

리딩 리서치의 급락장세 긴급 점검

< 미국 경기침체 및 빅테크 실적변수 중심으로 >

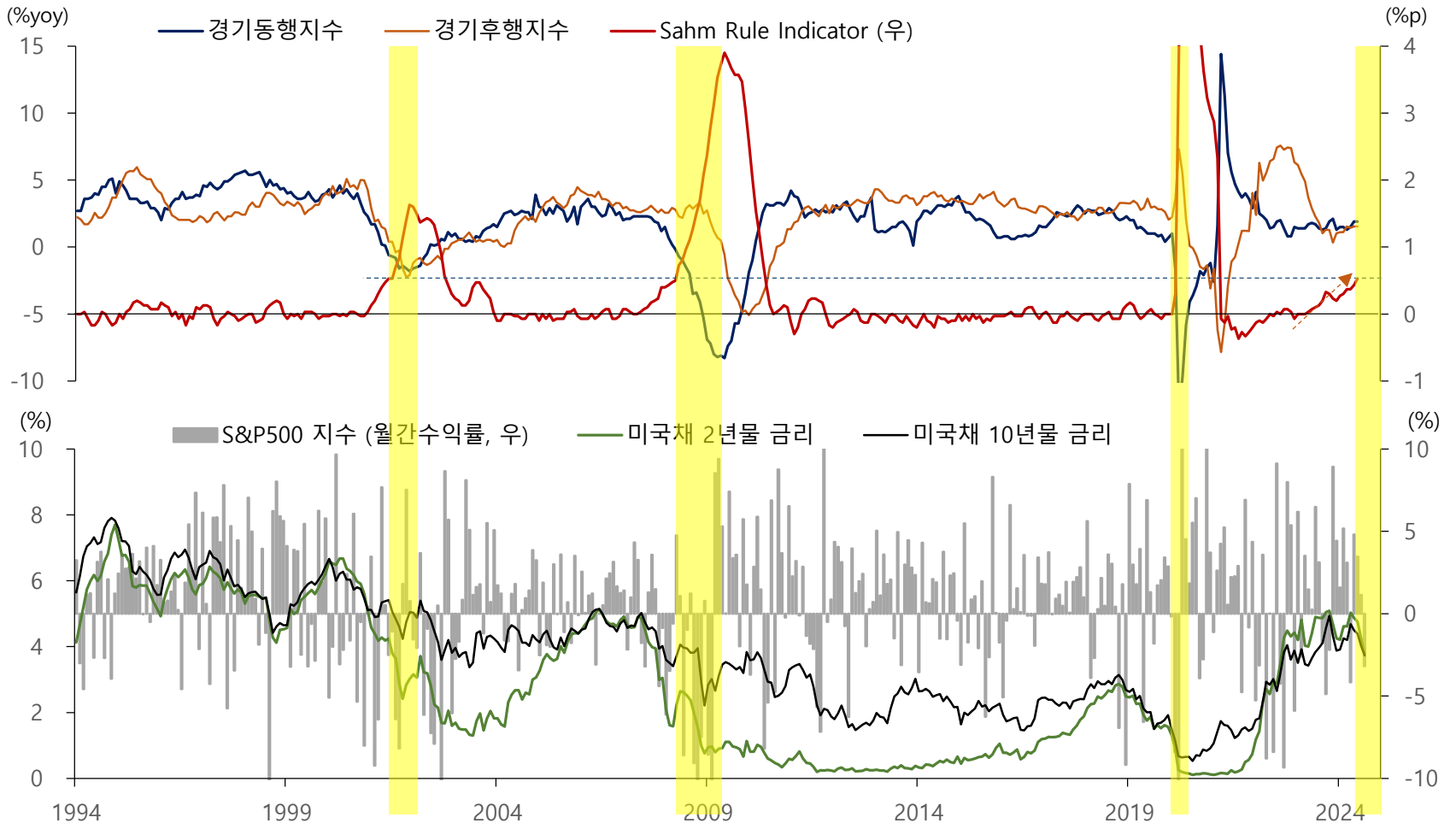
리딩투자증권 곽병열

2024.08.06

1 경기침체 트리거(삼 룰) 발동: 매크로 헤지펀드의 'Reverse Rotation' 가능성

- Sahm Rule(삼 룰: 최근 3개월 실업률의 이동평균이 12개월 실업률의 최저점보다 0.5%p 높으면 경기가 침체에 접어들었다고 판단하는 것) → 7월 0.53%p, Trigger 0.5%p 돌파 → Reverse Rotation ↑

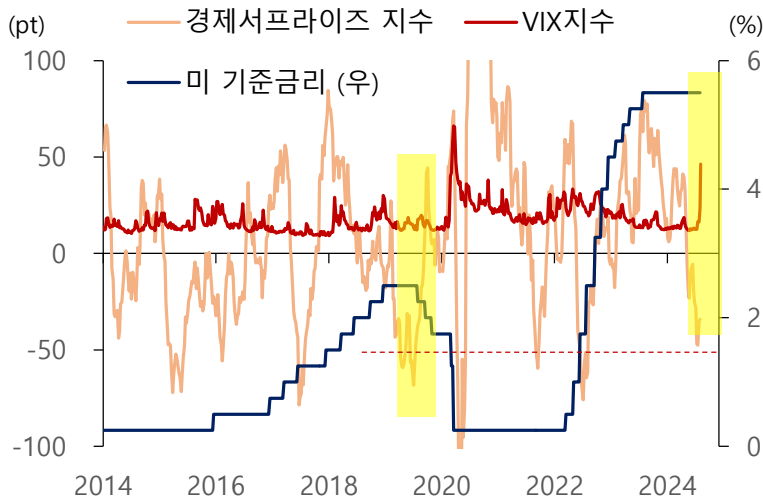
Sahm Rule Indicator: Trigger 0.5%p 터치 → 과거 트리거 발동 시 Reverse Rotation(주식→채권 자금이동) 발견



2 미국 경기침체 시그널 강화 → 금리인하 전후 발견되는 Reverse Rotation

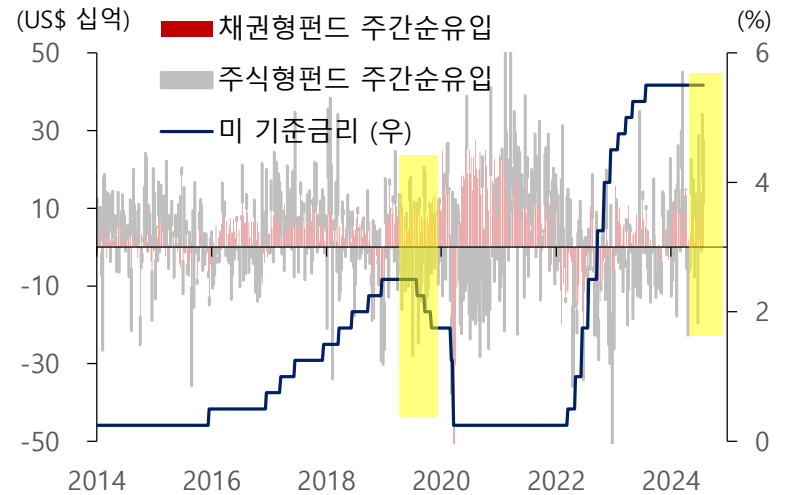
- 6월 이후 발표된 미국 경제지표는 지속적인 경기침체 시그널을 강화시킨 바 있음. 경제 서프라이즈 지수(실제치와 전망치의 괴리도)는 2022년 이후 최저수준까지 하락함
→ 최근 7월 ISM제조업 지수, 고용지표(실업률, 비농가취업자수 등) 발표를 통해 일각의 ‘No Landing’ 가능성에서 고용시장의 약화를 동반한 본격적인 경기둔화 진입으로 경기 판단은 사실상 이동한 것으로 평가함
- 이로써 미국의 경기(고용, 소비)-물가 지표의 완만한 하락기조 지속으로 금리인하 정당성 확보되었고, 기준금리 인하 직전의 경기침체 우려가 확대되면서 자산배분상 방어적 포트폴리오를 위한 본격적인 ‘Reverse Rotation’으로 증시 급락
→ 2019년 금리인하 전후 미국 자산시장에서는 ‘채권형펀드 순유입, 주식형펀드 순유출’ 현상 발견됨

경기둔화 시그널로 인한 시장변동성 ↑



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

금리인하 초반 Reverse Rotation ↑

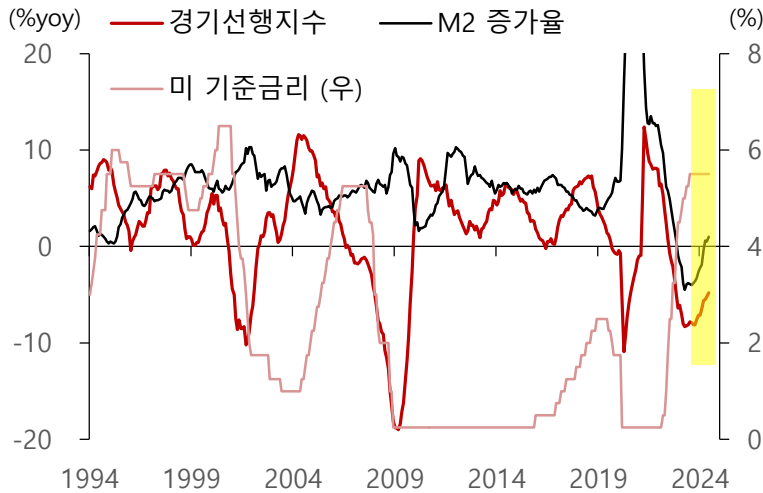


자료 Bloomberg, 리딩투자증권

3 다만 경기둔화 진폭은 제한적 → 이미 선행지수 Bottom-out

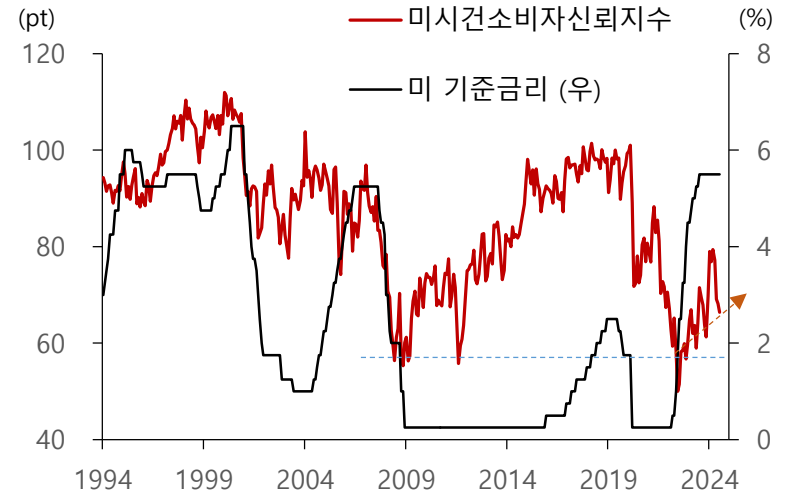
- 저소득층-MZ세대-소상공인 등을 중심으로 대출 연체율 및 고용불안이 심화되면서 양극화 현상이 강화된 점을 지적한 바 있음(5/28, 7/9 발간자료 참고)
 - 고금리 현상에서 파생되었다는 점에서 정책변화 니즈가 커졌고, 당초 연준이 의도한 경기방향성을 반영한 것임
- 다만 경기둔화 진폭은 제한적인 경기 연착륙(Soft Landing) 시나리오를 예상함
 - 경기선행지수 및 선행지수 구성항목인 M2, 소비심리 등은 Bottom-out 및 굴곡진 회복 경로로 진행

미국 경기선행지수, M2 증가율 추이



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

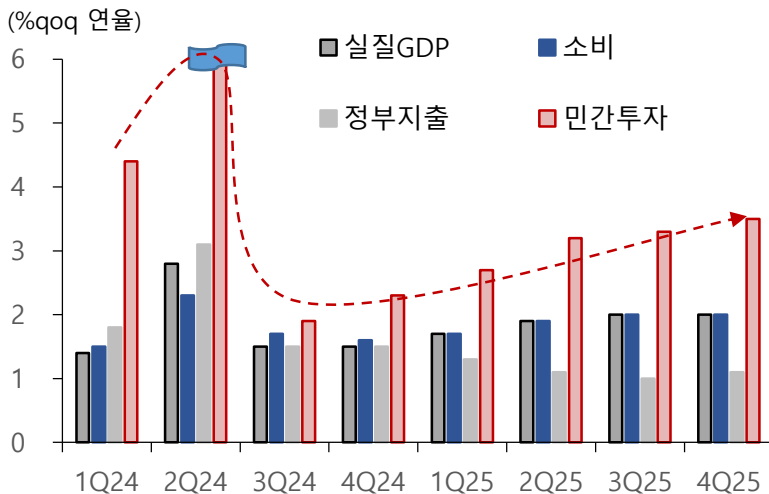
미시건소비자신뢰지수 추이



자료 Bloomberg, 리딩투자증권

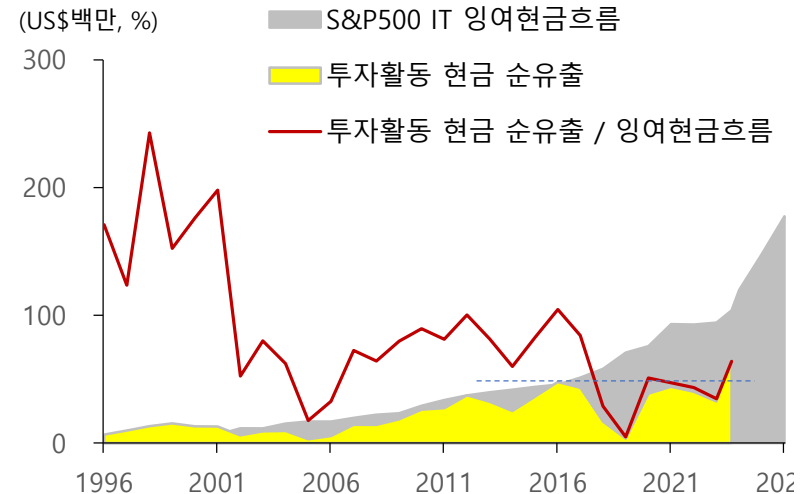
- 2024~25년 미국의 실질GDP를 견인하는 추동력은 민간투자(Private Investment)
→ 특히 올해 상반기에 민간투자가 집중되면서 경기방향성을 주도했으나,
역설적으로 AI 관련 과잉투자로 인한 빅테크 기업의 이익둔화 우려로 밸류에이션 부담 커진 상황임
- 현금흐름표 상 S&P500 IT업종의 투자활동으로 인한 현금흐름은 클라우드 데이터센터 열풍이었던 2016년을 넘어섰으나,
빅테크 기업의 잉여현금흐름 개선세는 FY26까지 연평균 20% 수준의 성장세가 예상되고, 잉여현금흐름 대비 투자활동
현금 순유출 비율은 IT버블 당시에 비해 양호한 편임

2024년 분기별 정부지출, 민간투자 전망치



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

2024년 분기별 정부지출, 민간투자 전망치

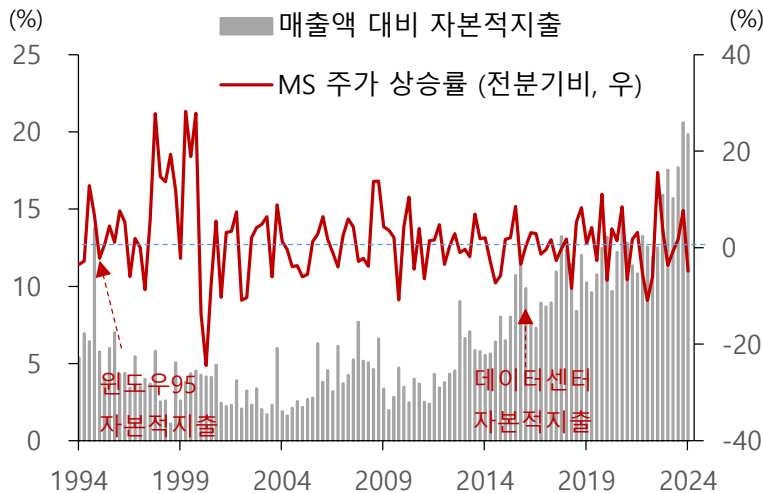


자료 Bloomberg, 리딩투자증권

5 물론 AI 기술혁명은 자본적지출(CAPEX) 부담을 피할 수 없다

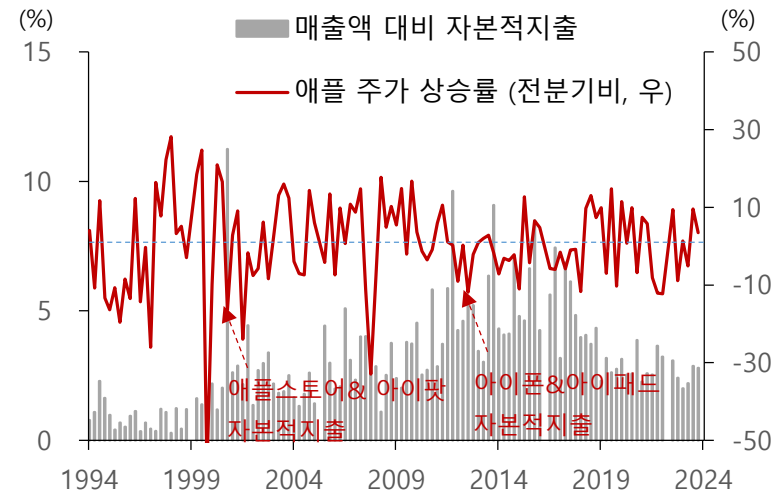
- 블룸버그 조사에 따르면 AI 서버에 대한 IT 관련 지출에 대해서 주요기업 응답자의 42%가 2024년 21% 이상 증가할 것으로 예상. AI 관련 기업의 특히 간헐적인 큰 폭의 자본적지출(CAPEX)로 인해 실적의 고변동성 겪을 가능성 감안해야 함 → 엔비디아 실적 발표(8/28 예정) 주목
- 기술혁명에 따른 투자사이클의 대표적인 사례인 ① MS의 윈도우95(95.8월), ② 애플의 아이폰(07.6월) → 출시 초중반의 간헐적인 큰 폭의 자본적지출(CAPEX)로 인해 실적의 고변동성과 고PER 부담을 겪었음

마이크로소프트의 자본적지출과 주가흐름



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

애플의 자본적지출과 주가흐름

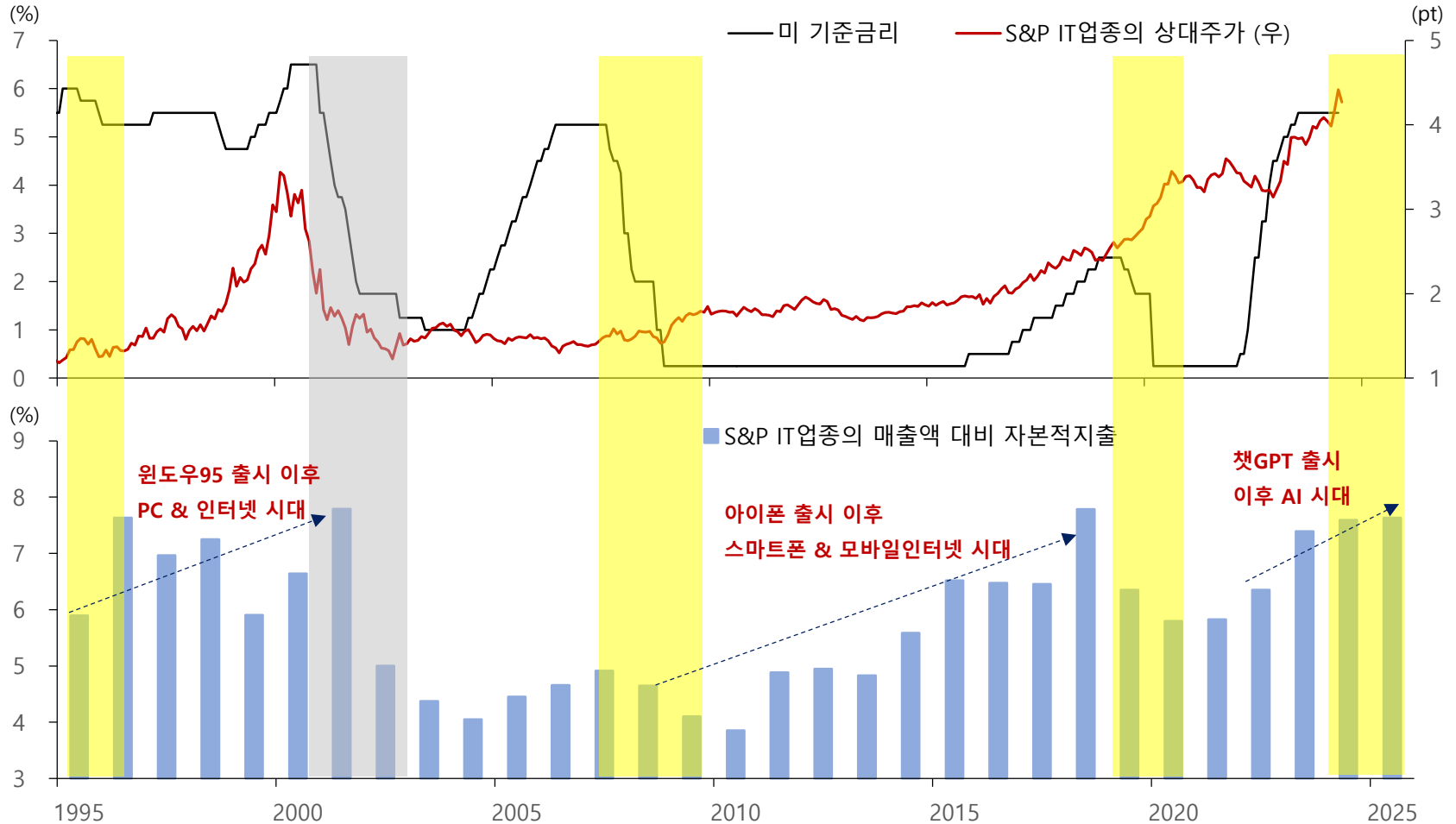


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

6 장기적으로 금리인하는 기술혁명의 촉매제

- 미 금리인하 전후 기술혁명이 개시되었고, 장기적인 저금리를 바탕으로 IT 투자 사이클 ↑
 → 단기적으로는 자본적지출 상승에 따른 과잉투자 우려 vs. IT 투자 사이클 주기 상 아직 초반부 가능성

미 기준금리 인하 전후 IT 업종의 상대주가와 투자 사이클 → 단기 변동성 ↑, 다만 중장기 AI 모멘텀 유효

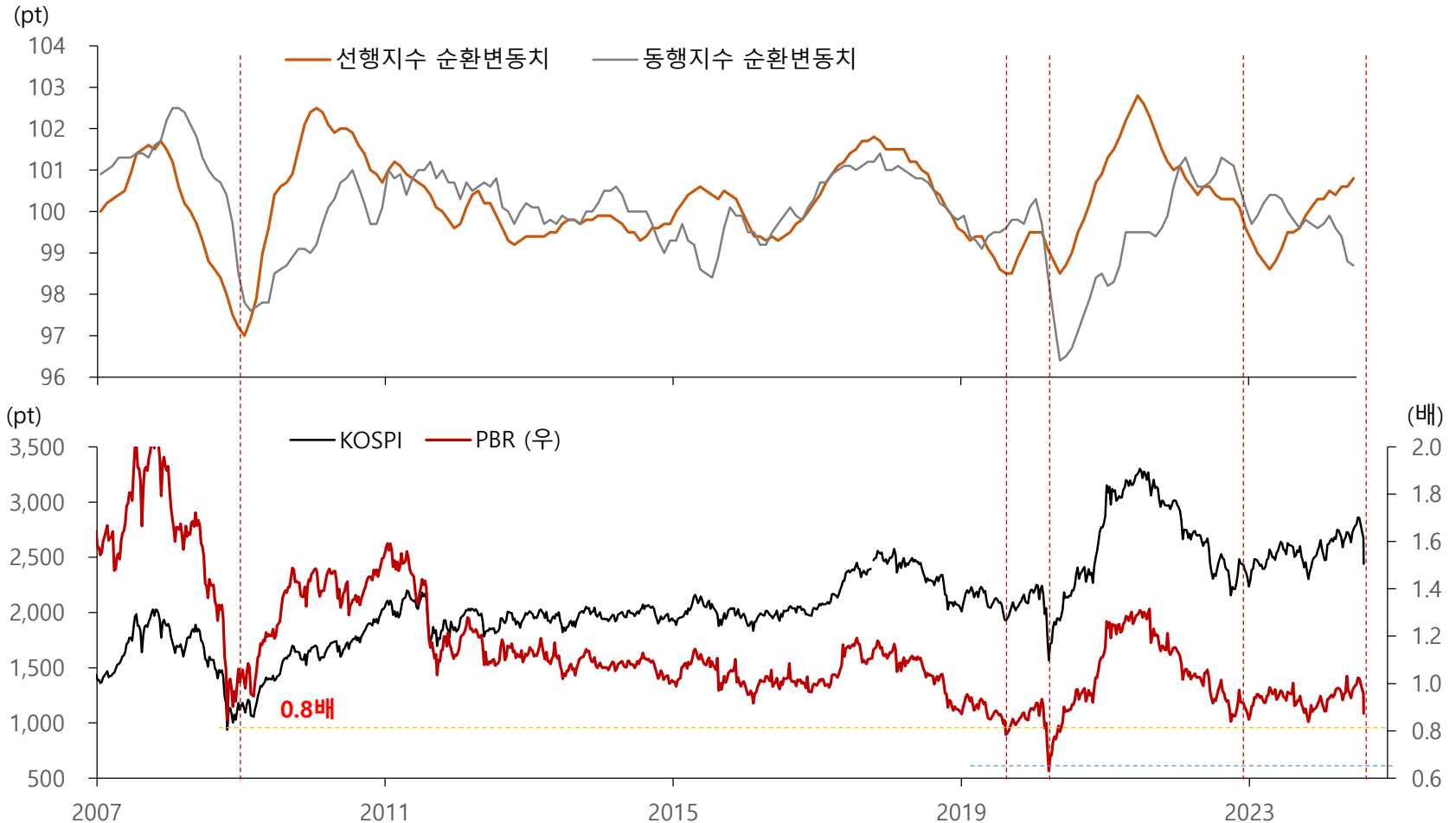


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

7 코스피지수, PBR 기준 역사적 저평가 국면

- 코스피지수 PBR 저점은 선행지수 상 경기 저점과 일치했는데, 금번의 경우 선행지수 상승 중 급락한 이례적인 상황임
→ 2008년 금융위기 및 선행지수 저점부근의 코스피지수 PBR 저점은 0.8배(블룸버그 기준). 전일 2,441pt 기준 0.87배까지 후퇴한 점을 감안하면 최악의 경우 2,250선 전후에서 저점테스트 및 기술적 반등 시도할 것으로 예상함

코스피지수 PBR 추이 → 금융위기와 경기저점 수준의 PBR 저점은 0.8배



본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.