

3월 미국 주식시장 전망: 아직 모멘텀의 끝을 보지 못했다



Global Equity Strategist

김성환

☎ (02) 3772-2637

✉ shwan.kim@shinhan.com

오한비

☎ (02) 3772-1525

✉ hanbi.oh@shinhan.com

미국 주식시장은 아직 실적 모멘텀의 끝을 보지 못했다

미국 주식시장은 아직 실적 모멘텀의 끝을 보지 못했다. AI와 공급망 재편으로 대변되는 주도주들의 전망이 견제된 가운데, 금융시장도 경기 침체 인식을 벗어 던지면서 주도주군 외의 종목들도 실적 전망이 강화될 여지가 크다. 2분기 중 이익 전망 상향이 본격화될 경우 앞서나간 주가는 정당화될 가능성이 높다.

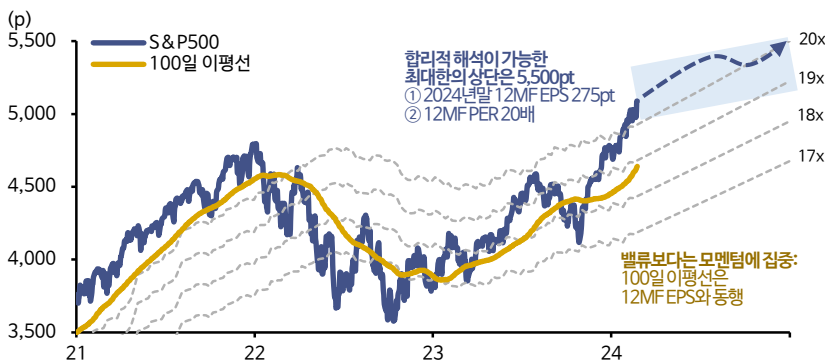
통화정책의 영향력은 최소한 주식시장에서는 약화했다. 주식시장의 PER은 실적 개선 전망에 의존하고 있고, 반영해야 할 실적 모멘텀이 다분한 구간에서 주가 상승과 높은 PER을 이룬 시점에 부정하기 어렵다. 주식시장이 적정 PER을 벗어나 있는 건 사실이지만 이것이 대가를 치르는 시점은 실적 전망이 부러진 이후일 것이다. 침체로 향해있었던 펀더멘탈 인식은 아직 낙관 쪽으로 되돌려야 할 공간이 많기에 상반기 내 PER 평균회귀의 순간이 올 것이라고 전망하지 않는다.

적정 PER에서 벗어나 있는 것은 분명한 사실이기 때문에, 가격보다는 모멘텀의 방향성에 집중하는 것이 합리적이다. 지난 2월 전략과 마찬가지로 상반기 내 상승 기조가 유효하다는 전망을 고수한다. 쉬어가는 타이밍은 3분기가 될 것이다.

주도주 리스트에 IT 뿐만 아니라 산업재와 소비재도 등장

주식시장의 실적 개선과 시대정신을 주도하는 기업들은 강세장에서 다소 과도해 보이는 지점까지도 주가가 종종 상승하곤 했다. AI 주도주들과 기술주의 실적 개선세, 주식시장의 강세 기조는 명확하기에 주도주의 buy & hold 전략을 여전히 견지한다. 작년과 다른 점은 S&P 493도 신고가를 경신하고 있다는 점이다. 신고가+이익 개선 리스트에 산업재, 소비재가 다수 등장하는 데 주목한다. 경기 개선으로 인한 매기 확산 과정을 산업재와 소비재 비중확대로 대응할 필요가 있다.

S&P 500 12MF EPS 밴드



자료: Refinitiv, 신한투자증권

3월 미국 주식시장 전망

2월 Review: 진격의 기술주, 수면 위로 올라오는 민감주

진격의 S&P 500.
 쓸림과 과열을 정당화하는
 펀더멘탈 개선세 속
 5,000pt 돌파

2월 S&P 500은 5,000pt를 돌파하며 사상 최고치 랠리를 이어가는 중이다. 일각에서 쓸림과 과열에 대한 우려가 계속 제기되고 있지만, 쓸림과 과열을 모두 정당화해줄 정도의 펀더멘탈 개선이 우려를 이겨내고 있다. 지난 2년간 지배적이었던 경기 침체를 주장하는 목소리는 크게 약화된 가운데 주식시장은 macro에 대한 우려를 벗어던지고 있다. 이 와중에 엔비디아로 대변되는 AI 기업들의 실적은 기대치를 계속 뛰어넘고 있다. S&P 500의 12MF EPS는 이제 245pt에 도달했다.

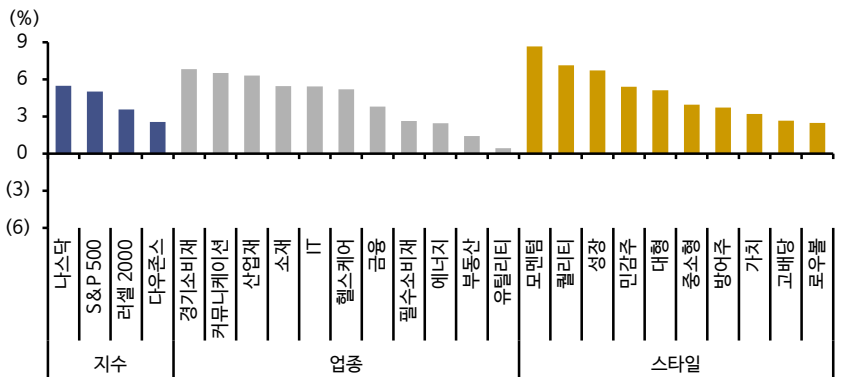
연초 약세론자들이 주가 조정의 근거로 지목했던 과도했던 금리 인하 기대감과 과열(밸류에이션) 부담은 주가에 별다른 영향력을 미치지 못하고 있다. 당초 3월로 지목됐던 연준 기준금리 인하 개시 시점은 6월 이후로 밀려난 상황이며 더 후퇴될 공산도 크다. 그럼에도 불구하고 12MF PER은 20배를 돌파했는데, 이는 인하 기대 후퇴가 ‘물가 강세’ 때문이 아니라 ‘펀더멘탈 강세’에 의해 야기됐기 때문이다. 이런 국면에서는 EPS 개선 기대감이 할인을 부담을 앞선다.

쓸림에 대한 우려도 해소되는 모습이다. 작년 11월까지만 해도 대형 기술주만이 독주하는 시장이었지만, 연말연초 구간에서는 소외됐던 기업들도 랠리에 동참하는 모습이다. Magnificent 7을 제외한 S&P 493도 사상 최고치를 경신했고, 업종과 스타일 차원에서도 2월중 방어주를 제외한 대부분의 업종들이 강세를 보였다. 작년과는 현저히 달라진 완전한 risk-on의 모습이다.

더할 나위 없었던
 연말연초. 그러나
 앞으로도 좋을지가 고민

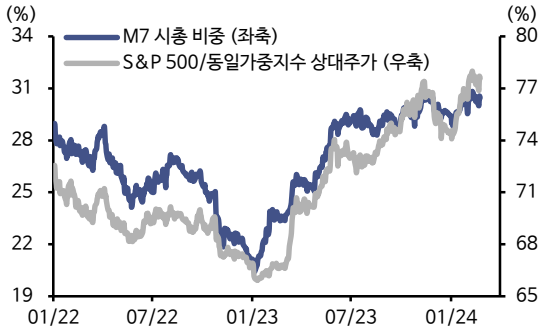
연말연초는 macro와 micro가 모두 시장에 우호적으로 작용했던 그야말로 더할 나위 없었던 시장이라고 평가할 수 있다. 지난 4개월동안 S&P 500의 상승률은 21.3%로, 미국 주식시장은 지난 30년간 상위 2% 안에 드는 랠리를 펼쳤다. 그러나 이제는 지난 일이다. 주식시장에 긍정적인 모멘텀이 형성됐지만 상당히 가격에 반영된 것은 분명하다. 미국 주식시장이 현재 가격대에서 얼마나, 언제까지 오를 수 있을지에 대한 고민이 깊어지는 시점이다.

