

2025 MARKET PERSPECTIVE

투자 전략

Yuanta Investment Strategy Analyst



리서치센터장 / Chief Strategist

김승현

seunghyun.kim@yuantakorea.com



투자전략팀장 / Global Strategist

민병규

byungkyu.min@yuantakorea.com



Derivatives

정인지

inji.jung@yuantakorea.com



Fund

김후정

hujung.kim@yuantakorea.com



Passive/ETF

고경범

gyeongbeom.ko@yuantakorea.com



Economist/ESG

김호정

hojung.kim@yuantakorea.com



US Market

황병준

byeongjun.hwang@yuantakorea.com



Equity Market

강대석

daeseok.kang@yuantakorea.com



Global Equity/Commodity

고선영

sunyoung.kou@yuantakorea.com



Research Assistant

신현용

hyunyoung.shin@yuantakorea.com



Research Assistant

박성철

seongcheol.park@yuantakorea.com



Research Assistant

임지윤

jiyeon.lim@yuantakorea.com



Research Assistant

이숙현

sukhyun.lee@yuantakorea.com



2025
MARKET
PERSPECTIVE

투자 전략

CONTENTS



I. 투자전략

[2025년 투자전략] 예상되는 경로, 한발 앞설 주가	07
[경제/FX 전망] 경기 안정과 반전의 순서	20
[시황 이슈 분석] 세상 어디에도 없는 착한(韓) 주식	34

II. 글로벌 전략

[글로벌 전략] 익숙한 소재 살리기	47
[미국 산업 전략] 의존과 탈피	60
[원자재 전망] 주도권과 필요 사이	73

III. 마켓 이슈

[파생/기술적 분석 전망] KOSPI, 점진적인 회복 국면 전망	85
[펀드/자산배분 전략] 쏠림은 다변화로 대응	96
[패시브 전망] 진짜 밸류업, 가치 지향에 대한 희구	107

IV. 국가별 관세 대응과 변화(Appendix)





2025
MARKET
PERSPECTIVE



I. 투자전략



[2025년 투자전략] 예상되는 경로, 한발 앞설 주가

경기사이클은 추가 둔화가 예상되고 미국 증시는 부담스럽다. 2025년 증시 전망 컨센서스가 낙관적이지 못 한 이유다. 우리는 예상되는 경로에 주가는 선행할 것으로 보며 부진했던 한국의 상대수익률도 내년에는 회복을 전망한다. KOSPI 저점은 낮어도 2분기, 연간 밴드는 2,350~3,000pt로 제시한다. 트럼프 당선이후 미국향 수출 둔화를 걱정하지만 내년에도 수출과 무역수지의 경착륙은 없을 것으로 본다.

한-미 기준금리차 축소와 환율 하락, 중국의 회복, 취약했던 내부 수급도 연금금을 중심으로 개선이 예상된다. 현재 밸류에이션은 다양한 악재, 무엇보다 불확실성을 선 반영한 수준이다. 모멘텀 측면에서는 장기간 침체된 내수 경기와 관련주의 주가 회복에 주목할 만 하다. 이익 모멘텀과 신뢰도, 수급 변화를 고려하여 관심 업종은 조선, 인터넷/게임, 호텔/레저, 통신, 미디어/엔터, 반도체를 제안한다.



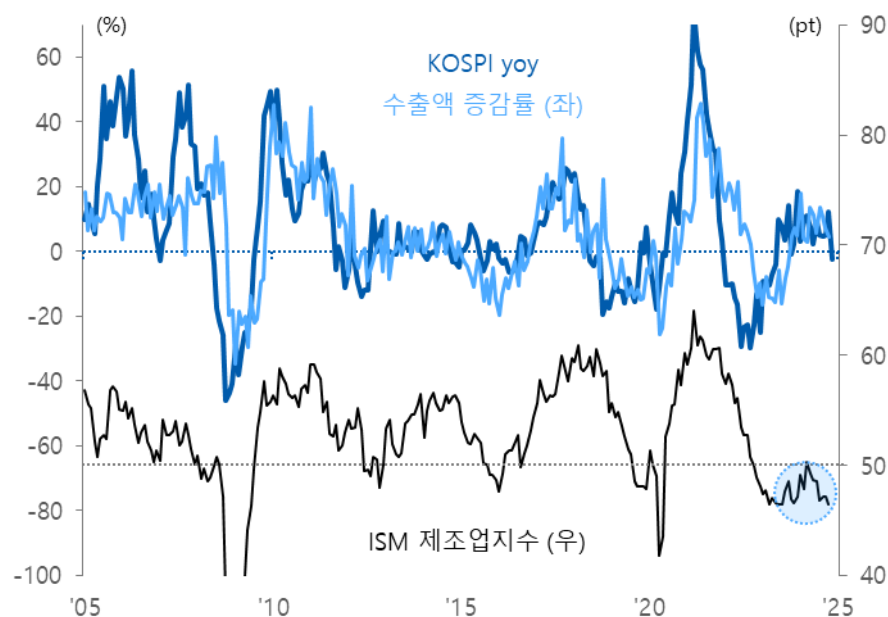
김승현 리서치센터장 / Chief Strategist
seunghyun.kim@yuantakorea.com



2024년 상고하저 → 사이클 지표와 이벤트의 반영

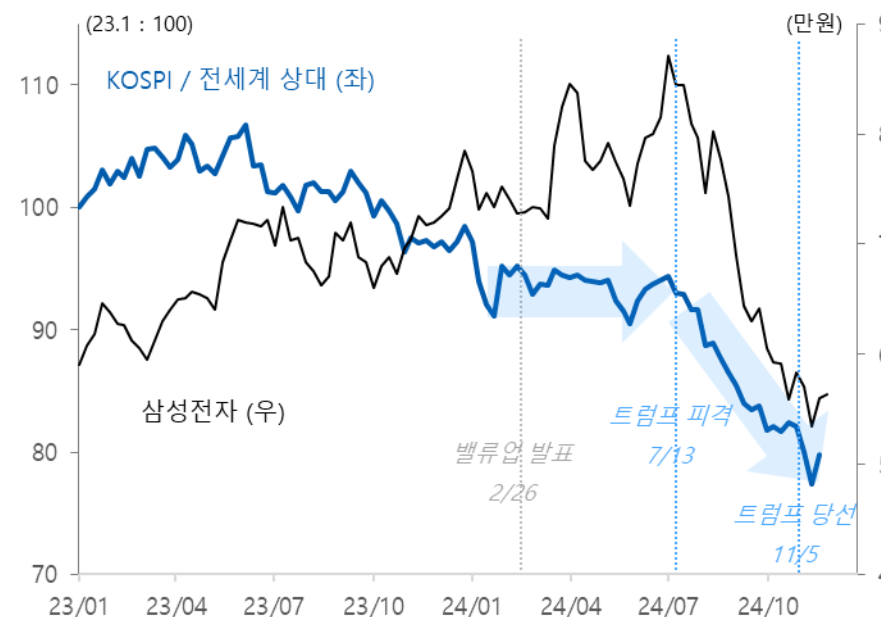
- 2025년 증시 전망 컨센서스가 낙관적이지 못한 이유 → 1) 하락세가 이어질 사이클 지표, 2) 부담스러운 미국 증시 때문.
- [유안타 하우스 뷰] 예상되는 경로에 주가는 선행할 것이고, 부진했던 한국 증시의 상대수익률이 내년에는 회복될 것
→ 늦어도 2분기 중 KOSPI 저점 확인 전망.
- 2024년 증시는 상고하저 → 사이클 지표의 방향성과 2가지 이벤트를 반영한 증시 흐름.
- 사이클 → 수출액과 EPS 증감률의 하락 전환, ISM 제조업지수의 부진을 초과 반영.
이벤트 → 상반기는 밸류업 프로그램 발표, 하반기에는 미국 대선 변수가 주된 영향. 다만 트럼프 리스크는 이미 5개월 동안 크게 반영.

하반기 수출액 증감률, ISM 제조업지수 등 사이클 지표의 하락 전환을 반영



자료: 유안타증권 리서치센터

2가지 이벤트 → 1) 밸류업 프로그램, 2) 미국 대선(트럼프 리스크)



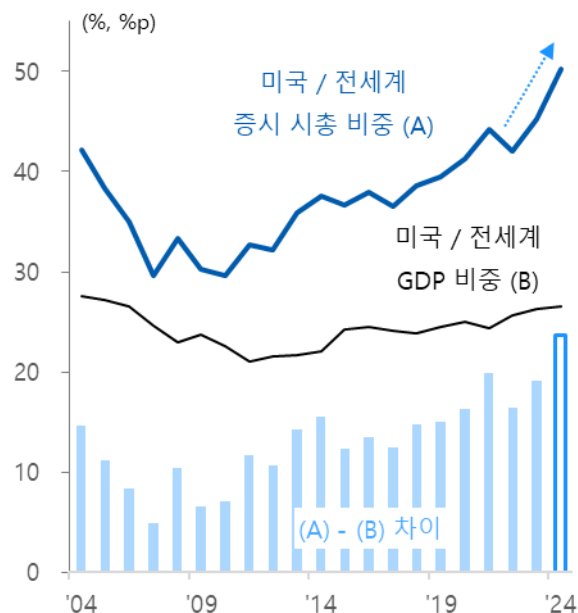
주: MSCI 전세계 지수 대비 KOSPI, 자료: 유안타증권 리서치센터



미국 증시의 독주와 높아지는 부담

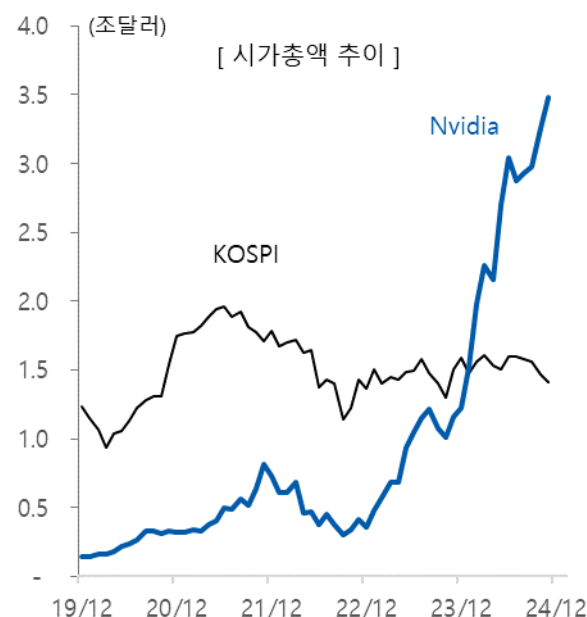
- 전세계 증시 시가총액에서 미국이 차지하는 비중 → 2010년 29.7%에서 현재 50.2%로 급증, 절반을 상회하기 시작.
- 같은 기간 미국의 명목 GDP 비중이 22.6%에서 26.5%로 상승한 것과 비교하면 괴리도는 역대급 수준.
- 대표 주도주인 엔비디아의 시가총액은 코로나 이전 KOSPI의 12% 수준에서 2배 이상으로 급증.
- 지난해부터 급등한 M7의 시가총액 또한 아시아 주요 4개국 대표증시의 합산 시가총액을 넘어 격차가 확대되고 있는 상황.

전세계 증시에서 미국의 시총 비중 → 50% 돌파



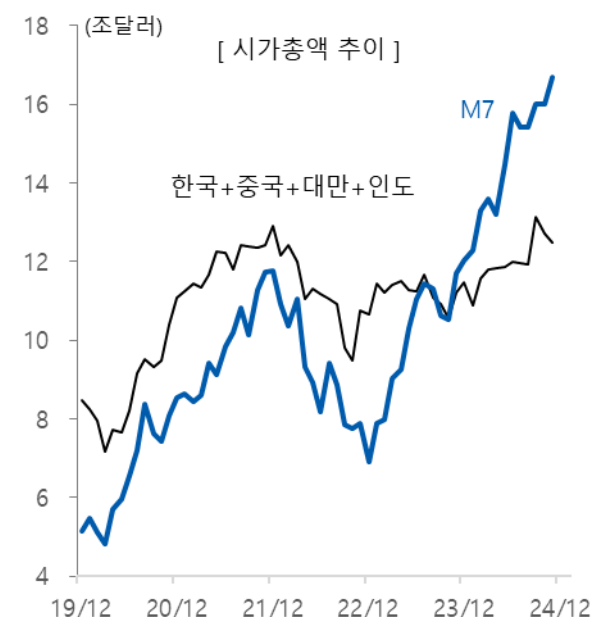
주: ETF, ADR 제외, 자료: 유안타증권 리서치센터

엔비디아 시총 → KOSPI 2배 돌파



자료: 유안타증권 리서치센터

M7 시총 → 주요 신흥국 합산 시총 초과

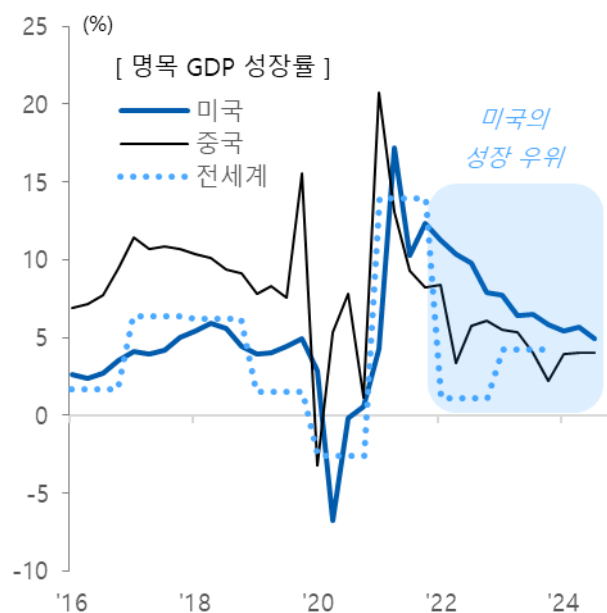


주: KOSPI, 상해종합, 가권, SENSEX 시총 합산, 자료: 유안타증권 리서치센터

미국 → 양호한 성장, 제조업 부진, 금리 인하는 예정대로

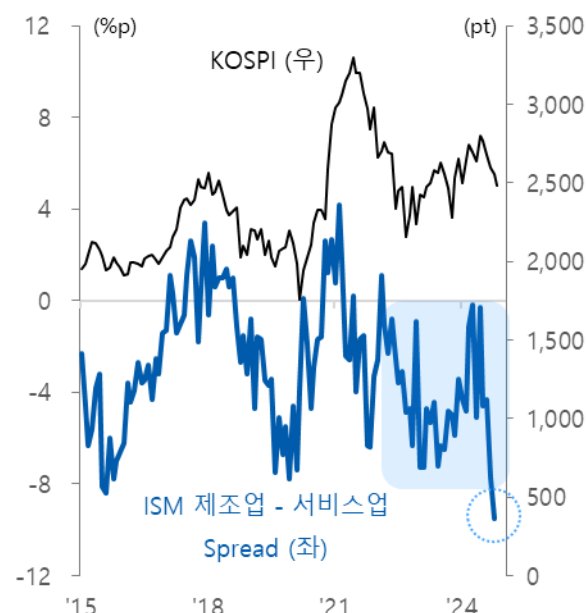
- 미국 증시의 독주에는 고물가의 대가로 얻은 장기간 경기 호황이 근본적인 요인.
- 코로나 이후 미국의 명목 GDP 성장률은 전세계 평균과 중국을 크게 상회하는 수준.
- 다만, 서비스업 중심의 성장으로 인해 ISM 제조업과 서비스업 지수의 스프레드는 극단적인 수준까지 확대
→ 2024년 한국 증시의 상대적 부진 요인이 됐지만, 25년에는 스프레드의 빠른 되돌림 예상.
- 트럼프 당선 이후 미국의 금리인하 속도에 대해 논란이 있지만, 실업률과 비농업 취업자수(고용 지표) 추이를 고려하면 금리인하는 예정대로 진행될 것 → 2025년 미국 기준금리는 100bp 이상 인하될 것으로 전망.

코로나 이후 → 미국의 성장 우위 지속



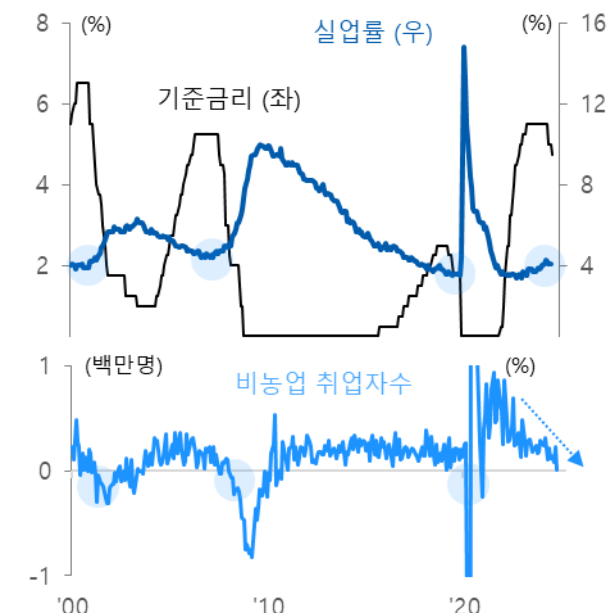
주: 24년 3분기까지, 자료: 유안타증권 리서치센터

ISM 제조업 - 서비스업 Spread → 극단적 수준



자료: 유안타증권 리서치센터

2025년 미국 기준금리 → 100bp 이상 인하 전망

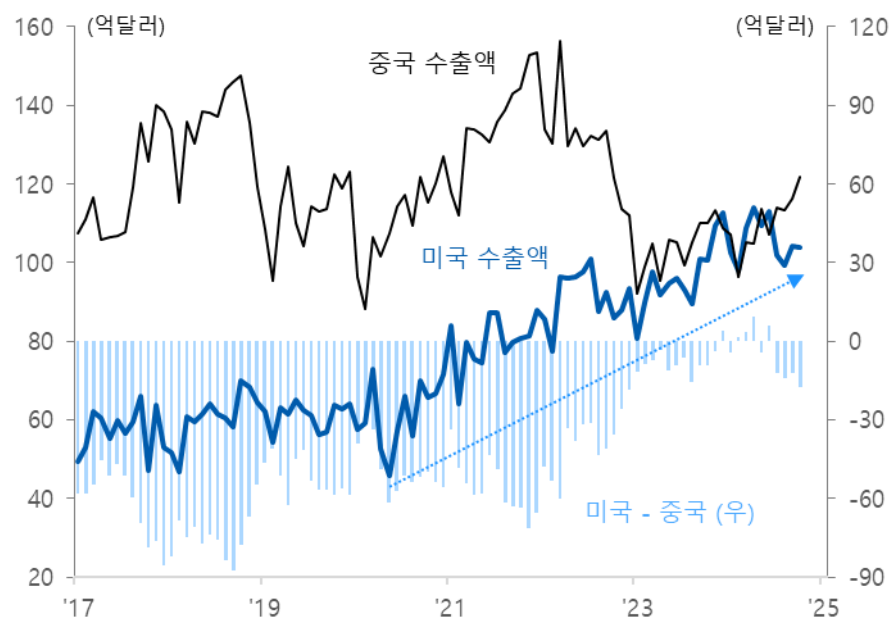


주: 비농업 취업자수 23년 12월 29.0만명 → 24년 10월 1.2만명
자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 경기 침체 보다 미국향 수출 둔화 우려

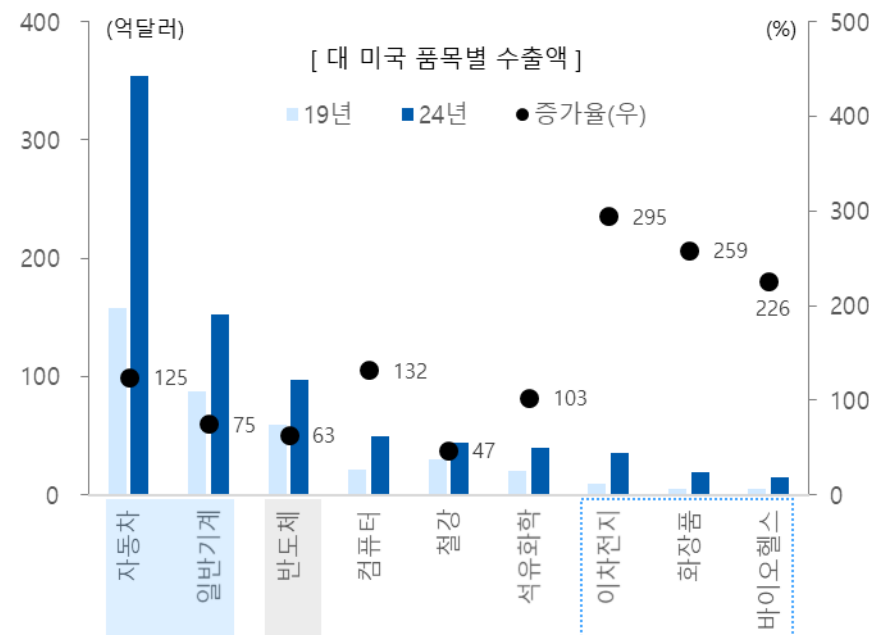
- 장단기 금리차 역전 이후 어김없이 발생해 왔던 글로벌 경기침체 우려 → 적어도 2025년에는 나타나지 않을 것.
한국 입장에서 걱정은 트럼프 당선 이후 빠르게 성장하던 미국향 수출의 둔화 우려.
- 미-중 무역분쟁 이후 대 중국 수출은 높은 변동성을 보인 반면, 코로나 이후 대 미국 수출은 지속적으로 성장.
- 미국향 수출을 품목별 보면, 자동차와 함께 미국의 인프라 투자, 현지 시설투자 확대에 따른 일반기계가 급증을 주도한 것으로 확인.
2019년 대비 증가율로는 2차전지, 화장품, 바이오헬스 등이 200% 이상 큰 폭 성장. 반도체는 +63.4% 성장, 평균치(+72.6%)를 하회.
- 반도체의 미국 수출 비중은 7.0%로 자동차의 49.9%와 비교하면 미미한 수준. 반도체 수출(중국/홍콩 비중 33.5%/18.9%)은 중국 제재에 따른 간접적인 영향 예상 → 결국 미국향 수출의 둔화 폭은 우려하는 수준보다 적을 것.

대 중국 수출액을 잠시 추월했던 대 미국 수출액



주: 24년 10월까지, 자료: 유안타증권 리서치센터

미국 수출 증가는 자동차, 일반기계가 주도, 반도체는 평균 성장을 하회

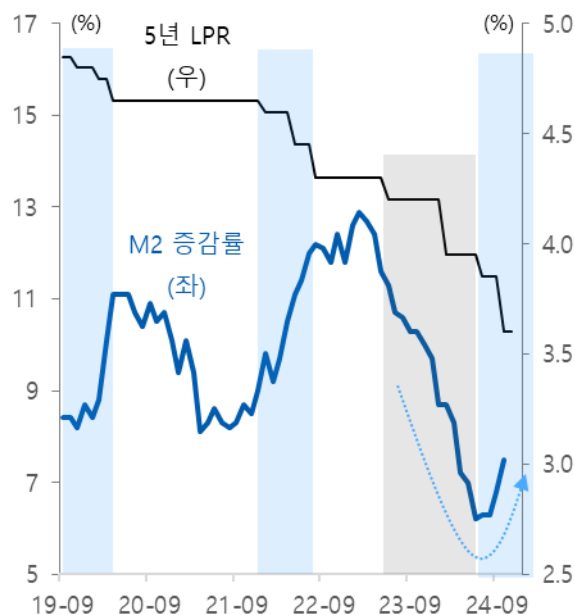


주: 24년은 10월까지 지표의 연환산, 자료: 유안타증권 리서치센터

중국 → 이전과 다른 부양책 효과

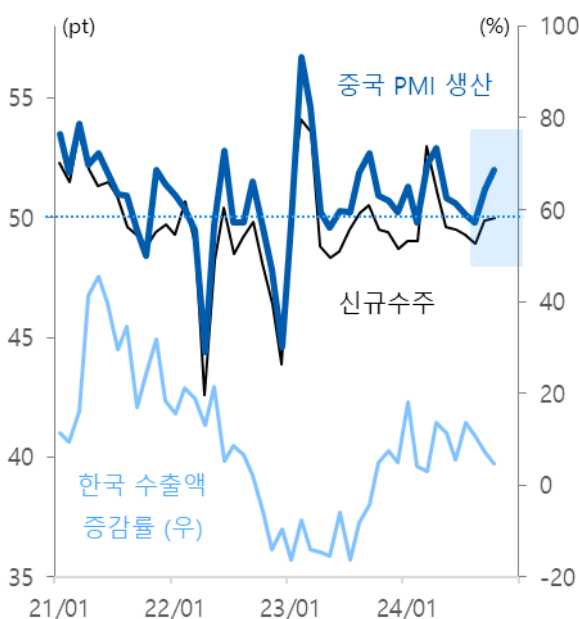
- 각종 부양책에도 별다른 반응이 없던 중국 → 9월 이후 심상치 않은 변화들이 감지되고 있는 상황.
- 경기에 선행해 왔던 **M2 증감률의 변화가 가장 주목되는 부분**. 8월 +6.3% → 9월 +6.8% → 10월 +7.5%로 상승. 지난해 하반기 이후 금리인하 구간에서도 빠르게 하락하던 지표가 최근 들어 상승 전환.
- 10월 PMI 세부지표인 **신규수주와 생산지수도 동반 50pt를 상회하며 회복** → 한국 수출에 하방 지지 요인.
- 글로벌 투자자금 유입도 증시 상승을 뒷받침. 9~10월 중국 관련 펀드로 자금 유입 급증 확인 → 단기로는 중국에 대한 선호도 상승이 한국 등 여타 신흥국에 부정적 영향을 주고 있지만, **중장기로는 신흥국 전반의 투자심리 개선에 도움이 될 것으로 기대**.

중국 금리인하 지속 → M2 증감률 상승 전환



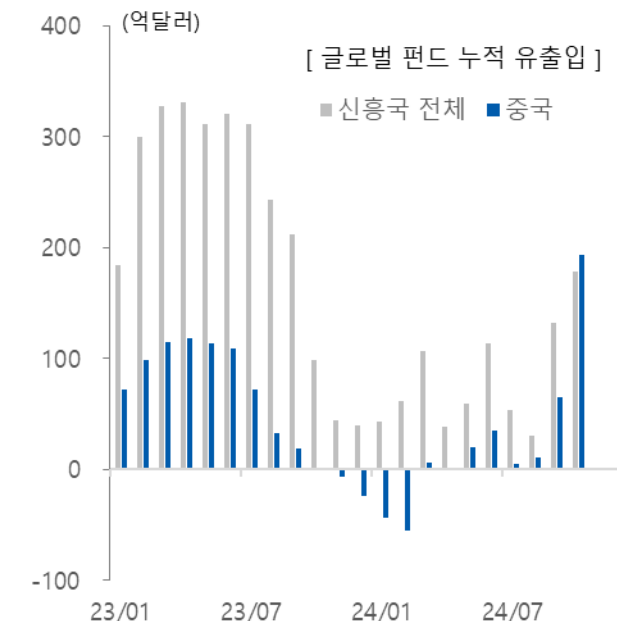
자료: 유안타증권 리서치센터

신규수주와 생산지표 → 동반 상승 전환



주: 24년 10월까지, 자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 자금의 중국 유입



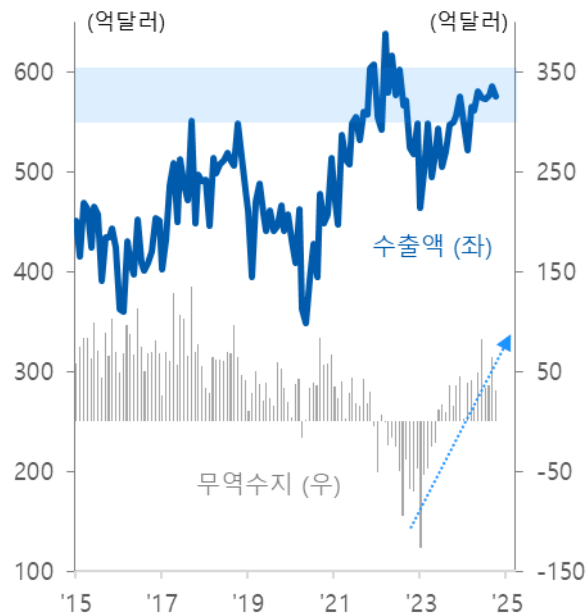
주: Greater China Equity 기준, 자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터



수출과 무역수지 → 경착륙 없을 것

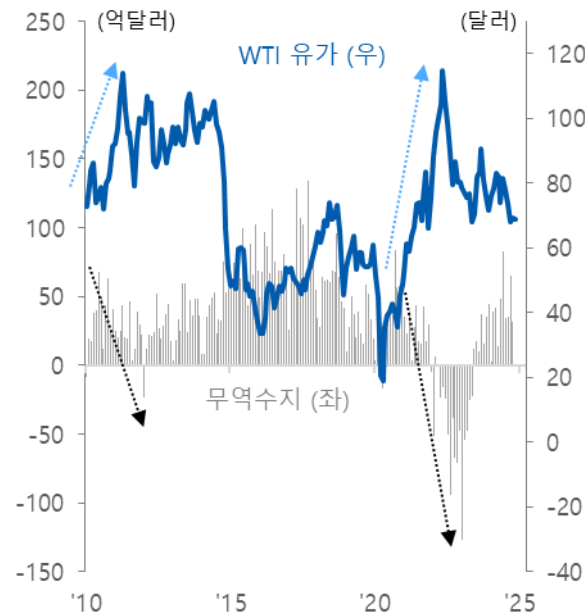
- 수출액 증감률은 순환적인 조정으로 추가 하락이 예상되지만, 수출액 레벨과 무역수지는 여전히 양호 → 2025년에도 경착륙은 없을 것.
- 월간 수출액 550~600억 달러는 코로나 이전대비 한단계 레벨 업 된 수준.
- 전쟁 이슈와 유가 급등으로 적자(21년 12월~23년 5월)를 기록했던 무역수지는 내년에도 안정적인 흑자 기조가 유지될 전망
→ 2025년 당사의 유가 전망 범위는 55~75달러.
- 향후 무역수지는 미국의 축소 분을 중동과 중국, 유럽 등에서 만회할 것으로 예상.

양호한 수출 레벨, 안정을 되찾은 무역수지



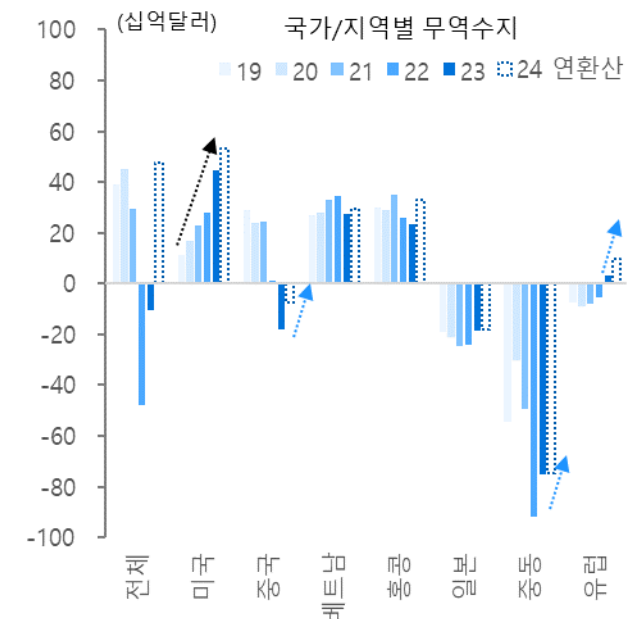
자료: 유안타증권 리서치센터

유가 하락 → 무역수지 개선으로 연결



자료: 유안타증권 리서치센터

대 중동, 중국 무역수지 → 25년 추가 개선 예상



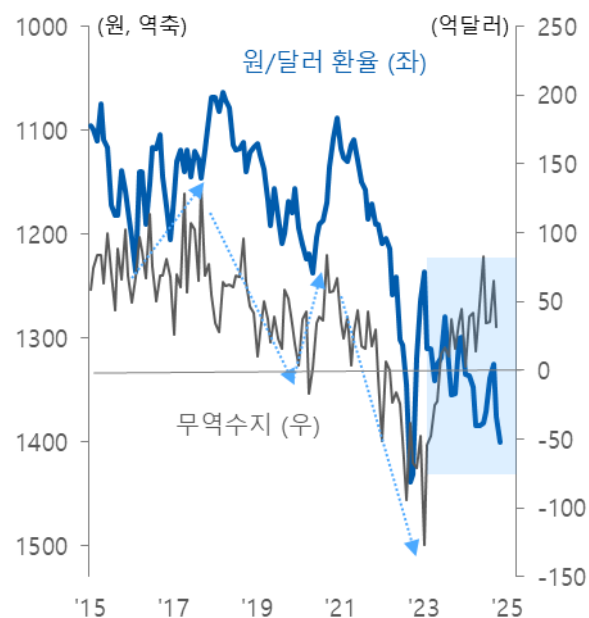
주: 24년은 10월까지 지표의 연환산, 자료: 유안타증권 리서치센터



환율 → 속도의 문제일 뿐 방향성의 문제가 아니다

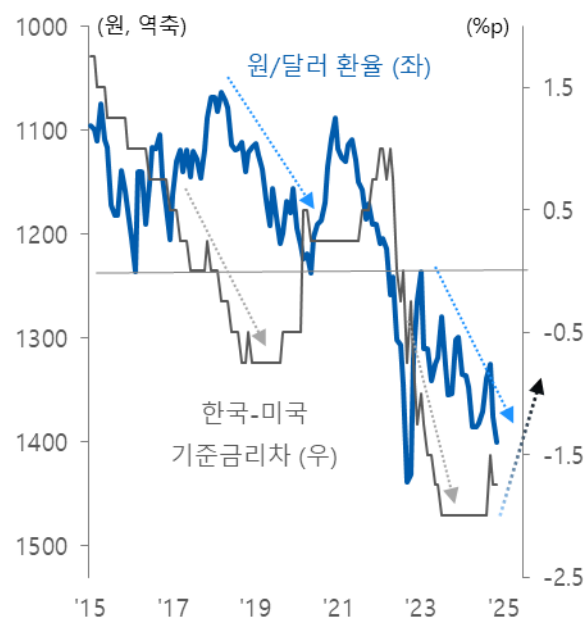
- 달러 강세 기조 속에 2024년에는 무역수지의 개선에도 원/달러 환율이 상승하는 이례적인 모습 출현.
- 미국 경제의 독주와 한-미 금리 차이 축소 지연, 트럼프 당선 등이 영향을 준 것으로 평가.
- 한국과 미국의 기준금리 차이는 현재 1.75%p에서 2025년말 0.75~1.00%p로 축소 전망. 원/달러 환율 하락은 속도의 문제일 뿐 방향성의 문제가 아니라고 판단 → 2025년말 당사의 환율 전망은 1,300원.
- 환율 정상화는 외국인 매매에 있어 적어도 중립 이상의 기대 요인.

