후반 골디락스 사례에서 S&P500의 EPS 변화(12개월 예상)



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 3. 글로벌 경기 모멘텀 둔화에 따라 향후 기업 실적 둔화를 예상하나 아직 감익 예상은 아님



참고: *12개월 예상 EPS, **G20 선행지수 / 자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 4. S&P500 기업 분기별 실적 Positive Surprise 비율 추이

참고: '24년 2분기는 8월 2일 현재 / 자료: Bloomberg, 삼성증권

한국 주식: 이익 기대치에 대한 기대감이 높아진 상황에서 지정학 불확실성 고조

기업 이익 모멘텀 둔화라기보다는 높아진 기대치에 대한 우려가 나타나는 과정: 아직 이익 추정치의 상향 조정 모멘텀이 둔화되었다는 신호는 감지되지 않음. 다만, ① 이익 전망치 상향 조정 추세가 지난 1분기 말 이후 동안 매우 빠르게 나타났고, ② 미국 경기가 둔화될 경우, 높아진 기대치를 충족시키기 어려울 수 있다는 우려는 제기될 만함. KOSPI 200 컨센서스 기준 2025년 순이익 전망치는 228조원으로 2024년 182조원 대비 약 25% 증가하는 것으로 추정되고 있고, 이는 전 세계 주요 증시에서 가장 높은 수준. 이익 전망치가 높은 것은 글로벌 경기 둔화 우려가 높아지는 시점에서는 조정의 빌미가 될 수 있음.

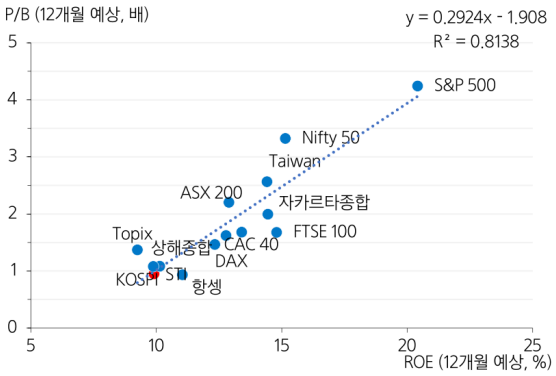
그러나, 지정학 이벤트들로 인해 높아진 불확실성은 반영해야: 중동 확전 가능성 고조 및 미국 대선 불확실성을 반영해야 할 것. 특히, 한국은 에너지 수입 비중이 높아, 중동 긴장이 확대될 경우, 환율, 물가, 내수 소비 등에 전반적으로 영향을 줄 가능성이 높음. 2022년 러시아 우크라이나 전쟁이 에너지 가격과 주요국 물가, 증시 변동성을 모두 높였던 점을 감안하면, 중동에서의 확전 가능성이 높아질수록 불확실성 확대를 밸류에이션에 반영하려고 할 가능성이 있음. 또한, 미국 대선이 치열하게 전개될수록 예상치 못한 내러티브가 증시에 영향을 줄 가능성도 있음.

KOSPI 밴드 중심을 P/B 1배에서 P/B 0.9배로 하향 조정, 3분기 밴드 2,400~2,900으로 하향 조정: KOSPI 밴드 중심 P/B(12개월 예상 기준)를 1배가 아닌 0.9배로 하향 조정하여 밴드의 중심을 2,900이 아닌 2,650으로 하향 조정. (그림 5)8월과 3분기 KOSPI 밴드로서 2,650으로부터 250을 가감한 2,400~2,900을 제시. 4분기는 KOSPI 장부가치 상향 조정 폭(+50p)을 반영하여 2,450~2,950으로 제시. 팬데믹 시기를 제외하면 대부분의 기간 동안 KOSPI는 0.8~1배의 밴드에서 움직였고, 최근 가장 낮은 P/B는 2023년 11월에 기록한 0.81배로 현재 시점에서 0.81배 P/B에 해당하는 KOSPI가 2,400. 하지만, 당시는 한국 반도체 기업의 연간 적자가 예상되었던 시기인 만큼 이익이 견조한 지금 시점에서 밴드 하단을 하회할 가능성은 높지는 않다고 판단.

그림 5. 하반기 KOSPI 전망

자료: LSEG, 삼성증권

그림 6. 주요국 증시 ROE와 P/B



참고: '24년 8월 2일 종가 기준
자료: LSEG, 삼성증권

미국 주식: S&P 500 지수 밴드 5,100 ~ 5,650pt으로 하향

하반기 S&P 500 지수 밴드를 기존 5,200~5,800pt에서 5,100~5,650pt로 하향 조정. 7월 들어 시장은 AI로의 극단적 쏠림을 해소하는 방향으로 전개 중. 우려했던 대로 AI를 바라보는 시장의 높은 눈높이는 주가에 상당한 부담으로 작용하고 있고 예상했던 것보다 더욱 급격하게 가격을 조정하고 있음. 이에 더해 7월 매크로(제조업, 고용) 지표 확인 후 부상한 경기 침체에 대한 불안은 시장의 추가 하향 조정 가능성을 압박.