2월 S&P 500 업종/스타일별 수익률 리뷰



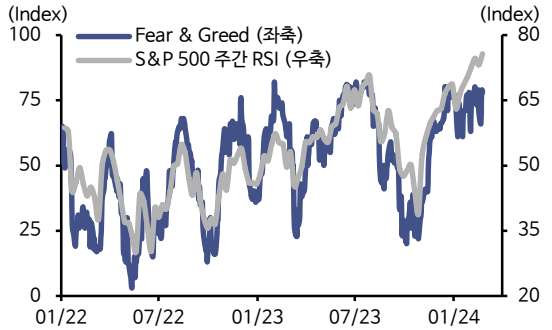
자료: Refinitiv, 신한투자증권

계속되는 논란: 1) Sollim



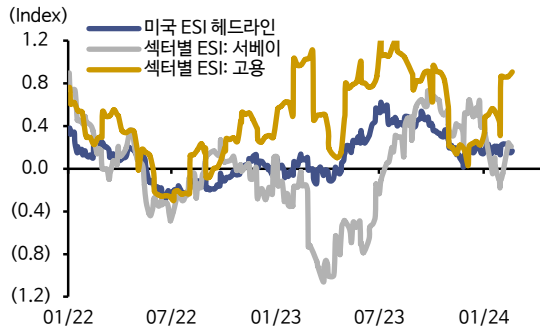
자료: Refinitiv, 신한투자증권

계속되는 논란: 2) 과열



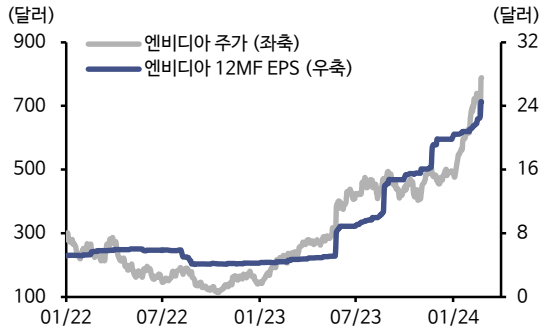
자료: Refinitiv, 신한투자증권

우려를 지워버린 모멘텀: 1) 경기 개선세



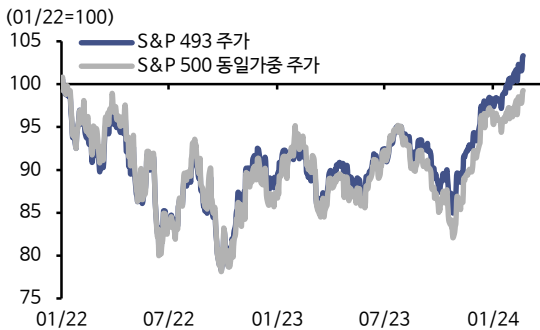
자료: Bloomberg, 신한투자증권

우려를 지워버린 모멘텀: 2) AI 고공행진



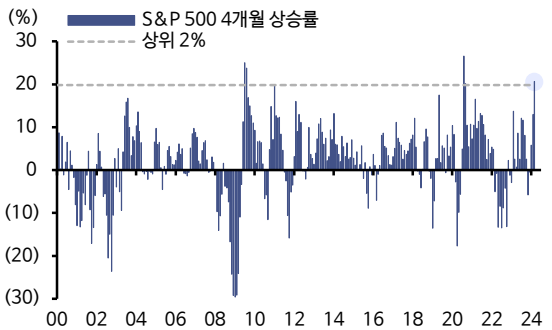
자료: Refinitiv, 신한투자증권

이제는 소외된 종목들까지도 랠리에 참여 시작



자료: Refinitiv, 신한투자증권

S&P 500 4개월 상승률: 30년간 상위 2% 랠리



자료: Refinitiv, 신한투자증권

PER 20배 위에서의 투자전략

20배 돌파한 PER.
20배 위에서 안착하는 게
기본 전망이 될 순 없음

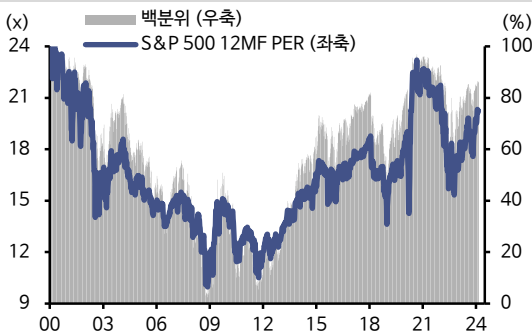
20배가 넘는 PER을 어떻게 받아들여야 할까? S&P 500의 12MF PER은 20.7배에 육박한 상황이고, 이는 12MF PER이 집계된 이래 상위 13%에 해당하는 가격 부담임은 분명하다. 여기서 더 할증된 레벨의 PER에 주식시장이 안착하는 것을 베이스 시나리오로 가정하고 투자전략을 짤 수는 없다. 현재 PER에서 7% 가량 할증될 경우 테크 버블 당시 도달했었던 과열의 영역으로 진입하기 때문이다.

할인율의 도움은
기대하기 힘들

PER의 펀더멘탈은 이익 성장과 할인율이다. 우선, 여기서 할인율이 낮아지면서 PER 부담을 덜어주는 시나리오를 상반기 중에 상상하기 어렵다. 금융시장이 기대했던 조기 금리 인하 시나리오가 늦춰질 공산이 크기 때문이다. 고용시장은 강력함을 잃지 않는 가운데 서베이 지표들은 대체로 반등하는 중이며, 성장률 전망은 견고하고 디스인플레 진행 속도는 약간은 기대에 미치지 못한다.

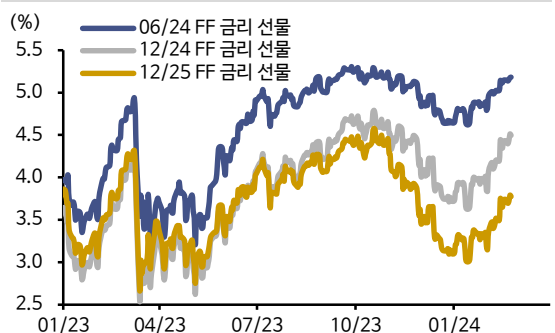
더군다나 미국 기업들은 기준금리가 5.5%까지 올라온 상황에서 (특히 기술주 중심으로) 구조조정을 완료하고 새로운 성장동력을 찾아낸데다 본격적인 기업이익 반등까지 구가하고 있다. 기업과 주식시장이 경제를 어느 정도 대변한다고 보면, 냉정하게 생각했을 때 현재 금리 인하는 전혀 시급하지 않다.