무역수지와 역행했던 원/달러 환율



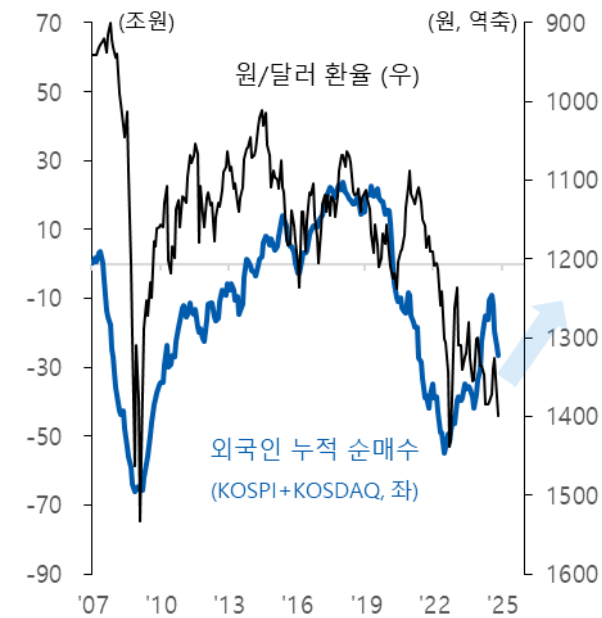
자료: 유안타증권 리서치센터

한-미 기준금리 차이는 좁혀질 것



주: 11월 기준금리 한국 3.00%, 미국 4.75%, 자료: 유안타증권 리서치센터

원/달러 환율 안정 → 외국인 매매에 반영될 것



자료: 유안타증권 리서치센터

취약한 내부 수급 여건 → 더 나빠질 것이 없다

- 2024년 외국인은 8월 이후 순매도로 전환됐지만 연간으로는 여전히 순매수. 주요 신흥국 중에서 23~24년 2년 연속 순매수는 한국이 유일. 한국 증시에 대한 외국인의 시각은 결코 부정적이지 않은 상황. 증시 부진은 취약한 국내 수급이 더 큰 문제였다고 생각.
- 주목할 부분은 코로나 이후 장기간 순매도 기조를 유지해 왔던 기관, 특히 연기금의 순매수 전환 움직임
→ 연기금 8월~11월 3.4조원 순매수, 기관 전체 9월~11월 4.9조원 순매수.
- 반대로 코로나 이후 급증한 해외주식투자는 속도 조절이 예상되는 시점 → 해외주식투자 금액은 2020년 2분기 이후 4,321억달러(605조원), 22년 4분기 이후로도 2,467억달러(345조원) 단기 급증.

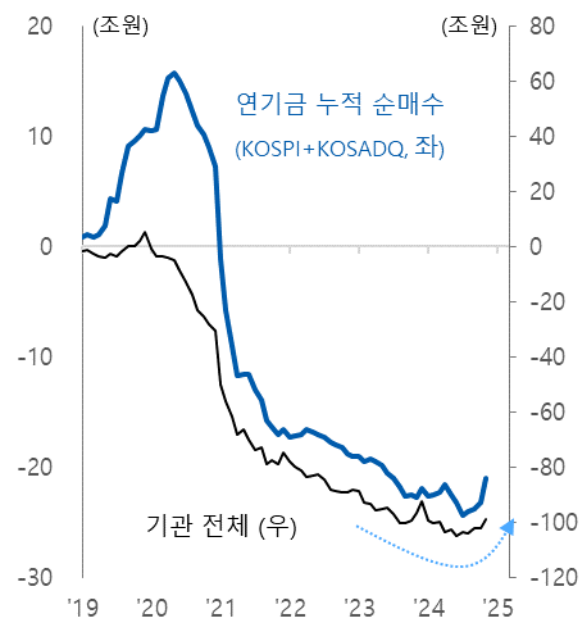
신흥국 중 2년 연속 외국인 순매수 → 한국이 유일

(백만달러)

국가	21년	22년	23년	24년
한국	-23,010	-9,665	10,705	5,477
인도네시아	2,688	4,267	-353	1,720
인도	3,761	-17,016	21,427	-2,417
베트남	-2,537	1,094	-1,026	-3,515
태국	-1,632	5,960	-5,507	-3,628
브라질	-1,172	19,384	9,222	-6,524
대만	-15,604	-44,007	6,933	-16,712

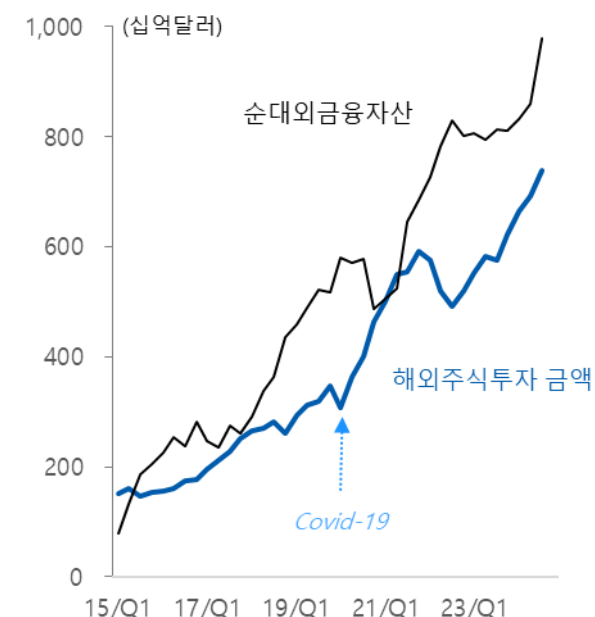
주: 11월 넷째 주 기준, 자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

코로나 이후 매도 지속 기관(연기금) → 변화의 조짐



주: 11/28일 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

해외투자 급증 → 속도 조절 시점



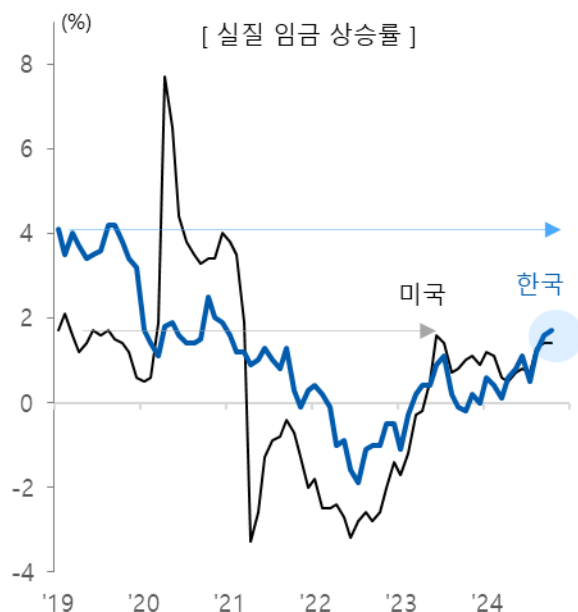
주: 24년 3분기까지, 자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터



2025년 경제 모멘텀 → 내수 회복에 주목하는 이유

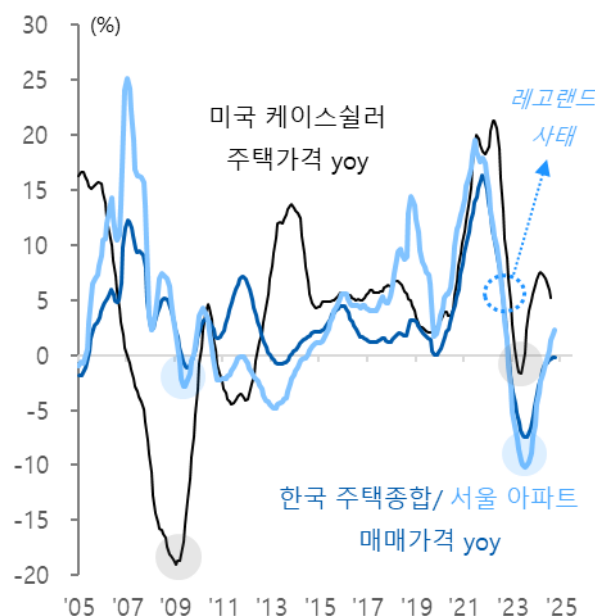
- 2025년 한국 경제의 모멘텀 → 상반기 내수, 하반기 수출로 전망. 특히 장기간 부진했던 내수 경기의 회복에 주목할 시기.
- 내수경기 침체의 주된 원인 → 1) 소득 정체, 2) 부동산 경기 침체, 3) 환율 안정 지연.
- 한국의 실질 임금상승률은 코로나 이전과 비교할 때 크게 낮은 수준이지만 최근 회복 추세 → 미국을 추월하기 시작.
- 한국 부동산 시장은 레고랜드 사태(22년 9월) 등의 영향으로 금융위기 때 보다 심각한 가격 조정 경험. 서울 아파트를 중심으로 최근 빠르게 회복되면서 내년에는 부의 효과를 기대할 수 있는 환경으로 변화.
- 높은 환율이 유지되면서 장기간 마이너스를 기록 중인 소매판매도 낮은 기저와 물가 하락을 감안하면 플러스 전환 구간에 진입할 것으로 예상.

한국 실질 임금상승률 → 미국 추월 시작



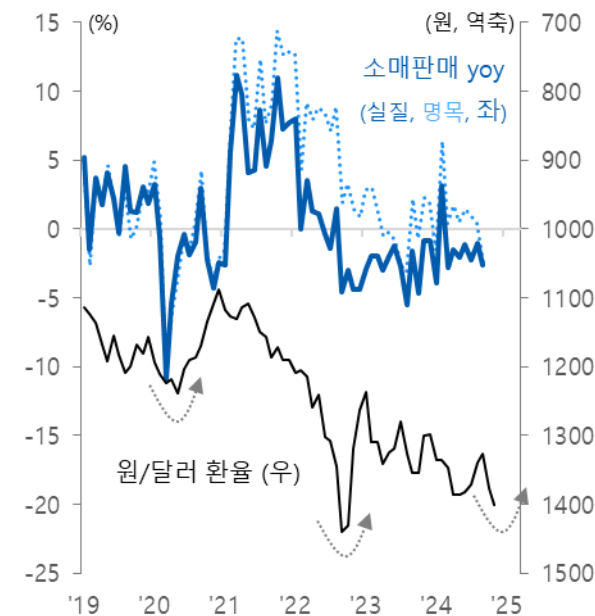
자료: 유안타증권 리서치센터

금융위기때 보다 심각했던 부동산 시장 → 회복 중



자료: KB부동산, 유안타증권 리서치센터

소매판매 → 장기간 부진으로 기저효과 기대



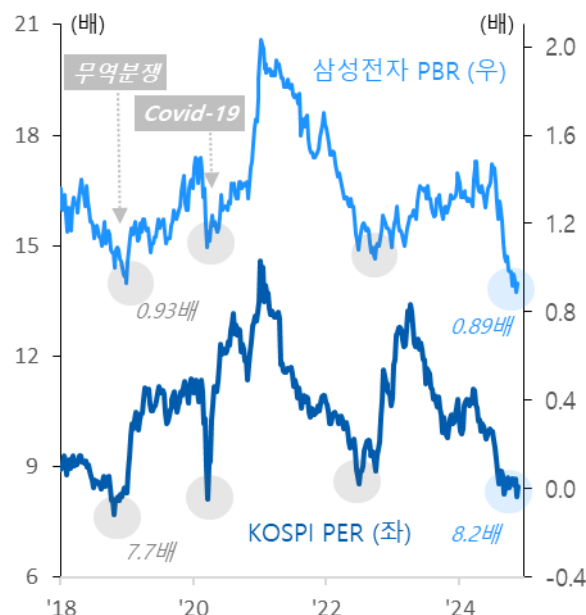
자료: 유안타증권 리서치센터



안 좋은 상황을 상당부분 반영한 증시

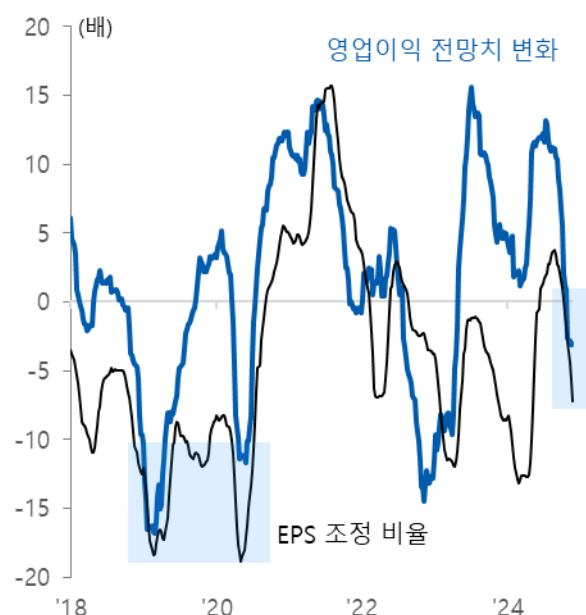
- 11월 저점 기준 KOSPI PER은 8.2배, 삼성전자의 PBR은 0.89배 → 위기국면의 저점 밸류에이션에 이미 도달 또는 하회.
- 이익전망치의 하향조정은 저평가 매력의 신뢰도 저하 요인이지만, 최근 Revision 지표의 하향 수준은 과거 위기국면 대비 양호.
- 한국 증시의 이익 모멘텀 우위 여전 → 증감률 조정을 감안해도 주요국 중에서 2025년 EPS 증감률은 가장 높게 집계.
- 삼성전자의 위기론과 반도체 중심 이익전망치의 하향, 높은 환율, 내수 침체, 트럼프 리스크(관세, 보조금 폐지)와 전세계 교역 및 수출 둔화 우려, 취약한 수급 여건 등 다양한 악재와 불확실성이 증시에는 상당부분 반영된 것으로 평가.

위기 국면까지 하락한 Valuation



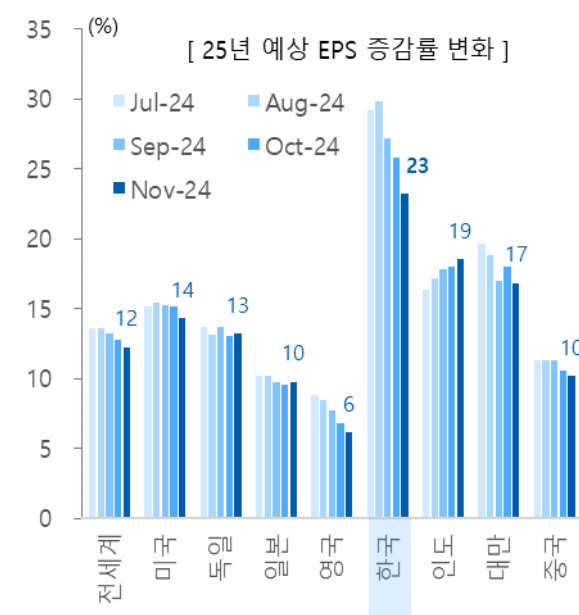
주: 12M Forward 기준, 자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

Earnings Revision은 위기 국면대비 양호



주: 3개월 평균 기준, 자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

한국의 25년 EPS 증감률 → 여전히 최상위

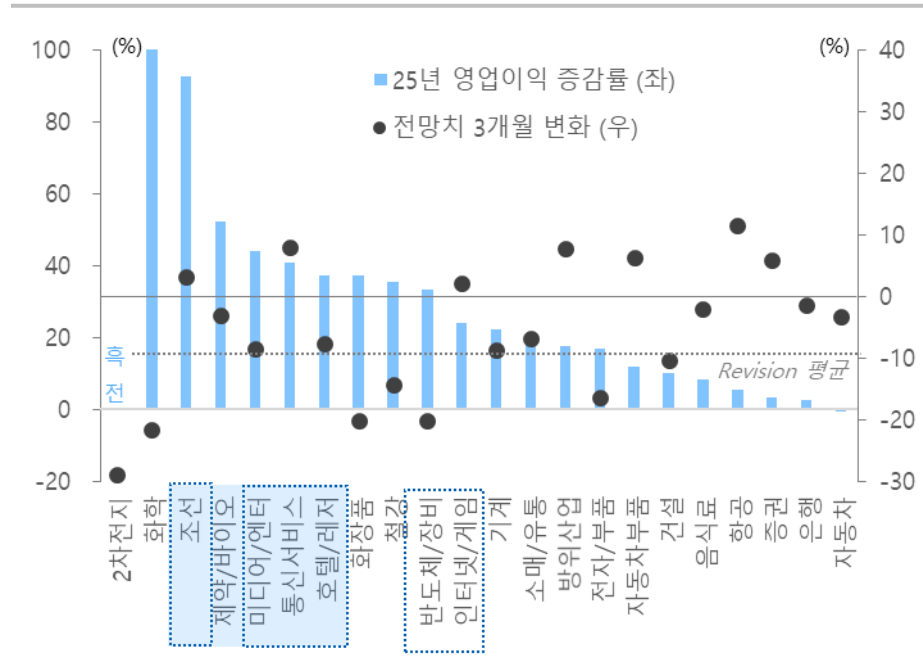


주: MSCI 기준, 자료: IBES, 유안타증권 리서치센터

업종 투자전략 → 모멘텀과 신뢰도, 수급 고려

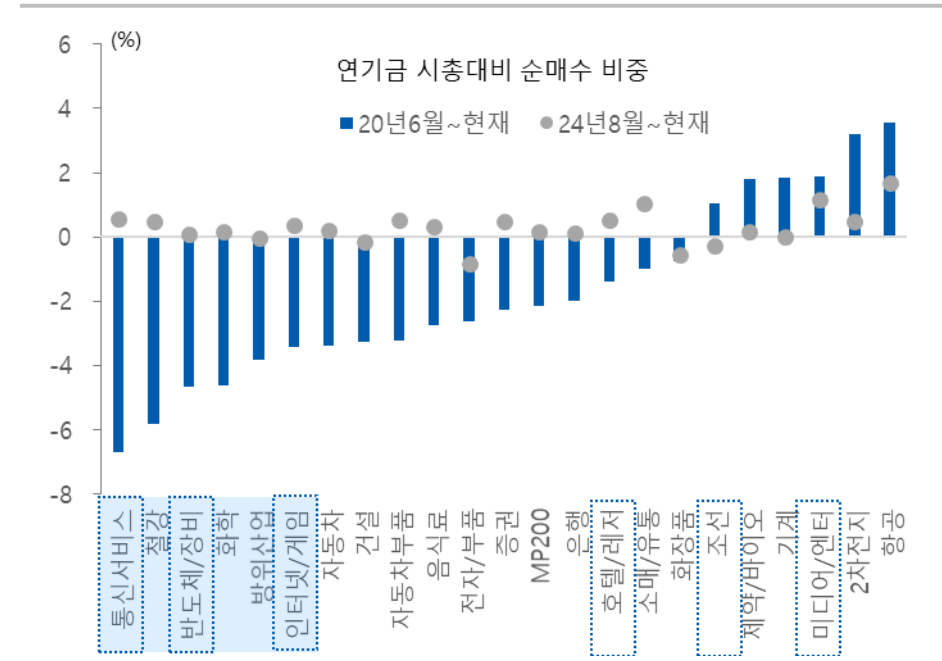
- 2025년 투자전략의 2가지 핵심 고려 사항 → 1) 이익 모멘텀과 신뢰도, 2) 연기금 매수 재개에 따른 수급 환경 변화.
- 이익 증감률이 높고 Revision 지표가 평균 이상인 업종 → 조선, 제약/바이오, 미디어/엔터, 통신, 호텔/레저
- 연기금 매도가 본격화된 2020년 6월 이후 시총대비 순매도 상위 업종 → 통신, 철강, 반도체, 화학, 방위산업, 인터넷/게임
- 조선은 압도적인 모멘텀, 통신, 인터넷/게임은 구조조정 효과를 반영한 Revision 개선과 연기금의 순매수 기대, 미디어/엔터, 호텔/레저는 내수 지표와 실적의 턴어라운드, 반도체는 하반기 수출 모멘텀 회복을 기대.

2025년 이익 증감률과 Revision을 동시에 고려



주: 유니버스 200종목 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

연기금 순매도 상위 업종에 대한 되돌림 아이디어

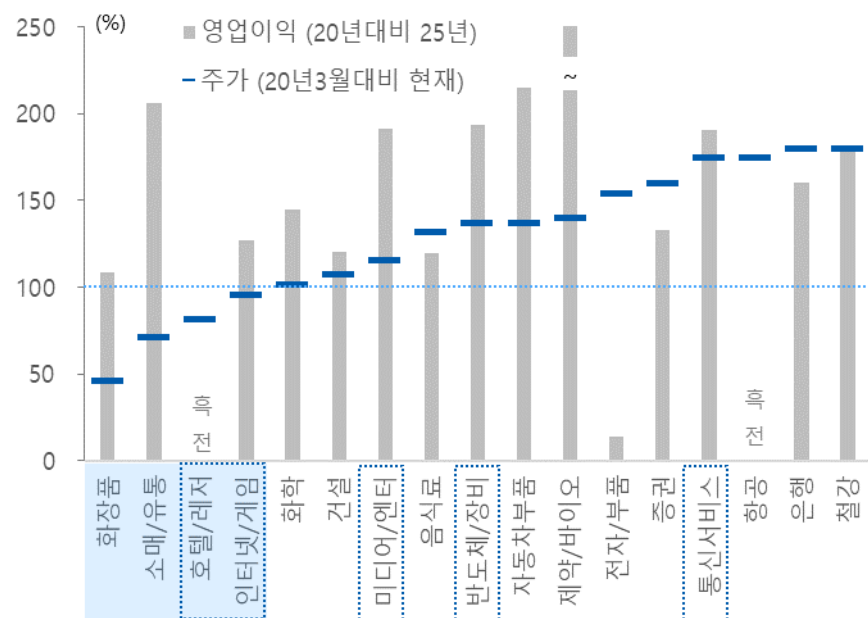


주: 유니버스 200종목 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

2025년 KOSPI 밴드 2,350 ~ 3,000pt 제시

- 내수, 소비 관련주를 중심으로 아직도 코로나 팬데믹(2020년 3월) 당시보다 낮은 주가의 업종과 종목들이 다수 존재. 2020년 대비 영업이익의 개선 강도를 고려하면 관련주 전반의 주가 회복은 지수 흐름과 무관하게 진행될 수 있는 여건.
- 2025년 **KOSPI 밴드는 2,350~3,000pt로 제시**(ROE-PBR 기준 적정 KOSPI 2,820~2,970pt), 연간 저점은 2분기, 고점은 4분기로 **상저하고 전망**.
- 상반기 관심업종 → 조선, 인터넷/게임, 호텔/레저, 통신.
- 하반기 관심업종 → 반도체, 인터넷/게임, 호텔/레저, 미디어/엔터.

업종별 20년 3월(팬데믹) 대비 현재 주가, 2020년 대비 25년 이익 수준 비교



주: 유니버스 200종목, 주가 200%이하 업종, 자료: 유안타증권 리서치센터

2025년 Top Pick 종목

업종	종목명	코드	시가총액 (조원)	2025		YTD 수익률 (%)
				PER (배)	영업이익 yoy (%)	
조선	HD한국조선해양	A009540	15.04	9.2	136.2	75.8
인터넷/게임	NAVER	A035420	32.16	17.9	29.3	-9.4
	엔씨소프트	A036570	4.91	20.3	99.6	-7.1
호텔/레저	하나투어	A039130	0.96	13.0	13.4	14.8
통신서비스	KT	A030200	12.00	7.8	29.1	38.4
미디어/엔터	하이브	A352820	8.81	30.8	10.4	-9.4
반도체/장비	삼성전자	A005930	336.10	8.9	13.3	-28.3

주: 11/27일 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터



[경제/FX 전망]

경기 안정과 반전의 순서

2025년 경제 부분에서 주요한 관심사는 결국 미국의 경제 정책 방향성과 시행 시점일 것이다. 특히 무역과 관련된 미국의 경제 정책은 한국 경제에 큰 부담으로 다가오고 있으며, 한국의 경우 3분기부터 경기 사이클 둔화가 빠르게 찾아온 상황이다.

트럼프 2기 시작에 맞춰 관세와 감세 등 경제에 충격을 줄 수 있는 선택을 동시 다발적으로 하기는 어려울 것으로 예상된다. 초기에는 부채한도 협상과 감세를 통한 재정정책으로 경제의 체력을 확보하는 선택을 하고, 경제의 체력과 사이클이 확보된 이후 관세 및 안보 등 이미 예고된 정책을 펼칠 것으로 예상된다. 정책의 순서와 조절 과정을 통해 미국 경기가 노랜딩 할 수 있고, 경제 정책으로 인한 충격도 분산될 수 있을 것으로 기대한다. 이를 통해 한국의 경기 상황도 부정적 전망과 달리 회복하는 흐름도 가능할 것으로 기대한다.



김호정 Economist/ESG
hojung.kim@yuantakorea.com

2025년 매크로 전망

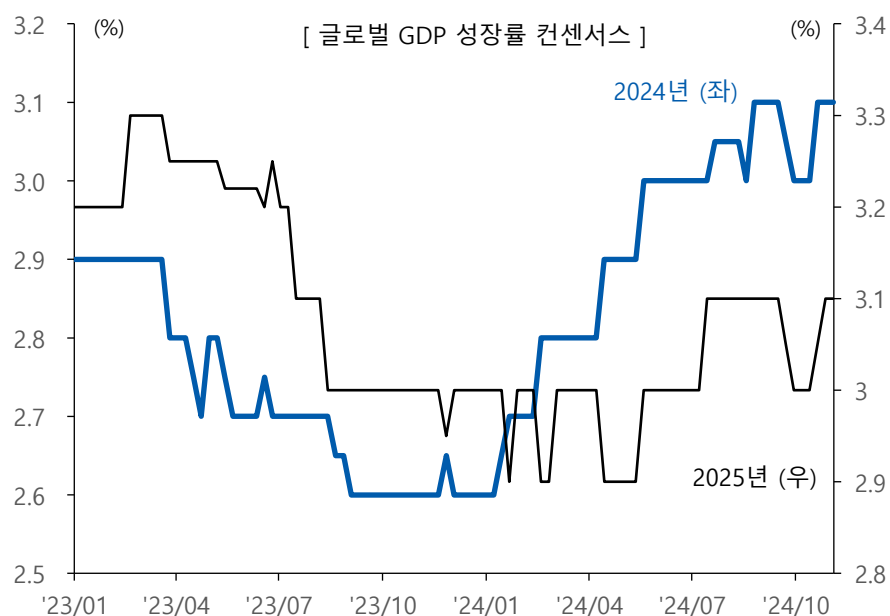
구분	지표		단위	2024년	2025년				연간 전망	
				4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2024년	2025년
경제	한국	GDP성장률(YoY)	%	1.8	1.6	2.2	2.3	2.5	2.2	2.2
		수출액 증감률(통관기준 YoY)	%	2.7	2.7	1.9	4.8	5.6	8.1	3.8
		소비자물가상승률(YoY)	%	1.6	1.7	2.1	2.2	2.2	2.3	2.1
	미국	GDP성장률(QoQ, 연율)	%	1.6	2.0	2.2	2.0	2.1	2.6	2.1
		소비자물가상승률(YoY)	%	2.6	2.4	2.3	2.5	2.4	2.9	2.4
	일본	GDP성장률(QoQ, 연율)	%	1.0	1.2	1.5	1.4	1.4	0.2	1.6
		소비자물가상승률(YoY)	%	2.4	2.3	1.8	1.4	1.5	2.4	1.8
	유로존	GDP성장률(QoQ)	%	0.1	1.0	0.8	0.9	0.8	0.7	0.9
		소비자물가상승률(YoY)	%	2.1	1.8	1.7	1.6	1.7	2.3	1.8
	중국	GDP성장률(YoY)	%	4.7	4.6	4.5	4.9	4.8	4.8	4.7
		소비자물가상승률(YoY)	%	1.0	1.5	1.4	1.4	1.5	0.5	1.5
환율	한국	원/달러(평균)	원	1,380	1,385	1,355	1,335	1,300	1,350	1,345
	미국	달러지수	pt	105.0	104.5	103.5	102.0	101.5	104.5	102.5
	일본	엔/달러(평균)	엔	152.0	149.5	148.5	145.5	140.5	151.0	141.0
	유로존	달러/유로(평균)	USD	1.12	1.11	1.12	1.11	1.09	1.09	1.11
	중국	위안/달러(평균)	위안	7.21	7.18	7.05	7.00	6.95	7.18	6.97



글로벌 경기 특징: 1. 조금 다른 모습을 보이는 지표들

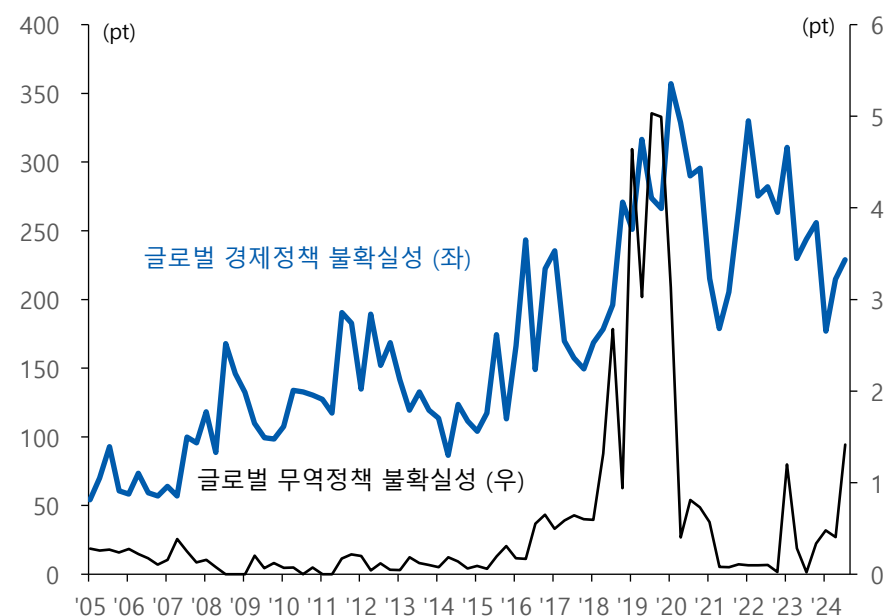
- 현재 글로벌 경기 흐름은 건조한 상황으로 평가될 수 있음. G20 경기선행지수는 상승세가 지속되며 경기 측면에서는 긍정적 흐름.
- 그럼에도 불구하고 경기 침체 확률, 경제 불확실성 지수 등 소프트 리스크 지표는 결코 낮지 않은 수준.
- 경기에 대한 불안이 지속되는 이유는 결국 실물 지표 대비 부진한 체감 경기에 있음.
- 미국 뿐만 아니라 전세계적으로 소비심리, 기업심리는 부진한 상황. 또한 글로벌 물동량은 전년대비 증가세지만, 여전히 낮은 수준.

글로벌 성장률 컨센서스는 건조한 상승을 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

글로벌 경기 리스크 지표, 불확실성 지표는 결코 낮지 않은 수준



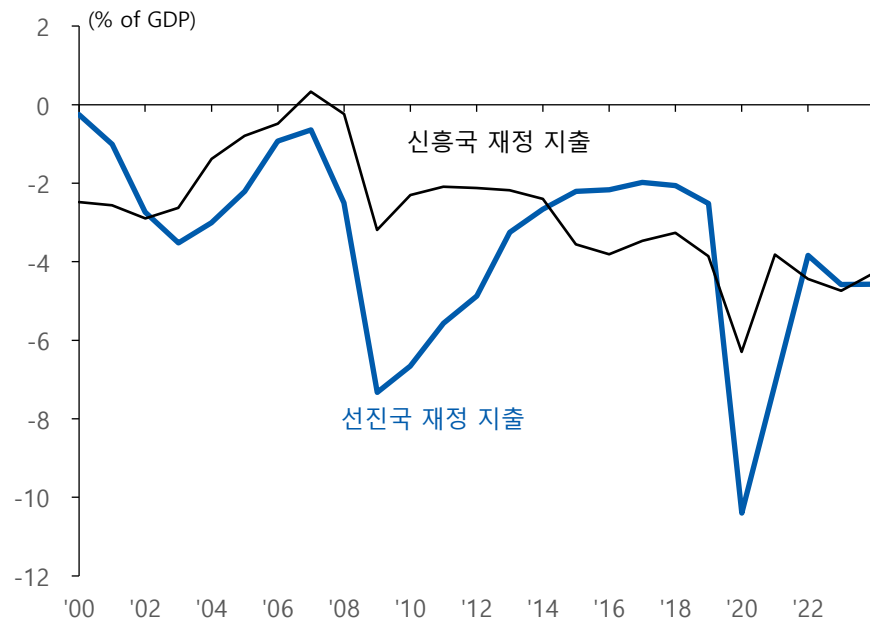
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



글로벌 경기 특징: 2. 정책과 실물 경제의 괴리

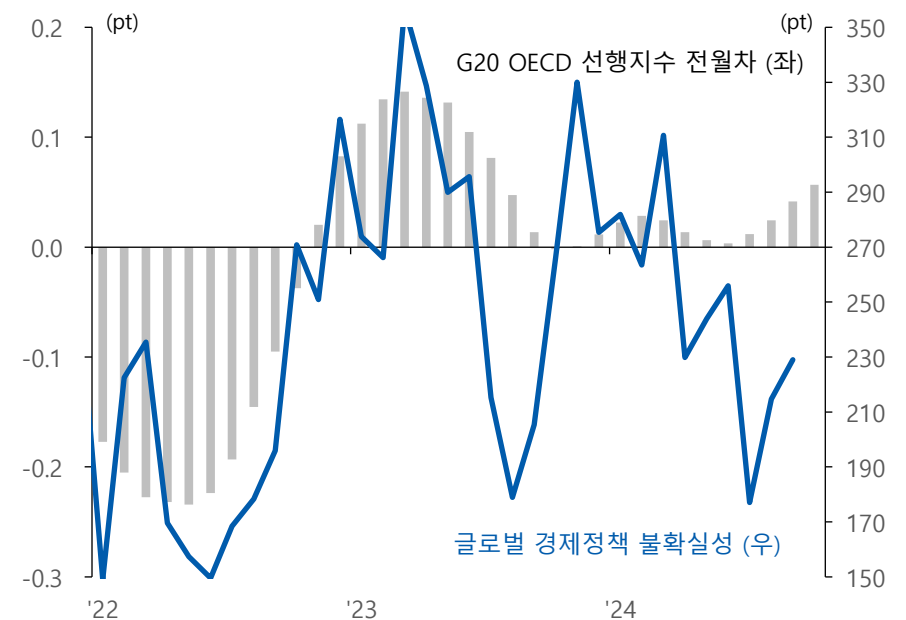
- 재정지출은 간접적으로 확장적 통화정책 효과를 유발, 기준금리가 높은 수준에서 오랜 기간 유지되었으나 재정지출을 통해 공급된 유동성의 소모가 느리게 진행되며 통화 긴축 효과를 상쇄.
- 또한 시장의 전망과 정책당국의 전망에 간극이 발생하면서 기대하던 상황과는 다른 양상이 지속되고 있음. 정책과 실물시장의 괴리가 이어지는 것은 결과적으로 정책이 작동하지 않는다는 의미. 이러한 현상을 설명하는 대표적 가설이 바로 유동성함정.
- 현재의 상황은 경기과열과 침체를 조절하려는 정책이 잘 작동되지 않고 있는 것으로 볼 수 있으며, 장기적인 유동성함정에 위치한 국면.