예상보다 고용 지표의 둔화 속도가 빠르게 나타나고 있지만, 여전히 미국의 경기 침체 현실화 가능성을 낮게 전망. 과거 미국 증시 강세장에서 기업 실적의 감익이 동반되지 않는 경우, 일련의 흔들림에도 S&P 500 지수 조정 폭은 최대 -10% 선에서 제동되었던 경험 다수. 유가 급락으로 에너지 업종 실적이 부진했던 2015년을 제외하면, 미국의 경기 침체 없는 이익 전망 하락 사례(12m fwd EPS 기준)는 없었음.

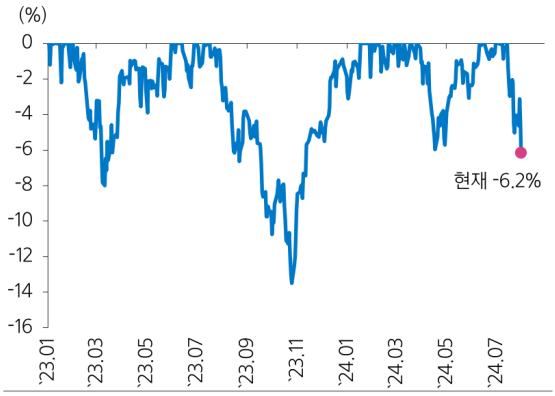
또한 이익 전망 하향이 실제 경기 침체 국면 중후반부에 비로소 본격화되었음을 고려한다면, 경기 침체 우려만으로 당장 시장이 20% 이상 급락하는 약세장으로 전환될 가능성은 높지 않을 것. 단기적으로 시장이 매크로 지표 둔화에 시장이 더욱 민감하게 반응할 것이고 8월 남은 실적 기간 동안 실적 퀄리티에 대한 의구심은 자칫 기대를 조금만 벗어나도 시장 조정 폭을 더욱 키울 위험 잠복.

현재 S&P 500 12m fwd EPS 이익 전망 자체는 나쁘지 않으나 기업들의 2분기 실적 서프라이즈 폭은 평년 대비 절반 수준(8.5일 현재 +4.6% vs 5년 평균 8.5%)에 미치지 못하는 상황. 당분간 위험관리가 필요한 국면.

S&P 500의 예상 지지선은 -10%선 즉 5,100pt 전후(12m fwd P/E 19.5배)가 될 것. 23년부터 올해까지 시장을 되돌아보면, 시장이 상승하는 과정에서 경기와 금리/인플레 노이즈, 가격 부담에 따른 기술적 조정을 수 차례 겪은 바 있음. 이때 P/E 멀티플 조정 폭은 고점 대비 최소 -6%에서 최대 -13%까지 진행(현재 약 -6%). 다시 말해, 경기 침체를 상정하기에 더 많은 증거들의 확인이 필요하고 빠른 시일 내 실적 하락 위험도 낮다면, 이번 국면 또한 그 조정 폭은 10% 선에서 마무리될 가능성이 높다고 판단.

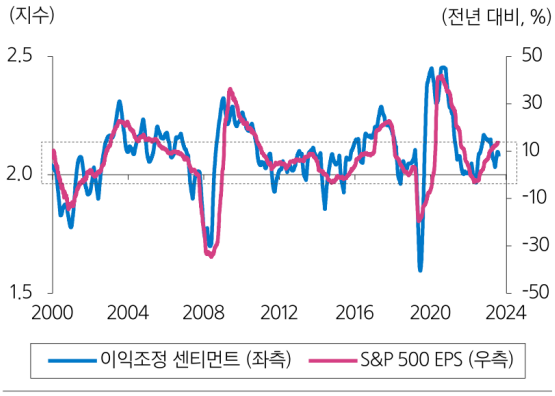
다만, 조정 이후 남은 기간 시장의 흐름은 앞선 양상(조정 후 다시 시장 랠리)과 다를 가능성에 유의. 하반기 중 지속될 중동 지정학 긴장과 11월 대선이 미국 주식시장의 변동성을 계속 높일 것이기 때문. 통상 대선이 있는 해의 주식시장 변동성은 대선이 없는 해보다 높고, 증시의 흐름 또한 대선 전까지 부진했음. 따라서 조정 이후 미국 증시는 P/E 멀티플 20배 전후에 갇힌 박스권 흐름을 지속할 것으로 예상. 기대수익률에 대한 눈높이를 낮출 필요.

그림 7. S&P 500 12m fwd P/E 고점 대비 조정 폭



자료: Factset, 삼성증권

그림 8. S&P 12m fwd 실적 전망 악화 위험은 아직



참고: 이익조정센티먼트≥2:견조 / 자료: Factset, 삼성증권

Samsung Securities

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA