

주식전략

[국내] 믹스 클라이밍

Strategist

노동길

☎ (02) 3772-4455

✉ dk.noh@shinhan.com

강진혁

☎ (02) 3772-2329

✉ kjinhyeok@shinhan.com

세 가지 중심 축 1) 미중 주도 구도, 2) 이익 방향, 3) 밸류업 영향

국내 주식시장 세 가지 축은 1) 미국 vs. 중국 주도구도, 2) 기업이이익 경로, 3) 밸류업 프로그램 영향력이다. 상반기 주도주 켜리는 미국 익스포저 기업에 의존했다. 주도주는 기계, 자동차, 조선, 방산, 반도체 등 미국과 유럽 매출 중심 기업에서 진행됐다. 기업이이익(12MF EPS)은 지수 변동성과 무관하게 흔들림 없이 우상향하며 2023년 초부터 진행된 지수 회복세를 뒷받침했다. 하반기에는 기업 중심으로 밸류업 프로그램 본격 시행에 나설 전망이다.

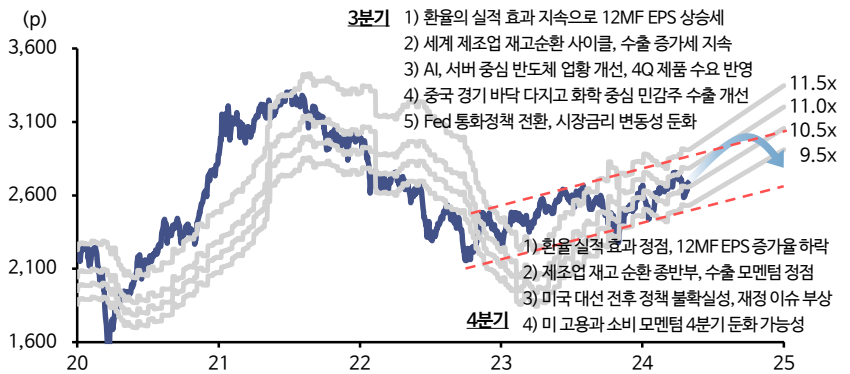
KOSPI 2,550~3,000p. 12MF PER 9.5~11.0x, 3Q 말 고점 도달

수출 성과를 고려하면 올해 EPS를 예상대로 유지할 수 있다. 내년 EPS는 통계적 평균 하락률 7%를 반영했다. 두 가지를 고려한 KOSPI 12MF EPS 정점은 275p 내외다(연간 240~275p). KOSPI는 2,550~3,000p 등락을 전망한다. 12MF PER 기준 9.5~11.0배다. 3분기 실적 개선, 제조업 재고순환 사이클, AI 투자 확대 및 중국 경기 불확실성 완화를 우호적 변수로 꼽는다. 포트폴리오 전략은 1) 이익 모멘텀 상위, 2) 수출 주도주 및 턴어라운드, 3) 실적과 유동성 장세 간 스타일, 4) 밸류업 수혜주를 중심으로 꼽는다. 반도체, 조선, IT하드웨어, 유틸리티 중심이다.

하반기 투자 아이디어: 혼란한 국제 정세 속 빛을 발할 투자처

패권은 통독 탄생, 소련 붕괴 등 탈냉전 사건 이후 30년 만에 신냉전 구도로 치달았다. 미국 세계 경찰 역할론 축소는 대신 전후 지정학 위험을 고조시킬 변수다. 다만 회복 가능한 하방 충격으로 해석한다. 지수보다 업종 전략에 영향을 줄 변수다. 투자 아이디어로 1) 조선, 2) 방산, 3) 정유, 4) 전력기기에 주목한다.

KOSPI 12MF PER: 3분기 말~4분기 초 연간 고점 도달



자료: Refinitiv, 신한투자증권

I. 국내주식 전망: 믹스 클라이밍(Mixed climbing)

하반기 국내 주식시장 구도 세 가지 1) 주도주, 2) 이익, 3) 정책

① 주도주 구도: 미국 vs. 중국 구도는 구조적으로 고착화, 하반기에도 유지

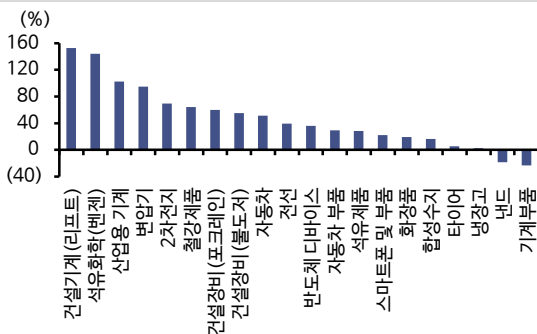
- 하반기 주식시장 구도
- 1) 미국 vs. 중국 주도주
 - 2) 이익 변곡점 시점
 - 3) 기업과 정부 주도
밸류업 프로그램
본격화

하반기 국내 주식시장 세 가지 축은 1) 미국 vs. 중국 주도주 구도, 2) 기업이이익 경로, 3) 밸류업 프로그램 영향력이다. 상반기는 주도주 컬러를 미국 익스포저 기업에 의존했다. 주도주는 기계, 자동차, 조선, 방산, 반도체 등 미국과 유럽 서방국 매출 중심 기업에서 나타났다. 기업이이익(12MF EPS)은 지수 변동성과 무관하게 흔들림 없이 우상향하며 2023년 초부터 진행된 지수 회복세를 뒷받침했다. 하반기에는 기업 중심으로 밸류업 프로그램 본격 시행에 나설 전망이다.

한국은 미국 제조업 재건 프로그램에서 중요 역할을 맡았다. 한국의 미국향 수출 증가율은 2019년대비 60.0%로 전체(24.6%)대비 두 배 이상 높다. 미국 수입 시장 내 한국 점유율은 2021년 3.2%에서 현재 4.2%로 상승하며 중국을 장기간 대체하는 국가 중 하나로 자리매김했다(일본, 대만, 인도 등). 바이든 정부 제조업 재건 프로그램, 자국 우선주의가 트럼프 시절과 달리 동맹국 활용 기조로 바뀐 덕이다. 한국은 미국 네 가지 전략자산(반도체, 배터리, 헬스케어, 희토류) 중 희토류 제외 나머지에서 세계적 경쟁력을 보유하고 있다. 건설투자 사이클 이후 설비투자로 이어지기 때문에 미국 수입시장 내 한국 역할을 유지할 수 있다.