글로벌 재정 지출은 지속되고 있는 상황, 재정 건성정을 생각하기에는 어려운 국면



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

글로벌 경기는 아직 확장하고 있으나 경제정책 불확실성도 상승하는 흐름



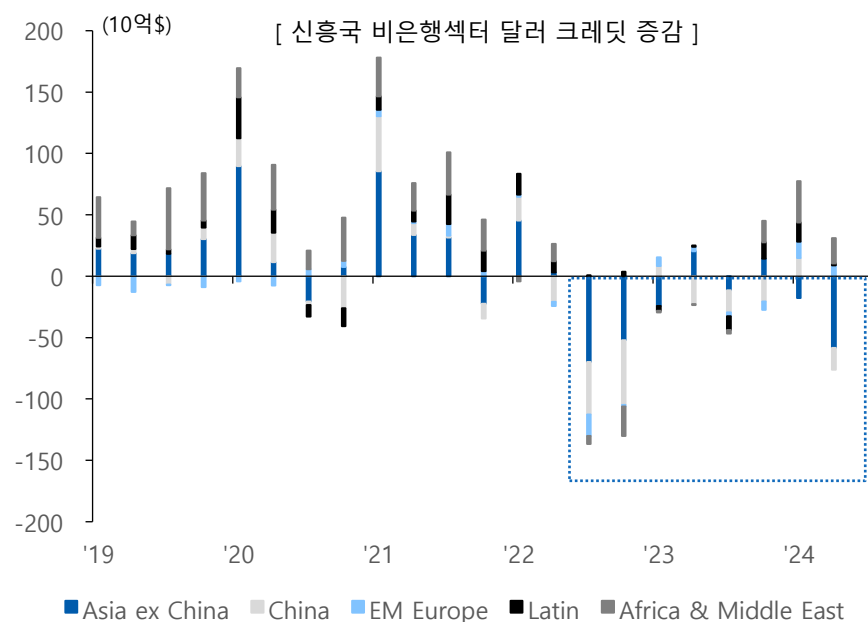
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



글로벌 경기 특징: 3. 순환되지 못하고 있는 글로벌 유동성

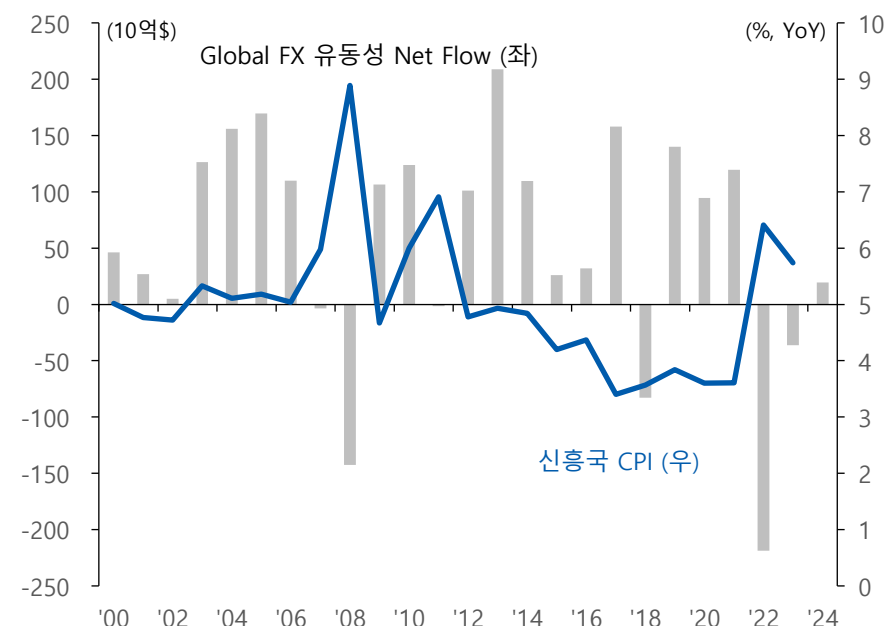
- 바이든 정부나 트럼프 정부에서나 재정투입을 통한 구매력 확대는 미국 중심의 성장세를 지속적으로 유도할 가능성. 높아진 물가 레벨에서 실물경제가 커지는 만큼의 유동성이 원활하게 유입되어야 정상적인 실물과 금융의 조화가 발생.
- 미국의 글로벌 유동성 공급자 역할을 고려할 때, 달러의 순환이 발생하지 못하면서 미국과 비-미국간의 성장의 차별화가 발생하는 중.
- 유동성의 확산이 진행되어야 성장이 가능함에도 불구하고 여전히 유동성은 실물경제로 확산되지 못하는 상황이 이어지면서 미국의 나홀로 성장과 인플레이션 리스크에 노출되어 있는 상황.
- 트럼프 정부의 무역정책이 추진되면 미국은 물가의 수출을 못하여 인플레이션 리스크에 노출될 가능성이 존재하고, 달러 유동성이 부족해지면서 성장의 차별화가 발생할 수 있는 구조.

신중국 달러เครดิต 증감 규모. 아태지역에 달러 공급이 발생하지 못하고 있는 상황



자료: BIS, 유안타증권 리서치센터

글로벌 FX 시장의 유동성 순유입으로 전환되었으나 아직 약한 수준



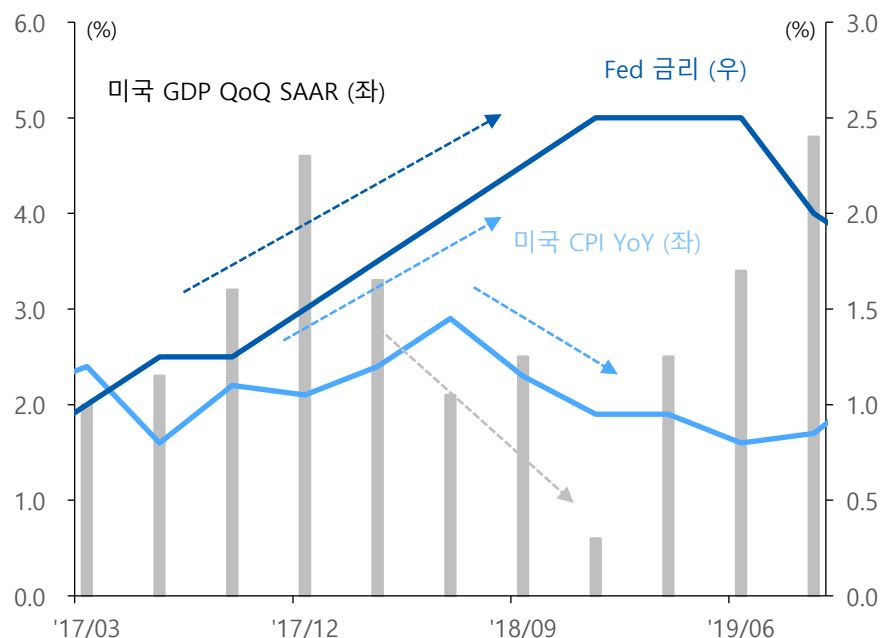
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



미국 경제 전망: 1. 트럼프 2기의 시작, 1기와 다른 경로

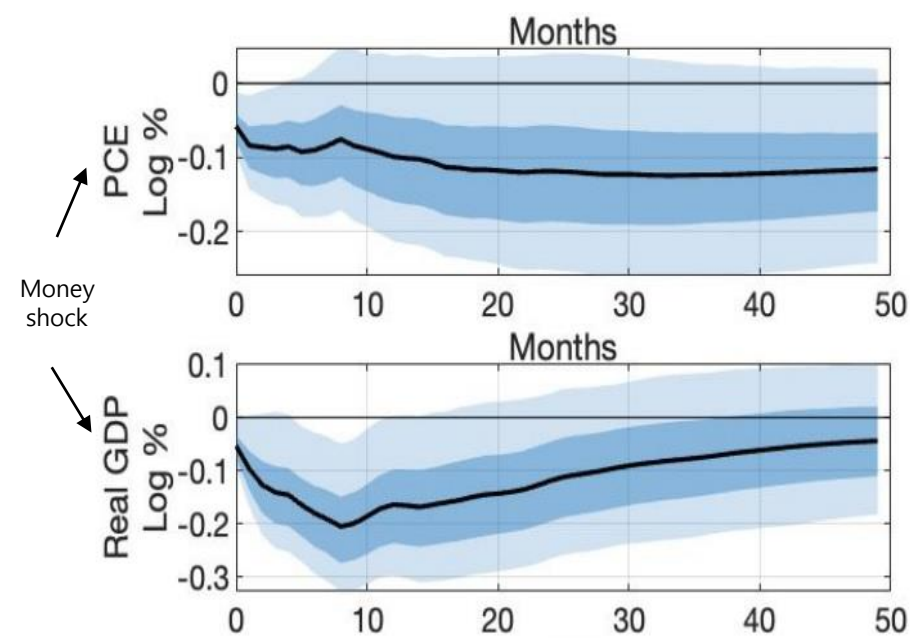
- 트럼프 1기 정부 기간 가운데 2018년~2019년 상반기는 연준의 기준금리 인상과 대중 관세 인상이 겹친 시기.
- 당시 상황을 복기해보면 초기에는 관세 인상으로 인해 인플레이션 자극, 다행인 점은 성장률에 충격은 바로 나타나지 않았음. 이후 기준금리 인상 충격과 글로벌 교역 축소의 여파로 글로벌뿐만 아니라 미국의 경기가 악화되면서 인플레이션 압력이 둔화.
- 2025년에는 연준의 기준금리 인하 사이클이 진행될 가운데 트럼프 정부가 관세 인상과 감세 정책을 동시에 추진하기는 어려울 가능성.
- 트럼프가 임기 시작에서 안정적인 경기 흐름을 원한다면 관세 정책보다는 감세를 먼저 추진하여 낮아진 금리와 감세를 통해 경기를 더 위로 부양하고, 이후 관세 부과를 통해 충격을 분산할 가능성도 생각해볼 수 있음.

트럼프 1기 관세 인상으로 인플레이션 자극, 이후에 경제 성장률이 낮아지게 되었음



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

트럼프 2기 정책은 물가, 성장률에 충격. 정책의 순서 조정을 생각할 가능성도 존재



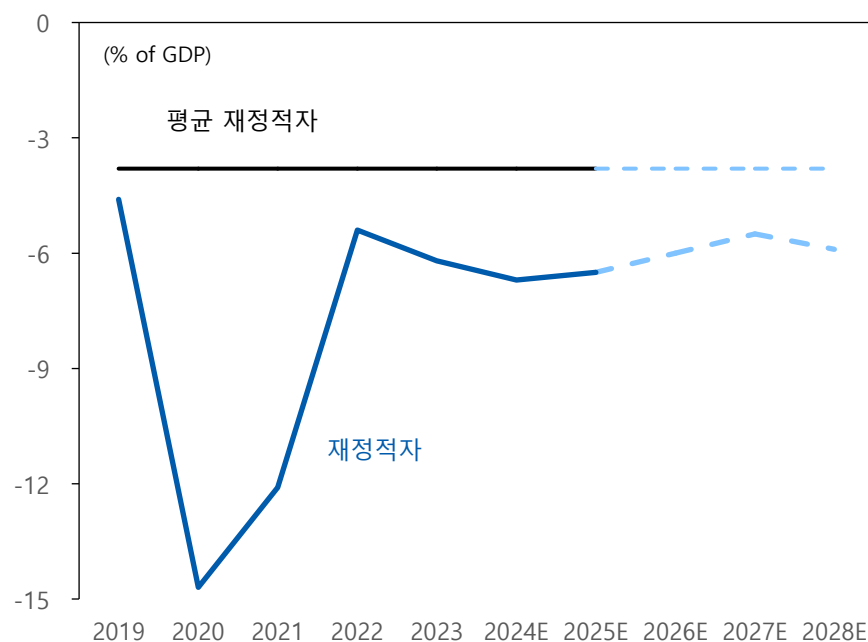
자료: Gagliardone and Gertler- NBER Working Paper(2023), 유안타증권 리서치센터



미국 경제 전망: 2. 확장될 재정, 동반되는 노이즈

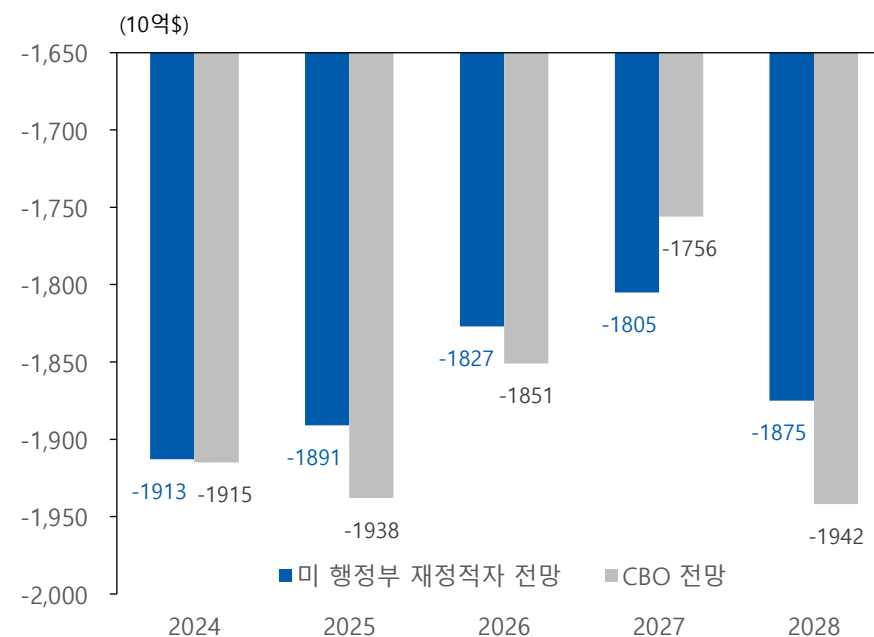
- 팬데믹 당시 정부지출을 대규모로 늘렸던 주요국은 재정정책 정상화를 적극적으로 시행하지 못함.
- 미국은 정권 교체로 인한 정책 전환 및 이행으로 재정건전화를 추진하기 어려운 상황.
- CBO(미국 의회예산처)는 지난 6월 수정 전망을 통해, 내년에도 1.94조 달러의 재정 적자를 기록할 것으로 전망. CBO는 정부 수입이 1,479억 달러 증가하는 한편 정부 지출은 1,706억 달러 증가할 것으로 추정.
- 트럼프 당선으로 부채한도 확장을 통한 재정지출이 더욱 커질 경우 국채금리 및 기간프리미엄 상승 가능성. 이로 인해 달러에 강세 압력이 확대될 가능성도 존재. 상반기 다소 불안정한 시장 상황이 확인될 가능성도 경계할 필요.

정권 교체로 인한 정책 전환 및 이행으로 재정건전화를 추진하기 어려운 상황



자료: CBO, 유안타증권 리서치센터

부채한도 확장이 순조롭게 진행될 경우, CBO의 11월 전망치를 초과할 개연성

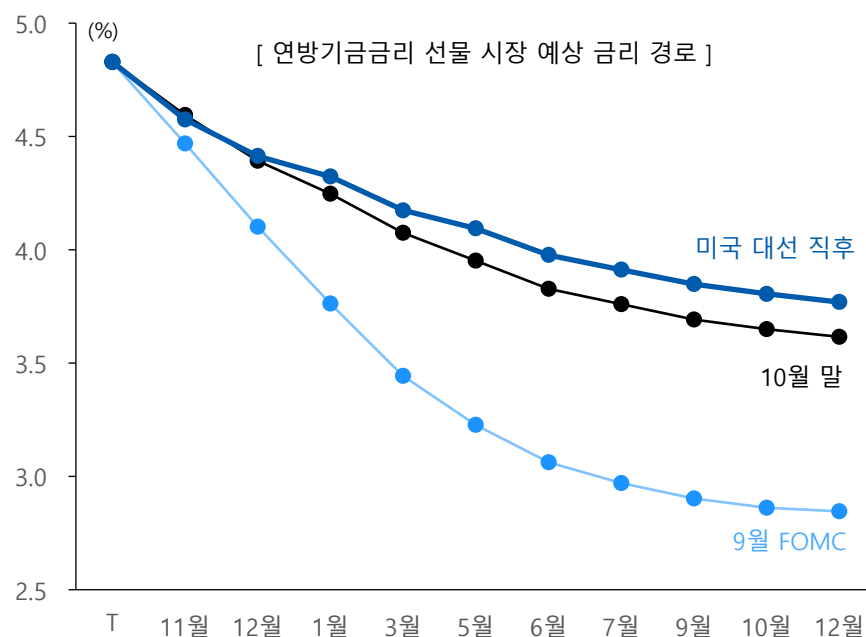


자료: CBO, 유안타증권 리서치센터

미국 경제 전망: 3. 집중과 경계의 통화정책 경로

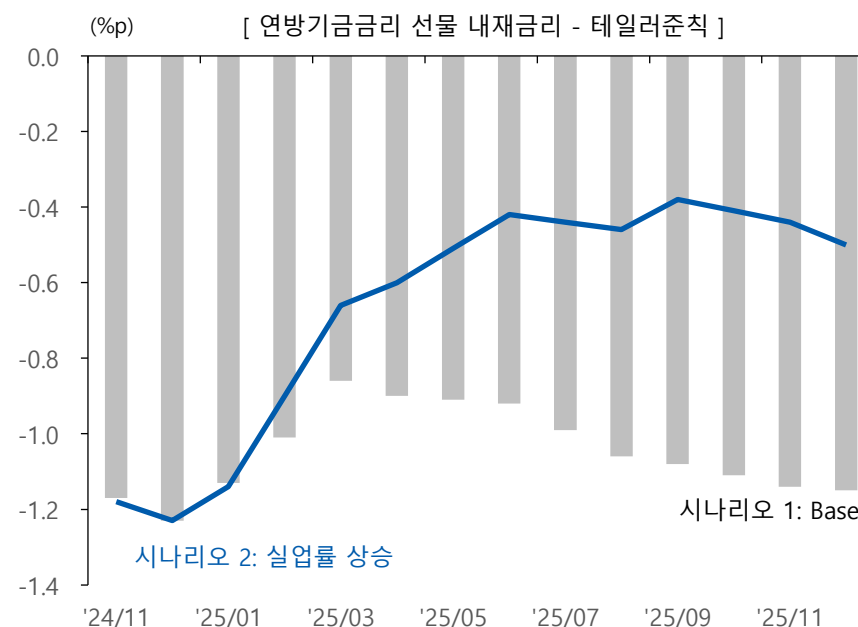
- 연준 인사들은 인하 속도와 관련해 더욱 신중을 기해야함을 강조하고 있음.
- 금리 인하 강도는 총 100bp 수준을 예상. 3분기까지 금리 인하에 집중, 4분기에는 시중 유동성 수급 상황과 재정, 관세 등 정책 요인에 따른 물가 레벨을 확인하며 신중히 전개될 것으로 전망.
- 다만, 인플레이션 압력이 약해지는 과정에서, 실업률 급등 시나리오를 바탕으로 산출한 테일러준칙에서는 더 완화적인 정책 강도가 요구되고 있는 점도 참고할 필요.

4분기 들어 연방기금금리 선물 시장에 반영된 내재금리 수준은 크게 변화 중



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

실업률 상승을 동반한 경기 충격이 발생할 경우, 더 낮은 금리 수준이 요구



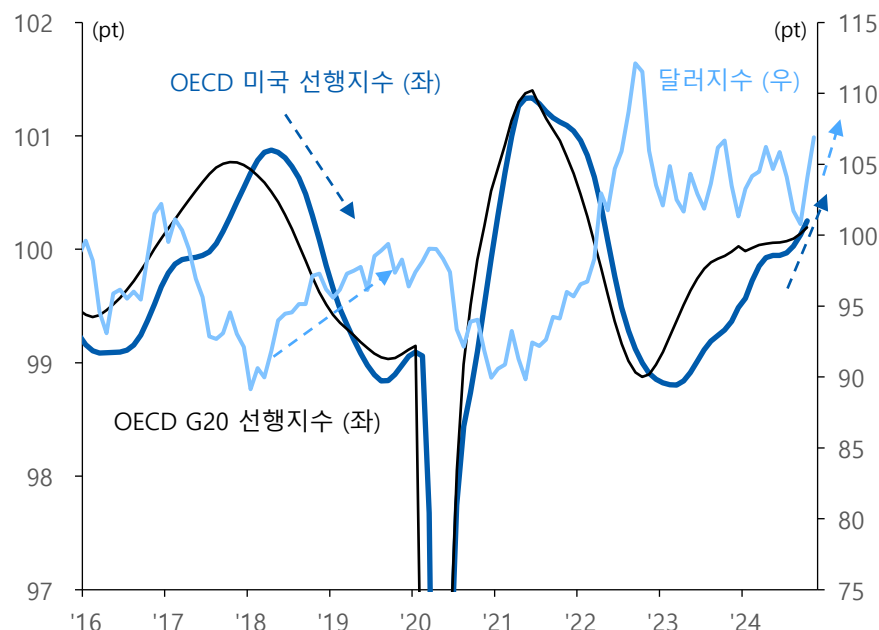
자료: 필자가 직접 산출, 유안타증권 리서치센터



미국 경제 전망: 4. 상반기까지 높은 수준에 있을 달러

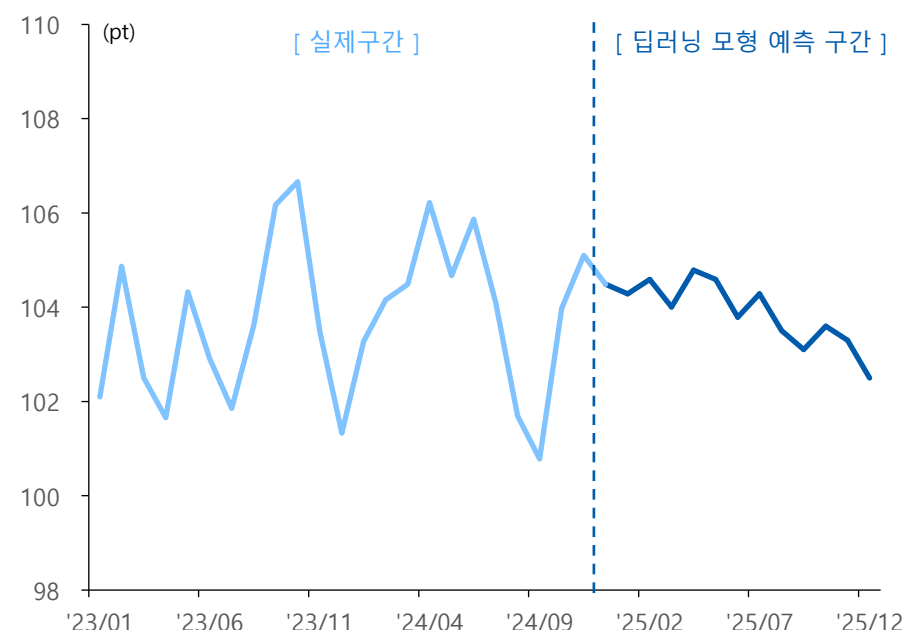
- 경기 측면이나 이슈 특면에서나 달러는 강세 요인이 부각되는 상황으로 100pt를 하회하는 수준의 약세 전환은 어려울 것으로 전망.
- 향후 트럼프 행정부의 경제 정책이 확인되는 과정에서 글로벌 뿐만 아니라 미국의 경제에도 충격이 발생한다면 달러화에 대한 가수요 확대로 달러는 강세 압력이 확대될 수 있음. 이로 인해 인플레이션 압력이 다시 확대될 경우 통화정책 경로와 강도가 변화할 수 있고, 이 경우에도 달러에는 약세 압력 보다 강세 압력이 더 크게 작용할 가능성.
- 다만, 현재 달러지수의 변동성과 레벨이 시장에서 고민하는 이슈들이 선반영된 결과로 생각해본다면, 향후 예견된 이슈들을 확인하며 경제에 충격이 우려보다 약할 경우 또는 정책의 순서 조절을 통한 경제 충격을 분산할 경우에는 강세 압력을 조금씩 해소하는 흐름도 기대할 수 있음.

미국의 경기가 글로벌 보다 우위로 예상됨에 따라 달러 강세 압력이 확대될 국면



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

상반기까지는 달러지수에 강세 압력이 지속적으로 작용할 것으로 예상

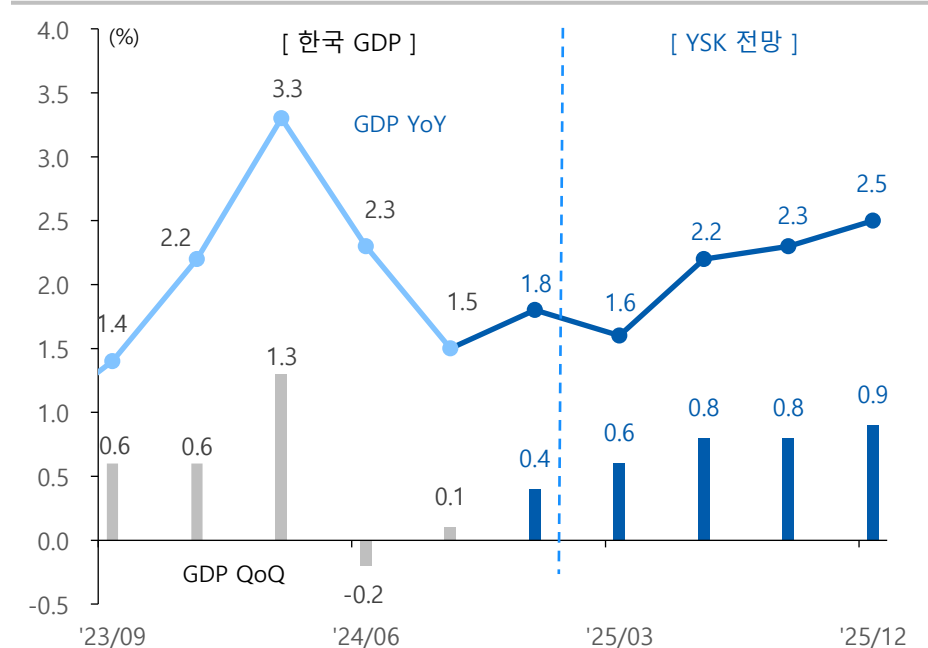


자료: 필자가 직접 산출, 유안타증권 리서치센터

한국 경제 전망: 1. 낮아진 눈높이에서 출발

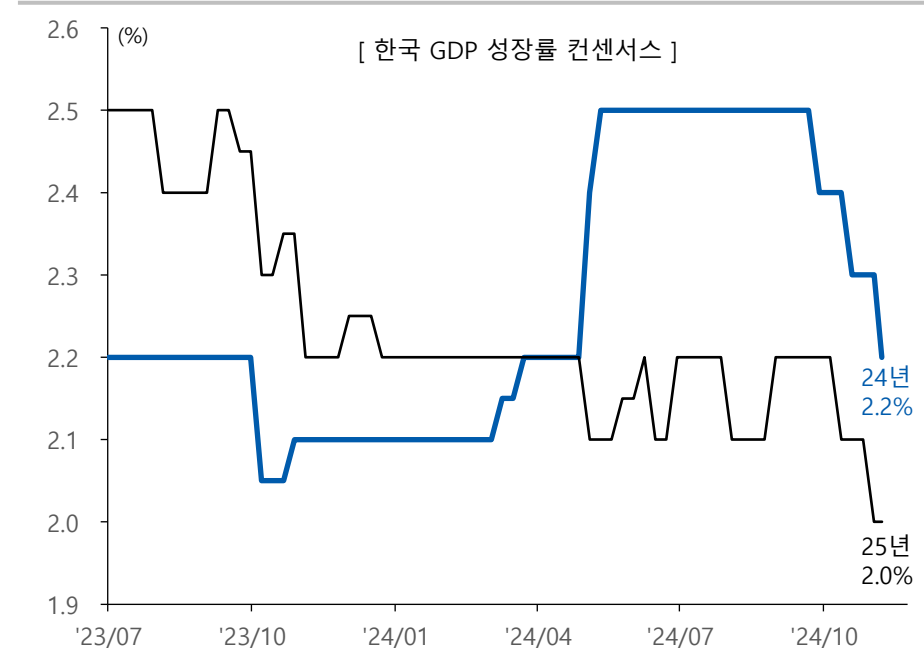
- 한국경제는 수년간 내수 부진이 지속되었으나, 물가 부담 완화 그리고 낮아진 금리 환경으로 인해 그동안 눌러있던 내수 중심으로 순환적 회복이 2분기 이후 확인된다면 2025년에는 2.2%의 성장률도 달성 가능할 것으로 전망. 흐름 자체는 상저하고 흐름을 기대.
- 구조적으로 디레버리징 지연, 산업 경쟁력 약화는 잠재성장률을 낮추는 요인으로 더 높은 성장률을 기대하기 어렵게 만들고 있지만, 눌러있던 민간소비의 완만한 회복과 설비투자 및 건설경기의 회복이 시작되며 성장을 확보할 것으로 예상.
- 미국의 보편관세 부과 가능성에 따른 글로벌 교역 위축이 현실화될 경우 성장률에 충격은 불가피하지만, 그 강도는 과거보다 약할 가능성도 생각해볼 수 있음.

2025년 한국의 GDP는 1분기 저점 이후 4분기까지 회복하는 흐름을 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국의 대선 이후 한국의 성장률 컨센서스는 크게 낮아진 상태



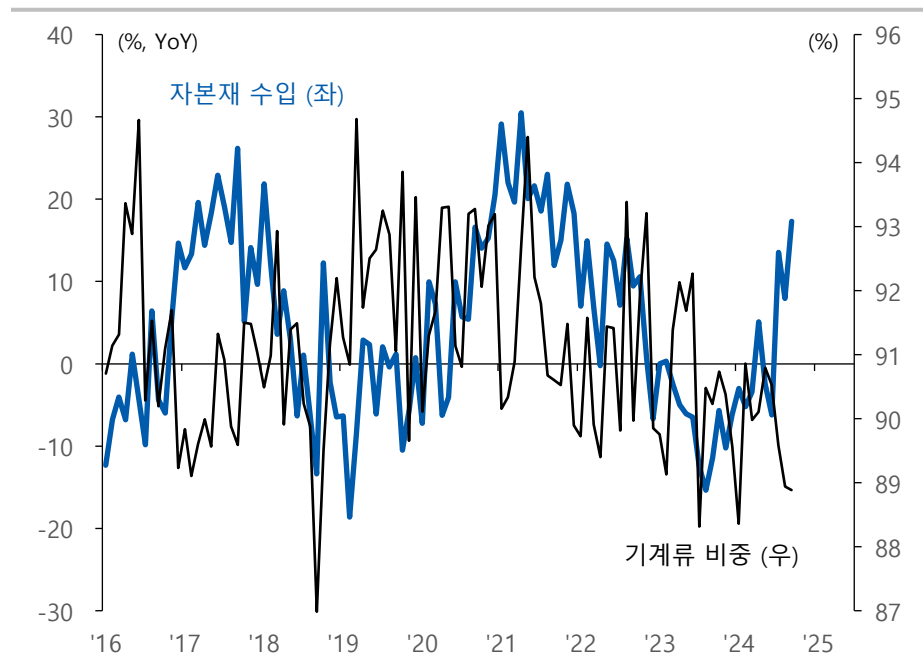
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



한국 경제 전망: 2. 내수 회복, 성장률 하방을 잡아줄 핵심

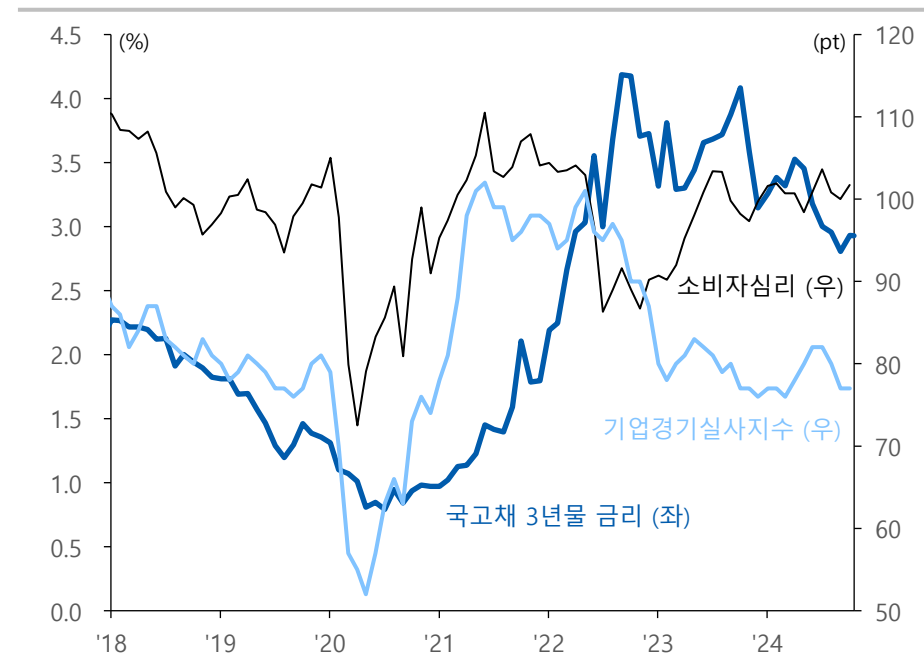
- 금리 인하로 인한 내수 중심의 순환적 회복 여부가 2025년 상반기 성장률 확보에 중요한 변수.
- 인플레이션 하락, 기대인플레이션 둔화는 실질 소득 증가로 연결. 실질 소득 증가는 내수 회복에 영향을 미칠 수 있는 중요한 내용. 또한 금리 인하로 인한 차입 여건 개선에 따라 민간소비의 개선을 기대해 볼 수 있음.
- 2025년 상반기부터는 설비투자 증가율이 회복할 가능성. 최근 자본재 수입 비중에서 기계류 비중은 감소. 즉 생산 고도화 및 인건비 절감을 위한 장비 투자에서 시설물 투자를 조금씩 늘리고 있는 것으로 볼 수 있음.
- 건설기성액 감소, PF리스크로 건설투자는 당분간 부진할 가능성. 정부의 SOC 예산 축소로 공공부문 투자도 부진할 가능성. 금리인하의 시차를 고려, 내년 하반기부터 건설수주가 증가하는 사이클에 진입함에 따라 완만한 속도로 회복될 것으로 예상.

설비투자에 선행하는 자본재 수입이 증가, 자본재 수입에서 기계류 비중은 감소



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

내수 심리는 크게 눌러 있는 상황이지만, 금리 환경 변화에 따라 회복할 여지도 존재

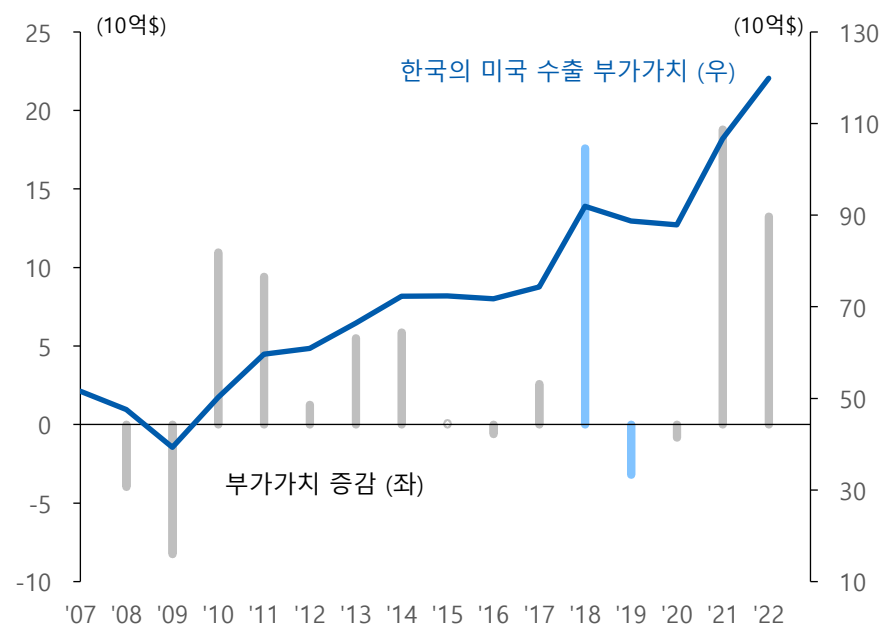


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

한국 경제 전망: 3. 복잡해진 수출경기, 관세 충격과 저점 모색

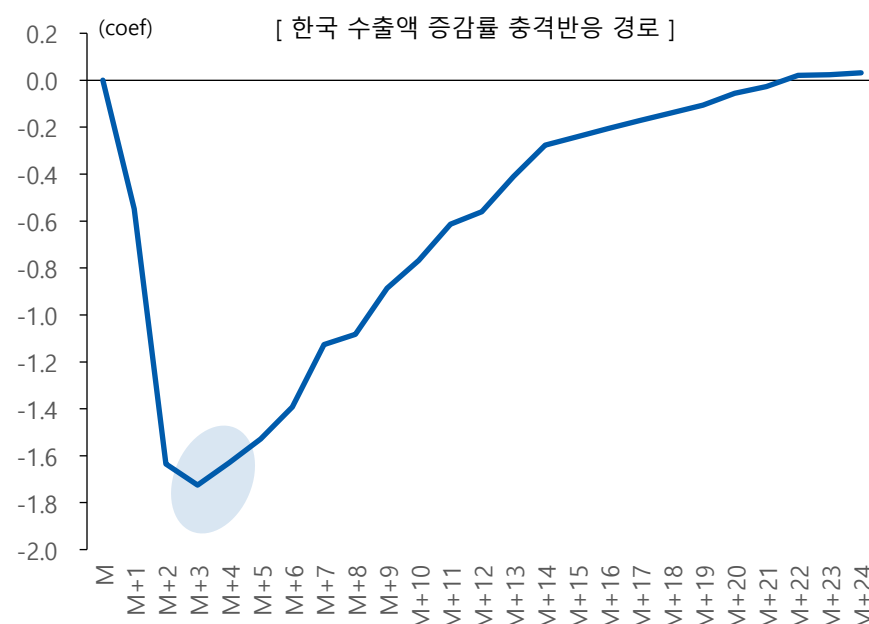
- ADB-MRIO의 WIOD 분석 결과, 트럼프 1기 당시 대중 관세 인상으로 2018년 중국의 미국 수출 차질에 따른 부가가치 감소분은 -575억 달러, 2018년 중국 GDP에 -0.4% 수준. 한국의 경우 충격의 시차가 늦게 발생, 2019년 한국은 -8.4억 달러의 수출 차질에 따른 부가가치가 감소.
- 한편 주요 대미 무역흑자 품목은 301조 관세가 부과되어 왔고, 과거에도 대중국 관세 인상은 한국의 대미 수출을 일시 증가시키는 효과도 가져온 사실도 고려할 필요. 현재는 불확실성도 크지만 구조적 위축으로 연결하기에는 이른 시점.
- 미국의 대중국 관세 인상 및 보편관세 부과로 인한 한국 수출 증감률에 대한 충격반응함수를 VAR 모형을 통해 산출. 미국이 중국뿐만 아니라 FTA국가들에게 추가 관세를 부과할 경우, 한국 수출에 발생하는 충격의 최고치는 +4개월까지, 이후 +11개월까지 한국 수출에 충격이 발생.
- 종합적으로 충격은 4~5개월 이후부터 약해지며 12개월 후에는 관세 인상 자체 이벤트로 인한 충격은 소멸되는 것으로 확인.

트럼프 1기 당시 대중 고관세로 인해 2018년 한국의 미국 수출 부가가치는 급증



자료: ADB MRIO를 활용하여 필자 직접 추정, 유안타증권 리서치센터

한국에 보편관세 10%p 부과될 경우, 4개월 후 한국 수출의 저점이 확인



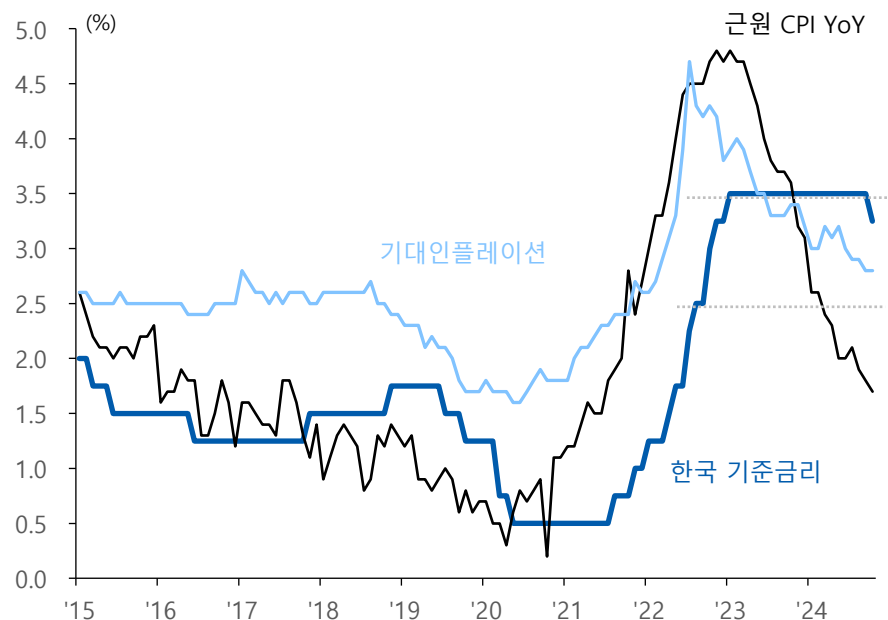
자료: 필자 직접 추정, 유안타증권 리서치센터



한국 경제 전망: 4. BOK, 중립금리에 맞춘 정책 조정 전망

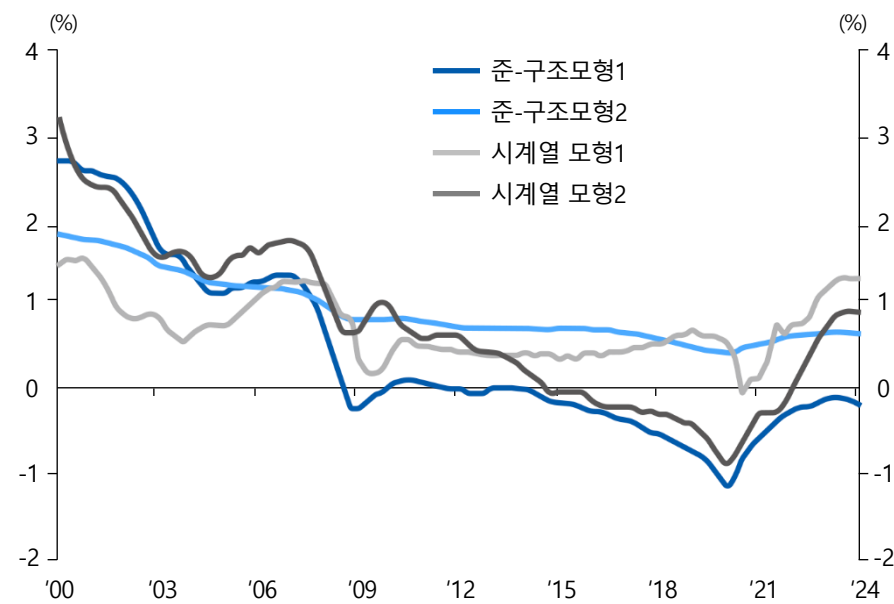
- 3분기 GDP 경제 성장률이 컨센서스를 하회하면서 부진한 내수 회복 흐름에 대한 우려 확대. 물가상승률은 목표 수준 도달 시점이 당초 전망보다 빠르게 나타나고 있음. 현재 물가 하락 속도 대비 기준금리는 한은의 중립금리 추정치 중간값보다 높은 수준.
- 11월 금통위에서는 예상외 금리 인하를 단행, 고환율 우려에도 경기 둔화 대응에 집중. 한국은행은 2025년 성장률은 1.9%, 2026년 성장률은 1.8%로 하향 조정. 모두 잠재 성장률(2%) 하회하는 수준으로, 최소 중립금리 중앙값에 맞춰 2025년에도 추가 인하에 나설 것으로 예상.
- 2025년 금통위에서는 기준금리를 두 차례 추가 인하할 것으로 예상. 이 경우 기준금리는 2.50%로 한은이 추정하는 중립금리 중앙값으로 생각될 수 있음. 금리 인하로 인한 시차 효과가 반영될 3분기 이후부터 경기가 회복하는 움직임이 관찰된다면, 중립금리 중앙값 수준에서 경기 흐름을 관찰한 뒤, 추가적인 정책 조정을 결정할 것으로 전망.

빠르게 하락하는 물가상승률 대비 기준금리는 높은 수준



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

장기 실질 중립금리는 -0.2%~1.3%, 명목 중립금리는 1.8%~3.3%로 추정



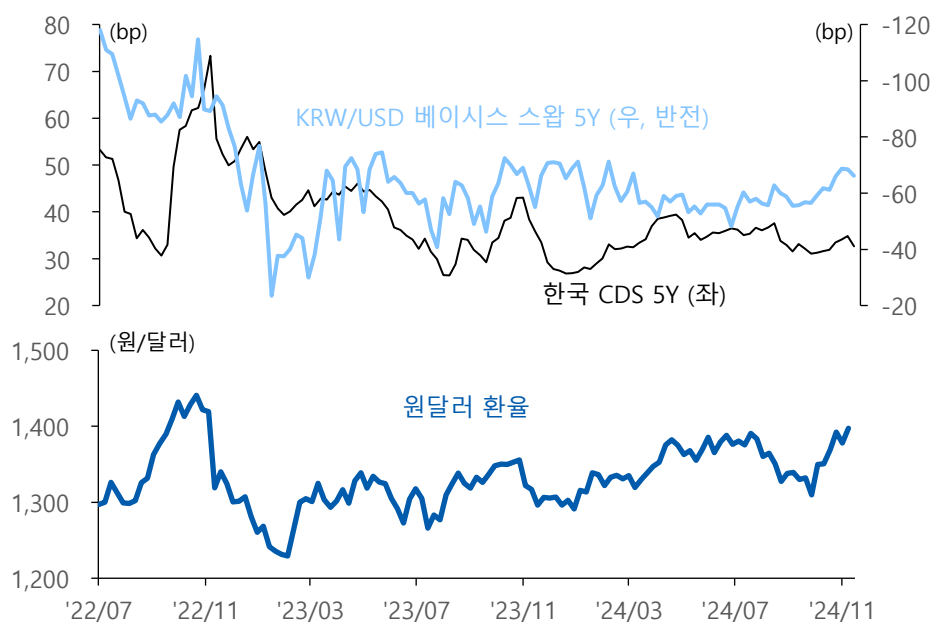
자료: BOK Working Paper(2024. 11), 유안타증권 리서치센터



한국 경제 전망: 5. 1분기 이후 조금은 안정될 수 있는 원달러 환율

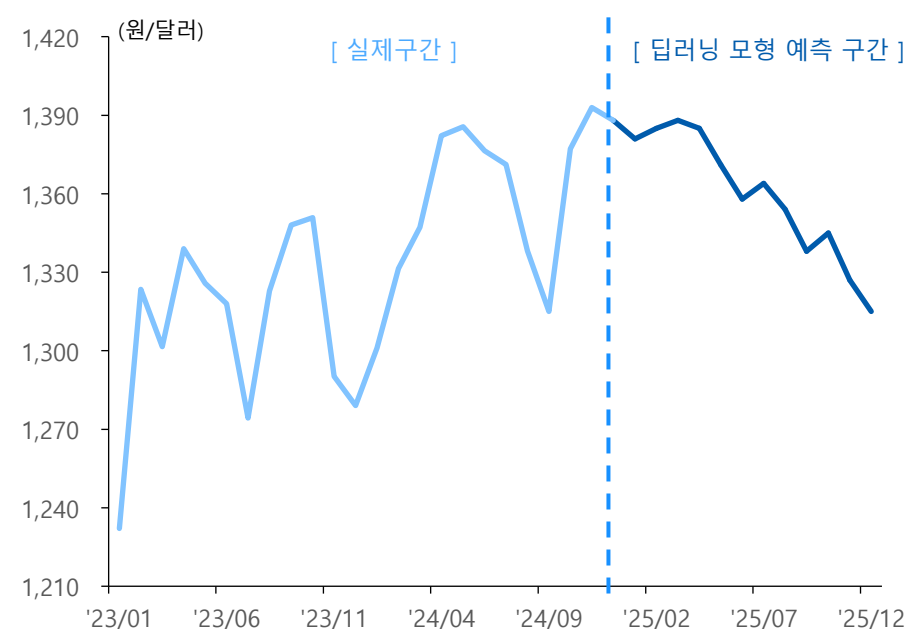
- 현재 원화는 약세 압력이 확대되고 있으며, 매크로 사이클 상 약세 요인이 부각되는 상황. 달러는 표면적 강세 요인 뿐만 아니라 하방을 지지해줄 수 있는 소재들이 확인되는 상황. 역내에서 달러화에 대한 수요는 경직적인 상황으로 강세 전환이 어려운 상황.
- 트럼프 당선 이후 1,400원을 돌파한 원달러 환율은 약세 요인들을 선반영한 결과, 남은 4분기 추가 상승 가능성도 열어 둘 필요.
- 내년 1분기까지 원달러 환율은 1,380~1,390원 수준을 유지할 것으로 예상. 2분기부터는 경기 저점과 경제 정책 리스크 확인 이후 약세 압력을 조금씩 줄여 나갈 것으로 전망, 2분기 이후 경직적인 수급 환경이 개선됨에 따라 약세 압력을 줄일 수 있을 것으로 기대.
- 아래 모형의 예측값을 바탕으로 원달러 환율은 2025년 1분기 1,385원, 2분기 1,355원, 3분기 1,335원, 4분기 1,300원 수준으로 전망. 2025년 연평균 레벨은 1,345원으로 전망.

달러화 수급 변수의 흐름과 달리 현재 원달러 환율은 리스크를 선반영하며 오버슈팅



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

원달러 환율은 1분기 고점 이후 점차 약세 압력을 축소하는 흐름을 예상



자료: 필자가 직접 산출, 유안타증권 리서치센터



[시황 이슈 분석]

세상 어디에도 없는 착한(韓) 주식

올해 한국증시에서 가장 많이 언급된 표현은 '상대적 부진'일 것으로 생각된다. 특히 하반기 내내 국내증시를 지독히 괴롭혔던 미국과 디커플링 현상은 ISM 제조업 PMI와 선후관계를 고려해 내년 1분기까지 이어질 가능성이 있다. 이에 따라 한국 경기 및 기업실적 성장에 대한 기대가 약화되는 과정에서 국내증시를 이탈하는 투자자들도 발생하고 있는 상황으로 확인된다.

그러나 이러한 현상은 이미 일본에서 20년 전에 발생했다. 당시 부진했던 일본증시에서 돋보인 주식들은 1)글로벌 독보적 지위가 있거나, 2)저성장 탈피를 위해 적극적으로 투자하거나, 3)아베노믹스 정책에 힘입어 구조개혁에 나선 주식들이었다. 한국에도 글로벌 탑티어 주식들이 있다. R&D 투자는 아직 제조업 중심에, 공시도 많지 않지만 빠르게 늘고 있다. 밸류업 기대는 지속 유효하나 올해처럼 금융에 집중되기보다 비금융으로 확산될 가능성이 높아 보인다. 조선, 미디어/엔터, 자동차 업종에 대한 관심을 제안한다.



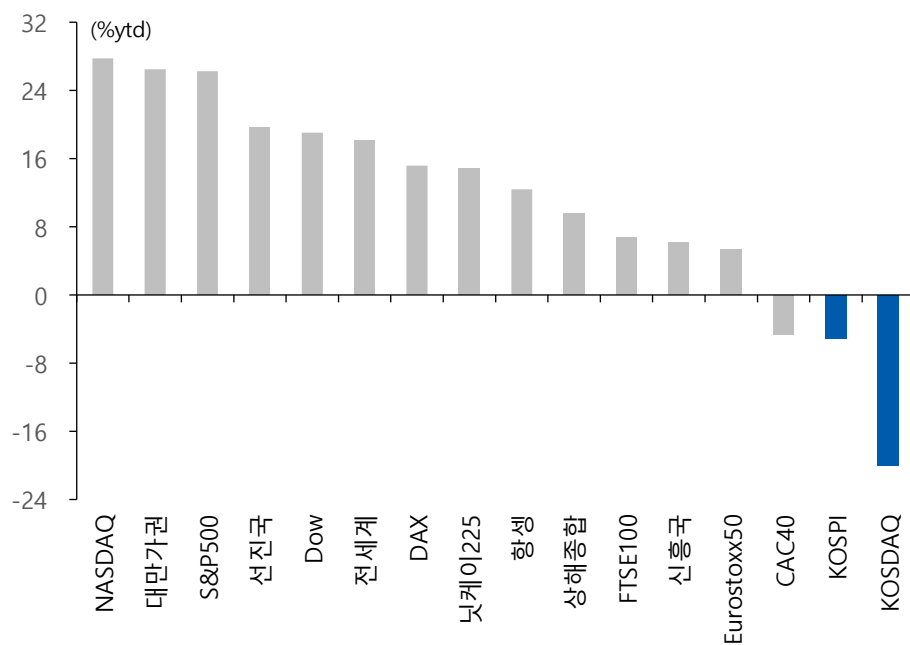
강대석 Equity Market
daeseok.kang@yuantakorea.com



올해 유독 부진했던 한국증시

- 올해 한국증시는 유난히 부진. KOSPI 지수는 연초 대비 -5.1%, KOSDAQ 지수는 -20%의 급락을 기록. 글로벌 주요증시 중 가장 부진한 편에 속하는 성적표.
- 미국을 비롯한 선진국 증시뿐 아니라 신흥국 내에서도 기술주 중심 구조로 인해 주로 비교 대상이 되는 대만과도 격차 확대. '코리아 디스카운트'가 유독 많이 언급된 해로 평가.
- 섹터별로 살펴보면 글로벌 증시 대비 국내증시에서 아웃퍼폼했던 업종은 네 가지. 금융, 유틸리티, 헬스케어, 그리고 필수소비재. 즉, 금융과 방어적 업종으로 해석 가능.

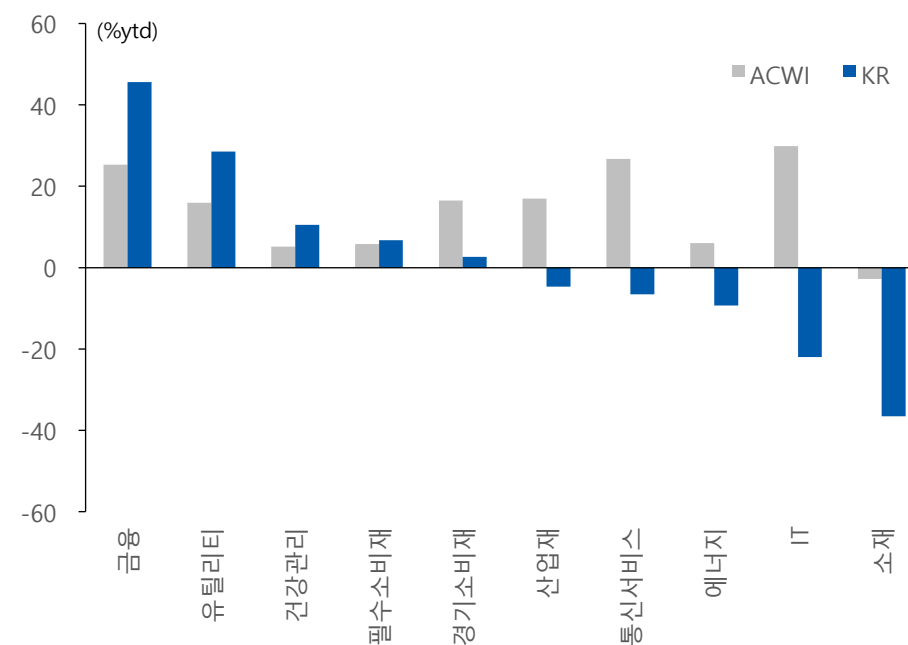
글로벌 주요증시 YTD 수익률, 주요증시 중 한국 가장 부진



자료: 유안타증권 리서치센터

주: 11/26일 기준

한국에서 글로벌 증시를 아웃퍼폼한 업종은 금융, 유틸리티, 헬스케어, 필수소비재



자료: 유안타증권 리서치센터

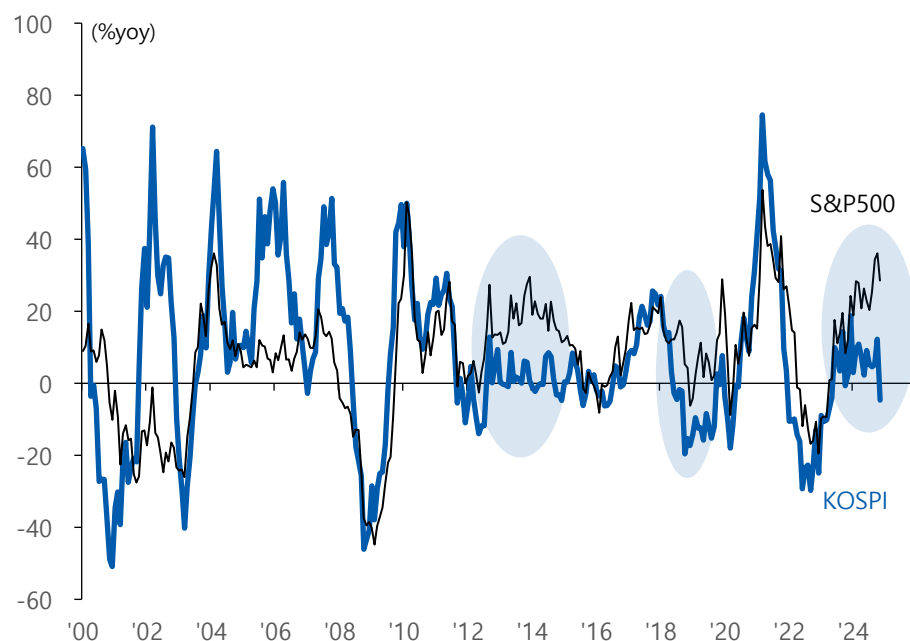
주: 11/26일 기준



역대급 디커플링과 방향

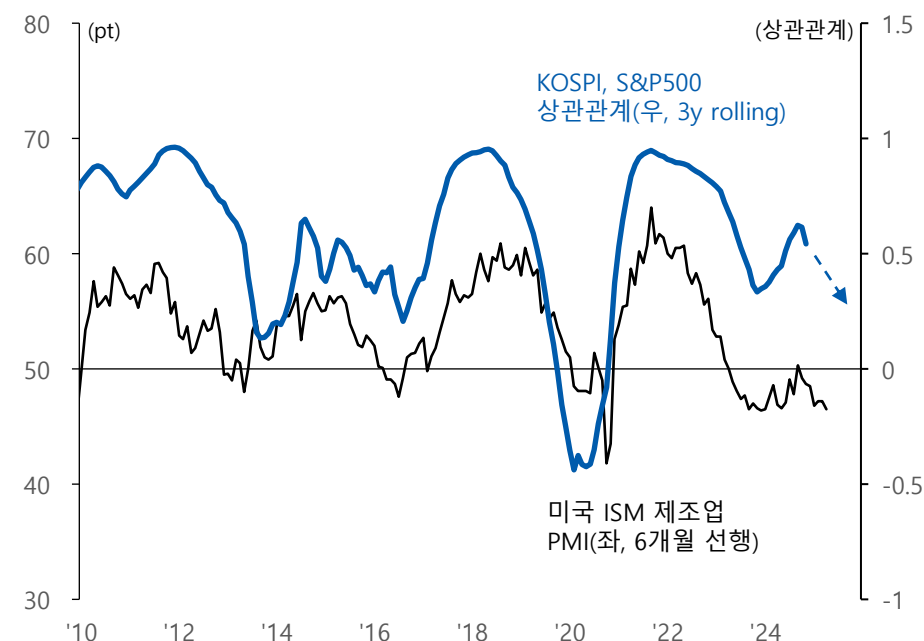
- 국내증시가 특히 미국증시를 중심으로 한 글로벌 증시 랠리를 따라가지 못하면서 국내증시 시장 참여자들의 상대적 박탈감은 더욱 확대된 상황으로 평가.
- 국내증시가 상대적 부진의 타겟이 된 여러 계기 중 하나는 글로벌 경기에 가장 민감한 성격. 한국의 OECD 경기선행지수는 8월 정점을 기록한 후 천천히 후퇴 중. 미국 연착륙에 따른 경기의 슬로우 다운 과정이라고 판단하더라도 내년 1분기까지는 경기 둔화에 대한 부담 이어질 전망.
- 디커플링의 방향에 대해서는 미국 ISM 제조업 PMI를 살펴볼 필요. ISM 제조업 PMI가 하락하는 국면에서 한국증시는 미국과 디커플링 심화. ISM 제조업 PMI의 6개월 선행성 감안하면 내년 3월 전후까지 디커플링 구간은 연장될 가능성.

전년동기비 증감률 관점에서 한국과 미국증시 디커플링 지속



자료: 유안타증권 리서치센터

ISM 제조업 PMI의 반등이 한미증시 디커플링 해소의 계기가 될 전망



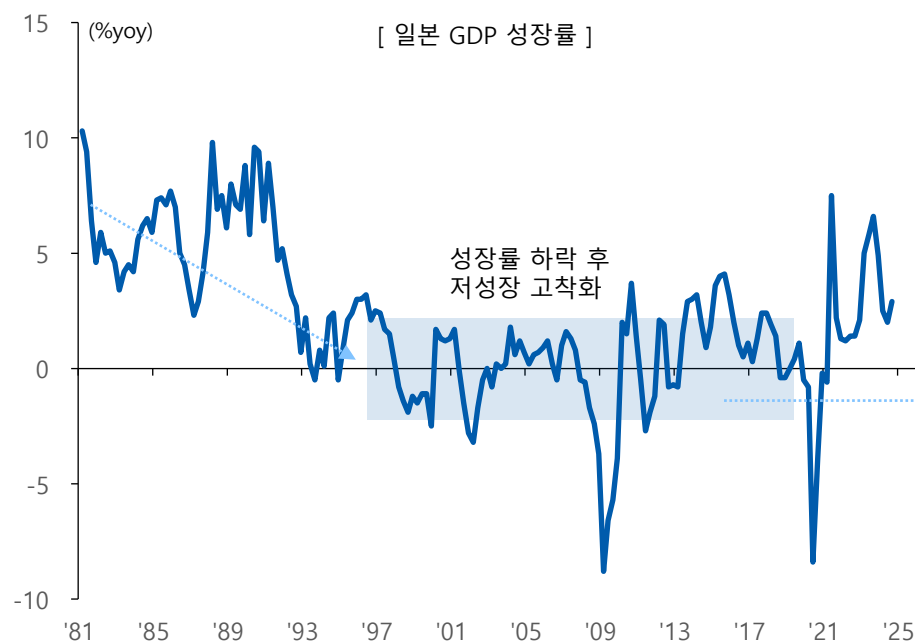
자료: 유안타증권 리서치센터



일본도 저성장 고착화 이후 해외투자 확대

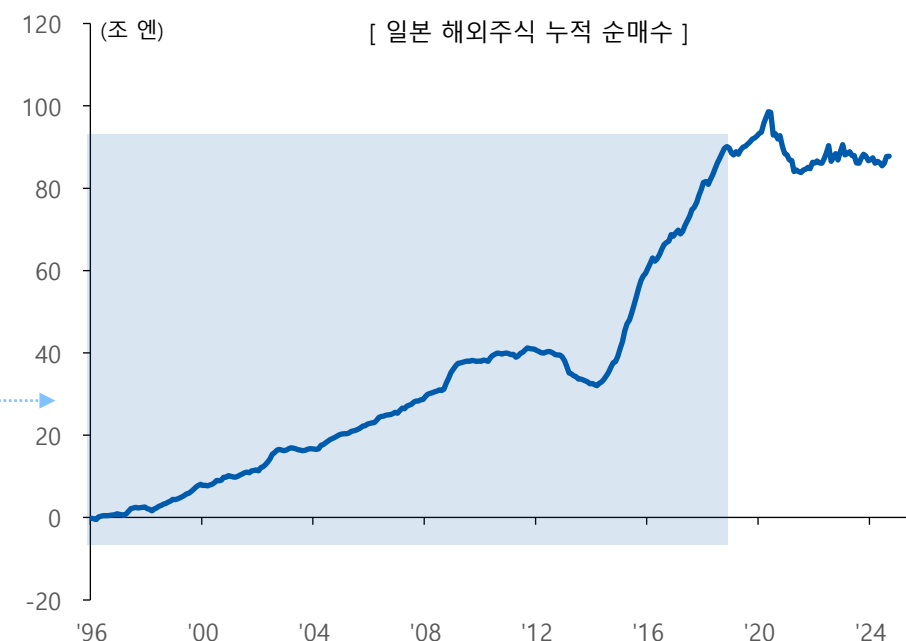
- 국내증시 부진 지속되자 투자자들이 국내증시에서 이탈하기 시작. 거래소 거래대금은 10조원을 하회. 코스닥 거래대금도 6조원대까지 감소. 고객예탁금은 50조원 내외 등락을 반복 중인 상황.
- 증시의 상대적 부진과 내수소비 부진, 그리고 그로 인한 해외투자 확대는 일본에서 이미 발생한 사례. 일본은 90년대 후반부터 2010년대 초반까지 거의 20년 동안 성장률 하락으로 인한 저성장 고착화를 경험.
- 해당 기간 일본에서도 최근의 국내 상황과 유사하게 해외 투자 확대가 진행. 국내증시의 투자자 이탈 현상이 코리아 디스카운트나 한국만의 특수한 상황이라기보다는 향후 성장에 대한 기대가 낮아지는 관점에서 불가피했을 수 있다는 판단.

일본 성장률 하락 후 저성장 고착화 경험



자료: 유안타증권 리서치센터

해당 시기 일본에서도 해외주식 꾸준히 확대



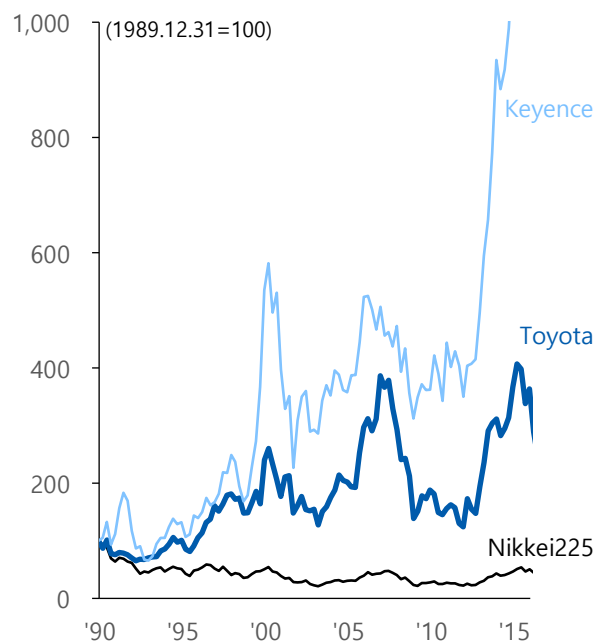
자료: 유안타증권 리서치센터



부진했던 당시 일본에서 돌보인 주식은 1) 글로벌 독보적 지위

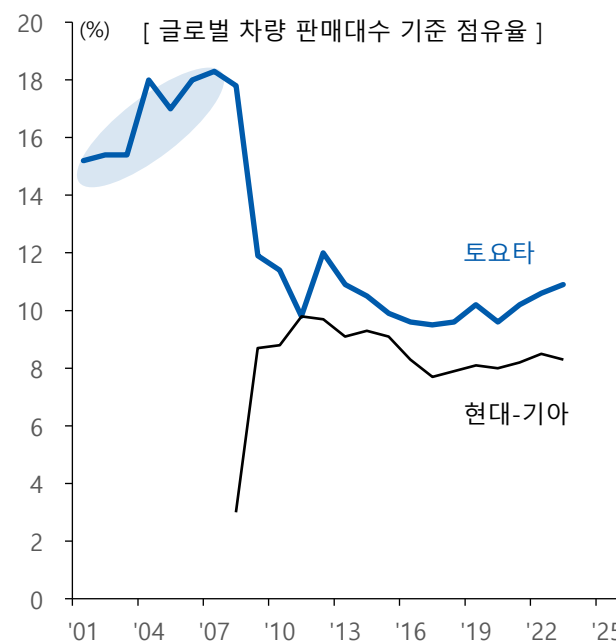
- 결국 국내의 상황이 일본처럼 장기 부진에 들어가지진 않더라도 현재 처한 상황 자체가 유사한 면이 있다는 점을 감안, 당시 일본증시가 국내증시 투자에 힌트가 될 수 있을 것으로 판단.
- 가장 두드러지는 특징은 글로벌 경쟁사들을 포함하더라도 독보적 지위를 유지할 수 있는가 여부.
- 현대-기아차 진입으로 지금은 점유율이 하락했지만 과거 2000년대에는 GM을 제치고 글로벌 자동차 판매량 1위를 기록했던 토요타나 과거부터 지금까지 꾸준히 영업이익률 50% 내외로 유지하면서 경쟁우위를 확보하고 있는 키엔스와 같은 주식을 참고할 필요.

닛케이 지수 박스권 장세 중 돌보인 일본주식



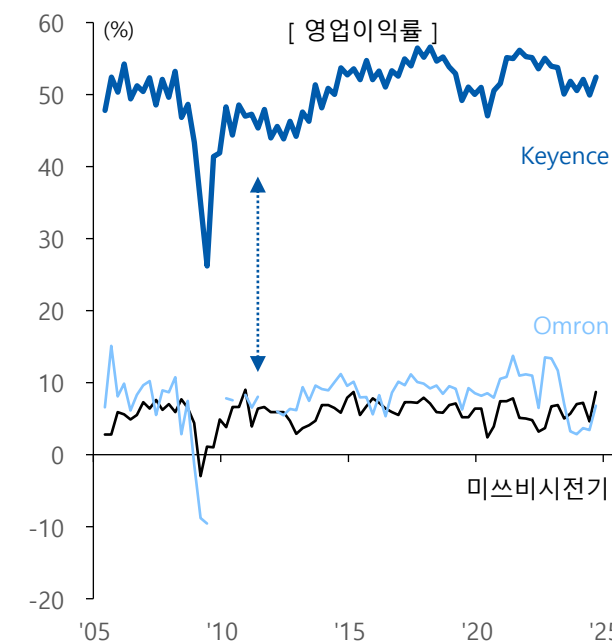
자료: 유안타증권 리서치센터

현대기아 점유율 올라오기 전까지 고공행진한 토요타



자료: 유안타증권 리서치센터

경쟁사 대비 압도적 영업이익률 유지하는 키엔스



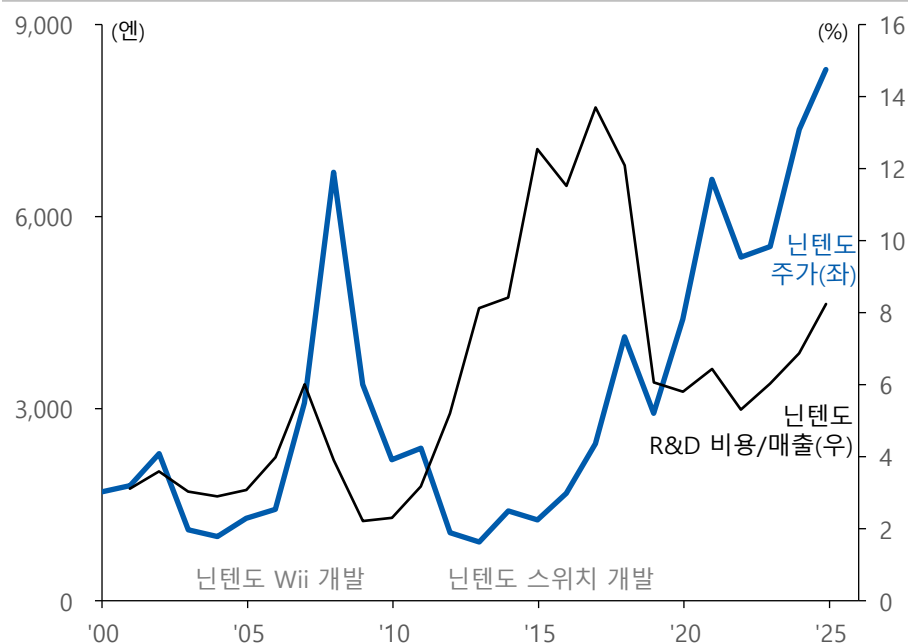
자료: 유안타증권 리서치센터



2) 저성장 탈피를 위한 적극적 투자

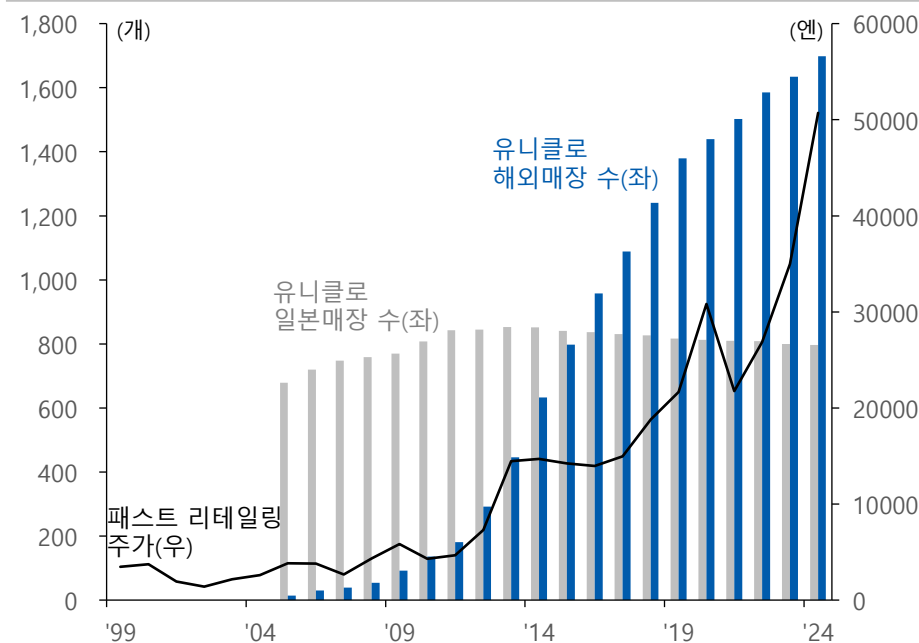
- 또 하나의 특징은 적극적 투자. R&D 투자를 통한 신제품 개발이나 품질 경쟁력 강화 등도 유의미한 사례.
- 예컨대 닌텐도의 경우 2000년대 초반 R&D 투자 비용을 확대해 닌텐도 Wii 개발에 착수, 출시하면서 주가 급등. 금융위기를 거치면서 주가 다시 부진하자 다시 R&D 비용을 늘려 닌텐도 스위치 개발. 적극적인 연구개발 투자는 주가 상승 가능성을 높이는 요인으로 작용.
- 한편 일본에서 돋보였던 소비주 중 하나는 유니클로로 해외 판로를 적극적으로 확장한 패스트 리테일링의 사례. 부진한 일본 내수로 인해 일본 내 매장은 유지하는 정도에 그친 반면, 해외 확장은 현재까지도 지속되고 있는 상황. 여기에 엔화 약세도 일조한 것으로 평가.

주가 바닥에서 신제품 개발 착수, 출시 전후부터 주가 급등했던 닌텐도의 사례



자료: 유안타증권 리서치센터

일본 내수 부진으로 인해 해외로 방향을 돌려 주가 상승에 성공한 패스트 리테일링



자료: 유안타증권 리서치센터



3) 그리고 정책, 아베노믹스와 밸류업

- 마지막은 정책의 관점. 2012년 시작된 아베노믹스에서는 세 개의 화살을 주장. 그 중 첫 번째는 공격적인 통화완화 정책. 엔화는 약세로 전환(엔/달러 환율 상승). 2016년 BOJ는 마이너스 금리 제도를 도입.
- 외국인 투자자들도 이에 발맞춰 순매수를 큰 폭으로 확대. 아베노믹스 세 번째 화살인 구조개혁 관점에서 일본판 밸류업 정책이 포함된 것도 긍정적인 요인으로 해석.
- 결국 이러한 배경 요인으로 일본증시는 ROE와 PBR을 모두 개선하는 데 성공. 현재 한국증시의 PBR과 ROE는 아베노믹스 직전 일본증시와 유사한 상황. 한국증시도 중장기적인 관점에서 접근할 필요가 있을 것으로 판단.

아베노믹스 계기로 일본 엔화는 약세 전환



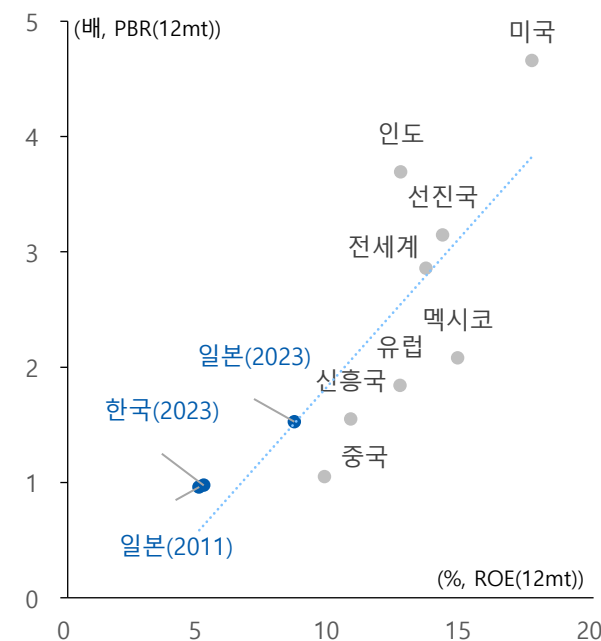
자료: 유안타증권 리서치센터

해당기간 외국인 투자자들은 일본증시 순매수



자료: 유안타증권 리서치센터

아베노믹스 이전의 일본과 지난해 우리가 유사



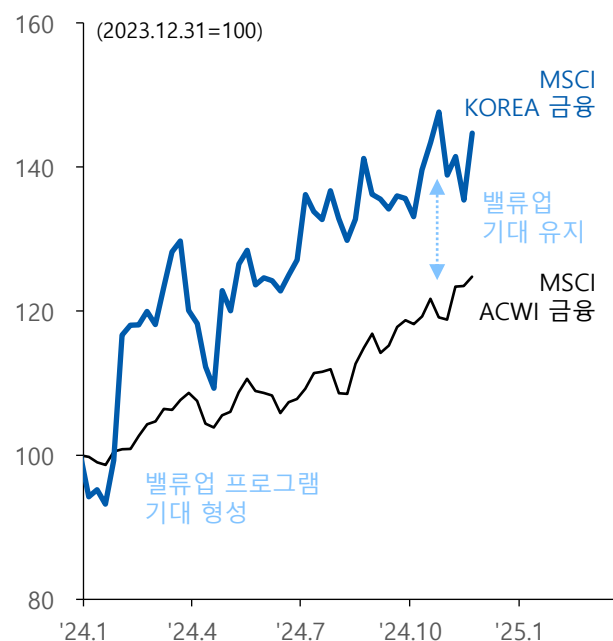
자료: 유안타증권 리서치센터



금융에만 집중되었던 밸류업 기대

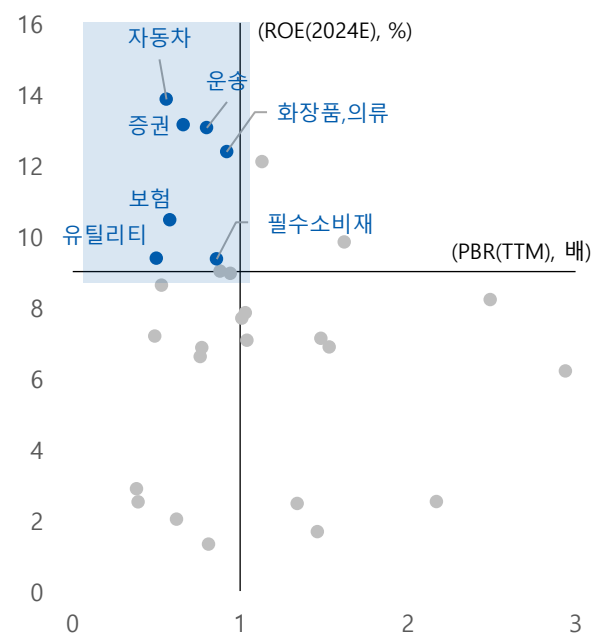
- 일본의 사례를 한국에 적용할 때, 한국판 아베노믹스는 주택부채 문제로 사실상 불가능할 가능성이 높다고 판단. 밸류업 추진력이 더욱 강화될 가능성이 더 높을 전망.
- 밸류업에 대한 관심이 지속 필요한 것으로 판단되나, 수혜 업종은 더 이상 금융이 아닐 가능성에 주목할 필요. 올해 연초 밸류업 프로그램에 대한 기대가 형성된 이후 글로벌 금융업종 대비 국내 금융업종이 아웃퍼폼하면서 밸류업에 대한 기대를 꾸준히 유지한 것으로 해석.
- 반면 자동차, 통신과 같이 여전히 금융업보다 배당수익률이 높은 업종이 밸류업 기대 확산의 수혜가 될 가능성. 밸류업에 대한 기대가 사라졌거나(자동차) 아직 반영되지 않은 것(통신)으로 판단.

국내 금융업종의 밸류업 기대는 유지



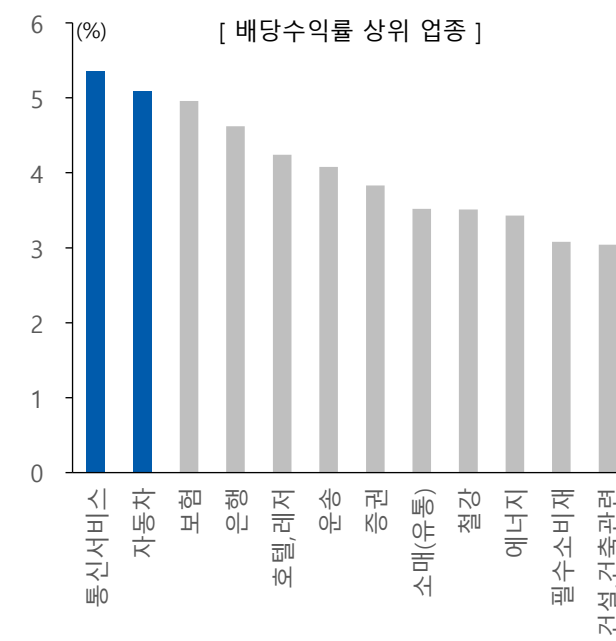
자료: 유안타증권 리서치센터

ROE 높으나 밸류에이션 저평가인 업종



자료: 유안타증권 리서치센터

배당수익률 관점에서 금융보다 강자인 통신, 자동차



자료: 유안타증권 리서치센터



우리도 우리만의 탑티어 주식이 있다

- 부진했던 일본증시에서 돋보인 일본주식의 사례와 유사하게 코리아 디스카운트 우려가 팽배한 우리 증시에서도 글로벌 독보적인 지위를 확보하고 있는 기업들이 존재.
- 기존 GICS 기준보다 비교가 용이하게 개량된 Bloomberg 기준 산업분류를 레벨 4까지 세분화한 뒤 해당 산업 매출액을 기준으로 글로벌 상위 5위 안에 드는 국내 상장사는 총 21개 기업으로 확인. 이 중 해당 산업의 매출 비중이 30% 이상인 기업 수는 15개.
- 해당 산업에 대한 국내외 투자 관심이 발생할 때 국내기업들이 포트폴리오에서 빠지기 어렵다는 생각으로 투자 아이디어 연결 가능.

BICS 레벨 4 기준 산업매출액 TOP5 안에 드는 국내기업

종목명	종목코드	BICS 산업명	산업매출액 순위	해당 산업 매출 비중	시가총액(십억원)
한국가스공사	036460	가스 유틸리티	2위	100%	4,357
LG디스플레이	034220	전자부품	5위	100%	4,965
현대모비스	012330	자동차 부품	3위	100%	23,156
대한항공	003490	운송 운영 & 서비스	5위	98.61%	9,298
한국전력	015760	통합전기유틸리티	1위	95.33%	15,664
포스코인터내셔널	047050	금속서비스 센터 및 가공업체	4위	87.11%	8,849
HD한국조선해양	009540	조선	3위	86.16%	15,287
하이브	352820	음악	5위	84.66%	8,789
LS	006260	전기부품	5위	59.91%	2,950
삼익악기	002450	악기	5위	59.31%	100
삼성전자	005930	반도체 소자/통신장비	1위/2위	38.88%/55.39%	348,038
한화	000880	보험 브로커&서비스	2위	39.75%	2,091
LG전자	066570	가전제품	3위	35.73%	15,465
HD현대	267250	조선	2위	34.80%	6,327
삼성물산	028260	화학제품 유통	4위	31.66%	22,116

자료: 유안타증권 리서치센터

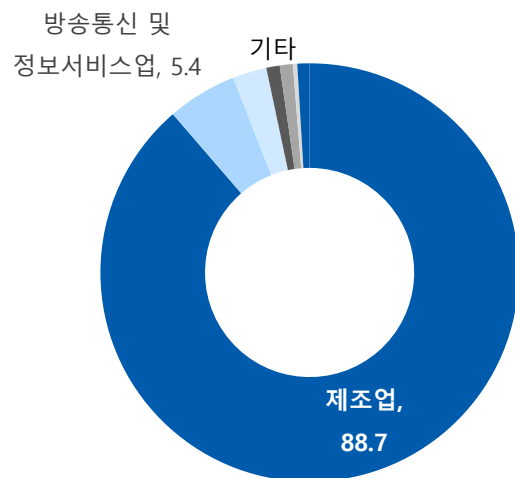


당장 드러나지 않아도 근성이 있는

- 또 한 가지 고려해야 할 점은 일본증시의 사례에 나타났던 단기적인 시각이 아닌 연구개발에 대한 투자. 글로벌 AI 투자가 급증하고 있는 가운데 우리나라의 경우 R&D가 절대적으로 제조업에 쏠려 있다는 점은 다소 제약적인 요인.
- 그러나 10년 전에 비해 특히 우리나라에서 인터넷/게임을 포함한 커뮤니케이션 섹터의 연구개발 투자가 빠르게 증가하고 있는 것으로 확인. 글로벌 기업들과 격차를 좁히기는 어렵다고 하더라도 너무 비관적인 태도도 지양할 필요가 있다는 판단.
- KOSPI200 기업 중 연구개발비를 공시하는 기업은 130개 기업으로 아직 증시 전반적으로 미진한 부분이 많은 상황 속에서도 헬스케어, 인터넷/게임, 반도체 등 한국 R&D를 주도하고 있는 산업에 대한 관심은 유효할 전망.

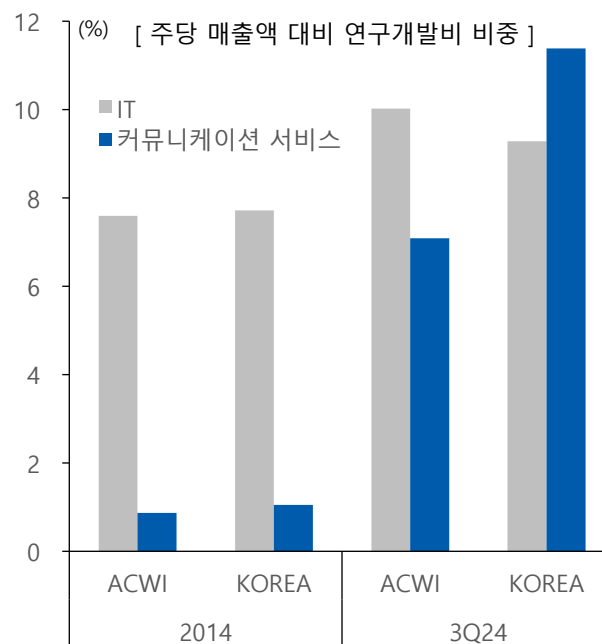
아직 우리나라 R&D는 절대적으로 제조업 중심

[2023년 한국 R&D 1000대기업 업종별 비중(%)]



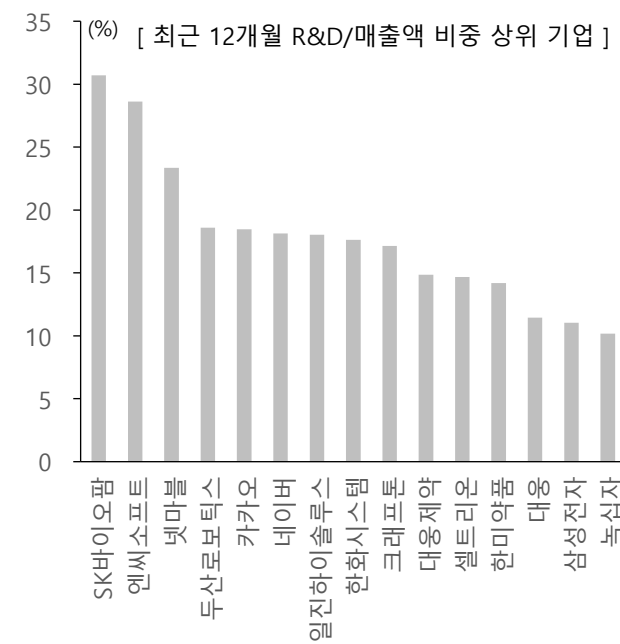
자료: 유안타증권 리서치센터

그래도 소프트웨어 비롯해 빠르게 연구개발 확대 중



자료: 유안타증권 리서치센터

헬스케어, 인터넷/게임, 반도체 정도에서 R&D 비중 상위



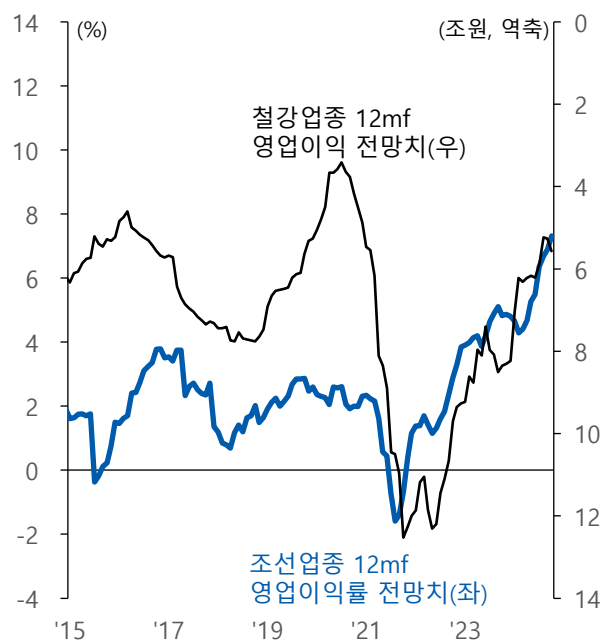
자료: 유안타증권 리서치센터



조선, 미디어/엔터, 자동차 업종에 관심

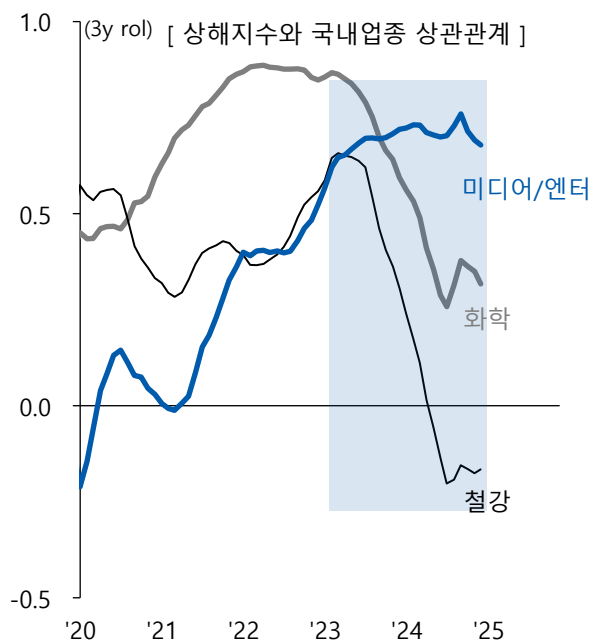
- 올해 국내증시 내부적으로 가장 높은 수익률을 기록한 업종은 조선업. 그럼에도 조선업종 주가가 추가 상승 여력이 남아있다고 판단. 글로벌 조선업에서 독보적 지위를 확보하고 있기 때문. 또한 철강 업종 이익이 개선되지 않는 상황은 역으로 조선업의 마진 유지를 시사.
- 미디어/엔터 업종에 대한 판단도 유사. 글로벌 엔터테인먼트 산업에서 독보적 지위 확보. 또한 지난 2018년 미중 무역갈등 국면에서 지수 대비 아웃퍼폼 경험. 중국 경기부양에 대한 기대도 철강이나 화학보다는 화장품이나 미디어/엔터에 수혜가 될 것으로 예상.
- 자동차는 밸류업 관점에서 관심. 이익 추정치에 비해 밸류에이션 낙폭과대로 판단. 밸류업 기대가 금융에서 비금융으로 확대될 때 시장 관심이 이동할 섹터 중 하나로 전망.

철강 업종 이익 개선 제한 시 조선 마진 유지될 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

중국에 대한 기대는 소재보다는 소비재



자료: 유안타증권 리서치센터

원/달러 레벨 상승이 자동차 이익 방어할 전망



자료: 유안타증권 리서치센터



2025
MARKET
PERSPECTIVE



II. 글로벌 전략



YUANTA Global Portfolio 4 Themes



업종 투자 전략		대표 종목	티커	PER (배)		EPS (y/y, %)		Comment
				24F	25F	24F	25F	
AI 플랫폼	AI S/W 수익화	Microsoft	MSFT	32.3	27.9	10.3	16.0	<ul style="list-style-type: none">연산 워크로드 증가에 따른 종량제 모델의 수익화 수준에 그쳤던 AI S/W 업종의 수익화가 데이터 분석, AI 검색, 애플리케이션 개발단까지 확대되면서 해당 업종에 AI 수익화에 대한 가시성이 확보된 국면으로 접근이 유효하다는 판단.PLTR - 국방 AI 강화 행정 명령, 트럼프 1기 당시 업사이클 고려 시 수혜 직접적일 전망.SNOW - 데이터베이스 부문 시장 입지를 반영하는 데이터 클라우드 파트너십 확대, 전방 수요 확대를 반영하는 주주 잔고 급증.
		Snowflake	SNOW	245.3	173.7	흑전	41.2	
	국방 AI 강화	Palantir	PLTR	173.4	141.7	281.0	22.3	
금융	금융 규제 완화 IB 회복	Columbia Banking System	COLB	12.0	11.7	46.6	3.1	<ul style="list-style-type: none">Higher-For-Longer에 따른 이자 부문 호조 장기화와 트럼프 2기 규제 완화와 관련한 직접적 수혜 전망. 구조적인 주택 공급 부족에 고금리 지속에 따른 대출 사이클락바텀, 규제 완화에 따른 M&A 등 IB 부문 회복이 전사 수익성 개선 고려 시 접근 매력 높아.COLB - 상업용/주거용 부동산과 다가구주택에 이르는 견고한 사업 포트폴리오.MS - 다각화 금융 대비 소매 금융 비중이 낮은 투자 은행 선호. 믹스 고려 시 자본 시장(발행, M&A, IPO 등) 회복 본격화 시 업종 내 레버리지 효과가 가장 클 것으로 전망하는 업체.
		Morgan Stanley	MS	17.9	16.6	40.1	7.8	
		Wells Fargo	WFC	14.5	13.9	9.5	4.1	
전력	세일가스 생산 증가	Kinder Morgan	KMI	23.6	22.5	12.0	5.3	<ul style="list-style-type: none">바이든 정권 실각 주요 원인인 전력 물가 상승, 향후 AI 인프라 구축 확대에 따른 전력 수요 급증에도 불구하고, 고금리 장기화에 따른 신재생 발전원 기반 발전 용량 부족이 전망됨에 따라 천연가스 의존은 저금리 구간 진입까지 지속될 전망KMI - 북미 최대 천연가스 파이프라인 업체. 전력 수요 급증의 남동부 지역 관할 수혜.SLB - 북미 최대 유전 서비스 업체, 글로벌 E&P 기업 대상 석유 및 가스 탐사와 시추를 위한 장비를 공급하며 생산성 확대를 위한 디지털 솔루션을 제공해 도입 확대를 전망.
		Schlumberger	SLB	12.9	11.9	14.5	8.5	
	원자력	Constellation Energy	CEG	30.9	28.2	63.4	9.5	
주택	공급 증가	D.R.Horton	DHI	12.0	10.9	-2.6	10.6	<ul style="list-style-type: none">바이든 정권 실각 주요 원인인 서비스 물가 상승, PCE 상승분의 40% 상당을 기여하는 주택 물가. 주택 물가 안정을 통한 핵심 지지층 관리를 위한 적극적 정책 드라이브 예상. 고금리 장기화 국면에서 규제 완화를 통한 주택 구입 부담 완화를 유도할 것으로 판단DHI - 70% 이상의 공급 주택이 중간 가격 이하의 주택. 저소득층향 주택 공급 확대에 따른 수혜 집중될 가능성.ZG - 거래 건수 사이클락바텀 국면 진입과 역사적 수준 대비 낮게 형성된 주가.
	거래량 증가	Zillow Group	ZG	61.5	45.1	흑전	36.5	
	건자재 수요	Vulcan Materials	VMC	40.1	31.6	1.9	26.5	



[글로벌 전략]

익숙한 소재 살리기

[미국] 트럼프의 선전과 공화당의 압승은 불안한 경제와 고물가에 대한 응징의 결과였다. 결국 트럼프 2기 행정부는 관세 인상의 부작용을 반드시 상쇄할 필요가 있으며, 에너지와 주택 가격 안정을 핵심 과제로 삼을 것으로 판단된다. 신정부의 물가안정 대책(원유 Midstream, 건설)과 AI 파이프라인(소프트웨어) 연관 업종을 top pick으로 제시한다. 25년 S&P500지수 range는 5500pt~6700pt로 전망한다.

[중국] 무역분쟁 이후 중국은 전체 수출에서 수입가공무역 비중이 감소하는 구조적인 변화가 진행되고 있다. 즉 제조업 공장으로서의 위상이 축소되고 있으며, 대외 정세를 고려하면 회복 가능성도 높지 않아 보인다. 결국 중국 정부는 25년에도 내수 부양에 주력할 것으로 판단된다. 최근 중국은 소비와 부동산 지표의 회복이 확인되고 있다. 정책 효과가 발현되고 있다는 판단이며, 25년 추천 업종은 금융, 가정/개인용품, IT H/W, 자동차로 제안한다. 상해종합지수 range는 3000pt~3750pt로 제시한다.



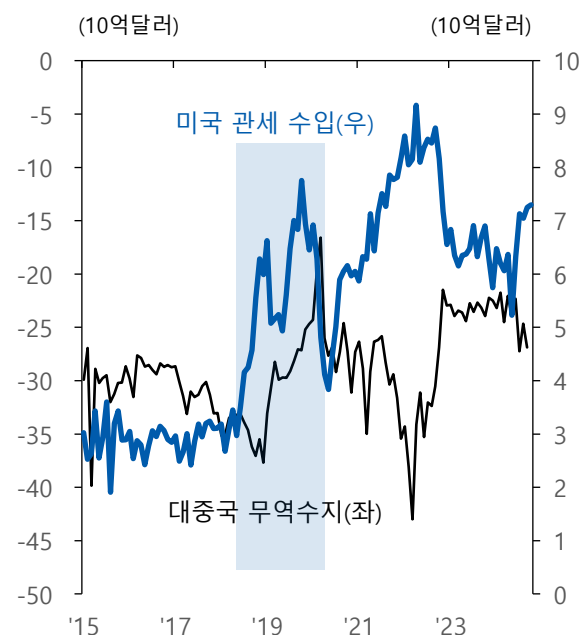
민병규 투자전략팀장 / Global Strategist
byungkyu.min@yuantakorea.com



[미국] 관세 인상과 국채 발행 → 실현 가능성 높은 편

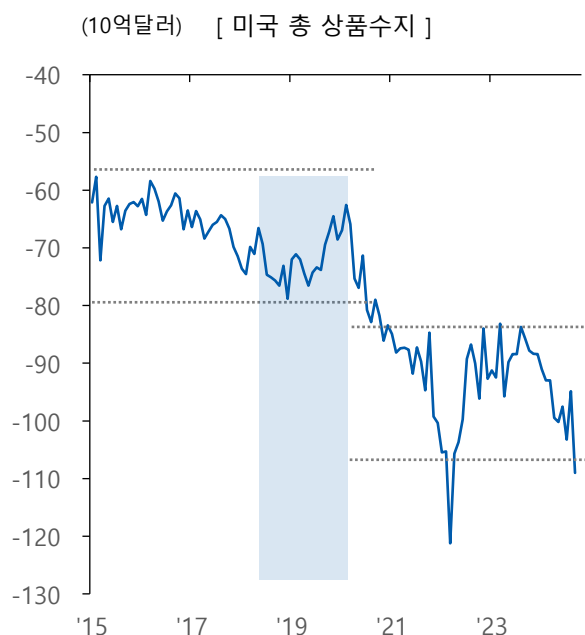
- 트럼프 2기 MAGA를 달성하기 위한 비용은 관세 인상과 국채 발행을 통해 조달할 계획. 최근 인선을 보면 실현 가능성이 높아 보이는 상황.
- 1기의 평균 관세율은 2.2% → 3.0%, 대중국 평균 관세율은 3.1% → 21%(현재 19.3%)로 상승. 관세 인상은 미국의 관세 수입과 대중국 무역수지 개선으로 연결. 그러나 장기적으로는 무역 상대방의 보복으로 인해 상품수지가 악화. 보편관세 10%는 더 큰 영향을 초래할 것.
- 공화당이 상하원을 장악하면서 부채 한도 증액과 국채 발행도 수월해진 상태. 국채 발행과 관련한 불확실성은 기간 프리미엄 상승으로 연결 → 최근 금리 상승에 일조.

관세 인상 후 관세 수입 증가 & 무역수지 개선



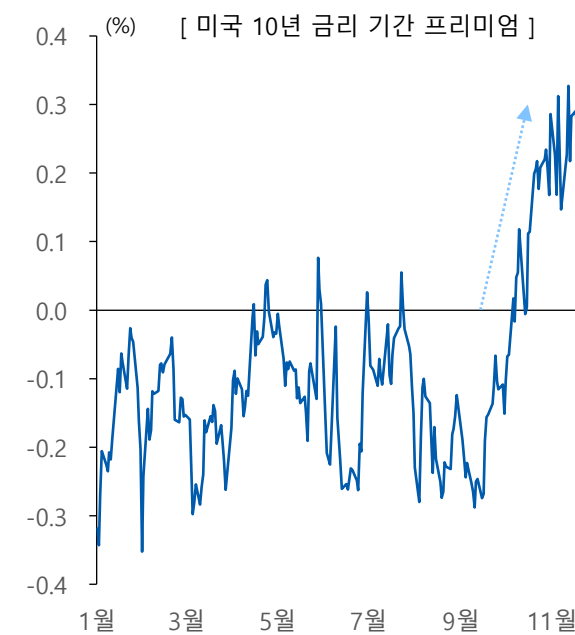
자료: 유안타증권 리서치센터

장기적으로는 미국의 상품수지가 오히려 악화



자료: 유안타증권 리서치센터

장기간 안정됐던 기간 프리미엄 상승 재개



자료: 유안타증권 리서치센터

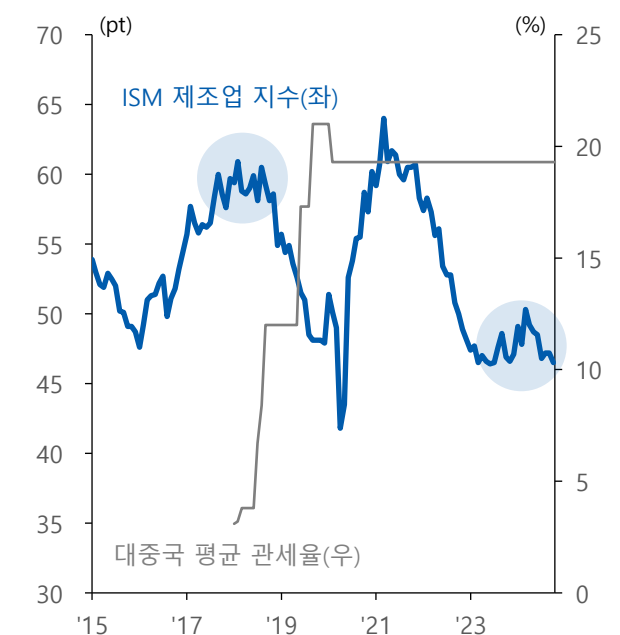


미국 경제의 체력은 18년과 차이 → 고물가, 고금리 장기화에 취약

- 미국 경제의 체력은 이미 약화된 상태. 관세 인상으로 인한 물가 상승, 국채 발행에 따른 금리 상승은 뜨거운 경제를 반영한 것이 아니라는 점에서 치명적인 결과를 초래할 가능성.

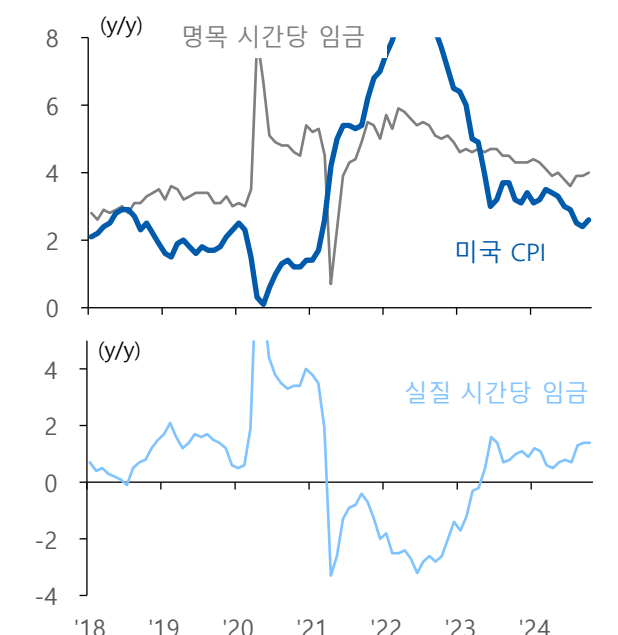
- 1) 18년은 경기 과열을 방지하기 위해 기준금리를 인상하던 시기. 관세를 첫 인상한 18년 7월의 ISM 제조업 지수는 58.1pt(vs 현재 46.5pt).
- 2) 소비 회복의 기반이 된 실질임금 상승은 명목임금 상승보다는 물가 하락의 영향이 주요 → 물가 상승 시 훼손될 여지가 충분.
- 3) 미국의 신용카드 연체율은 2011년 4분기 이후 최고치 → 가계 신용 역시 고금리 장기화에 취약해진 상태.

18년은 제조업 경기 호황 & 금리 인상 시기



자료: 유안타증권 리서치센터

소비 회복 기반이 된 실질임금 상승 → 물가 하락이 주도



자료: 유안타증권 리서치센터

신용카드 연체율은 11년 이후 최고치. 취약성을 대변



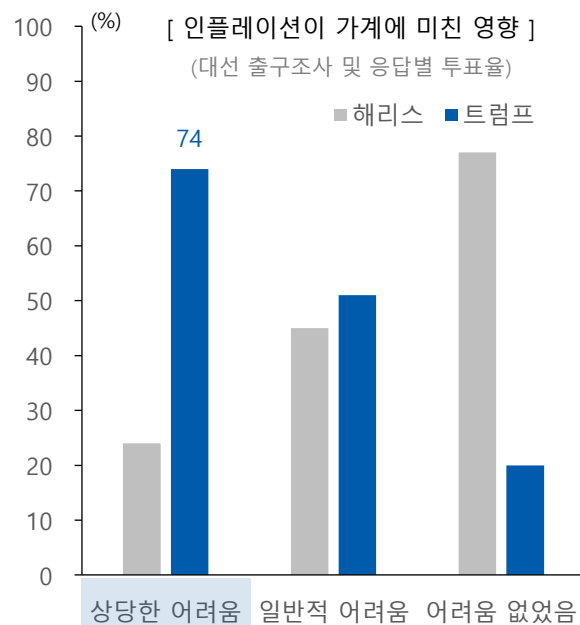
자료: 유안타증권 리서치센터



관세 인상의 부작용 상쇄 필요 → 에너지/부동산 안정이 핵심 과제

- 정책 타당성과는 별개로 트럼프 당선인의 실행력은 이미 경험. 그러나 미국의 대통령도 약점이 존재.
- 트럼프의 당선과 공화당의 압승은 불안한 경제와 고물가에 대한 응징의 성격. 경제 부진, 가계 재정 악화, 고물가 피해를 토로한 유권자의 대부분이 트럼프에 투표.
- 18년 관세 인상은 상품물가 상승으로 연결됐던 경험. 트럼프 2기 행정부는 이 부작용을 반드시 상쇄하려 할 것. 상품 물가에서는 에너지, 서비스 물가에서는 주택 가격(임대료) 안정이 핵심 과제가 될 것 → 원유 Midstream과 건설을 선호 업종으로 제시.

트럼프의 지지층은 고물가에 불만을 가진 부류



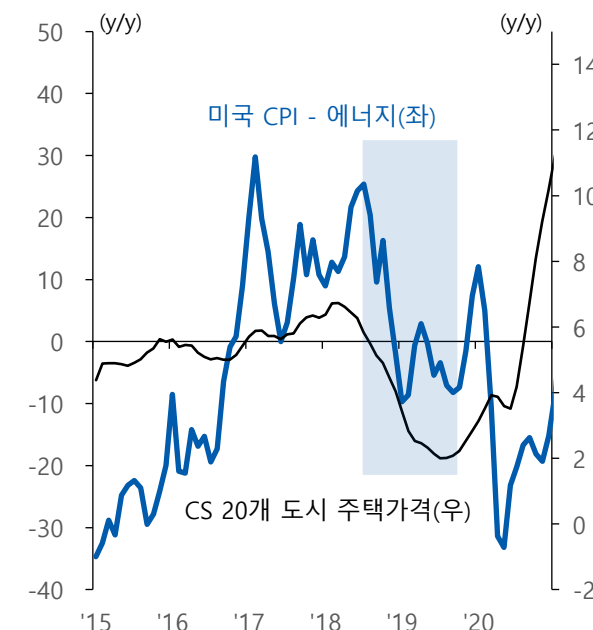
자료: CBS, 유안타증권 리서치센터

18년 관세 인상은 상품물가 상승으로 연결



자료: 유안타증권 리서치센터

에너지와 주택 가격 둔화가 관세 인상 충격을 상쇄



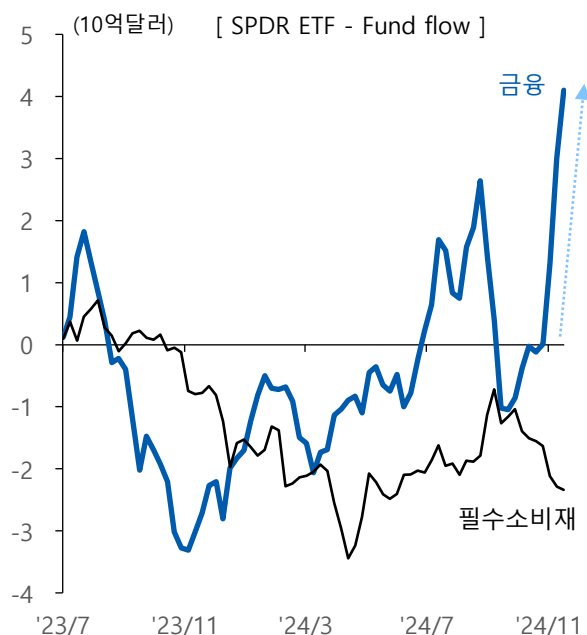
자료: 유안타증권 리서치센터



Trump trade 중심에 있는 금융 → 과열 여부가 잘 드러나는 수준

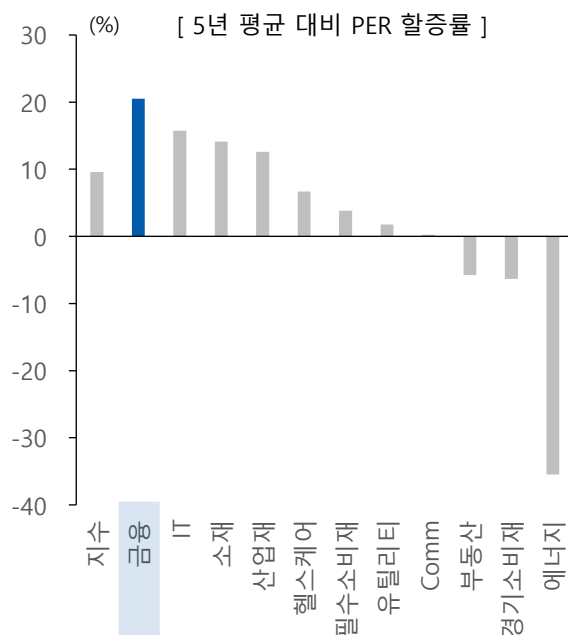
- 대선 이후 미국 증시의 수급은 1) 기존 주도 섹터인 IT와 Comm은 비중 유지, 2) 경기방어적인 필수소비재와 유틸리티는 축소, 3) 규제 완화 수혜주인 금융과 산업재는 대폭 확대. (SPDR ETF 기준)
- Trump trade의 핵심인 금융 섹터는 최근 다우 지수 상승을 견인 중. 그러나 1) 11개 섹터 중 5년 평균 대비 PER이 가장 고평가 되어있다는 점, 2) 같은 기대감을 반영했던 트럼프 1기의 밸류에이션을 넘어섰다는 점은 부담.
- 밸류에이션 부담은 증시 전반에 해당하는 문제. S&P500지수의 12MF PER은 25.0배, PBR은 5.0배. PBR 5.0배는 06년 이후 최고치. 향후 밸류에이션 확장에 기반한 추가 상승은 기대하기 어려운 상황.

대선 이후 금융 섹터에 대한 매수세 집중



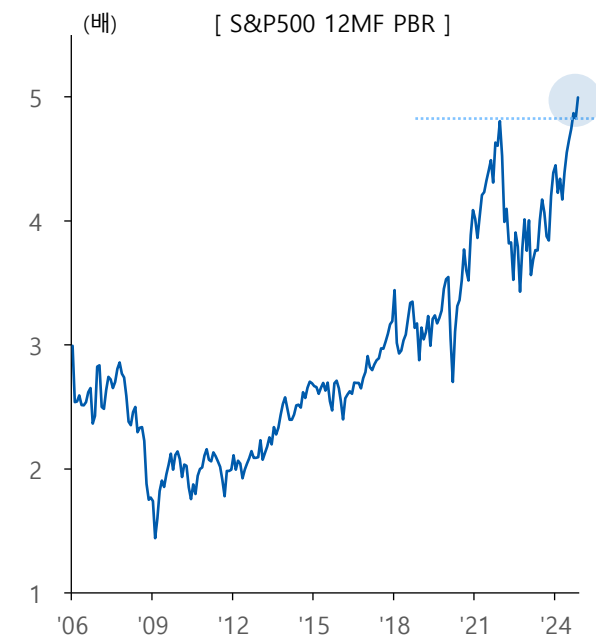
자료: 유안타증권 리서치센터

금융은 11개 섹터 중 가장 할증. 트럼프 1기 당시도 상회



주: MSCI 기준. 자료: IBES, 유안타증권 리서치센터

증시 PER은 이전 고점에 도달, PBR은 최고치 경신



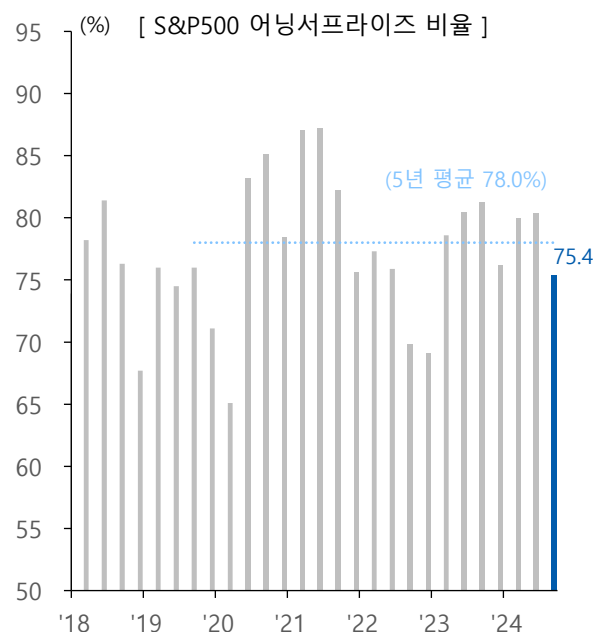
자료: 유안타증권 리서치센터



다시 한번 저력을 보인 M7 → 3Q 순이익의 21.8% 담당

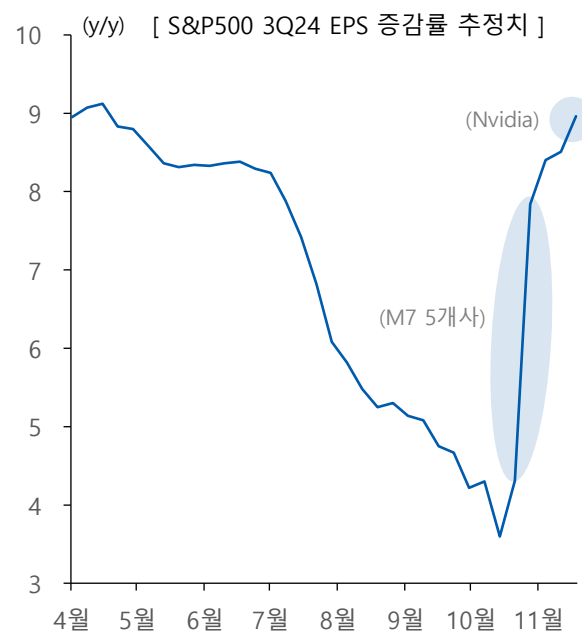
- M7과 Nasdaq 주도로 상승세를 보였던 미국 증시의 성격은 3분기 경기민감주와 다우 지수 중심으로 재편. 그러나 M7의 이익창출 능력이 재확인되면서 대형 기술주의 주가 상승이 재개.
- 미국의 3Q 어닝시즌은 7개 분기만에 가장 낮은 어닝서프라이즈 비율(2Q 80.4% → 3Q 75.4%, 5년 평균 78.0%) 기록. 그러나 3Q EPS 추정치는 10월말 대폭 상향(YoY 4.3% → 7.8%). 해당 기간 실적을 발표한 5개 대형주(MS, Meta, Apple, Amazon, Alphabet)의 어닝서프라이즈를 반영.
- 3분기 강한 조정을 받은 M7의 S&P500 시가총액 비중은 6월말 33.0%에서 현재 31.9%로 하락(저점 30.6%). 반면 이익 비중은 2Q 20.0% → 3Q 20.8% → 4QF 21.8%로 꾸준한 상승세. M7의 어닝 아웃퍼폼은 25년에도 이어질 전망.

3Q 어닝서프라이즈 비율은 실망스러운 수준



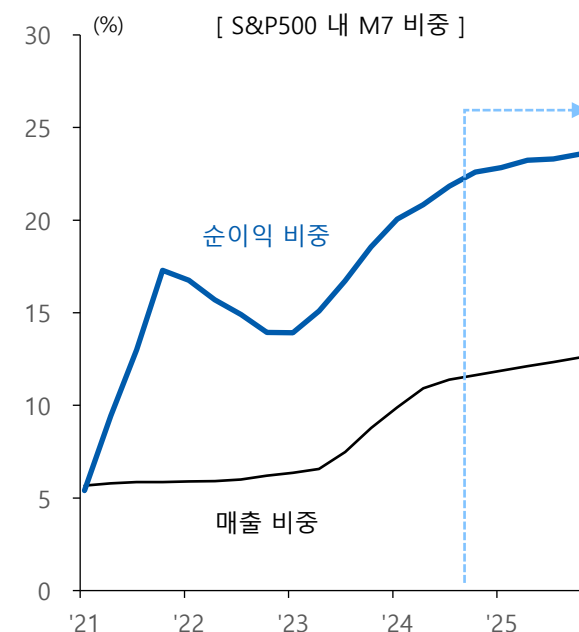
자료: 유안타증권 리서치센터

3Q EPS 추정치는 대폭 상향 → 대형 기술주의 실적 반영



자료: 유안타증권 리서치센터

M7의 이익과 매출 비중은 꾸준한 상승 전망

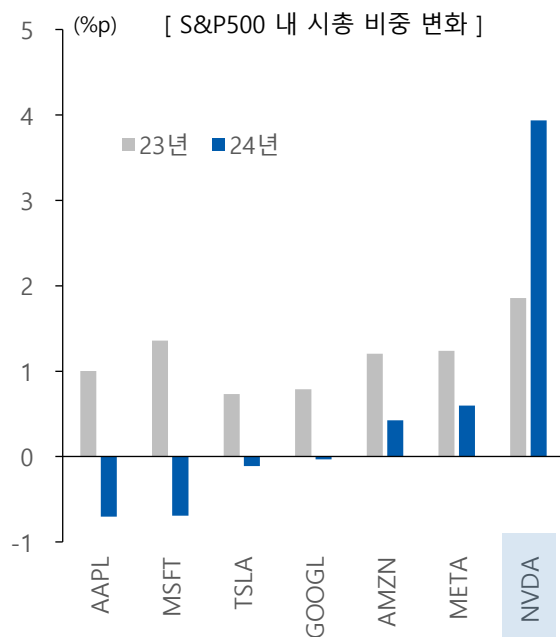


주: 4개 분기 평균 rolling. 자료: 유안타증권 리서치센터

23년 M7 → 24년 M3 → 25년 Next pipeline

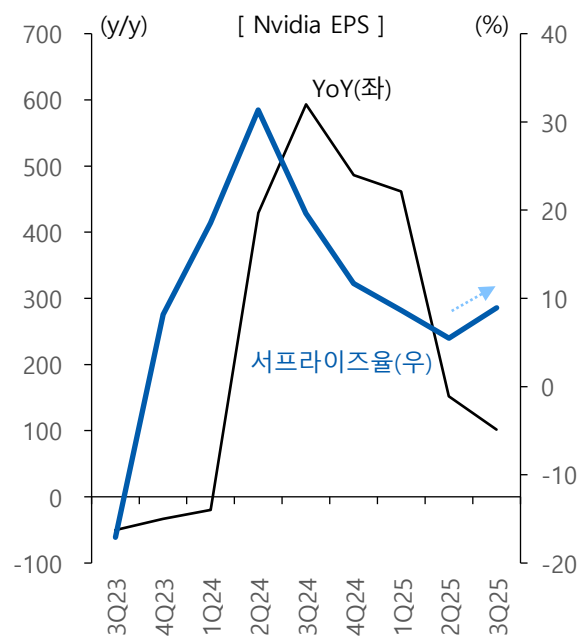
- 23년 M7은 7개 구성종목 모두 주도주 역할을 수행. 그러나 24년은 Nvidia, Amazon, Meta의 시가총액 비중만 상승. 특히 Nvidia의 상승이 뚜렷.
- Nvidia는 EPS와 매출 모두 컨센서스를 상회하는 실적을 공개. 특히 실적 서프라이즈 강도가 높아졌다는 점이 긍정적. 그러나 시장은 GPM 하락 등의 균열에 집중하는 양상. 7월 급락에 이어 헤게모니가 약화되는 과정으로 해석.
- 25년은 반도체 일변도 전략에서 벗어나 데이터센터 → 전력 → 소프트웨어로 연결되는 AI 파이프라인에 주목할 필요가 있다는 판단.
- 관세 영향을 상쇄할 물가안정 대책(원유 Midstream, 건설)과 AI 파이프라인(소프트웨어) 관련 업종에 주목할 것을 제안. 25년 S&P500지수 range는 5500pt~6700pt로 제시.

24년 M7은 M3(Nvidia, Amazon, Meta)로 축소



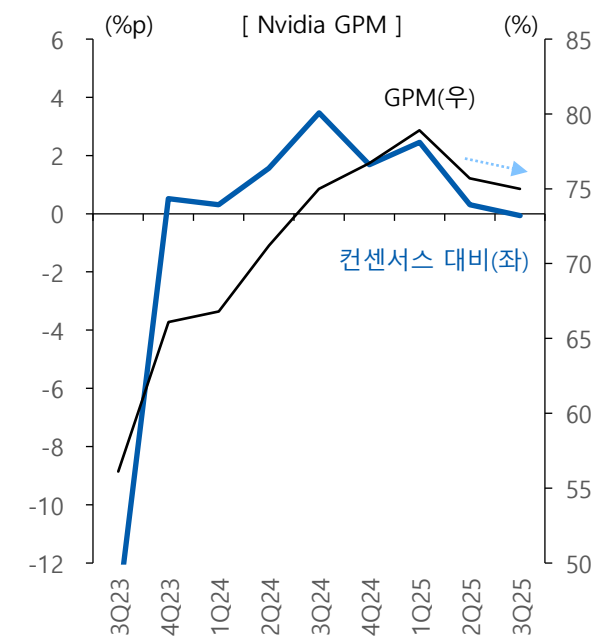
자료: 유안타증권 리서치센터

Nvidia의 어닝서프라이즈 강도는 상승



자료: 유안타증권 리서치센터

그러나 시장은 균열에 더욱 집중하기 시작



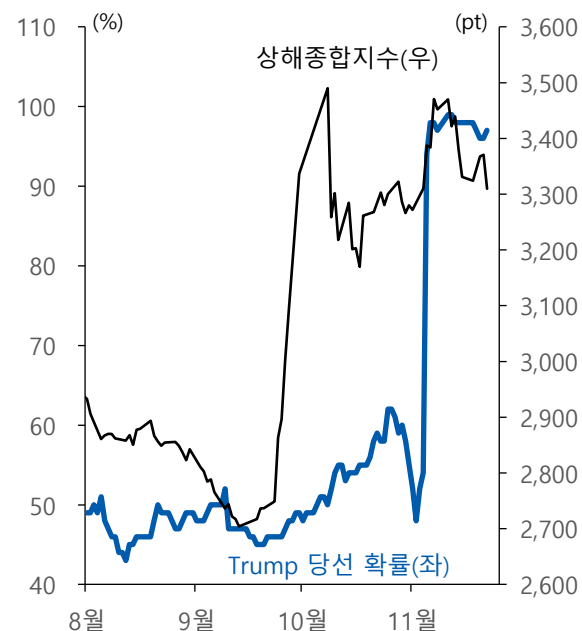
자료: 유안타증권 리서치센터



[중국] 아군을 확보해 놓은 중국 → 수출 대상국 다변화

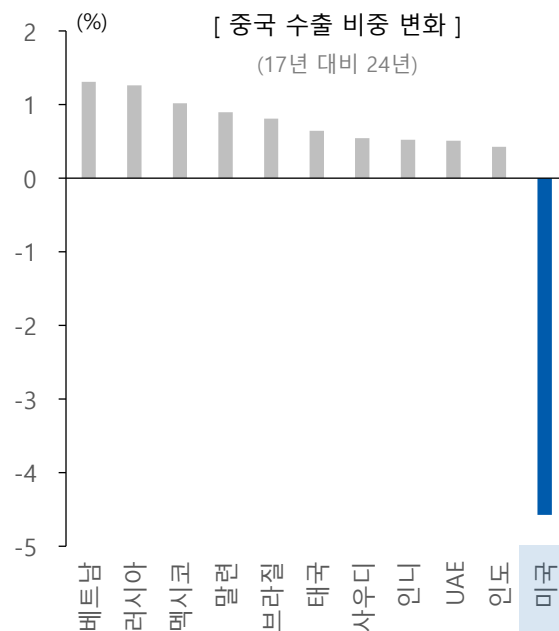
- 미국 대선 종료 후 글로벌 증시는 Trump trade가 성행. 그러나 무역분쟁 당사자인 중국 증시는 낮은 변동성을 유지 중. 1) 무역구조 변화와 2) 정책 주도 경제라는 점을 반영한 결과.
- 중국의 전체 수출 중 미국 비중은 17년 19.1% → 24년 14.6%로 축소. 그러나 중국의 전세계 교역 비중은 18년 관세 인상 이후에도 완만하게 증가. 코로나19로 공급망 충격이 발생했던 시기에는 오히려 급증.
- 중국의 수출 대상국은 ASEAN, Latin, 중동으로 다변화. 올해 무역흑자는 첫 1조 달러 돌파가 예상되는 상황.

트럼프의 선전과 당선에도 낮은 변동성 유지 중



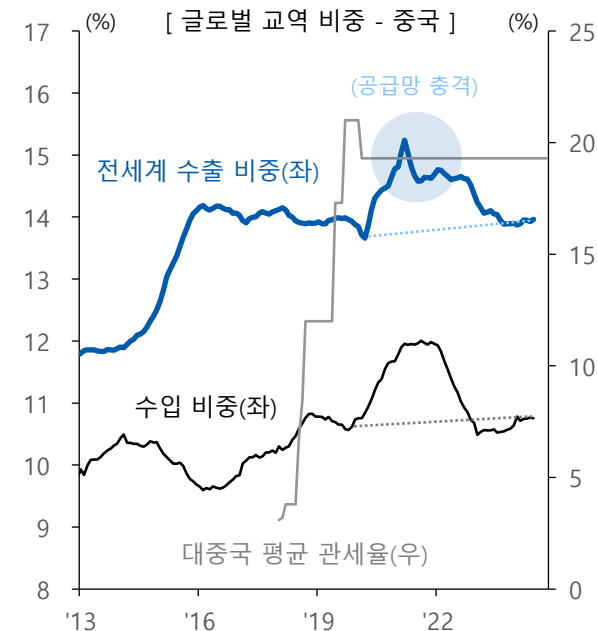
자료: 유안타증권 리서치센터

중국의 고객은 ASEAN, Latin 등으로 다변화



자료: 유안타증권 리서치센터

전세계 교역 비중은 오히려 완만한 상승세



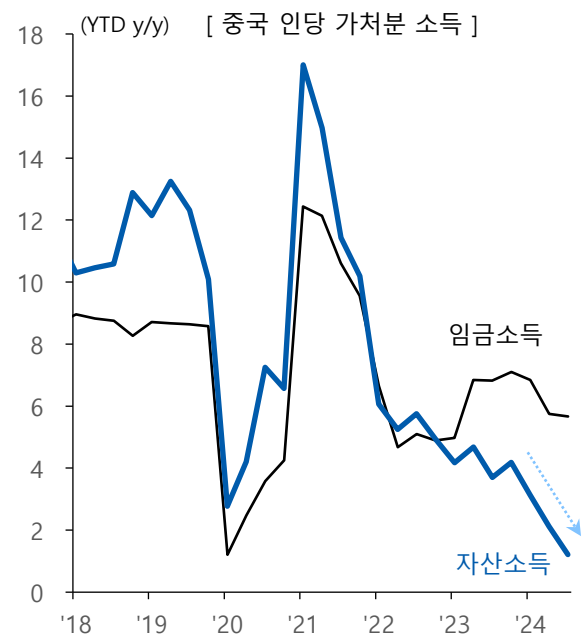
자료: 유안타증권 리서치센터



일말의 반응도 없었던 내수 시장 → 변화가 나타나기 시작

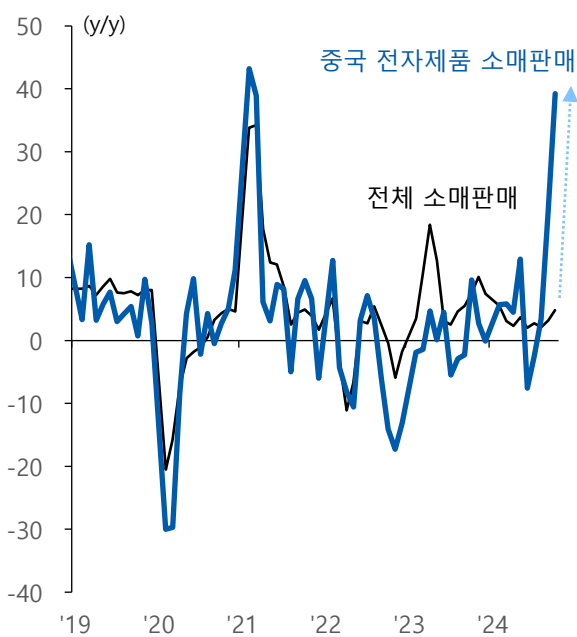
- 대외 환경이 악화되고 있는 중국은 내수 부양에 집중. 그러나 핵심인 부동산은 일말의 회복 반응도 없었던 상황. 부동산 시장 부진으로 인한 자산소득 감소는 소비 경기에도 악영향. 중국의 3분기 자산소득 증감률은 역대 최저치 기록.
- 그러나 최근에는 소비와 부동산 지표의 변화가 확인. 정책 효과가 발현되고 있다는 판단. 예상치를 상회한 10월 소매판매는 이구환신 정책이 적용되는 전자제품(39.2%)의 소비가 급증. 이에 상무부는 24년말 종료 예정인 이구환신의 기한 연장을 고려 중.
- 증시도 상응하는 반응. 최근 중국 증시의 낮은 변동성은 경기소비재와 헬스케어 섹터가 견인. SAIC은 11월 CSI300 구성 종목 중 수익률 2위.

자산 소득 감소는 소비 부진으로 연결



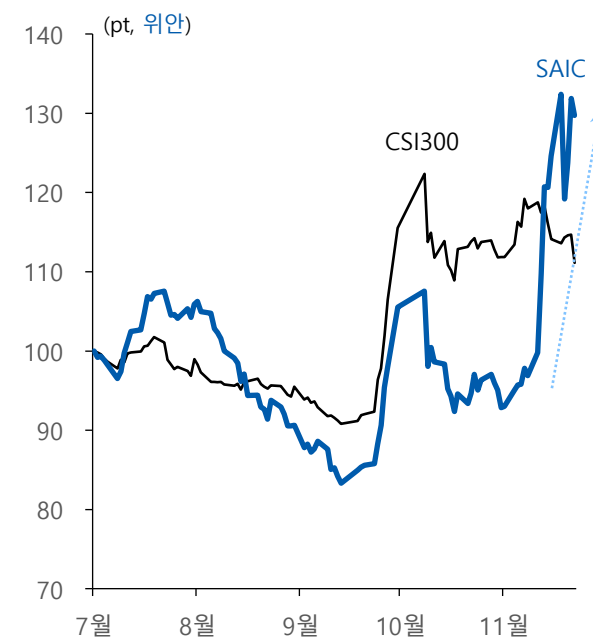
자료: 유안타증권 리서치센터

반응 좋은 이구환신은 기한 연장을 고려 중



자료: 유안타증권 리서치센터

SAIC 주가는 11월에만 39.7% 급등



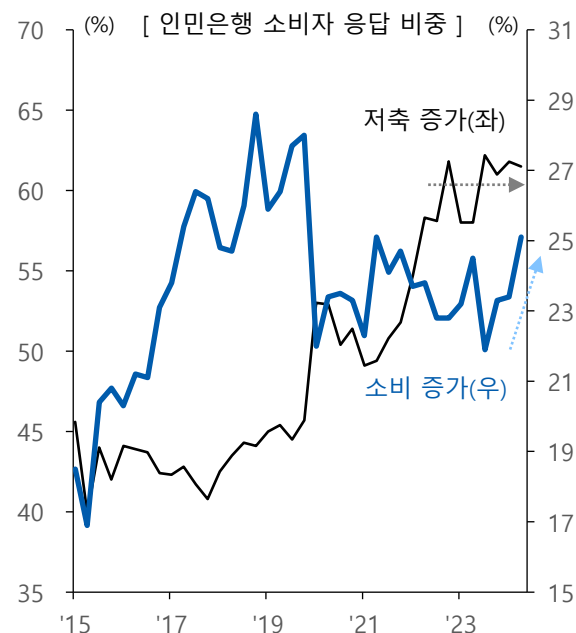
자료: 유안타증권 리서치센터



소비 재원은 충분한 중국 → 희생했던 소비는 전자제품, 의류, 자동차

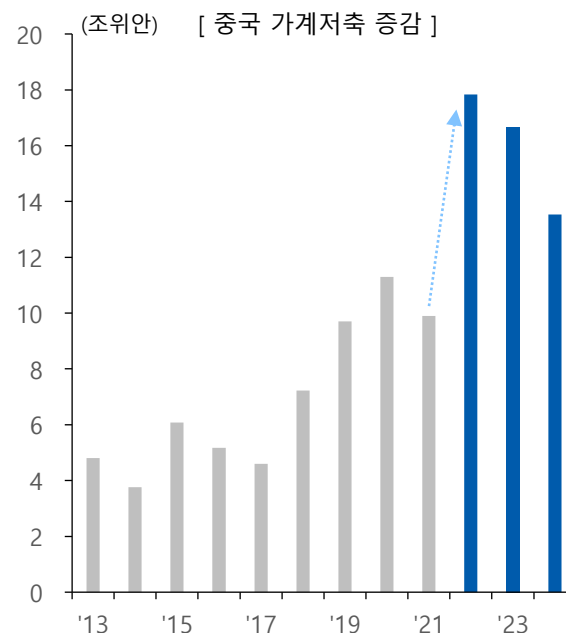
- 코로나19 이후 급증한 저축 성향은 중국의 소비 경기를 저해하는 구조적인 문제로 지목. 그러나 최근에는 소비 의향이 회복되는 양상.
- 중국의 가계저축은 올해만 11.3조 위안 증가(누적 148.3조 위안). 부의 효과 발현 시 소비에 활용될 수 있는 자원.
- 중국의 소비심리가 본격 악화되기 이전인 21년 대비 24년 소비 비중이 가장 크게 감소한 품목은 전자제품, 의류, 자동차 순. 25년 내수 회복에 기반한 업황 호조 예상.

중국의 소비 의향은 반전



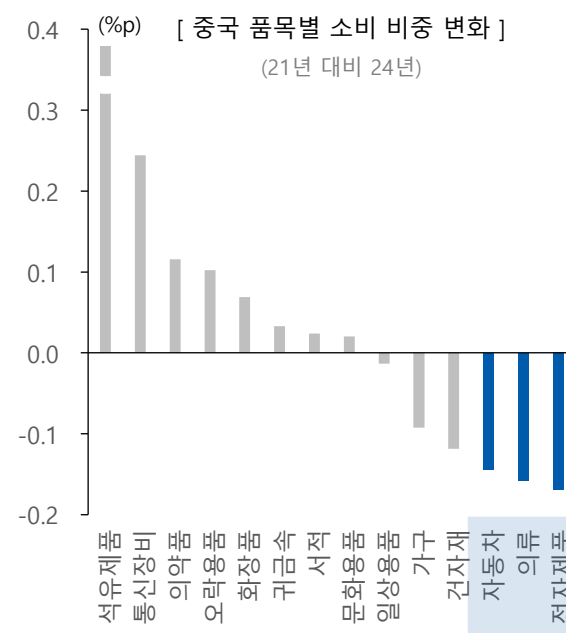
자료: 유안타증권 리서치센터

불확실성을 저축으로 대비한 가계. 재원은 충분



자료: 유안타증권 리서치센터

그동안 소비를 희생했던 품목의 반전 예상



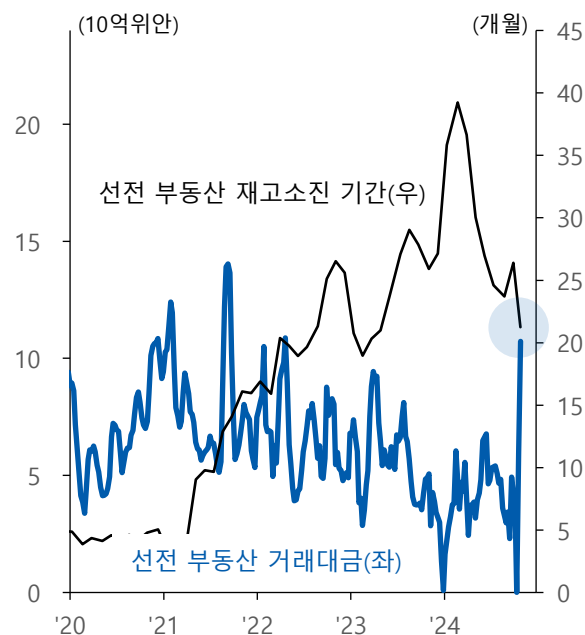
자료: 유안타증권 리서치센터



부동산 지표도 개선 신호 → 경기 회복 신뢰도를 높이는 변화

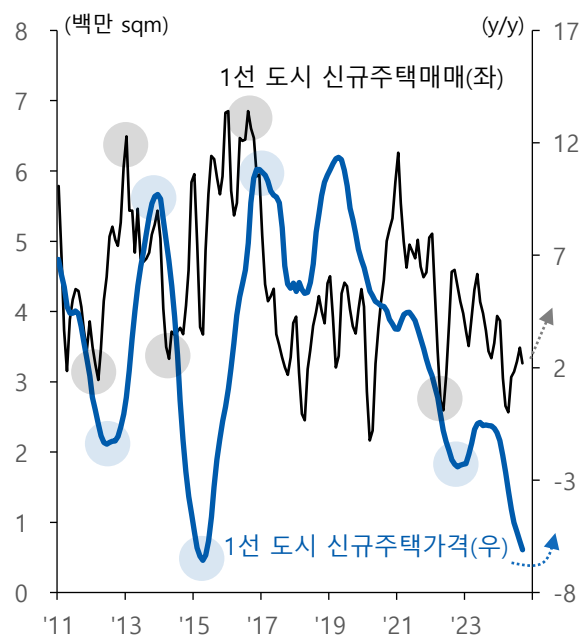
- 부동산 지표 개선이 무엇보다 고무적. 선행지표인 거래량 상승, 재고 감소 등의 변화는 연속적. 주택가격 하락 도시수도 뚜렷하게 감소. 거래량 상승 → 가격 상승은 사례에 따라 1년 이상 시차가 소요. 정책 강도를 고려하면 25년 2분기 전후 부동산 가격 상승이 관찰될 전망.
- 11월 대규모 부동산 매입 정책은 없었으나, 부동산 취득세 인하(1선 도시 기준 3% → 1%)와 같은 정책 지원은 지속. 인민은행도 연내 추가 기준율 인하(25~50bp)를 공언. 부동산 업황 저점을 저울질하고 있는 수요자에게 자극이 될 것.
- 유동성 지표는 역사적 저점에서 회복세. 중국의 기업과 가계는 그동안 금리 인하에도 불구하고 레버리지를 높이지 않았으나, 최근에는 변화가 발생 중. 경기 회복 신뢰도를 높이는 변화라 판단.

부동산 거래대금 급증 & 재고는 소진



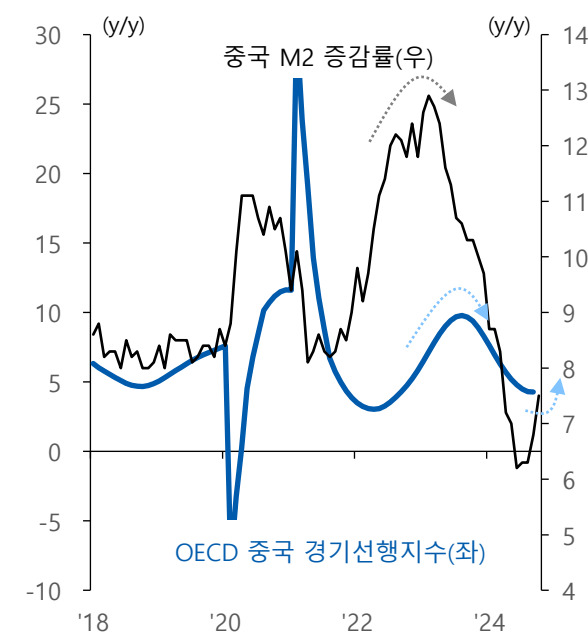
자료: 유안타증권 리서치센터

거래량 → 가격 상승은 약 1년의 시차 소요



주: 신규주택매매는 3개월 평균. 자료: 유안타증권 리서치센터

유동성 지표는 경기선행지수에 선행



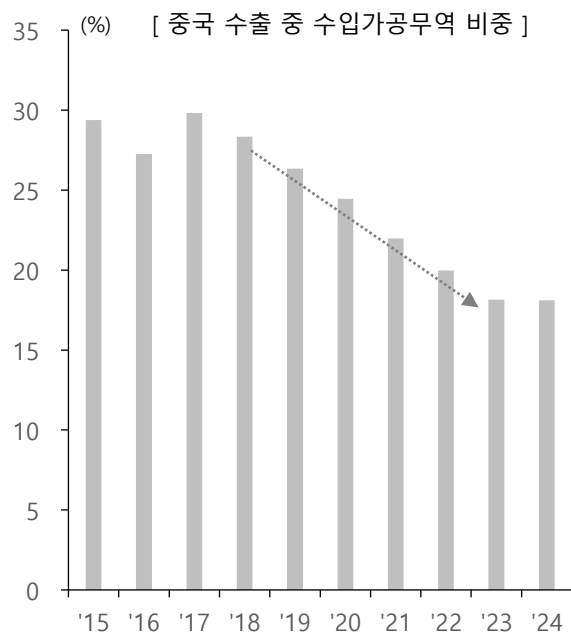
자료: 유안타증권 리서치센터



제조업 공장으로서의 위상은 축소 → 일회성이 아닌 내수 부양

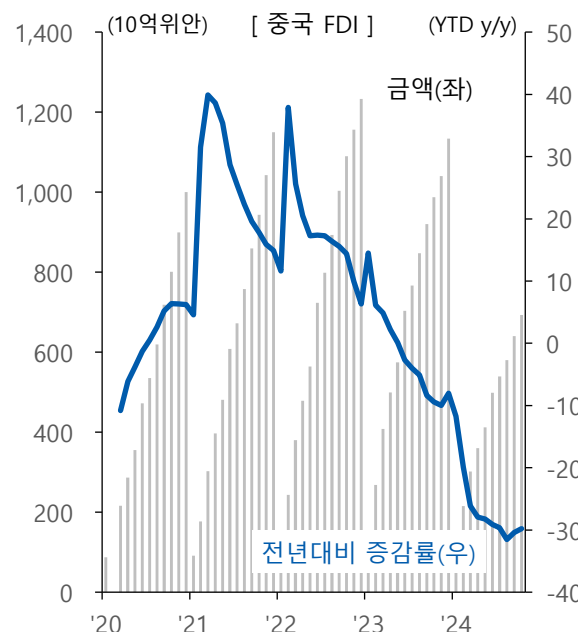
- 무역분쟁 이후 중국은 전체 수출에서 수입가공무역 비중이 감소하는 구조적인 변화가 진행. 산업 자본의 이탈도 지속. 24년 중국의 누적 FDI(inflow)는 전년대비 -29.8% 급감. 고정자산투자 부진도 해외자본 이탈에서 비롯.
- 리창 총리는 제조업 부문에 대한 외국인 투자 제한을 전면 해제하겠다고 공표. 그러나 최종 소비처인 선진국이 중국산 품목에 높은 관세를 부과하고 있다는 점을 고려하면 호응은 크지 않을 것.
- 결국 세계의 제조업 공장으로서 중국의 위상은 축소, 대외 정세를 고려하면 회복 가능성도 높지 않은 상황 → 중국 정부는 25년에도 내수 부양에 주력할 것.

중국의 수입가공무역 비중은 꾸준한 감소세



자료: 유안타증권 리서치센터

중국에 신규 증설할 유인을 찾기 어려운 상황



자료: 유안타증권 리서치센터

고정자산투자 부진도 해외자본 이탈에서 비롯



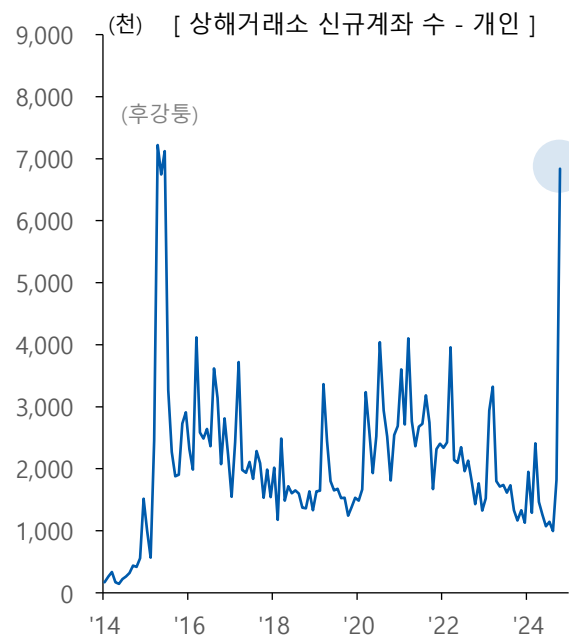
자료: 유안타증권 리서치센터



후강통 당시와 같은 기대감, 기대감 만큼 높지 않은 밸류에이션

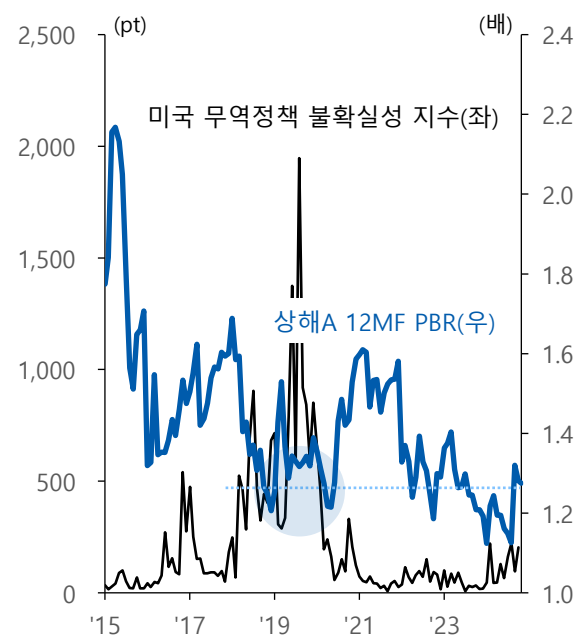
- 철수한 기업과 이전된 공장의 복귀는 기대하기 어려운 흐름. 그러나 증시 자금은 기업들의 수익성과 가격이 적절하다면 빠르게 선회 가능. 하반기 신흥국에서 이탈한 자금은 대부분 중국 증시에 유입된 것으로 추정.
- 내부 수급도 개선 조짐. 10월 상해거래소의 개인 신규계좌 수는 684만개 급증. 15년 6월(후강통 시행 후 상해지수 5000pt 돌파) 이후 최고치.
- 정책 기대감을 반영한 주가 급등은 밸류에이션 상승을 야기. 그러나 forward PBR은 여전히 무역분쟁이 격화됐던 시기와 큰 차이 없는 수준.
- 경제 지표 변화와 정책 스탠스, 이익 revision을 고려해 25년 추천 업종은 금융, 가정/개인용품, IT H/W, 자동차를 제안. 상해종합지수 range는 3000pt~3750pt로 제시.

개인투자자의 호응은 후강통 당시와 유사



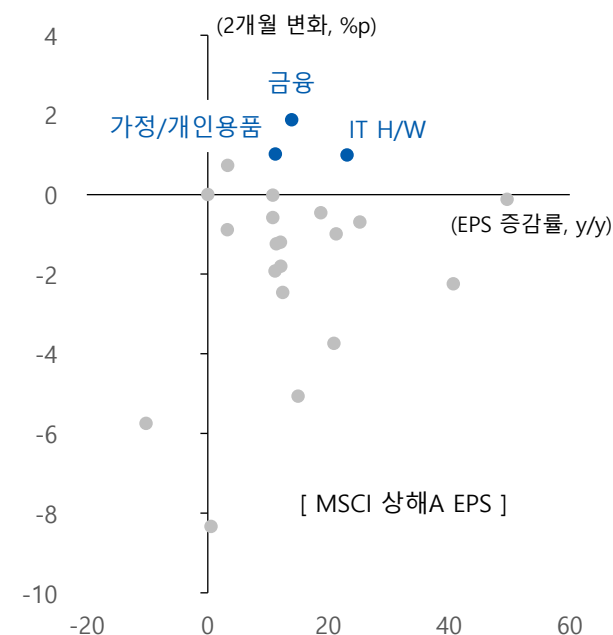
자료: 유안타증권 리서치센터

PBR은 무역분쟁 격화 시기와 큰 차이 없는 수준



자료: 유안타증권 리서치센터

금융, 가정/개인용품, IT H/W의 이익추정치 양호



주: 25~26년 blended. 자료: IBES, 유안타증권 리서치센터



[미국 산업 전략] 의존과 탈피

17-18년 트럼프 1기의 사례와 같이 25년 역시 트럼프 2기 정책 행보에서 기회를 모색할 수 있다는 판단이다. 물가 안정과 규제 완화와 관련한 강한 정책 드라이브가 예상되기 때문에 그 수혜가 예상되는 업종에 대한 접근이 유효하다.

1) 주택 건설의 경우 주거 물가 안정을 위한 공급 확대 수혜가 예상되는데 트럼프 2기 행정부의 건축 관련 규제 완화가 착공 확대의 트리거로 작용할 것으로 전망, 2) 천연가스 파이프라인의 경우 신재생 발전 용량 확대가 어려운 매크로 국면에서 천연가스 발전 의존이 심화되는 것에 대한 수혜가 전망, 3) AI 플랫폼의 경우 바이든 AI 규제 행정 명령 무력화, 트럼프 AI 진흥 정책 행보 수혜를 전망한다.

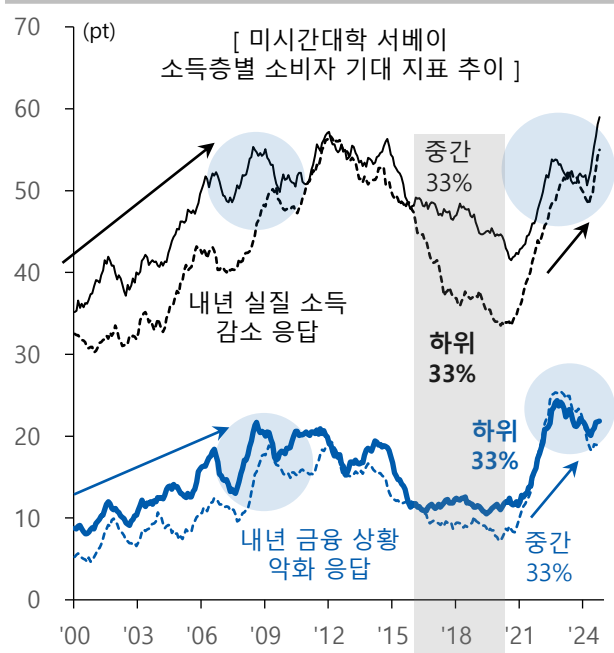


황병준 US Market
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

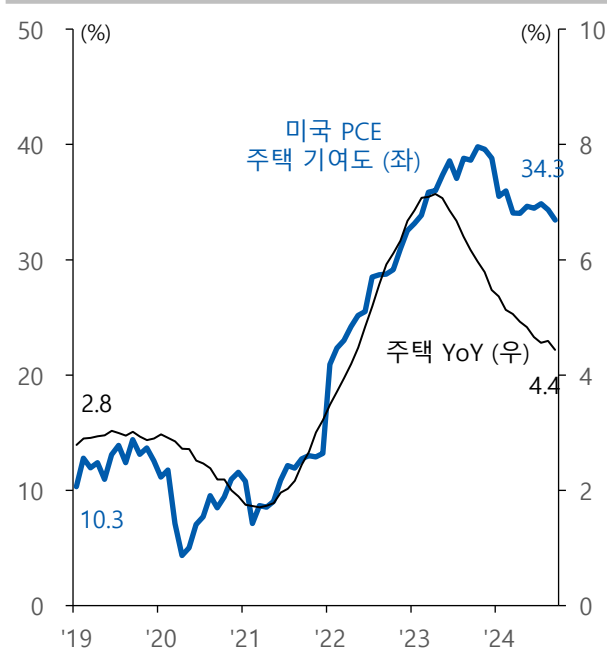
[주택 건설] 주거 물가 관리를 위한 정책 드라이브 전망

- 트럼프 2기에는 물가 관리를 위한 정책 드라이브를 전망. 금번 바이든 정권 실각 핵심 요인이 인플레이션 관리 실패에 있다고 판단하기 때문. 바이든 집권 기간 트럼프 핵심 지지층인 저학력, 저소득층의 경기センチ먼트가 크게 악화한 것이 선거 압승으로 연결.
- 트럼프 1기 당시 핵심 지지층의 경기センチ먼트는 호조를 지속. 화석 연료 등 전통 산업 진흥 정책, 멕시코 장벽 건설 추진과 같은 지지층을 겨냥한 적극적 정책 행보 영향도 반영되었을 것으로 판단. 현재 이들은 물가 앙등에 직접적 영향을 받는 중.
- 특히 PCE 물가 상승 기여도의 1/3 상당을 차지하는 주택 물가, 주택 물가 안정을 위한 정책 드라이브를 전망.

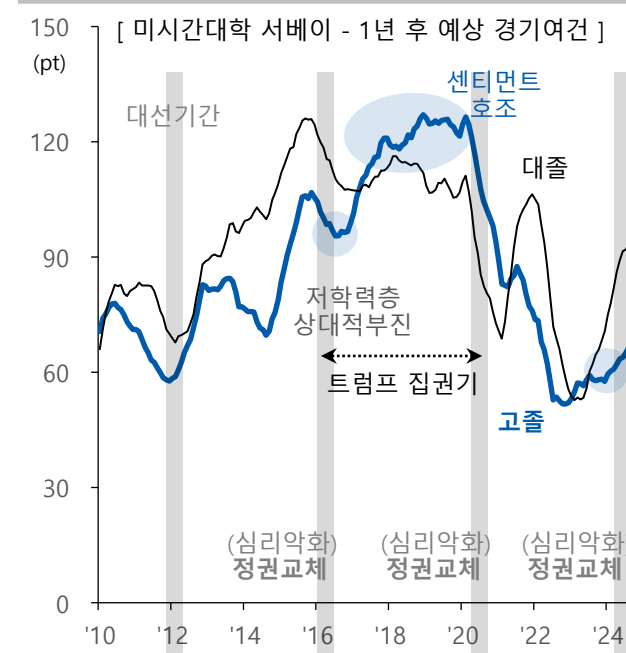
바이든 집권 기간 중하위소득층 경기 심리 악화



주택 물가의 PCE 상승 기여도 34.3%까지 상승



트럼프 2기, 지지층을 겨냥한 적극적 정책 행보 전망





금리 하락 관망, 시장 가격과 내재가치의 괴리

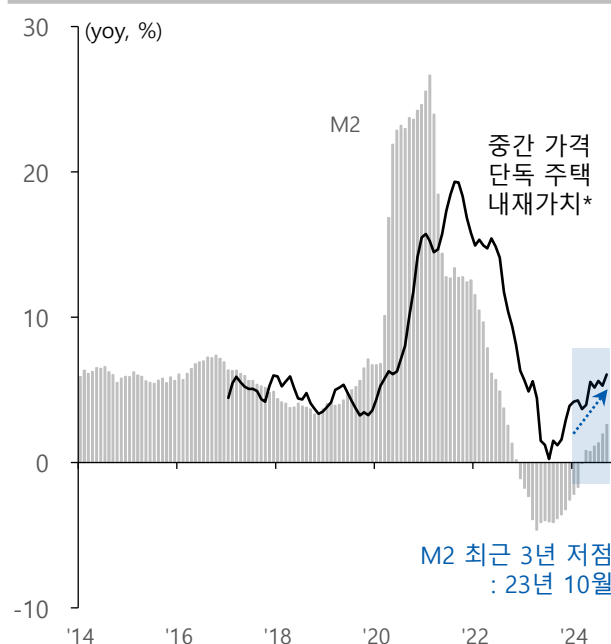
- 주택 건설 업체 외형 성장 핵심 요소는 주택 가격 상승. 주택 가격이 상승할 때 건설 업체는 공급을 확대(착공 증가). 주택 가격 상승은 시중 유동성(M2) 증가와 금리 하락에 주로 기인하고 최근의 상승 역시 두 요인에 기인.
- M2가 다시 증가 전환한 작년 4분기부터 미국 단독 주택 가격 역시 본격적인 상승세에 진입. 올해 상반기 말부터는 금리 하락 기대감이 주택 가격 상승세 둔화로 반영 중. 금리 추가 하락 관망세에 따른 일시적 수요 감소에 기인한 것으로 판단.
- 시장 가격 상승은 둔화, 내재가치는 상승 추세를 지속하는 탈동조화 시현. 일시 수요 감소를 반영한다는 판단.

주택 가격 상승, 착공 확대 - 미국 주택 공급 시장



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

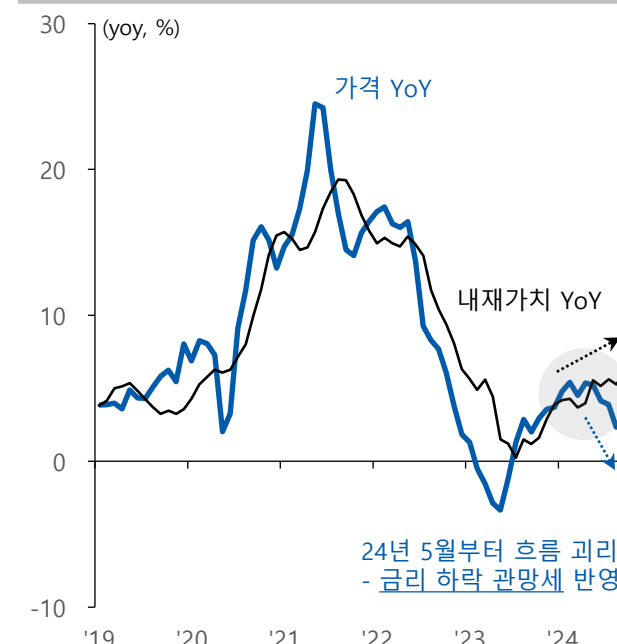
M2 확대 지속은 주택 가격 상승 견인 요인



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

* 주: 6M Avg, US NAR 중위 소득 가구 월간 원리금, 모기지 은행 협회 FRM 30년 계약 금리 기반 산출.

내재가치/시장가격 간 괴리, 금리 추가 하락 관망 반영



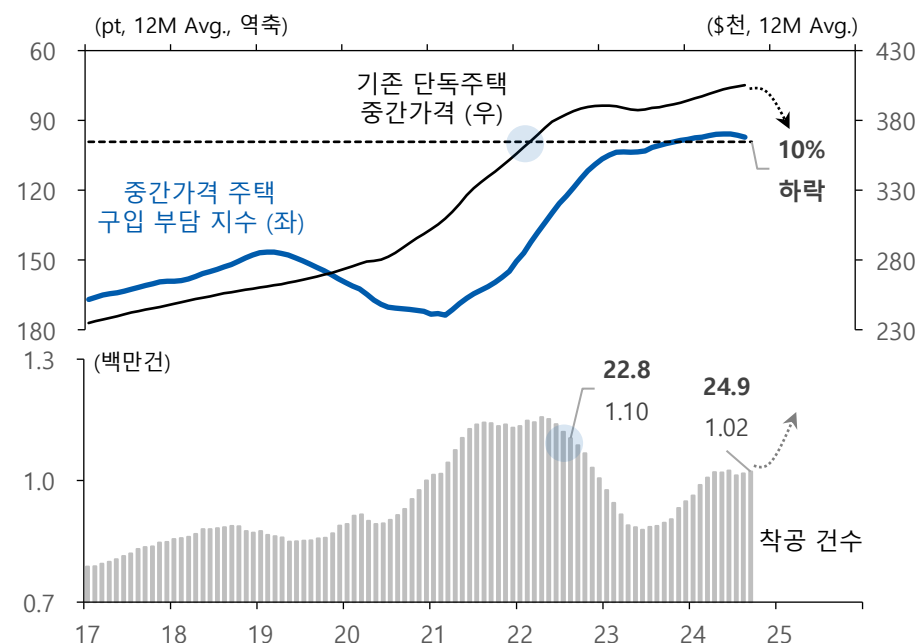
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



규제 완화를 통한 공급 가격 하락, 착공 확대 유도

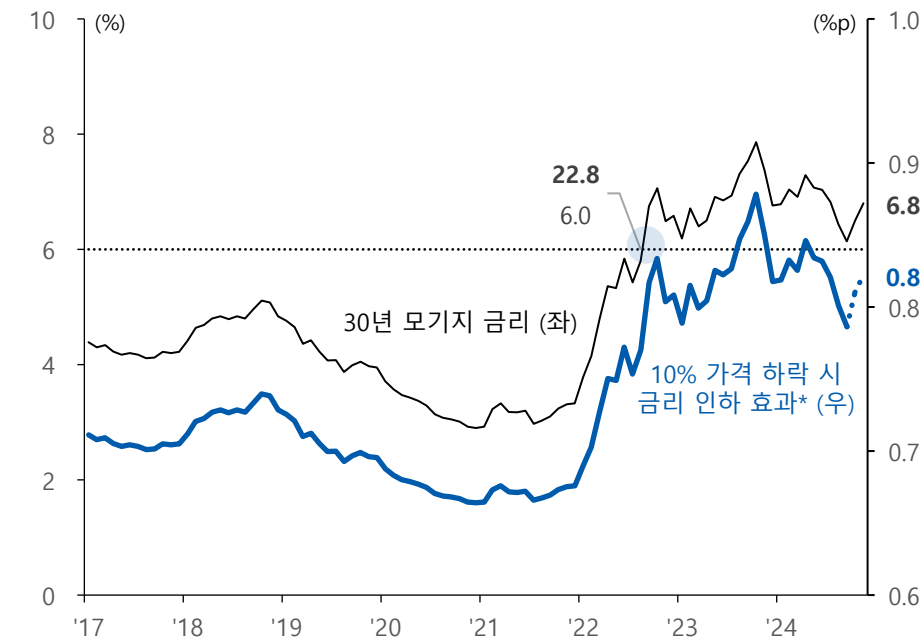
- 관세 인상, 재정 확대 지속, 인플레이션 재점화 불확실성 고려시 고금리 사이클이 예상보다 장기화될 가능성 고조. 트럼프 2기는 규제 완화를 통한 공급 가격 하락으로 주택 구입 부담 완화를 유도할 것으로 전망.
- 규제 완화를 통해 주택 공급 가격이 10% 낮아진다고 가정(기존 단독주택 중간가격 대응)했을 때 가격 기준으로는 22년 상반기, 금리 기준으로는 22년 하반기 수준으로 주택 구입 부담이 완화할 것으로 추정, 현 수준에서 약 8만 건 이상의 착공 확대 여력이 남아있다는 판단.
- 전미주택건설협회('21.5) 조사에 따르면, 당시 신규 단독 주택 평균가(\$39.4만)의 24%가 규제 비용과 관련 있다는 분석.

규제 완화를 통한 주택 공급 가격 10% 인하 시 가격 기준으로는 22년 상반기...



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

금리 기준 22년 하반기 수준으로 주택 구입 부담 완화 추정. 인하 효과 -0.8%p



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

*주: 당월 30년 모기지 금리와 중간가격 주택 월간 원리금으로 산출한 내재금리의 차



24% 하락까지 열려 있는 규제 완화 효과

- 조사 결과에 따르면 단독 주택 공급 전체 과정을 토지 취득과 건축 과정으로 구분할 때, 토지 취득 과정간 수반하는 비용의 41.9%, 건축 과정간 수반하는 비용의 21.5%가 규제 관련 비용으로 추산.
- 전체 가액 기준으로는 단독 주택 공급 가액의 23.8%가 규제와 관련된 비용으로 추산하고 있으며, 다가구 주택의 경우 22년 조사에 따르면 주택 공급 가액의 40.6%가 건축 규제 관련 비용인 것으로 추산.
- 특히, 1) 컴플라이언스, 2) 변경 건축 법규, 3) 고강도 표준, 4) 허가 지연 비용은 트럼프 2기 정부 스탠스 고려 시 완화 가능성이 높다는 판단.

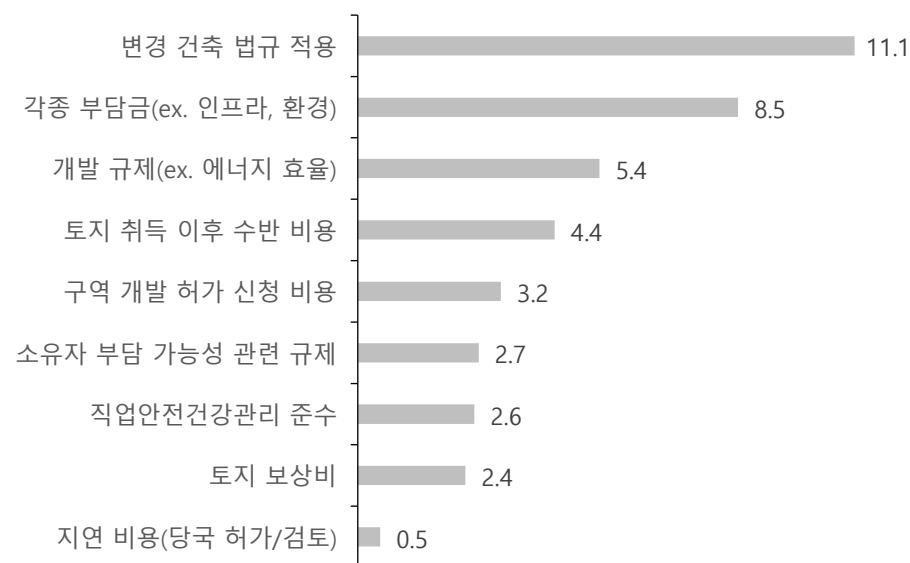
구획 개발, 구조물 건축 과정간 규제 비용 감축 시 단독 주택 비용 최대 23.8% 절감

1) 구획 개발		비중	2) 구조물 건축		비중
1	구역 개발 허가 신청 비용	1.6%	토지 취득 이후 수반 비용		3.1%
2	컴플라이언스 비용(관련 연구)	3.0%	변경 건축 법규 적용		6.1%
3	토지 보상비	2.8%	고강도 설계 표준		2.7%
4	고강도 규제 표준	2.3%	직업안전건강관리 준수		1.1%
5	직업안전건강관리 준수	0.5%	지연 비용(당국 허가/검토)		0.2%
6	지연 비용(당국 허가/검토)	0.4%			
개발 과정 간 제반 규제		10.5%	구조물 건축 과정간 제반 규제		13.3%
규제 총 비용					23.8%

자료: NAHB; Government Regulation in the Price of a New Home: 2021, 유안타증권 리서치센터

NMHC-NAHB, 다가구 주택 건축 관련 규제 비용 최대 개발 비용의 40.6% 수준

(%) [NMHC-NAHB 추산 다가구 주택 건축 규제 비용]



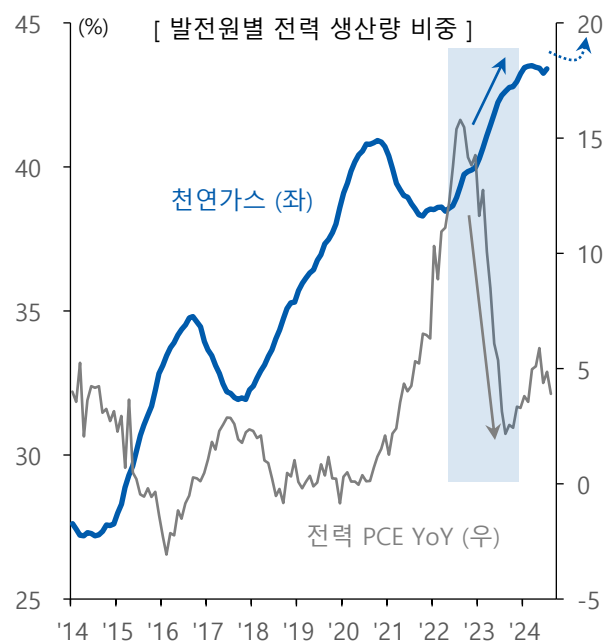
자료: NMHC-NAHB Cost of Regulations Report (2022), 유안타증권 리서치센터



[천연가스 파이프라인] 전력 수요 증가, 심화하는 천연가스 의존

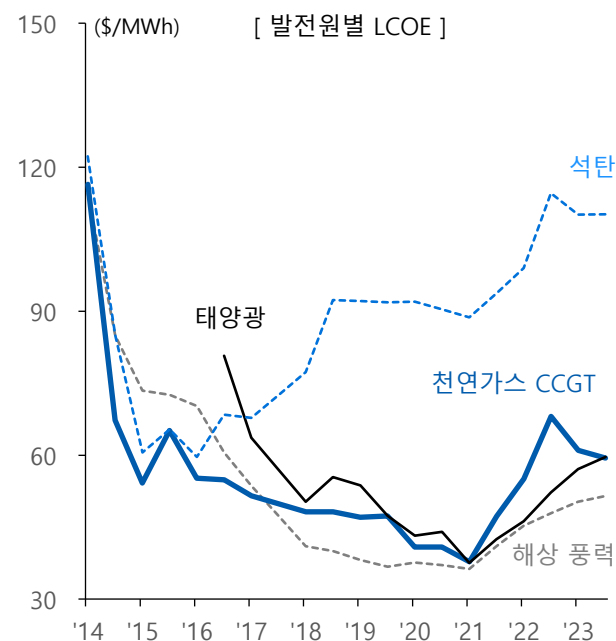
- 21.2H, 금리 인상 사이클 진입에 따른 전력 가격 상승으로 바이든 집권 기간 천연가스 기반 전력 생산을 크게 확대.
- 트럼프 2기에는 화석 연료 산업 진흥의 정책적 기조뿐만 아니라 지속되는 지정학적 불확실성(중동, 러시아), 중장기적 관점에서도 유효한 타 발전원 대비 낮은 LCOE를 고려할 때 천연가스 생산 및 이에 기반한 전력 생산 확대가 지속될 전망이다.
- 미국 유틸리티 규모 전력의 95% 이상을 공급하는 유틸리티와 IPP(독립발전사업자). 10년대 화석연료 발전 비중을 지속 축소해왔던 유틸리티, 신재생 발전 비중을 늘려왔던 IPP 두 업체 모두 천연가스 발전 비중은 중장기간 증가세를 지속.