S&P 500 12MF PER: 상위 13%에 해당



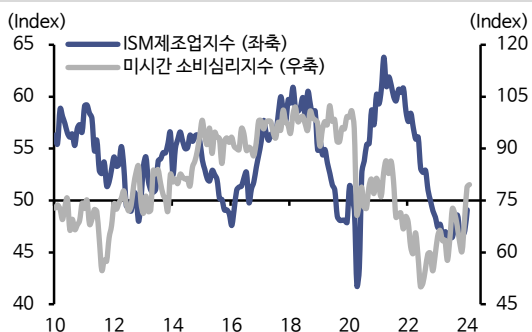
자료: Refinitiv, 신한투자증권

할인율 도움은 어렵다: 약화되는 금리 인하 기대



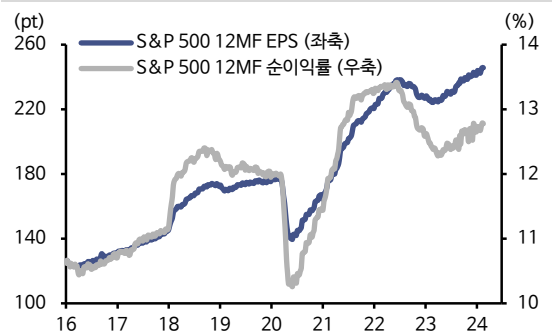
자료: Refinitiv, 신한투자증권

금리 인하 시급하지 않다? 1) 서베이 지표 반등



자료: Refinitiv, 신한투자증권

금리 인하 시급하지 않다? 2) 기업이익의 반등



자료: Refinitiv, 신한투자증권

연준 위원들, 연내 금리 인하 가능하단 시각이나

작년 12월 FOMC 이후 연준 위원들의 톤은, 급하게 금리 인하에 나설 필요는 없지만 어쨌든 디스인플레 기조가 이어진다면 연내 금리 인하가 가능하다는게 대체적인 의견이다. 고용시장에 대한 걱정, 상업용 부동산 시장/지역은행에 대한 우려가 금리 인하를 생각하는 주 이유인데, 어떤 관점에서는 좀 따뜻해보이기도 한다. 후자에 대한 우려는 현재 진행형지만 아직까지 실업률은 중립이라 간주되는 자연실업률(NAIRU)를 하회하며, 대량 해고의 조짐은 전혀 보이지 않는다.

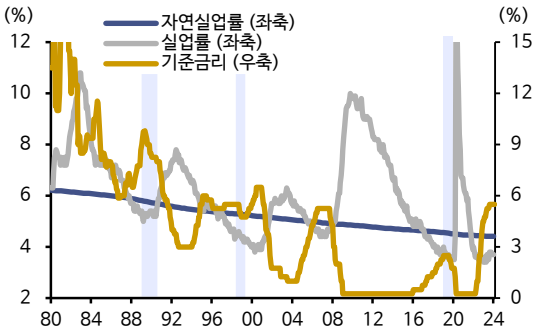
연준과 금융시장의 금리 인하 기대치, 분명 후퇴할 가능성 존재

한때 올해 7차례의 금리 인하 기대를 반영했던 금융시장은 3~4회 정도로 기대치를 하향 조정했지만 여전히 6월 금리 인하가 가능하다는 시각에서 크게 물러나지 않고 있다. 그러나 다소 따뜻해보이는 연준의 톤이 후퇴한다면 금융시장의 기대도 후퇴할 가능성이 높은 것이 지표 상 보이는 현실이다. 여기서 금리 인하가 필요하다는 주장을 정당화하려면 경기 침체를 전제로 뒤야 한다.

기실, 현재 주가가 오르기 위해서 금리 인하가 딱히 필요하지 않음

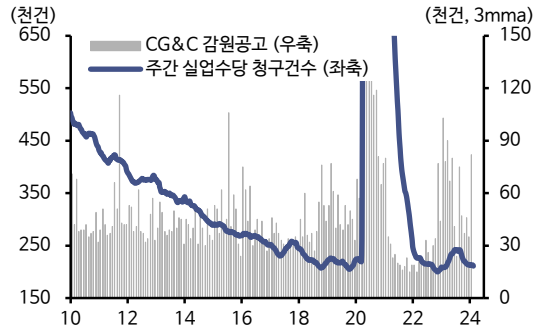
사실 현재 주가가 오르는 데 있어 금리 인하는 굳이 필요하지 않다. 만약 연준이 연내 금리 인하를 단행한다면, 최소한 지금까지는 균열이 보이지 않는 주식시장의 펀더멘탈을 감안할 시 주가와 밸류에이션은 더 오를 가능성이 크다. 두 가지 역사적 사례를 살펴보자. 현재와 같이 기술주가 시장을 주도하던 1998년 단행된 금리 인하 이후 나스닥은 18개월간 200% 올랐다. 저축대부조합 부실이 쌓여가던 1984-85년 단행된 금리 인하 이후 S&P 500은 3년간 100% 올랐다.

자연실업률을 하회하는 실업률



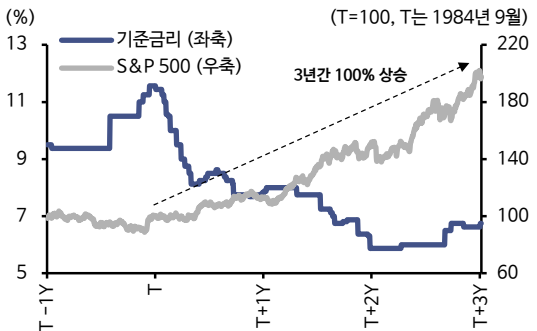
자료: Refinitiv, 신한투자증권
주: 음영은 자연실업률 하회+금리인하 구간

대량해고 조짐 보이지 않음



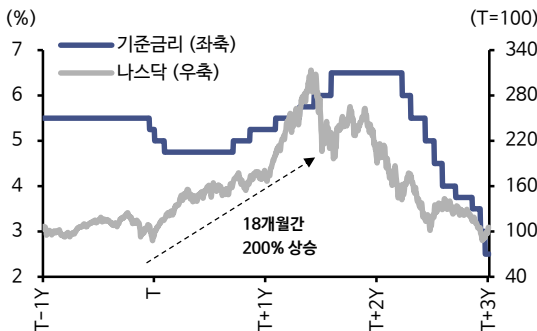
자료: Refinitiv, 신한투자증권

1984년 9월 금리 인하 이후 S&P 500 추이



자료: Refinitiv, 신한투자증권

1998년 10월 금리 인하 이후 나스닥 추이



자료: Refinitiv, 신한투자증권

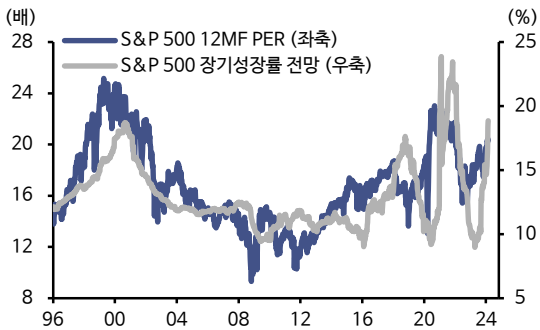
PER이 높아진 이유는
성장 기대 때문

연초 이후 PER은 할인율로부터 도움을 받은 것이 없다. 따라서 PER이 오른 이유는 성장성에서 찾아야한다. 역사적으로 S&P 500의 12MF PER을 가장 잘 설명하는 성장 지표는 S&P 500의 장기 (3-5년) 성장률 컨센서스다. 정확하게 성장을 측정한다기보다는, 시장이 걸고 있는 기대치를 보여주는 척도로 봄이 합리적이다.

장기 성장 기대치 급등.
실적 서프라이즈 반복 중.
높은 PER 부정 어려움

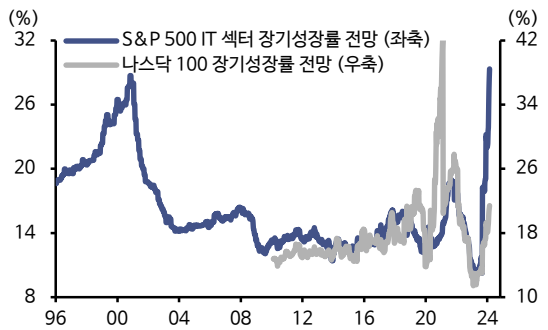
최근 이 수치가 눈에 띄게 개선되고 있다. 작년 3분기까지만 하더라도 장기 성장률 컨센서스는 10%에 머물렀지만 현재는 19%로 두 배 가까이 상향됐다. 해당 컨센서스가 집계되기 시작한 이래 상위 3%에 해당하는 성장 기대를 부여받고 있는데, 역시 이를 주도하는 것은 엔비디아와 반도체 업종이다. 아직까지는 AI를 비롯한 미국 주식시장이 어닝 '서프라이즈' 사이클에 있기 때문에, 당장 단기 내 성장 기대와 밸류에이션 할증을 부정할만한 상황은 아니라고 보여진다.

S&P 500의 12MF PER과 장기 성장 컨센서스



자료: Refinitiv, 신한투자증권

기술주의 장기 성장 전망 폭등

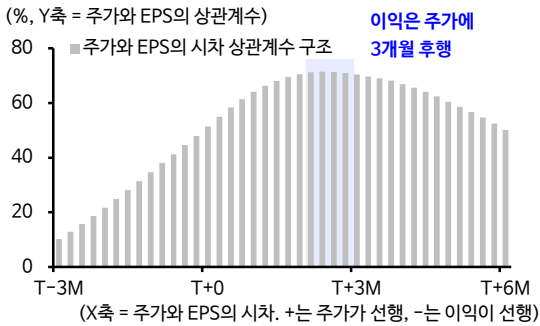


자료: Refinitiv, 신한투자증권

주가와 EPS의 시차도
PER이 높아보이는
착시를 만드는 중

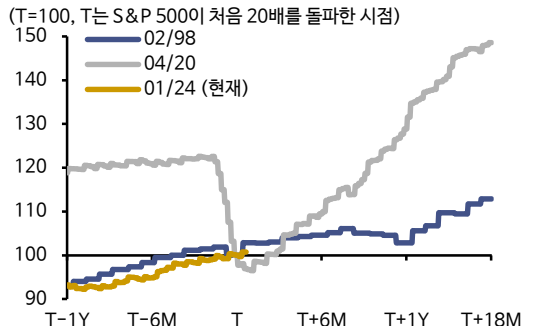
한 가지 더 짚어볼 점은 주가와 EPS 간의 시차다. 주가와 EPS는 통상 3개월의 시차를 갖는데, 특히 강세장 초반부 EPS는 (이전의 부진한 경기 인식 때문에) 과소평가되는 경향이 있다. 이런 상황에서 높아지는 PER은 오히려 향후 이익 전망의 개선을 암시한다. 따라서 PER이 영구적으로 20배 위에 안착할 수는 없더라도 이익이 개선되는 과정에서 한동안 머무를 수는 있다. 이러한 사실들에서 유추할 수 있는 사실은 PER이 높다는 것만을 근거로 주식시장 매도나 비중축소에 나서지는 것은 향후 추가적인 랠리를 놓칠 위험이 크다는 점을 시사한다.

주가는 EPS에 3개월 선행



자료: Refinitiv, 신한투자증권

과거 PER 20배 돌파 후 이익 개선 빈번히 나타남



자료: Refinitiv, 신한투자증권

언젠가는 PER이
평균으로 회귀할 것

PER은 장기적으로 평균에 회귀하는 경향이 있고, 주식시장은 언젠가는 비싼 가격에 거래됐던 대가를 치르게 된다. S&P 500의 12MF PER과 향후 5년간 수익률의 상관계수는 -56% 수준이다. 현재 수준의 밸류에이션 이상에서 5년 이상 주식을 보유할 경우 손실을 볼 확률은 80%다. 10년이라는 시간이 흐르면 이러한 상관관계는 -92%로 수익률과 PER은 일직선에 가까운 역의 관계를 보인다.

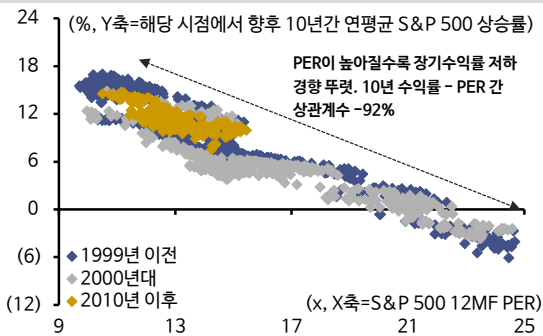
그런데 그 시점이
당장 찾아오진 않을 것.
극단으로 치달은 후
되돌아올 공산 큼

그런데 평균회귀의 시점이 당장 찾아오지는 않는다. PER과 향후 1년간 수익률의 상관계수는 -24%에 그친다. 사실상 두 변수의 단기적인 관계가 미미하다는 것을 시사한다. 하워드 막스의 표현을 빌리면, 모든 것에는 사이클이 있고 이는 장기 추세선을 중심으로 등락하는데 대개 장기 추세선은 기준, 평균, 보통 또는 중도, 적정선으로 여겨진다. 그런데 사이클은 이러한 장기 추세선에 오래 머무르지 않고 대개 극단으로 치달은 후 돌아오는 경향이 있다고 말한다.

PER, 하향 돌파가 두렵지
상향 돌파는 두렵지 않음.
향후 이익 개선 시사

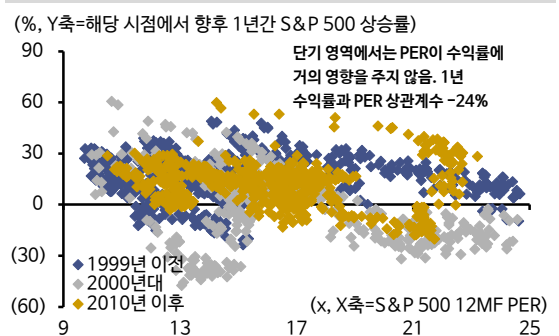
이런 관점에서 투자자들이 정말 경계해야 하는 상황은 지금과 같이 PER이 20배를 상향돌파했을 때가 아니라 내년 이후 보게 될 PER 20배 하향돌파가 될 것 같다. 과거 PER이 20배를 상향 돌파할 때 주식시장은 1년간 22%(98년), 42%(21년) 상승했다. 반대로 20배가 하향 돌파됐을 때 주식시장은 1년간 8%(01년), 14%(22년) 하락했다. 후자의 경우 시차를 두고 기업이익에 문제가 발생했다.

S&P 500의 PER과 향후 10년간 수익률 산포도



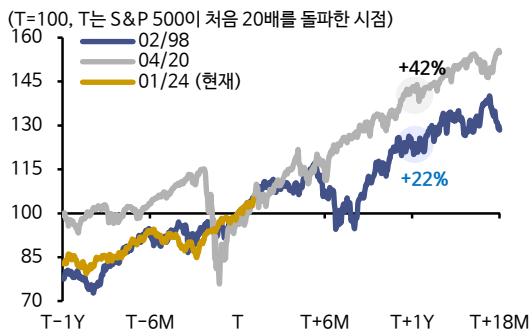
자료: Refinitiv, 신한투자증권

S&P 500의 PER과 향후 1년간 수익률 산포도



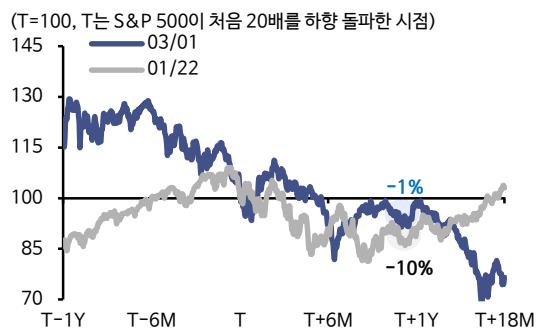
자료: Refinitiv, 신한투자증권

20배를 처음으로 상향 돌파한 이후 주가 추이



자료: Refinitiv, 신한투자증권

20배를 처음으로 하향 돌파한 이후 주가 추이



자료: Refinitiv, 신한투자증권

기업이익 개선 궤도에는 당분간 문제가 없다

PER보다 EPS가 중요.
이익 모멘텀 이제 극대화

주가는 PER과 EPS의 함수고, 지금은 PER조차 EPS 성장성에 의지하고 있는 상황이기 때문에 현 시점에서 EPS의 중요성은 말로 다할 수 없다. 그리고 현재 주식시장은 실적 모멘텀이 가장 강해지는 위치로 진입하고 있다는 생각이다.

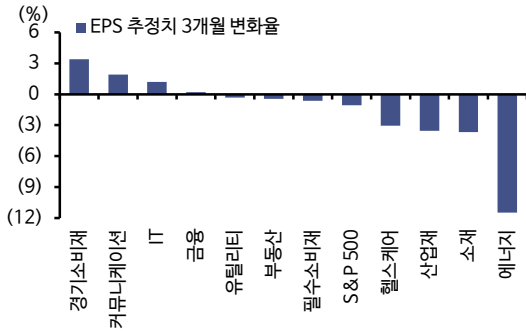
지금까진 빅테크 제외 실적 전망 개선 부재

현재 미국 주식시장에서는 빅테크를 제외하면 본격적인 기업이익 추정치 상향이 나타나지 않고 있다. 2024년 추정치 상향이 나타나는 업종은 경기소비재(아마존), 커뮤니케이션(알파벳, 메타), IT(마소, 엔비디아), 금융 정도가 전부다. 금융을 제외하면 모두 빅테크를 보유한 업종이다. 이를 대변하듯 이익 개선의 확산을 측정하는 S&P 500의 이익수정비율은 좀처럼 (+) 영역으로 올라오지 못하고 있다.

좋은 경기 + 자신감 부족 = 어닝 서프라이즈 반복

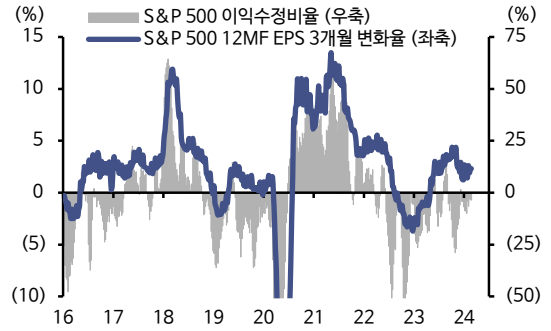
매크로 인식이 상당히 진전됐음에도 불구하고 이는 테크를 제외한 기업들의 이익 전망에 거의 반영되지 못하고 있는데, 금융시장이란 기업이든 아직까지 그렇게까지 자신감이 크지 않다는 대목으로 해석된다. 이에 반해 실제 펀더멘탈은 견고하다보니 지난 네 차례의 실적 시즌에서 역사적 평균을 상회하는 어닝 서프라이즈율이 반복되는 중이다. 4분기 실적 시즌도 비단 기술주 뿐만 아니라 경기에 민감한 경기소비재, 산업재 중심으로 또 한번의 어닝 서프라이즈가 출현했다.

2024년 업종별 EPS 추정치 3개월 변화율



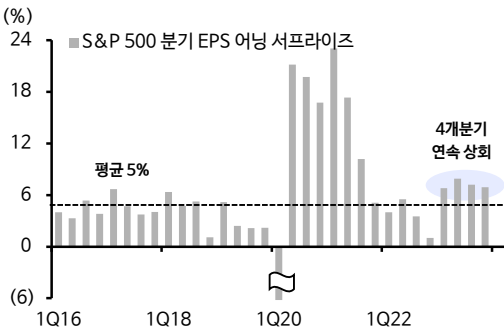
자료: Refinitiv, 신한투자증권

이익수정비율, (+) 영역으로 진입 못하는 중



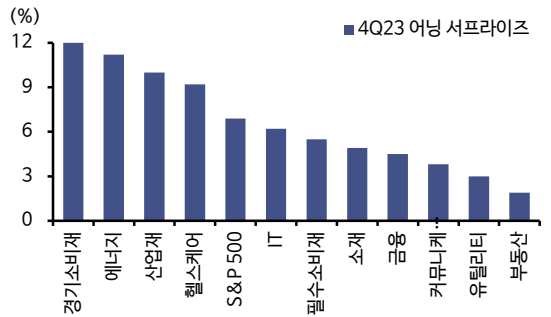
자료: Refinitiv, 신한투자증권

S&P 500 분기별 어닝 서프라이즈 비율



자료: Refinitiv, 신한투자증권

4Q 실적 시즌 업종별 어닝 서프라이즈



자료: Refinitiv, 신한투자증권

긍정적인 매크로 환경 속
이익수정비율 2분기 중
가시적인 (+) 전환 기대

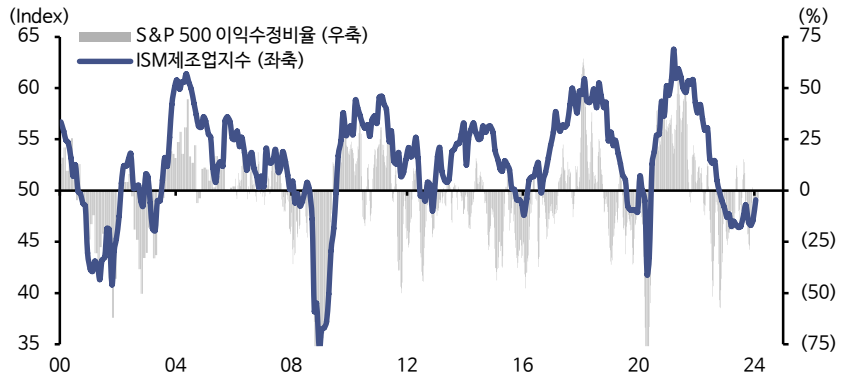
실적이 주가에 후행해
개선되면서 높아진 주가
정당화해줄 것으로 기대

이익수정비율은 2분기 내 가시적으로 (+) 전환이 가능해보인다는 생각이다. 경험적으로 이익수정비율은 경기 모멘텀을 대변하는 ISM 제조업지수와 뚜렷한 동행성을 보인다. ISM 제조업지수가 50 이하인 구간에서 이익수정비율이 (+)를 보일 확률은 10%에 그치는데, 지수가 확장/후퇴를 가늠하는 기준선인 50을 넘어가면 이 수치는 48%로 쾨다. 만약 지수가 역사적 중간값인 52를 넘어가면 이익수정비율이 (+)일 확률은 56%로 높아진다. 자연히 12MF EPS도 모멘텀을 얻게 된다.

ISM 제조업지수만 놓고 본다면 50을 넘길 타이밍이 임박하고 있다는 생각이다. 선행지표인 신규주문 - 재고 스프레드는 이미 1년 가까이 (+)를 기록하고 있기 때문이다. 비단 제조업 서베이 지표 뿐만 아니라 소비 심리와 소비 개선세도 유효하며, 컨퍼런스보드의 경기선행지수도 감소율이 점차 줄어들고 있다.

경기 모멘텀이 바닥을 찍고 (+)로 반전하기 직전 구간에서는 일반적으로 주가 EPS보다 더 크게 상승하기 때문에 PER도 높아지는 경향이 있다. 지금까지의 구간으로 볼 수 있다. 그런데 경기 모멘텀이 기준선을 상향 돌파하면 주가는 정확히 실적에 연동된다. 앞으로 보게 될 구간일 수 있다. 요약하면 남은 상반기는 먼저 간 주가를 경기 모멘텀과 실적이 정당화해줄 구간이라는 생각이다.

경기 모멘텀과 정확히 연동되는 이익수정비율



자료: Refinitiv, 신한투자증권

ISM 제조업지수 구간별 향후 6개월간 주가, EPS 상승률

	45 이하	45-50	50-55	55 이상
직전 3개월 상승	주가: 6.5, EPS: (3.9)	주가: 3.7, EPS: (0.4)	주가: 4.4, EPS: 2.2	주가: 4.3, EPS: 5.9
	주가: 5.4, EPS: 3.8	주가: 4.2, EPS: 1.9	주가: 4.1, EPS: 3.2	주가: 5.1, EPS: 8.0

자료: Refinitiv, 신한투자증권

강력한 Micro 모멘텀도 유지될 가능성 높음

- 1) AI와
- 2) 공급망 재편

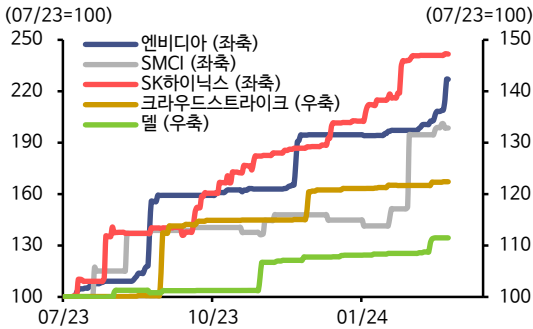
주식시장을 견인하는 micro 모멘텀도 여전히 강력한 상태를 유지할 것이다. 현재 시장을 끌고 가는 두 가지 모멘텀은 단연 AI와 공급망 재편이다. 우선 AI의 경우 반도체와 AI 서버 등 주도주들이 긍정적인 4분기 실적과 강한 낙관을 드러냈고, AI 투자의 전방에 해당하는 빅테크들이 향후 투자를 늘릴 거란 신호를 분명히했다. 최소한 1분기 실적 시즌까지는 모멘텀이 크게 훼손될 이유가 없어보인다.

공급망 재편의 경우 기계장비/전자재 기업들을 중심으로 모멘텀을 형성하고 있다. 해당 업황을 직접적으로 보여주는 인프라 건설 투자, 제조업 건설 투자 증가율이 여전히 강력하게 유지되는 가운데, 수혜를 직접적으로 입는 기계장비/전자재 기업들도 강한 4분기 실적과 향후 낙관적인 전망을 표출했다. 주도주인 이튼의 경우 작년 미국에서 4,150억달러에 달하는 프로젝트가 발표됐는데 이는 정상 시의 세 배에 달하는 속도로 이 중 18%만이 착공에 들어갔다고 실적 시즌에서 언급했다. 향후 수년간 업황 호조가 이어질 수 있음을 가늠케 하는 대목이다.

두 모멘텀의 공통점은 Capex 사이클이라는 점. 아직 정점까지 시간 존재

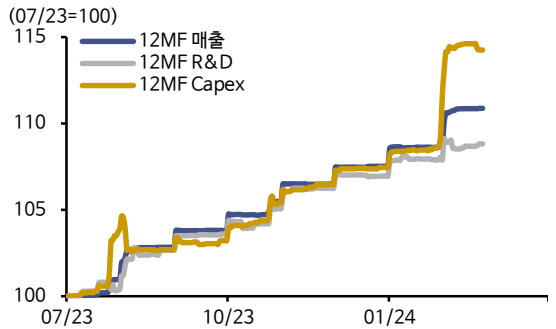
AI와 공급망 재편의 공통점은 Capex 사이클이라는 점이다. Capex 사이클은 수요에 대한 확신과 대규모 자본, 긴 시간을 요하기 때문에 통상 10년 정도의 주기를 갖는다. 공급망 재편의 경우 건설 사이클로도 볼 수 있는데 이 경우 사이클의 길이는 평균 16년에 달한다. 두 사이클의 up-cycle은 최소 4년이다. 해당 사이클은 '22년말 ~ '23년초에 시작됐기 때문에 아직 정점까지는 시간이 한참 남아있다.

AI 주도주들의 2024년 실적 추정치 변화



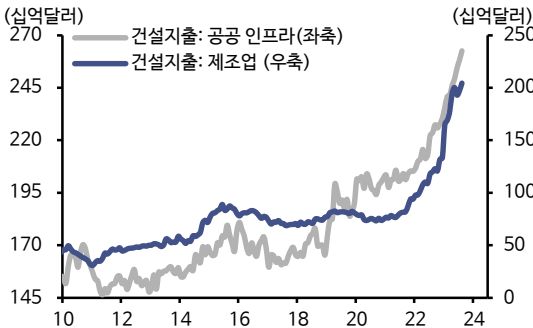
자료: Refinitiv, 신한투자증권

AI에 투자하는 빅테크들의 Capex 추정치 변화



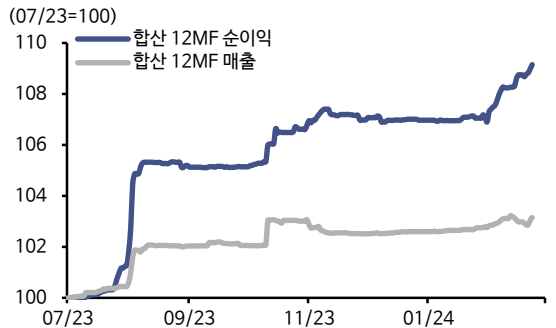
자료: Refinitiv, 신한투자증권 / 주: 마소+알파벳+아마존+메타

인프라 건설 투자, 제조업 건설 투자 추이



자료: Refinitiv, 신한투자증권

기계/전자재 주요 기업 2024년 실적 추정치 변화



자료: Refinitiv, 신한투자증권 / 주: ETN + PH + TT + EMR + URI + FAST + PWR + VMC + ROK + BLDR + HUBB 12개 기업 합산

수급 상황: 아직 더 사줄 사람들이 남았다

기관투자자들,
2월들어 다시 주식 외면

궁금한 점은 향후 다분한 EPS 모멘텀을 시장이 어떤 방식의 수급으로 반영해줄 지 여부다. 펀드플로우와 헤지펀드들의 순매수 포지션만 놓고보면 연말연초 주식 시장에 베팅하는 듯 했던 기관투자자들은 다시 2월로 접어들면서 주식 포지션을 비우고 채권 비중확대로 선회하는 모습이다. 1) EPS보다는 PER이 부담스러웠거나, 2) 경기 침체 view가 여전히 시장 전반에 남아있다고 해석해볼 수 있다.

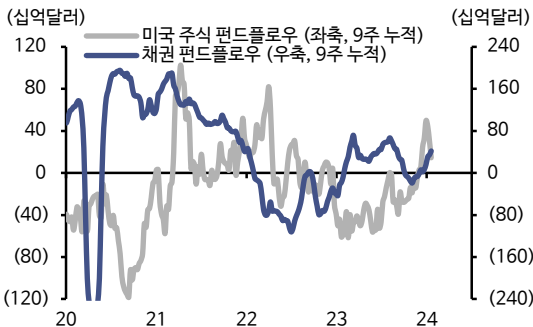
가장 거대한 수급인
자사주 매입이 견재

그런데 지난 2016년 이후 미국 주식시장의 상승 동력이 되어주는 가장 큰 수급은 다름아닌 기업 그 자체다. 작년 S&P 500 기업들은 7,520억달러의 자사주를 매입하면서 시가총액의 1.8%에 달하는 주식을 순매수했다. ICI 집계 기준 작년 미국 주식형 펀드에서는 1,246억달러의 자금이 유출됐는데 해당 자금의 6배에 달하는 순매수가 기업들을 중심으로 이뤄졌다. 자사주 매입은 12MF EPS에 12개월 후행하기에, 기업 실적 반등을 신뢰한다면 금년 내내 자사주 매입은 강화된다. 수급 환경은 돈을 잘 버는 기업들 중심으로 긍정적으로 남아있을 것이다.

개인, 주식시장 진입 타진.
기관도 결국 복귀할 전망

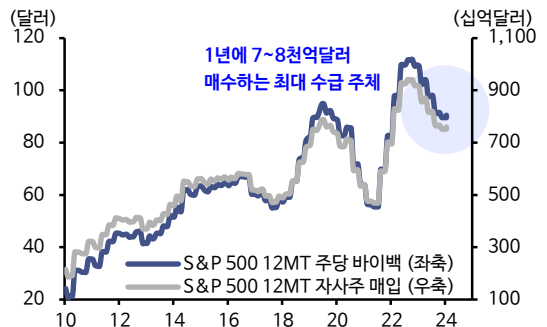
기관투자자와 달리 개인투자자들은 주식시장으로 진입하려는 움직임이 보여진다. 높은 밸류에이션 속에서 주식시장 진입을 머뭇거리는 기관투자자들은 향후 경기 모멘텀이 완연하게 반전되면 결국 주식시장에 복귀할 공간이 크다.