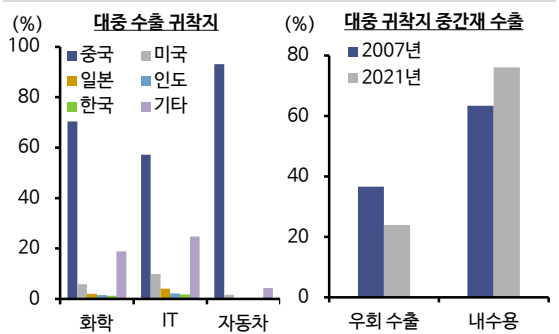
중국과 거리는 더 멀어지는 듯하다. 중국 최종수요 한국 부가가치 유발 효과가 약화되고 있다. 한국의 대중국 수출은 2015년을 기점으로 자본재 비중 하락을 겪고 있다. 중국 제조업 내재화에 따라 최종재 외국 의존 비율을 유의미하게 줄인 영향이다. 대중 수출 업종별 최종 귀착지에서 화학(최종재 2.4%, 중간재 68.0%), 자동차(최종재 40.3%, 중간재 52.8%) 중국 귀착 비중은 절대적으로 높았다. 반면 IT는 최종 귀착지에서 중국 비중 57.2%(최종재 20.4%, 중간재 36.8%)로 비교적 낮았다. 중국 수출 경기 개선 시 IT 만을 수혜로 판단할 수 있는 이유다. IT 외 수출 품목은 중국 내생적 경기 회복을 기다려야 한다.

품목별 2021~23년 대미 수출 추세 대비 증가율



자료: 무역협회, 신한투자증권

대중 수출의 업종별 최종 귀착지(2020년)



자료: 한국은행, 신한투자증권

미국 중심 주도주 컬러 유지. 구조물 투자 이후 설비투자 확장 기대. 중국향 수혜주는 IT 정도를 제외하면 순환적 반등 정도를 기대. 중국향 수혜는 IT에서 최종 소비 품목으로 무게중심 이동

3분기 말~4분기 초 이익 모멘텀 정점. 그러나 증가율 마이너스(-) 구간은 올해 하반기보다 내년 상반기일 가능성

미국 중심 주도주 컬러는 쉽게 바뀌지 않는 가운데 중국 순환적 반등에 주목할 구간이다. 미국 IT 장비, 소프트웨어, R&D 투자 사이클은 짧아지는 추세이지만 보수적으로 가정해도 올해 말까지 큰 문제는 없을 전망이다. 구조물 투자 집중 후 구축됐던 설비투자가 다시 상승할 차례다. 설비투자 증가 국면에서 미국향 수출주(기계, AI 반도체 등) 주도력은 지속될 수 있다. 대중국 수출 부가가치가 과거대비 축소된 상황에서 반도체 등 IT 품목에 집중해야 한다. 중국 수혜주는 경기 반등에 따라 품목별로 순환적 반등 정도에 그칠 전망이다. 대중국 수혜가 IT를 넘어 다른 산업으로 확산하려면 중국 자체 경기 상황 개선을 필요로 한다. 중국향 수혜로는 최종 소비품목 정도로 무게 중심 이동 수순을 밟으리라 예상한다.

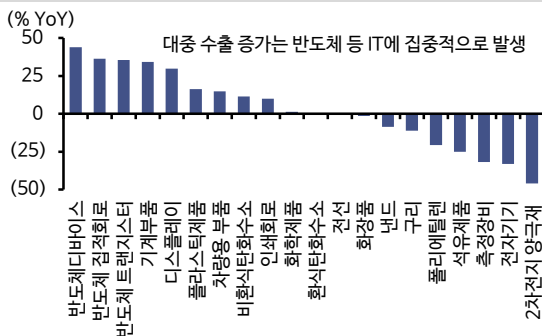
② 이익 추세: 하반기 지수 궤적 변곡점 결정, 3분기 말~4분기 초 정점 형성

하반기 지수 경로에 있어 최대 변수는 KOSPI 12MF EPS 궤적이다. 환율과 이익 간 시차를 고려했을 때 3분기 말 정점 기록 후 하락 전환할 전망이다. EPS 증가율 경로는 내년 2분기 말 다시 반등할 수 있다. 다만 이익과 마진에 미치는 경로가 다양해 환율로 모두를 설명하기 어렵다. 환율은 EPS 레벨을 결정한다기보다 궤적에 영향을 주는 변수다. EPS 레벨 자체는 환율, 제조업 경기, 이익 주도 업종에 따라 엇갈릴 수 있다. 올해 수출 전망에 부합하는 KOSPI 12MF EPS 평균은 260p 내외다. 연간 기준으로 240~275p에서 등락을 예상한다.

제조업 사이클도 이익 궤적에 영향을 준다. 세계 제조업 사이클은 1990년 이후 평균 35개월간 전개됐다. 상승 구간(회복 → 확장)은 평균 18개월 내외다. 현재 제조업 경기 바닥 통과는 1년여 진행됐고 추가 6개월가량 더 남았다고 볼 수 있다. 평균적 궤적을 고려하면 연말 정점에 도달할 수 있다. 환율 효과와 더불어 이익 궤적 등락에 영향을 줄 변수다. 이익 모멘텀 약화가 EPS 레벨 자체 하락은 아님에 유의해야 한다. 이익 증가율 마이너스(-) 전환 시에 EPS 레벨도 하락할 수 있으며 해당 시기는 올해 하반기보다 내년 상반기에 가깝다고 판단한다.

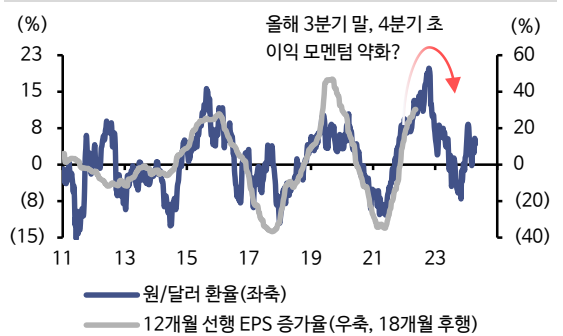
변수는 미국 대선이다. 제조업 경기 패턴을 늘어지게 만들 수 있다. 기업들은 대선 직전 3~4분기 투자를 축소하는 패턴을 보였다. 기업투자는 대선 이듬해 다시 강화됐다. 이를 고려하면 한국 기업 가파른 이익 감소 가능성을 낮출 전망이다.