갈피를 못잡는 펀드플로우: 재차 채권 매수 조짐



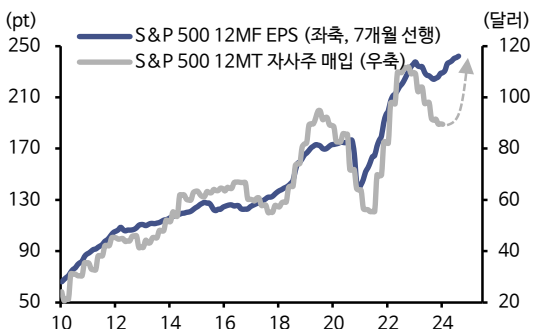
자료: Refinitiv, 신한투자증권

자사주 매입이 미국 주식시장의 가장 큰 수급



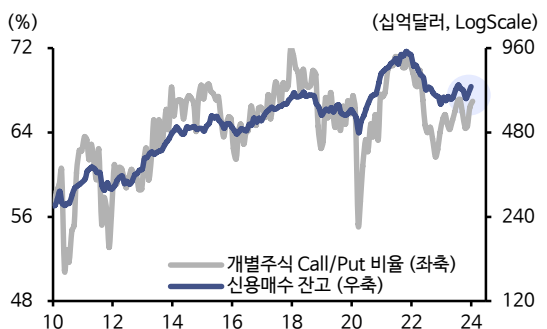
자료: Refinitiv, 신한투자증권

바이백, 12MF EPS에 7개월 후행해 강화될 것



자료: Refinitiv, 신한투자증권

개인투자자, 주식시장 진입을 준비 중



자료: Refinitiv, 신한투자증권

3월 미국 전략: 아직 모멘텀의 끝을 보지 못했다

아직 다분한 모멘텀, S&P 500 상반기 내 추가 상승 유효

미국 주식시장, 실적 모멘텀이 앞서나간 주가를 정당화해줄 것

지금까지 논의한 내용을 종합하면, 미국 주식시장은 아직 실적 모멘텀의 끝을 보지 못했다. AI와 공급망 재편으로 대변되는 주도주들의 전망이 건재한 가운데, 금융시장도 경기 침체 인식을 벗어던지면서 주도주군에 속하지 않는 종목들도 실적 전망이 강화될 여지를 보여주고 있다. 우리의 기대대로 2분기 중 이익 전망 상황이 본격화될 경우 앞서나간 주가는 정당화될 가능성이 높다.

언젠가 PER 평균회귀 순간이 오겠지만, 상반기 실현되기는 어려움

지난 2년간 시장을 괴롭혀왔던 통화정책의 영향력은 최소한 주식시장에서는 약화하고 있다. 주식시장의 PER은 실적 개선 전망에 의존하고 있고, 아직까지 반영해야 할 실적 모멘텀이 다분한 구간에서 추가 상승과 높은 PER을 이룬 시점에 부정하기 어렵다. 주식시장이 적정 PER을 벗어나있는 건 사실이지만 이것이 대가를 치르는 시점은 실적 전망이 부러진 이후일 것이다. 침체로 향해있었던 펀더멘탈 인식은 아직 낙관 쪽으로 되돌려야 할 공간이 많기에 상반기 내 PER 평균회귀의 순간이 올 것이라고 전망하지 않는다.

적정 PER 상회하는 건 맞기에, 가격보다 모멘텀 집중하는 게 합리적

적정 PER에서 벗어나 있는 것은 분명한 사실이기 때문에, 가격보다는 모멘텀의 방향성에 집중하는 것이 합리적인 전략이라고 보여진다. 지난 2월 전략과 마찬가지로 상반기 내 상승 기조가 유효하다는 전략을 고수한다. S&P 500이 쉬어가는 타이밍은 3분기가 될 것이다. 1) 최근 신뢰도가 높았던 sell in may 패턴, 2) 대선 시즌 관련 노이즈가 8~10월에 불거지는 경향, 3) 실적 모멘텀이 하반기보다는 상반기에 집중될 가능성이 상반기 랠리 후 3분기 소강상태를 전망하는 이유다.

그나마 최대한 합리적으로 해석 가능한 주가 상단은 5,500pt

그래도 그나마 합리적인 해석이 가능한 밴드 상단을 제시해보자면 5,500pt라는 생각이다. 현재 컨센서스 상 2024년말 12MF EPS는 270pt인데, 실적 모멘텀이 우리 기대대로 강력하다면 이 수치는 275pt까지 높아질 수 있다. 여기에 PER 20 배를 적용할 경우 5,500pt가 도출된다. 적정 수준을 벗어난 과열의 기준점으로 사용할 수 있는 가격대라는 생각이다.

S&P 500 12MF EPS 밴드



자료: Refinitiv, 신한투자증권

스타일/업종: 주도주 리스트, IT에 이어 산업재와 소비재 등장

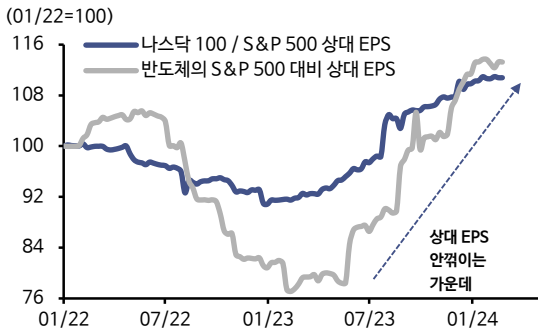
주도주 비중확대 고수

- 1) 이익 주도력
 - 2) 강세장 지속
- 이 근거

주도주에 대한 비중확대 의견은 변하지 않는다. 주식시장의 실적 개선과 시대적 신을 주도하는 기업들은 강세장에서 다소 과도해보이는 지점까지도 주가가 종종 상승하곤 했다. '15-17년의 아마존, '17년의 보잉과 캐터필라, '19-20년의 태양광과 전기차, '20년의 비대면/백신 수혜주, '20-21년의 애플과 테슬라, '21년의 엔비디아와 반도체주 등이 모두 그러한 사례다.

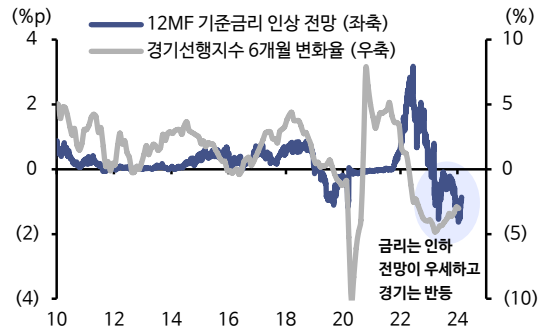
결국은 이런 주도 기업들이 PER 때문에 단독으로 주가가 꺾이는 일은 없었다. 시장이 경기 침체나 급격한 긴축을 이유로 약세장으로 빠지거나 이들의 이익 성장이 실망감을 주어야 주가가 비로소 부러졌다. 아직까지 엔비디아를 중심으로 한 AI 주도주들과 기술주의 실적 개선세는 명확히 다른 기업들보다 우위에 있고, 강세장 기조도 유효하기에 주도주는 buy & hold를 견지한다.

주도주 아웃퍼폼의 조건: 1) 실적 주도



자료: Refinitiv, 신한투자증권

주도주 아웃퍼폼의 조건: 2) 약세장 조정 충족 X



자료: Refinitiv, 신한투자증권

신고가 리스트에 IT 뿐만 아니라 소비재, 산업재가 등장하는 점 주목

작년과 다른 점은 S&P 493도 신고가를 경신하고 있다는 점이다. 미국 경제가 침체를 피할거란 인식이 가격에 반영되고 있음을 의미한다. 이는 시장 저변과 강세장 토대가 견고해진다는 걸 의미한다. ① 초대형주나 IT 섹터 이외에 ② 지난 1년간 S&P 500을 아웃퍼폼하면서 ③ 신고가를 꾸준히 넘는 기업들의 면면을 살펴보면 주도주 리스트에 다른 업종들이 추가되고 있음을 알 수 있다.