전년대비 올해 1분기 대중국 수출 증가율



자료: 무역협회, 신한투자증권

환율의 J-Curve 효과



자료: Refinitiv, 신한투자증권

밸류업 프로그램은 기업 자본 효율화 관련 이슈: 주식시장은 퀄리티 스타일을 장기간 소외시켰던 바 있으나 앞으로 기관, 연기금 중심 마중물 역할 기대

③ 밸류업 프로그램: 자본 효율화 직결, 정책 정당성 고려 시 장기 추진 과제

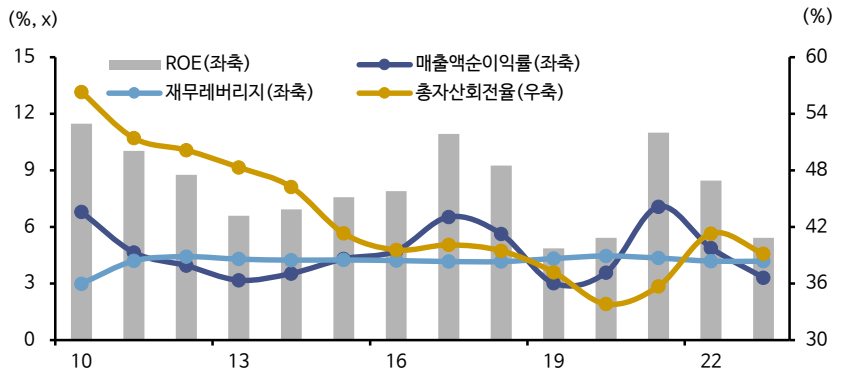
밸류업 프로그램은 기업 자본 배분 효율성에 대한 문제 제기다. I/S(손익계산서) 중심 의사결정 구조에서는 같은 이익을 올리는 기업을 같은 시가총액으로 규정한다. 밸류업 프로그램이 활성화될 경우 얼마나 자본비용을 낮게 유지하는지를 기업 판단 관건으로 본다. B/S(재무상태표) 기반 시장으로 전환을 의미한다. 매출을 발생시키기 위한 필연적 Capex(자본적 지출) 이후 이익은 효율화 요구에 직면할 수 있다. 자본을 산업으로 배분할 때 기업과 국가 관점에서 성장을 기대할 수 있다. 매출을 발생시키지 못하는 Capex라면 밸류업 프로그램 하에서는 이마저도 주주환원으로 자본 효율화를 높여야 좋은 평가를 받을 수 있다.

밸류업 프로그램 본질은 기존 사업 자본 효율화 유도 통한 선순환 구조 안착이다. 주주환원 제고는 자본 효율화 유도를 위한 투자자 유인인 셈이다. 제조업 가동률은 2010년을 정점으로 하락하는 추세다. 생산 지수가 일정했다는 점을 고려하면 제조업 과잉 공급 문제가 산업별로 존재한다고 볼 수 있다. 1차금속, 준재구재 산업 가동률이 과거에 비해 크게 하락했다. 총자본투자효율은 금융위기 이후 이전 수준을 회복하지 못했다. 제조업 GDP 겹은 2015년 이후 평균 -0.3%다. 과잉 공급된 제조업에 투여하는 자본은 그만큼 성장률 하락 요인으로 작용한다.

한국은 퀄리티 스타일 소외에 가까웠던 주식시장이다. 박스피 돌파 후 9년간 벤치마크 수익률을 하회하고 있다. 퀄리티 종목들이 의미하는 영업 효율 및 높은 수익성은 밸류업 프로그램에서 강조하는 ROE 창출 기업 모습과 유사하다. 퀄리티 스타일이 중장기 관점에서 투자자로부터 선택을 받기 위해서는 연기금, 기관 투자자 중심 마중물 역할을 기대해야 한다. 하반기 밸류업 지수 개발과 연결된다.

ROE는 매출총이익률, 총자산 회전을, 재무레버리지 간 함수다. 하락 배경은 1) 제조업 과잉 투자에 따른 수익성 하락, 2) 총자산회전을 하락 등이다. 기업들은 경제적 해자 건설, 비효율 자산 처분으로 ROE를 높일 수 있다. 시급한 문제는 낮은 주주환원 타격이다. 밸류업 프로그램은 정책 정당성 측면에서 확보하고 있으며 중장기 관점에서 지속 추진될 전망이다. 밸류업 관련주 하반기 전망은 밝다.

KOSPI ROE와 구성 요소 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

하반기 국내 주식시장은 지수와 업종 모두에서 기회 요인 발생

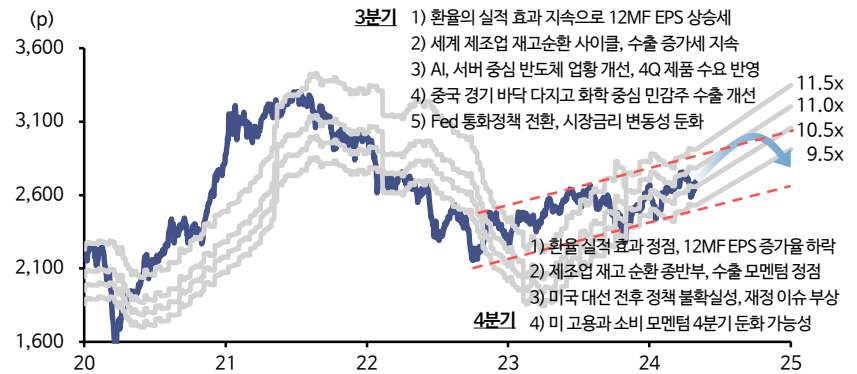
2024년 하반기 KOSPI 2,550~3,000p. 12MF PER 9.5~11.0배 구간

하반기 KOSPI
2,550~3,000p

- 1) 이익 모멘텀 상위
- 2) 수출 주도주 구도
- 3) 실적과 유동성 스타일
- 4) 밸류업 관련주

2024년 EPS 예상치 유지, 2025년 EPS 예상치 7% 하락을 고려해 KOSPI 12MF EPS 정점을 올해 275p 내외로 전망한다(연간 240~275p). 하반기 KOSPI 밴드는 2,550~3,000p다. 12MF PER 기준 9.5~11.0배로 3분기 말~4분기 초 지수 연간 고점을 기록할 전망이다. 3분기 실적 개선, 제조업 재고순환 사이클, AI 투자 확대 및 중국 경기 불확실성 완화를 우호적으로 해석한다. 4분기는 이익 모멘텀과 수출 증가를 정점 통과, 미국 대선 전후 재정 이슈 부상, 경기 모멘텀 약화를 고려했다. KOSPI 비중 확대 의견 유지 속 지수 변곡점 전략에 활용해야 한다.

KOSPI 12MF PER: 3분기 말~4분기 초 연간 고점 도달. KOSPI 선호 지숙



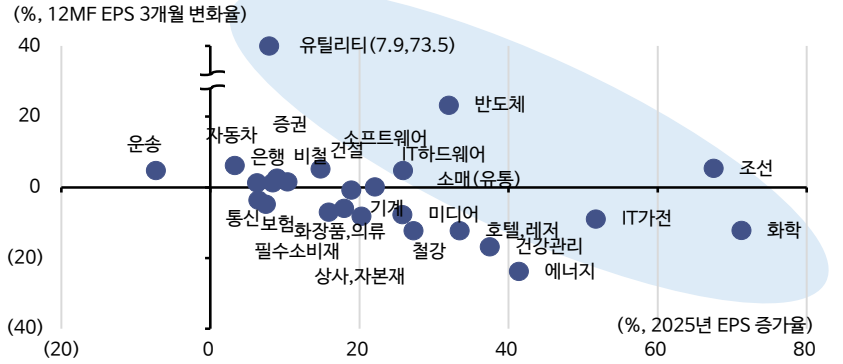
자료: Refinitiv, 신한투자증권

상반기 업종 구도 특징은 기존 주도주 우세였다. 작년 하반기 상승 업종이 올해 상반기에도 양호한 성과를 보였다. 미국과 중국 구도 유지, 2차전지와 경기민감주 이익 추정치 하향, 국내 내수 부진 지속 때문이다. 테마 관점에서는 전선, HBM(고집적메모리), 우주항공, 조선 기자재 중심이었다. 하반기 포트폴리오 전략은 1) 이익 모멘텀 상위, 2) 수출 주도주 및 턴어라운드, 3) 실적과 유동성 장세간 스타일, 4) 밸류업 수혜주로 판단한다. 신성장 테마는 애널리스트 매출 추정과 동행했다. 과거 3년은 신수요(전기차, 변압기, 로봇)와 리프닝(에너지, 항공, 레저)이 주도주였다. 다음 3년은 전체 매출 성장 둔화하는 가운데 반도체 중심이다. 이후로는 전력수요, 방산, 조선, 미디어/엔터에서 기회를 찾아야 한다.

① 하반기 이익 모멘텀 상위: 반도체, 조선, 유틸리티, IT하드웨어 + α

이익 모멘텀은 2~3분기 중 큰 문제를 겪지 않을 전망이다. 해당 구간에서 이익 모멘텀 상위 업종을 찾는 전략은 여전히 중요하다. 증가율 상위 업종일수록 시간 경과에 따라 이익 모멘텀 강화를 기대할 수 있다. 변수는 변화율이다. 기존 예측에 부합한 업황을 가져야 신뢰성을 담보할 수 있다. 해당 업종은 반도체, 조선, 유틸리티, IT하드웨어다. 이익 성장 속도가 높고 최근 변화율도 우호적이다.

KOSPI 업종별 2025년 이익 증가율 및 최근 3개월 변화율



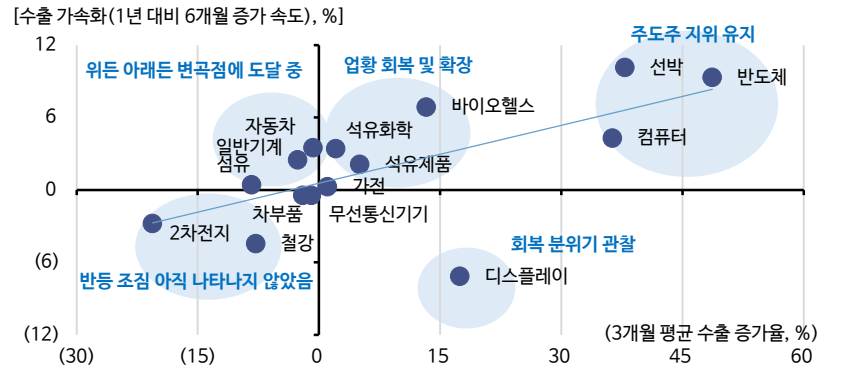
자료: FnGuide, 신한투자증권

② 하반기 수출 모멘텀 관점: 기존 주도주 유지 속 화학, 헬스케어 턴어라운드

수출 증가율과 가속화 측면에서 가장 우위는 반도체, 선박, 컴퓨터(낸드 포함)다. 바이오헬스, 석유화학, 석유제품은 수출 회복 및 확장 조짐을 관찰할 수 있다. 반면 철강, 2차전지는 반등 조짐이 여전히 부재한 상황이다. 화학은 수출 가속화 측면과 방향성에서 턴어라운드 조짐을 보이고 있다. 반면 애널리스트 컨센서스에는 수출 구도 변화 양상을 반영하고 있지 않다. 헬스케어와 더불어 수출 방향성 전환 조짐을 우호적으로 해석할 수 있다.

2차전지는 수출 가속화 측면에서 불리하고 이익 컨센서스도 상대적으로 부정적인 상황이다. 이를 종합적으로 고려했을 때 내년 이익 증가율 관점에서 화학 순환적 회복세를 기대할 수 있다. 2차전지는 전기차 캐즘(Chasm, 과도기적 수요 정체) 논리를 쉽게 타파하기 어려워 가격 반영 과정을 더 거쳐야 할 전망이다.

15대 주요 수출 품목 수출 증가율

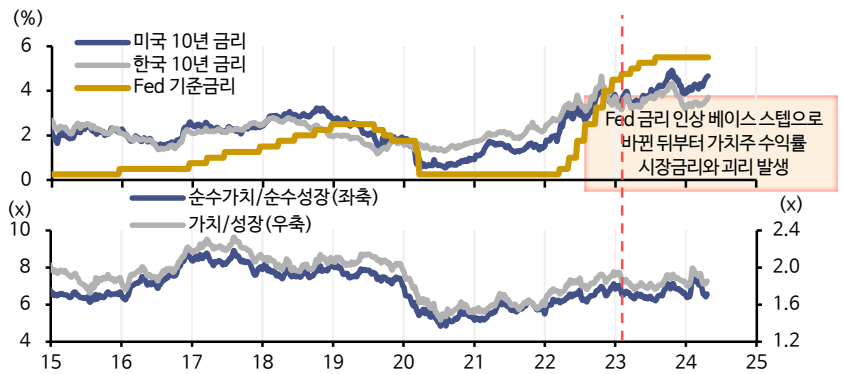


자료: Refinitiv, 신한투자증권

③ 2~3분기 실적, 4분기 유동성 핵심 변수. Fed 금리 정책 변화 변곡점

변곡점은 3분기 중 발생할 전망이다. 미국 성장률이 잠재 수준을 하회하는 구간에 진입할 구간이다. 공급 충격이 추가로 없다면 GDP 갭 마이너스 전환 시 수요 감소를 예상할 수 있다. 수요 견인 인플레이션을 기대할 수 있는 이유다. Fed 정책 전환 시 4분기로 넘어가면서 유동성 장세가 열릴 가능성에 대비해야 한다. Fed 금리 인상이 베이비 스텝으로 바뀐 이후부터 성장대비 가치 상대수익률과 시장금리 간 괴리도 발생했다. Fed가 정책 전환 시점을 앞당길 경우 유동성 장세 도래도 빨라질 수 있다. 헬스케어, 소프트웨어, 미디어/엔터에 주목할 때다.

미국, 한국 시장금리와 가치-성장 스타일 상대수익률

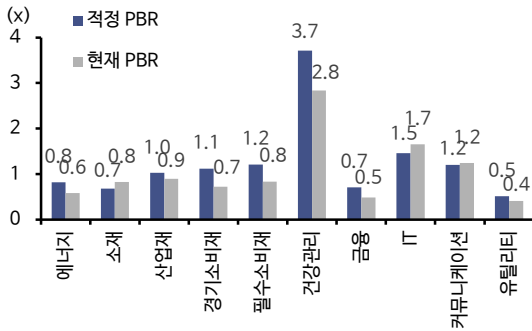


자료: FnGuide, 신한투자증권

④ 밸류업 프로그램: 투톱(은행, 자동차) 건재 속 주주환원에 따라 종목 장세

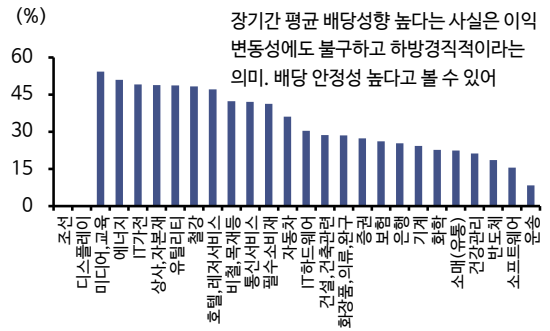
1분기 투자자들은 밸류업 프로그램 관점에서 은행, 자동차, 유틸리티, 보험, 증권, 상사/자본재(지주) 중심으로 반응했다. 실제 배당과 자사주 정책을 의미 있게 바꿨던 기업은 은행, 자동차, 증권이다. 하반기 관건은 실제 기업 주주가치 제고 프로그램 참여 여부와 여력에 달려 있다. 모든 업종이 밸류업 정책에 반응하기보다 투톱(은행, 자동차) 건재 속 종목 장세로 전환을 예상된다.

KOSPI 섹터별 적정 ROE-PBR



자료: FnGuide, 신한투자증권

KOSPI 200 종목군 2015~23년 평균 배당성향



자료: FnGuide, 신한투자증권

II. 혼란한 국제 정세 속 빛을 발할 투자처

지정학 위험은 결국 회복 가능한 조정 요인

지정학적 리스크는 대응이 필요한 상수(Constant)

미국-중국 패권 다툼부터 유럽·중동 등 다층적 분쟁이 지속되는 하반기

2010년대 비교적 평화의 시기를 지나 2020년대는 코로나19, 러시아-우크라이나 전쟁, 중동 분쟁 등으로 글로벌 긴장감이 높아진 상황이다. 즉 지정학적 리스크는 증시에 상수(Constant)로 작용하고 있다.

큰 틀에서 미-중 간 패권 다툼은 지속 중이다. 중국의 도전과 미국의 맞대응이 맞물리면서 상호 치열한 견제 상황이 연출되고 있다. 과거 2018년 무역분쟁만큼 지수 충격이 크진 않겠지만 미국 대선을 앞두고 높아지는 무역장벽은 부담으로 작용할 수 있다. 산업단에서는 미국의 대중국 규제 방식·범위에 따라 우리 산업이 피해를 입을 가능성도 있지만, 반사이익 가능성도 살펴볼 수 있다.

지수단보다는 업종단에서 차별적 영향력 전망

지정학 리스크는 펀더멘탈 훼손보다는 회복 가능한 하방 충격 전망. 특히 업종단에서 차별적 영향력 예상

미-중 갈등이나 유럽 및 중동 분쟁 등 지정학적 이슈는 하반기에도 불거질 전망이다. 다만 이러한 이벤트는 펀더멘탈에 영향을 미치지 보다는 회복 가능한 수준의 단발적인 하방 충격으로 나타날 것으로 예상하고 있다(Base Scenario).

물론 미국 대선 등은 광범위한 영향력을 미친다. 과거 미국 대선이 있던 해에는 평균적으로 S&P500은 7.3% 상승, KOSPI는 3.7% 상승하는 모습을 보였다. 월별 데이터를 살펴보면 대선 전(9~10월)은 불확실성에 약세를 보이지만 대선 후(11월~)는 불확실성 해소에 상승하는 경향을 보였다.

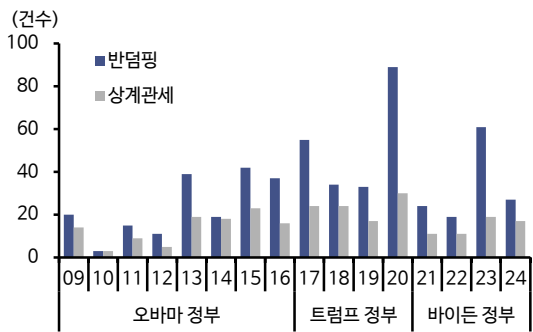
업종단에서는 조선·방산·전력기기 등은 선거 이슈와 무관하게 성장을 지속할 것으로 예상된다. 유럽·중동 분쟁의 장기화는 국내 방산 업계에 수혜로 작용한다. 또한 해당 지역 원유 생산에 차질 발생시 정유 등 업종도 영향을 받는다. 환경 이슈도 주목할 필요가 있다. 친환경 규제에 따라 국내 조선 업종의 수혜가 기대되고, 하반기 발생 예측되는 라니냐는 곡물가·유가 등 상방 압력으로 작용한다.

올해 글로벌 분쟁 횟수는 전년 대비 가파르게 증가



자료: ACLED, 신한투자증권
 주: 짙은 색일 수록 전투·폭동·폭발 등 이벤트가 많았음을 의미

대선을 앞두고 미국의 보호무역 조치 강화



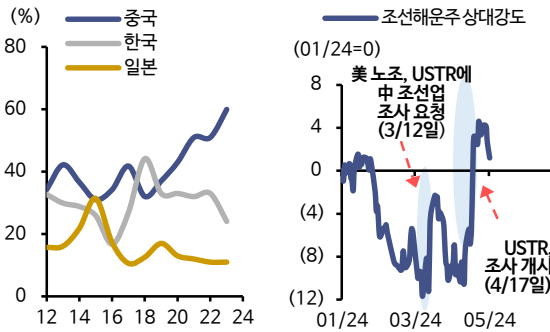
자료: 한국무역협회, WTO, ITA, 신한투자증권
 주: 2024년은 1~4월 데이터

하반기가 더 좋을 조선주

미중 갈등은 조선주 강세 모멘텀 부여

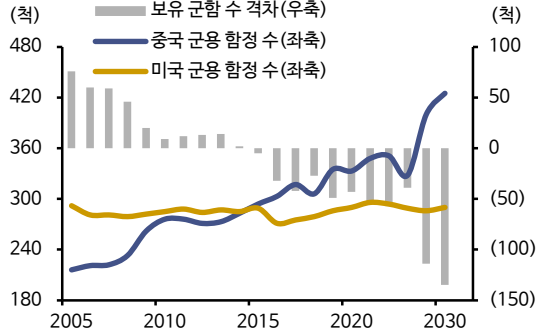
바이든-트럼프 모두 미국 우선주의에 기반을 두고 중국에 비판적 기조를 보인다. 따라서 11월까지 미국의 중국 때리기는 심화될 전망이다. 한국은 중국 다음으로 글로벌 선박 수주 점유율이 높아 수혜 기대감이 있다. 다만 단기 반사이익보다 이벤트에 따른 모멘텀이 예상된다. 대선을 앞두고 노조의 표를 얻기 위한 중국 조선업 제재의 배경에는 미국 조선업의 쇠퇴가 있다. 레이건 정부 당시 조선업에 대한 보조금을 감축하며 조선업과 해군력은 약화됐다. 최근 미 해군 유지·보수 정비(MRO) 사업에서 한미 협력 가능성도 높아지고 있다(HD현대중공업·한화오션).

중국 외 높은 선박 수주 점유율로 반사이익 기대



자료: Clarksons, 산업통상자원부, FnGuide, 신한투자증권
주: 우측 차트는 HANARO Fn조선 ETF의 KOSPI 대비 상대강도

중국-미국 간 보유 함정 수 격차는 확대

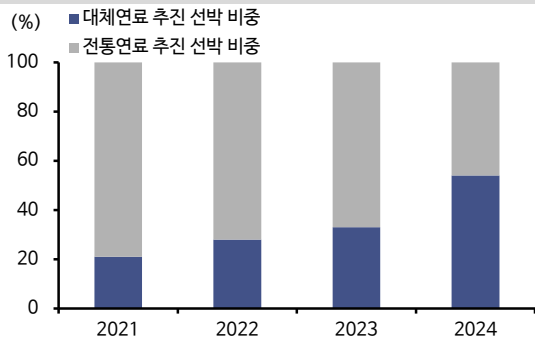


자료: US CRS, 신한투자증권

강해지는 선박 환경 규제는 한국에 호재

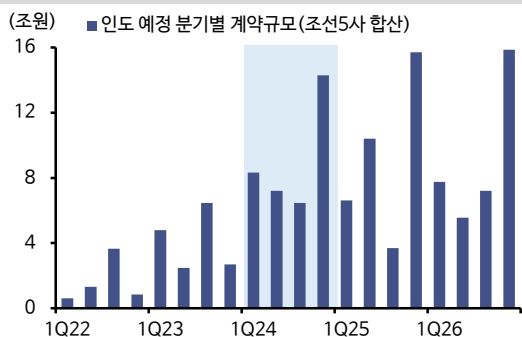
국제해사기구(IMO) 주도로 선박 배기가스 배출에 대한 환경 규제가 본격화하는 추세다. 규제가 단계적으로 적용(EEDI, EEXI, CII 등)되면서 관련 문제의 근본적 해결을 위해 친환경 선박 건조가 필수적이라는 인식이 확대됐다. 글로벌 친환경 선박 수주는 한국이 1위 자리를 견재하게 유지하고 있다. 노후선 교체 수요가 견조해 선가 상승 사이클이 장기화 될 것으로 예상되는 가운데(P), 신규 발주 선박 중 대체연료 채택 비중은 매년 높아지는 만큼(Q) 수혜가 기대된다.

신규 발주 선박 중 대체연료 선박 증가 추세



자료: Clarksons, 신한투자증권

국내 빅3 조선사 일감 보유 현황은 양호



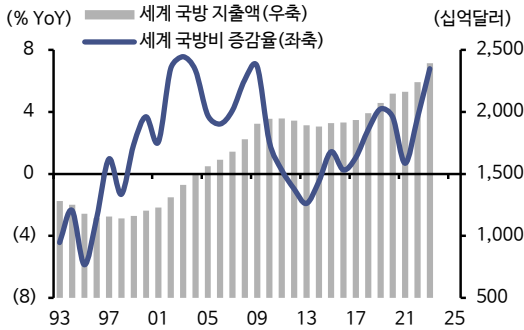
자료: 산업통상자원부, Clarksons, 신한투자증권

글로벌 안보 긴장 지속

국제 정세에 따른 군비 증강 경쟁

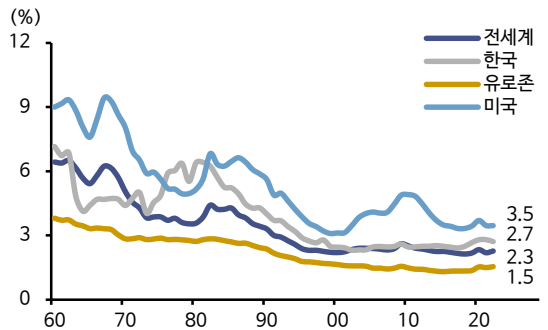
유럽·중동 등 분쟁에 안보 역량 강화 수요 나타나며 세계 국방비 지출 가파르게 상승하고 있다. 예산 편성에 소요되는 시차 고려 시, 분쟁의 장기화는 당분간 인접국의 방산 수요를 뒷받침할 전망이다. 최근 HD현대중공업·현대로템 등은 중남미 시장에도 진출하고 있고, 미국 군함 시장(MRO 등)에서 한국 조선사와 협력도 기대된다. 장기 모멘텀도 유효하다. 트럼프와 바이든 누가 당선되든 재임 후 첫 예산안에서 국방 예산의 비중을 확대했다. 특히 트럼프는 집단 안보 원칙을 부정하는 만큼 트럼프의 지지율이 오를 수록 방산에 우호적으로 작용했다.

글로벌 국방비 지출액은 가파르게 상승



자료: SIPRI, 신한투자증권

유로존은 GDP 대비 방위비 비중 2% 미만

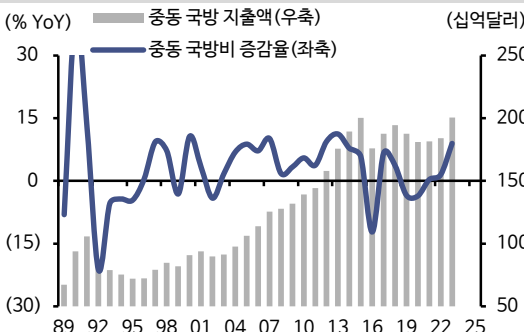


자료: World Bank, 신한투자증권

방공 수요 중심 유망한 수출 시장인 중동

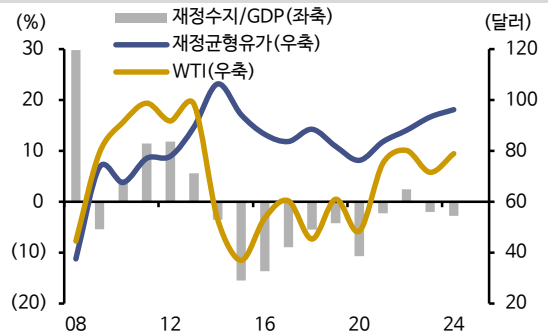
중동 방위비 지출은 2020년대 들어 가속하고 있다. 특히 사우디·UAE 중심 방공 수요가 높다. 과거 사우디의 분쟁 케이스를 보면 미사일·전투기 공습 등 원격 타격이 압도적 비중을 차지한다. 여기에 미국-사우디 간 긴장 기류가 나타나면서 미국 무기와 호환이 가능한 국내 기업의 수혜가 기대된다. 한국은 내년 L-SAM 양산을 시작해, LAMD(~2029 체계개발 완료)·천궁-3(~2034)·L-SAM2(~2035)의 개발을 완료할 예정이다(LIG넥스원·한화시스템·한화에어로스페이스 등).

중동은 2020년대 국방비 지출 확대 추세



자료: SIPRI, 신한투자증권

고유가로 재정수지 개선 시 방산 지출 여력



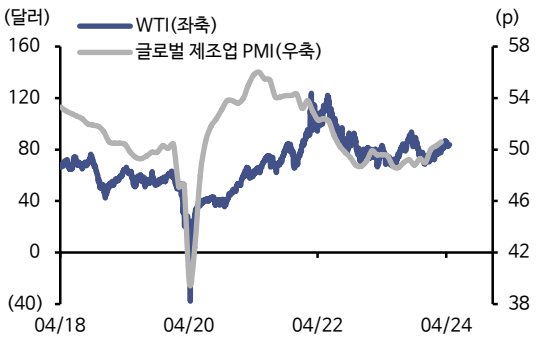
자료: Bloomberg, 신한투자증권

회복이 기대되는 정유주

유럽 및 중동 긴장은 유가 하단을 지지

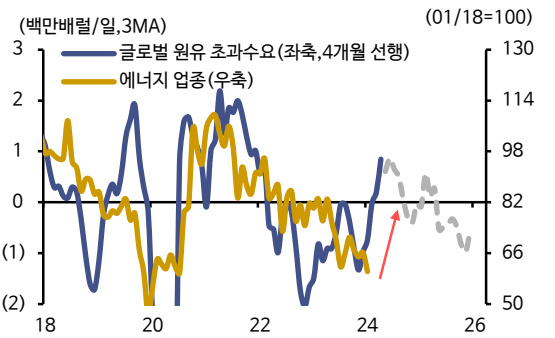
OPEC+ 감산 등으로 IEA·OPEC에서 타이트한 수급을 전망하는 데 더해 지정학 이슈도 지속되고 있다(Dallas 연준 설문 결과 연말 WTI 배럴당 80~85\$ 전망). 미국, 중국 등 제조업 반등은 초과 수요의 강도를 결정할 것이다. 한편 우크라이나 러시아 에너지 정세 설비 타격, 중동 내 국지적 충돌은 불안 요소로 작용한다. 유가-정제마진 모두 바닥에서 회복되며 정유주의 실적 개선이 기대된다. 전기차용 윤활유, AI 데이터센터용 액침냉각유 등은 정유사의 새로운 성장 동력이 되고 있다. 국내 정유사는 높은 글로벌 기유 경쟁력을 보유한 점에서 수혜가 기대된다.

글로벌 제조업 PMI 회복은 유가 하단 지지



자료: Bloomberg, 신한투자증권

당분간 초과수요 이어지며 하반기 정유 반등 기대

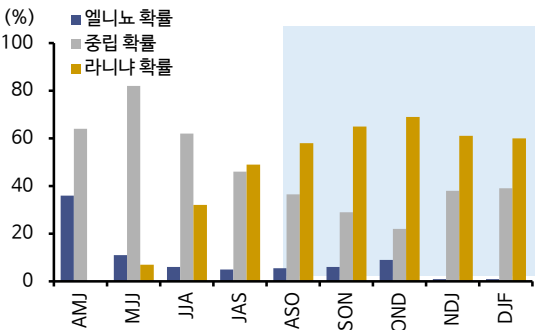


자료: EIA, FnGuide, 신한투자증권 / 주: 점선은 EIA 예측

기후 현상에 따른 유가 상방 압력 가능성

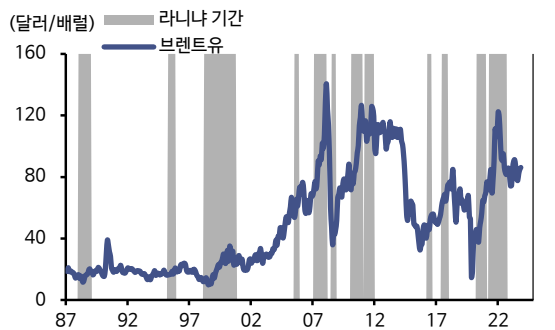
올해 하반기는 라니냐의 발생 가능성이 점쳐지고 있다. 라니냐는 동남아·호주의 홍수, 북미 강추위, 남미 가뭄 등을 유발한다. 이러한 기후 현상은 곡물 작황에 영향을 미쳐 곡물가를 끌어올림과 동시에 유가에 상방 압력으로 작용하게 된다. 1) 북반구 강추위로 천연가스·난방유 등 에너지 수요가 증가한다. 여기에 2) 허리케인 영향에 따른 멕시코만 원유 생산 차질 가능성 등 공급을 감소시킬 수 있다. 과거 라니냐 기간 국제 유가가 상방 압력에 노출된 경향을 확인할 수 있다.

올해 3~4분기 라니냐 발생 확률 70% 근접



자료: CPC/IRI, 신한투자증권

과거 라니냐 기간 유가는 상방 압력에 노출



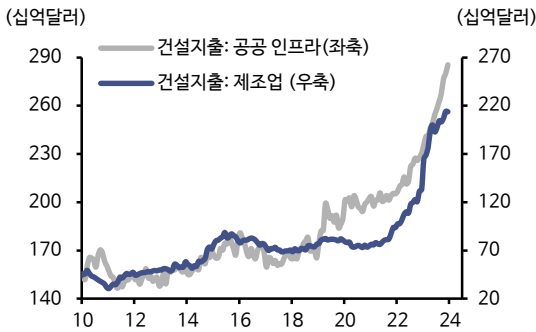
자료: Refinitiv, NOAA, 신한투자증권

하반기에도 주도력을 이어갈 전력기기

북미·유럽 등 전력 인프라 확충은 초당적 어젠다

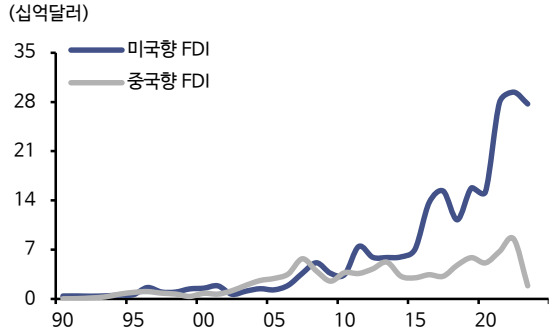
지정학적 불확실성에도 불구하고 AI라는 메가트렌드는 초당적 어젠다이다. AI와 함께 성장이 기대되는 산업은 전력기기이다. 미국의 경우 바이든은 미국 중심의 공급망 개편 과정에서 IJA·IRA 등을 통해 전력망 투자를 확대했고, 트럼프도 공약에서 노후화 전력망 교체를 언급했다. AI 경쟁력에 대한 관심이 1950~80년대에 만들어진 미국 전력망 교체의 당위성을 높여준다. 우리나라도 해외직접투자에 있어 중국보다 미국향 인프라 투자가 가파르게 증가해왔다. 북미·유럽·중동 등 핵심 시장 중심으로 수출 실적 개선되며 OPM도 빠르게 상승하고 있다.

IJA·IRA 등으로 전력 등 인프라 투자 확대



자료: Refinitiv, 신한투자증권

미국 중심 공급망 재편에 대미 FDI 급증

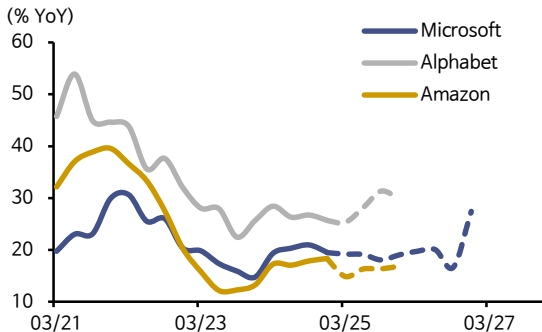


자료: 수출입은행, 신한투자증권

불확실성 가운데서도 확실한 성장세

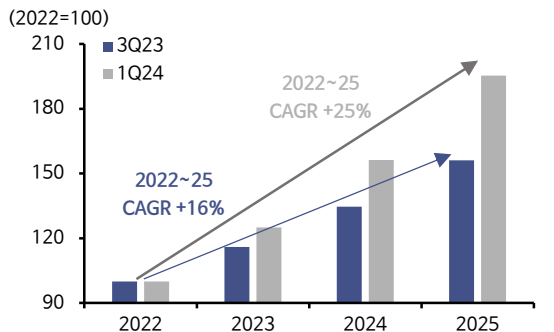
미국의 노후화된 전력망 교체, AI·전기차 등 전력화 추세, 재생에너지 확대 추세 등으로 전력기기 호황은 단기에 꺾이지 않을 전망이다. 실제 빅테크들의 클라우드 매출 성장률은 반등하고 있다. 경쟁적인 AI·데이터센터 투자의 배경이다. Eaton도 1Q 실적 발표를 통해 데이터센터 시장 전망치를 크게 상향했다(CAGR 16% → 25%). 여기에 더해 유가 회복에 따른 중동의 투자 프로젝트 확대와 일부 지역 전쟁 재건 기대감 등 지정학적 이슈도 기회 요인으로 살펴볼 수 있다.

빅테크의 클라우드 부문 매출 모멘텀 반등중



자료: Refinitiv, 신한투자증권

Eaton, 데이터센터 시장 성장률 전망 상향



자료: Eaton, 신한투자증권