③ 해당 조건으로 도출한 리스트에 가장 많이 보이는 섹터가 산업재다. 60%에 달하는 기업들이 금년 신고가를 경신하는 등 섹터가 전반적으로 강하다. 빌더스 퍼스트소스, 우버, GE, 이튼 등은 나스닥과 비교해도 뒤지지 않는 상승을 기록했다. 대체로 인프라/공급망 재편 수혜 주도주들로, 이와 연계돼 소재 업종 내 건자재 업체(마틴 마리에타, VMC)들도 사상 최고치를 경신해나가고 있다. ④ 소비재도 일부 기업들이 주도주 리스트에 등장하고 있다. 홈빌더(폴트그룹, 레나), 호텔/레스토랑(치폴레, 부킹, 메리어트), 특화유통(로스, TJX), 의류/신발(랄프로렌, 아베코롬비, 데커스 아웃도어) 업체들이 선별적 강세를 보여주고 있다.

매기 확산 나타나는 과정, 소비재와 산업재 주목할 필요

IT에서 매기 확산이 나타나는 과정을 이용하는 전략으로 소비재와 산업재를 눈여겨봐야 한다. 열거된 기업들의 2024년 평균 EPS 성장률 컨센서스는 16%로 Magnificent 7에 미치지 못하나 S&P 500은 웃돌며, 충분히 주도주로 볼 수 있다.

S&P 500 내 IT나 초대형주가 아닌 기업들 중, 사상 최고치를 연이어 경신중인 상위 50개 기업들

기업명	티커	시가총액 (백만달러)	섹터 (GICS lv.1)	업종 (GICS lv.3)	1년간 주가 상승률	24년 EPS 성장률	24Y 매출 성장률	12MF EPS 3M(%)
빌더스 퍼스트스스	BLDR	22,670	산업재	건축제품	122.8	15.4	13.8	4.1
우버	UBER	162,818	산업재	육상운송	116.5	67.7	19.3	53.7
폴트그룹	PHM	21,519	경기소비재	가정용 내구재	81.5	14.1	8.9	6.7
GE	GE	162,336	산업재	복합산업체	77.5	12.7	15.1	2.2
넷플릭스	NFLX	252,710	커뮤니케이션	엔터테인먼트	66.5	22.4	16.8	2.4
치폴레 멕시코 그릴	CMG	71,252	경기소비재	호텔&레저	60.3	24.8	16.7	9.4
이튼	ETN	110,814	산업재	전기장비	59.4	7.9	5.8	4.8
인튜이티브 서지컬	ISRG	133,401	헬스케어	의료장비	57.7	19.7	13.3	7.5
잉거솔 랜드	IR	36,217	산업재	기계	55.9	11.4	12.8	0.1
콘스텔레이션 에너지	CEG	41,890	유틸리티	전력 유틸	53.2	6.0	3.3	9.3
트랜스다임 그룹	TDG	63,746	산업재	항공&방산	53.1	23.4	3.9	18.4
NRG 에너지	NRG	11,717	유틸리티	전력 유틸	52.3	9.3	5.9	7.0
부킹 홀딩스	BKNG	129,680	경기소비재	호텔&레저	49.1	5.8	4.7	7.1
레나 'A'	LEN	37,129	경기소비재	가정용 내구재	48.3	11.7	10.3	6.5
트레인 테크놀로지	TT	61,934	산업재	건축제품	47.9	5.2	10.4	15.7
CBOE 글로벌 마켓츠	CBOE	19,711	금융	자본시장	47.3	23.2	9.3	16.2
랄프로렌 'A'	RL	7,061	경기소비재	직물, 의류	47.1	12.5	7.1	3.8
파커-해니핀	PH	66,781	산업재	기계	46.7	8.1	10.3	2.4
다비타	DVA	10,719	헬스케어	의료서비스	46.5	12.4	11.1	4.7
마틴 마리에타	MLM	33,368	소재	건자재	46.3	6.5	5.2	2.8
호멧 에어로스페이스	HWM	25,775	산업재	항공&방산	46.3	8.0	11.1	5.0
뉴스 'B'	NWS	5,238	커뮤니케이션	미디어	45.5	29.4	3.7	7.0
DR 호튼	DHI	46,876	경기소비재	가정용 내구재	45.4	8.7	7.2	4.3
버텍스 파마슈티컬	VRTX	109,057	헬스케어	바이오테크	44.6	14.4	9.7	4.7
센코라	COR	46,224	헬스케어	의료서비스	44.4	17.4	10.5	4.1
NVR	NVR	23,548	경기소비재	가정용 내구재	44.3	14.2	9.0	4.0
브라운앤브라운	BRO	23,534	금융	보험	44.1	13.8	7.8	4.5
Paccar	PCAR	56,372	산업재	기계	43.9	20.7	5.4	7.5
코스트코 홀세일	COST	321,255	필수소비재	필수소비유통	43.6	16.5	32.4	14.2
허벨	HUBB	19,246	산업재	전기장비	43.4	11.6	6.5	0.2
보스턴 사이언티픽	BSX	96,425	헬스케어	의료장비	41.6	(13.7)	(8.6)	(1.3)
유나이티드 렌탈	URI	43,695	산업재	상사	40.8	103.3	27.9	(2.6)
맥게스	MCK	67,158	헬스케어	의료서비스	40.5	(36.2)	(9.5)	(14.0)
WW 그레이너저	GWW	46,448	산업재	상사	39.7	14.4	3.8	3.7
신타스	CTAS	62,309	산업재	상업서비스	39.3	25.4	6.0	10.3
베리스크 애널리틱스	VRSK	35,488	산업재	전문서비스	38.9	14.0	9.6	7.2
리퍼블릭 서비스	RSG	56,770	산업재	상업서비스	38.8	50.2	18.5	25.3
브로드릿지 파이낸셜	BR	23,309	산업재	전문서비스	37.8	8.1	8.0	3.6
벌컨 머티리얼즈	VMC	33,903	소재	건자재	37.6	(8.0)	(8.0)	(7.6)
엑스 프라이즈	AXON	20,217	산업재	항공&방산	37.6	13.0	7.4	6.1
메리어트 인터내셔널	MAR	69,948	경기소비재	호텔&레저	37.5	(0.7)	0.2	1.9
몰리나 헬스케어	MOH	23,460	헬스케어	의료서비스	37.1	11.8	(4.0)	1.0
필립스 66	PSX	63,270	에너지	오일&가스	37.1	8.0	1.4	7.3
테이크투 인터랙티브	TTWO	26,165	커뮤니케이션	엔터테인먼트	36.3	1.7	5.8	13.6
마라톤 페트롤륨	MPC	62,564	에너지	오일&가스	34.4	7.1	16.7	2.3
린데	LIN	209,293	소재	화학	33.4	17.5	9.3	5.9
힐튼 월드와이드 홀딩스	HLT	49,819	경기소비재	호텔&레저	33.2	69.0	25.9	(1.3)
핀테어	PNR	12,384	산업재	기계	33.0	12.6	0.9	(1.8)
에코랩	ECL	61,413	소재	화학	33.0	20.8	14.4	6.6
카디널 헬스	CAH	25,406	헬스케어	의료서비스	32.8	3.0	0.7	3.0
50개 기업 평균					48.4	15.9	8.7	6.2

자료: 신한투자증권 / 주: IT 섹터와 시총 상위 20개 초대형주 제외한 기업들. 주가 상승률 순으로 정렬

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 김성환, 오한비).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.