금리 인상 사이클간 천연가스 생산 확대



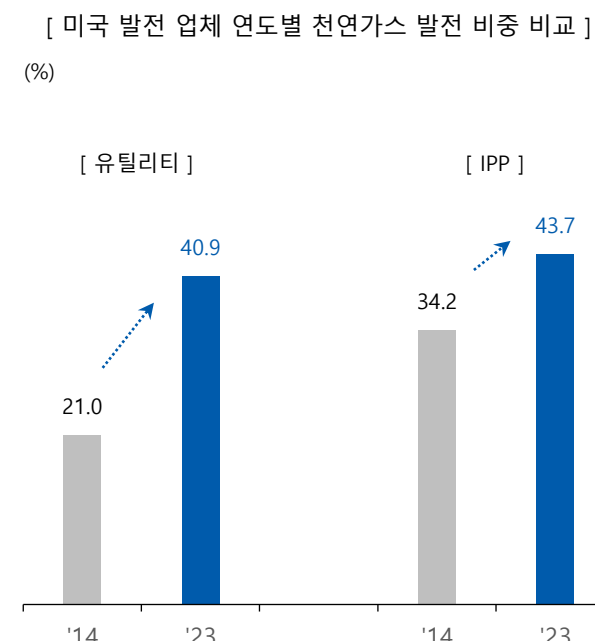
자료: eia, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

중장기적인 측면에서도 낮은 LCOE의 발전원을 수요



자료: eia, 유안타증권 리서치센터

유틸리티, IPP 모두 천연가스 발전 비중은 증가 지속

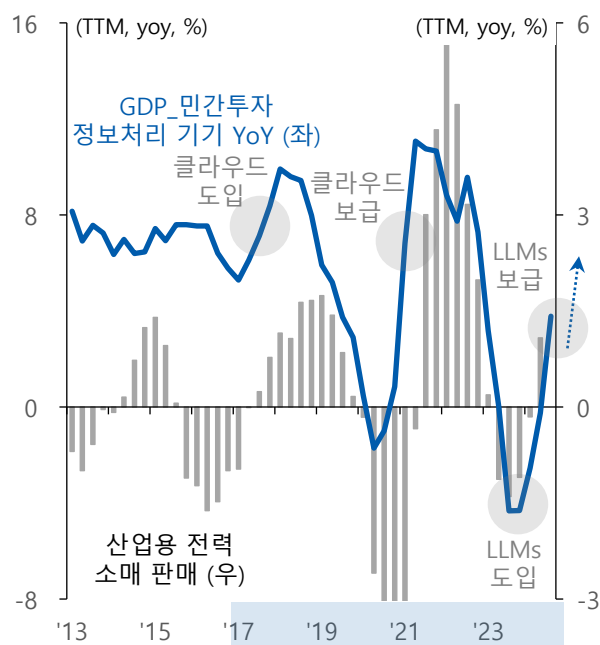


자료: eia, 유안타증권 리서치센터

AI 인프라 투자 확대, 미국 전력 수요 증가 견인

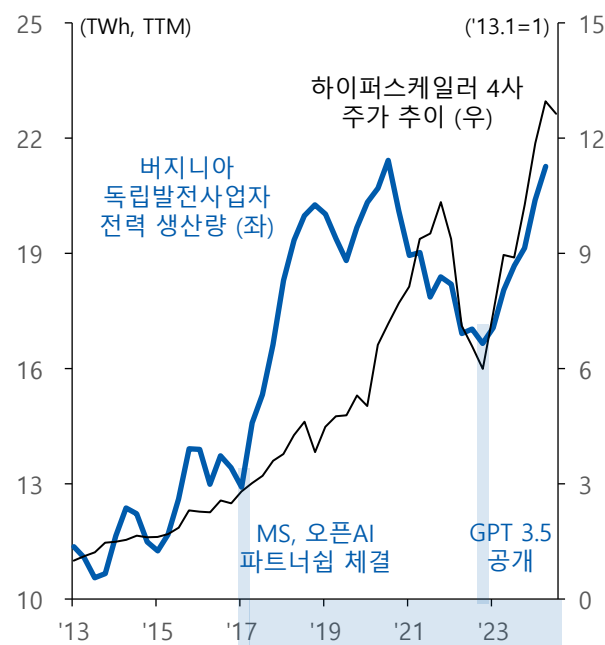
- CSPs(AMZN, MSFT, GOOGL) 3사의 경쟁 우위는 단시간에 충분한 고성능 AI 인프라 Capacity를 제공함으로써 구축되는 업계 시장 지배력. AI 시장 선점을 위한 군비 경쟁, 이것이 수반하는 고객사 LLMs 도입과 학습/추론으로 발생하는 데이터 워크로드 처리 급증으로 전력 수요 급증.
- 미국 전체 데이터 센터의 15% 이상이 위치해 있는 버지니아에서 CSPs에 전력을 제공하는 IPP의 전력 생산량이 급증한 것은 17년 초. 당시는 마이크로소프트가 오픈AI와 파트너십을 체결한 때. 이후 팬데믹 시기 클라우드 도입 확대, 22년 말 LLMs 도입으로 전력 수요 급증.
- 한편, 미국 전체 발전량은 지난 10년간 연 평균 10TWh씩 증가했는데, 데이터센터의 26년 연간 증분은 55TWh로 증가할 전망.

클라우드, LLMs 도입/확산이 견인하는 전력 수요



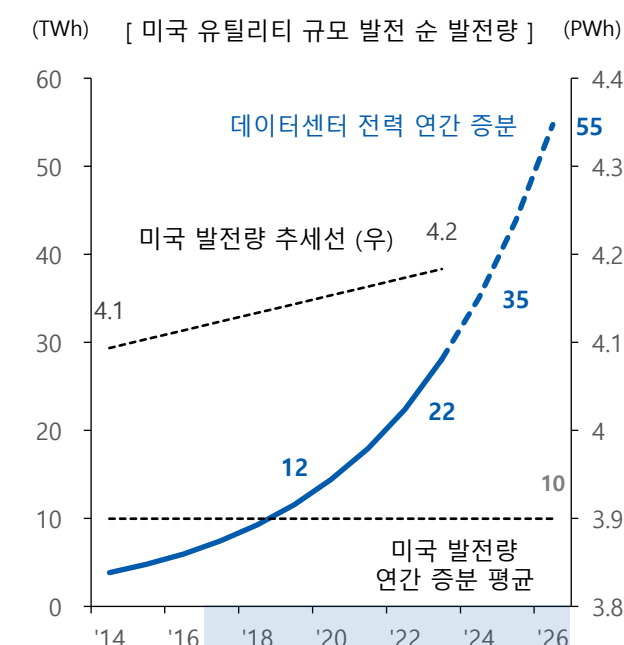
자료: eia, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 전체 데이터센터 15%가 위치한 버지니아



자료: eia, 유안타증권 리서치센터

가속화하는 데이터센터 연간 소비 전력 증분



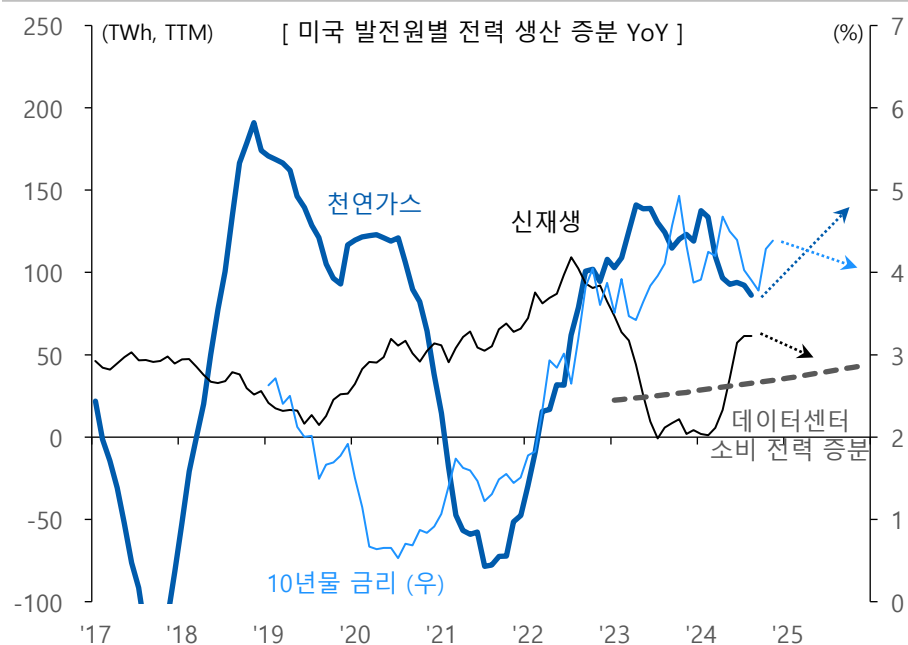
자료: eia, datacenterdynamics/BCG 자료 재구성 및 자체 추정, 유안타증권 리서치센터



부족한 전력이 급하게 필요한 형국

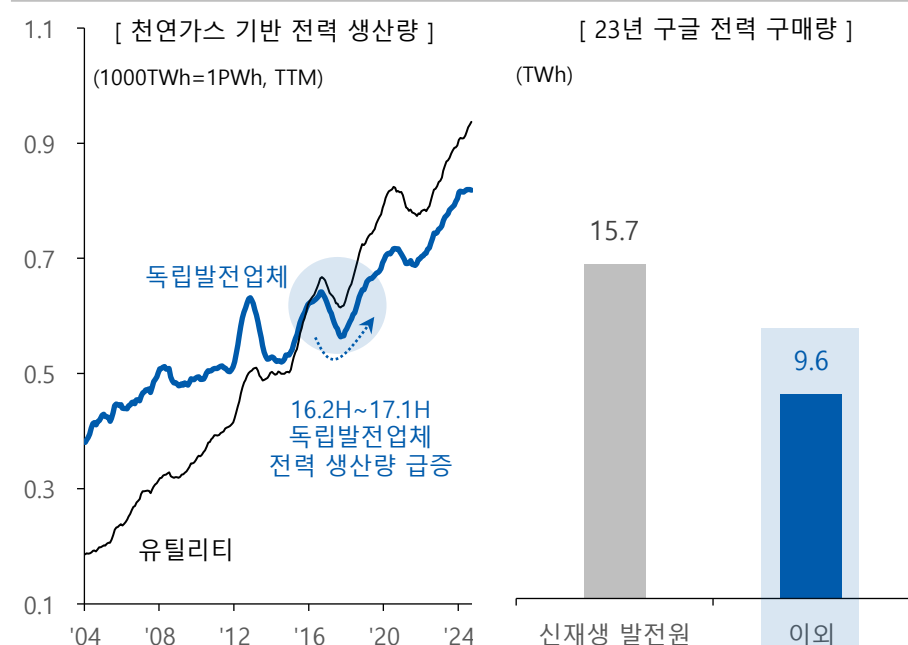
- 고금리 사이클이 예상보다 장기화될 가능성이 높아진 국면에서 Capa 확대에 의존하는 신재생 발전 기반의 전력 공급 증분은 줄고 천연가스 발전 기반 공급은 늘 것으로 전망. 수급 상황 악화 시 AI 인프라발 전력 수요의 가파른 증가가 B2C 전기요금 인상으로 전가될 가능성.
- 보도에 따르면, 버지니아, 오하이오가 속한 PJM 전력망 지역 내 내년 최대 20%의 전기요금 인상 가능성에 대한 근본 원인으로 데이터 센터를 언급. 이외 연료 가격 변동성, 악천후, 금리 상승을 인상 원인으로 언급(The Washington Post, '24.11).
- 악천후, 금리 인상, 절대적인 용량 등 신재생 발전의 취약성과 관련. 사례로, 구글 역시 전년 신재생 외 발전원 기반 전력 대량 구매.

신재생 발전 기반 전력 공급 증분 줄고 천연가스 공급 증분 증가 전망



자료: eia, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

클라우드 도입으로 PPA의 천연가스 발전 확대. 구글, 신재생 외 발전 전력 대량 구매



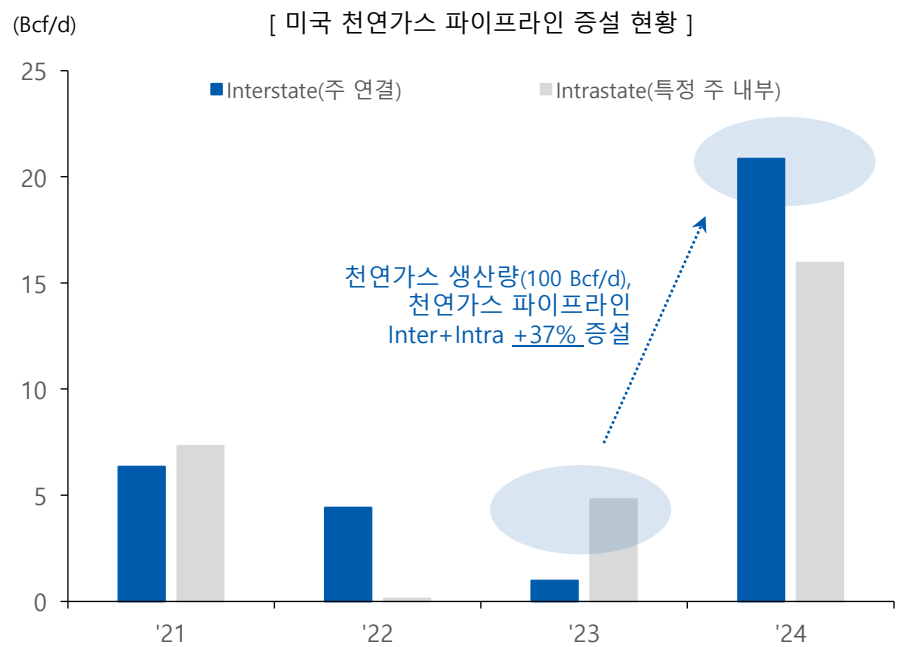
자료: eia, Google Environmental Report, 유안타증권 리서치센터



천연가스 발전 용량, 수송량 증가 수혜 업종 유효

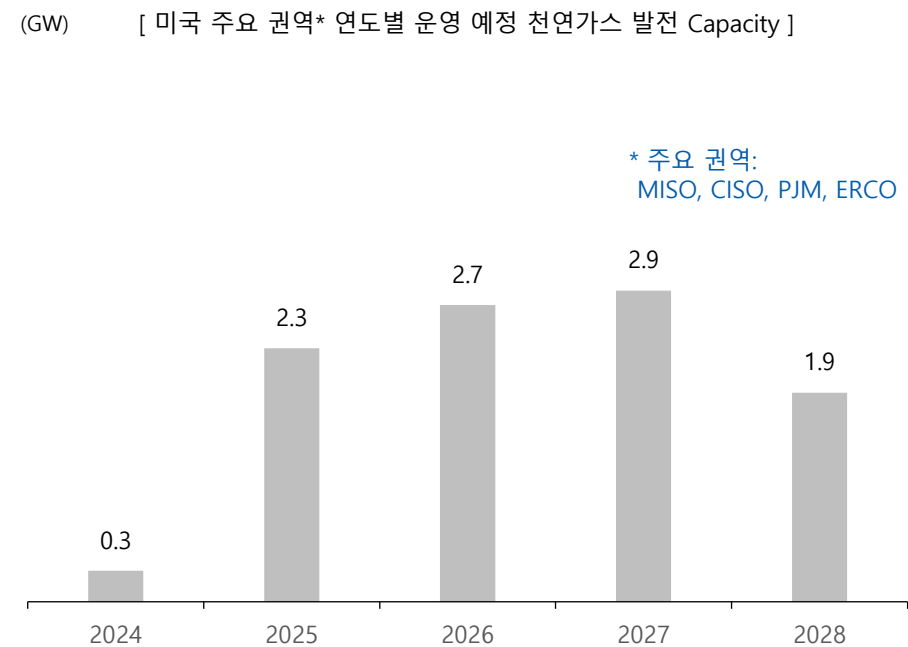
- 올해 말 천연가스 파이프라인 증설을 통해 전체 생산량의 37%를 수송할 수 있는 파이프라인 용량이 추가 확보될 전망. 파이프라인 업체의 외형 성장으로 연결.
- 천연가스 발전 Capacity 증설도 내년은 24년 대비 2GW가 큰 2.3GW 규모의 증설이 이루어질 전망으로 27년까지 증설 속도는 지속해서 가팔라질 전망.
- 이에, 천연가스 발전 용량 증가 혹은 이에 따른 수송량 증가 수혜 업종/업체에 대한 접근이 유효한 국면이라는 판단.

전체 생산량 37%를 수송할 수 있는 용량 추가 확보될 전망 - 천연가스 파이프라인



자료: eia, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

데이터센터 밀집도 높은 지역을 중심으로 천연가스 투자 확대

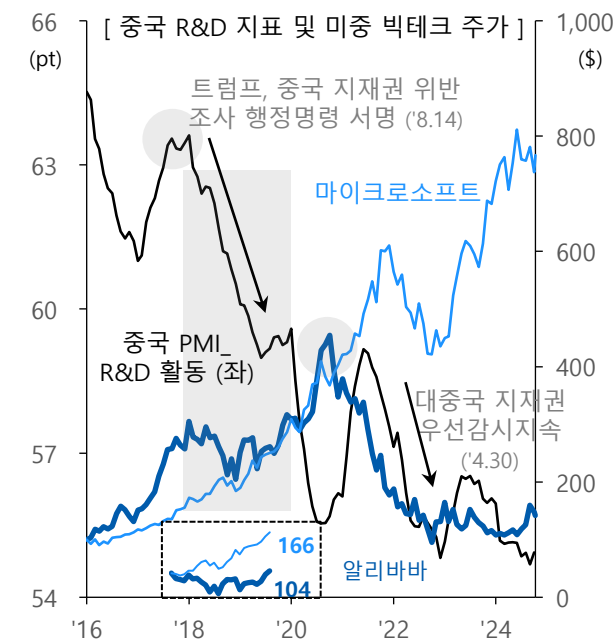


자료: eia, Google Environmental Report, 유안타증권 리서치센터

[AI S/W] 정부 주도 AI Initiative 확대 본격화 전망

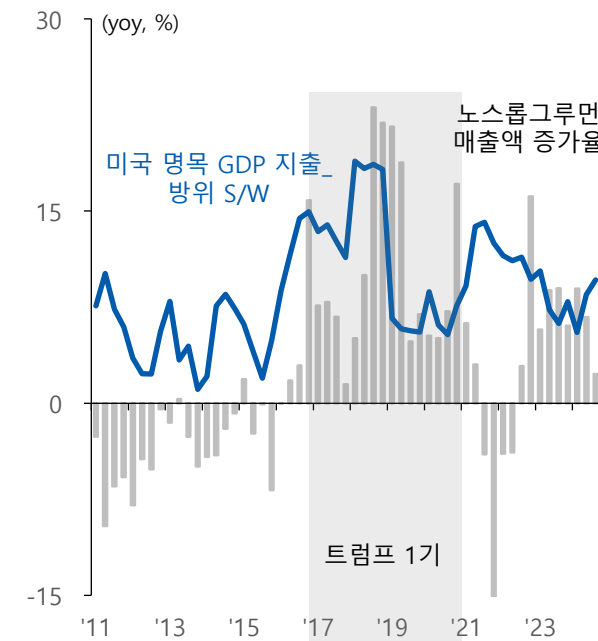
- 정부 주도 AI 이니셔티브 확대가 본격화할 전망. 1) AI 산업 진흥을 통한 증시 상승 견인, 2) AI 리더십 유지(국방 등)를 통한 대중국 견제라는 구조적인 요인이 정책 추진의 근거. 트럼프 2기 출범과 관련 1기 당시 국방 S/W 투자가 확대된 사례 역시 이를 뒷받침.
- 최근 백악관의 행보도 이를 뒷받침. 지난 9월 12일 백악관은 미국 AI 산업 선도를 위한 기업 CEO(하이퍼스케일러, AI 유틸리티 등) 소집
- 1) 데이터센터 개발을 가속화 하기 위한 정책 절차 간소화, 2) 안정적 에너지솔루션 제공을 위한 DOE 자금 할당, 3) 데이터센터 개발자를 위한 연방 및 주 자치 단체의 재정 인센티브 제공과 관련 조치를 발표.

대중국 견제, AI 리더십 유지를 위한 정책 행보 지속



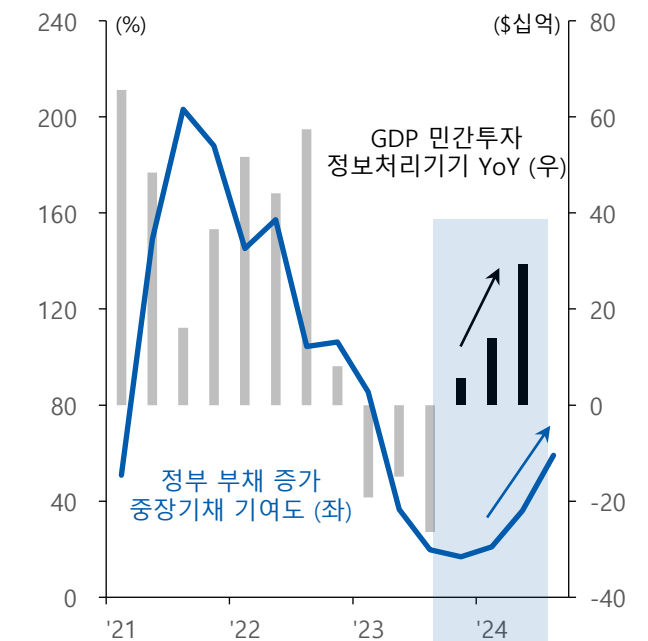
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

트럼프 1기 당시 국방 S/W 투자 확대 전례



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

AI 인프라 재정 인센티브, DOE 자금 할당 확대 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



트럼프 2기의 규제 완화가 가세

- 트럼프 캠프, 지난 7월 불필요한 AI 규제 재고와 AI 기반 군사 기술 발전을 위한 AI 행정 명령 초안을 작성하고 있다는 사실 보도. 국가 안보 및 경쟁국과의 AI 리더십 경쟁을 강조해 강력한 정책 드라이브 전망.
- AI 개발 전 과정과 이에 수반되는 테스트 결과 전부를 정부에 모두 고지하는 바이든 행정 명령과 달리 트럼프 2기의 AI 행정 명령은 AI 모델을 평가하고 해당 시스템을 보호하는 정식 기관을 산업 Player 주도로 조직할 것을 제시.
- 군사 AI 역량 강화와 관련 AI 방위 S/W 수혜가 전망되는 한편, AI 고강도 규제 폐지 명령은 업계 외형 성장 견인에 긍정적.

23년 10월 바이든 AI 규제 행정 명령, AI 모델 정부 안전 검사 및 결과 제출 의무화

바이든 행정부, AI 규제 첫 행정 명령 발표 ('23.10.30)

주요 내용

미국이 연방 정부 차원에서 AI 개발과 활용을 안전하고 책임감 있게 촉진하고, 국가 안보, 건강과 안전을 위협하는 AI 기술 개발과 이용을 규제

1. AI 개발 기업의 안전성 평가 의무화

미국의 안보/건강/안전을 위협할 수 있는 AI 모델에 대해 정부가 검증한 전문가 그룹(AI 레드팀)의 안전 검사를 받고 AI 개발자는 그 결과를 정부에 제출하도록 의무화. MS, Google 등 미국 기업의 AI 기술을 이용하는 외국 기업에 대해서도 안전성 평가 및 결과 보고를 의무화

2. AI 도구 안전성 표준 마련 - 에너지부가 AI 기술 평가 수단을 개발

3. 콘텐츠 인증 표준 수립

AI 기술로 만든 가짜 이미지 등 콘텐츠 식별을 위한 워터마크 적용 의무화

4. 개인 정보 보호

데이터 수집 출처 정보 미제공, 알고리즘 훈련을 위한 대규모 개인 정보 불법 수집 및 연령 확인 절차 미비, AI 개발 기업, 개인 정보 불법 사용 지침 마련 의무화

지난 7월 트럼프 캠프, 군사 AI 역량 강화, AI 규제 폐지 내용의 행정 명령 초안 작성

트럼프 캠프, 군사 기술 혁신을 위한 맨해튼 프로젝트 AI 명령 초안

주요 내용

- 1) 군사 AI 역량 강화를 위한 대규모 프로젝트 개시, 2) AI 분야 혁신 촉진을 위한 규제 폐지
- 3) 해당 프레임워크는 국가 안보와 중국을 비롯한 경쟁국과의 경쟁을 강조

프로젝트 1. AI 기반 자율 전쟁 수행 생태계

- 1) 상호 연결 자율 드론: 공중 임무를 자율적으로 수행하는 드론 개발
- 2) 지상 전투 유닛: 지상 작전 수행을 위한 AI 기반 로봇 유닛 개발
- 3) 자율 해군 함대: 순찰, 전투, 물류 임무 수행을 위한 자율 함정 함대 구축
- 4) 우주 AI 자산: 글로벌 감시, 통신, 방어를 위한 AI 제어 위성, 드론 배치

프로젝트 2. 양자 AI 전쟁 시스템 - 양자 기반 AI 시스템 개발

프로젝트 3. AI 기반 군사력 강화 - AI 시스템 기반 군사 능력 증강

프로젝트 4. AI 통합 전략 방위 네트워크

- 1) 글로벌 AI 감시망: 위성, 드론, 센서 등 AI 기반 감시 네트워크 개발 및 모니터링
- 2) 실시간 위협 분석: 감시 데이터의 실시간 분석과 위협 식별, 우선 순위 지정
- 3) 방어 체계 자동화: 미사일/사이버/위성에 AI 기반 제어 시스템 구축, 위협 자동 대응

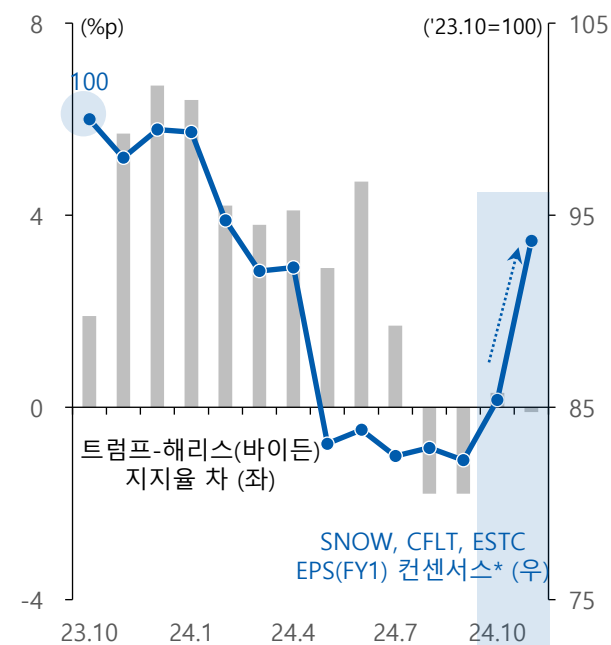
자료: The White House Fact Sheet, 유안타증권 리서치센터

자료: Foresight Navigator, 유안타증권 리서치센터

AI S/W, 규제 완화가 견인하는 업종 모멘텀

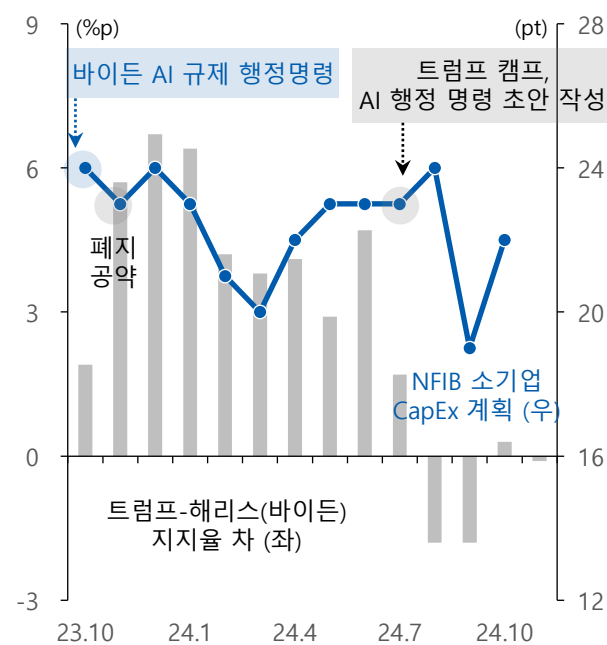
- AI S/W, 트럼프 2기 바이든 행정 명령 폐지, AI 진흥 행정 명령 발효, 'AI 차르' 임명 등의 규제 완화와 정책 진흥으로 업종 모멘텀 본격화 전망.
- AI 플랫폼 하위 부문 대표 Pure-Play 업체 Snowflake(데이터 관리), Confluent(통합/오케스트레이션), Elastic(AI 검색)의 3분기 호실적은 트럼프 재집권에 따른 AI 규제 완화 기대감이 반영된 결과. 즉, AI S/W 전방 고객 CapExセンチ먼트가 개선된 결과와 관련되어 있다는 판단.
- 이외 CSPs 3사(AMZN, MSFT, GOOGL)과의 경쟁 압력, 규모 열위, 충분히 커지지 않은 시장 파이 등 실적이 시장 기대에 미치지 못했으나, 24.3Q 실적과 우호적인 4Q 가이드언스로 관련 우려 해소.

트럼프 당선 가능성과 동행하는 빅데이터 업체 실적,



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

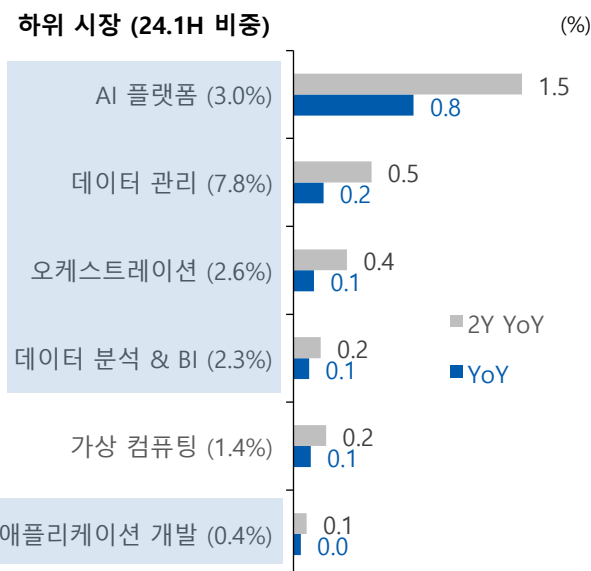
규제 완화에 따른 자본지출センチ먼트 호전이 반영



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

클라우드 시장 성장을 주도하는 PaaS와 그 하위 부문

[IDC 클라우드 하위 시장 비중 및 확대 속도 비교]



자료: IDC('24.10), Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

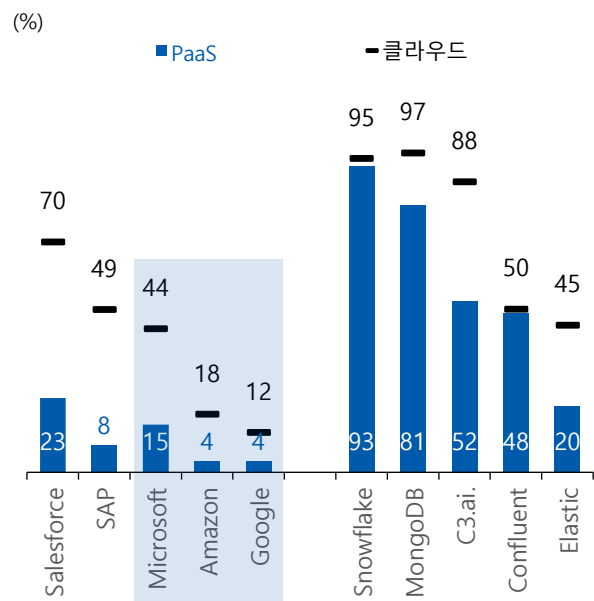


Pure-Player, AI H/W, M7 S/W의 대안으로 유효

- CSPs 3사의 경우, IaaS 기반의 종량제 사업 모델과 End-to-End AI 플랫폼 구축 역량을 바탕으로 밸류에이션 프리미엄을 부여받고 있으나, 전사 기준 미미한 AI S/W 매출 비중, CapEx 투자 확대에 따른 수익성 부담으로 IaaS 외 AI S/W 기반 이익 모멘텀이 약화된 국면에 위치.
- 금번 3분기 실적을 통해 AI 플랫폼 하위 부문(데이터 관리, 통합/오케스트레이션, AI 검색 등) Pure-Player 업체들의 AI 수익화가 가시화하면서 업종 모멘텀 주도.
- 매출 회복 가시성 확보와 주가 상승 여력 고려 시 접근 유효하다는 판단.

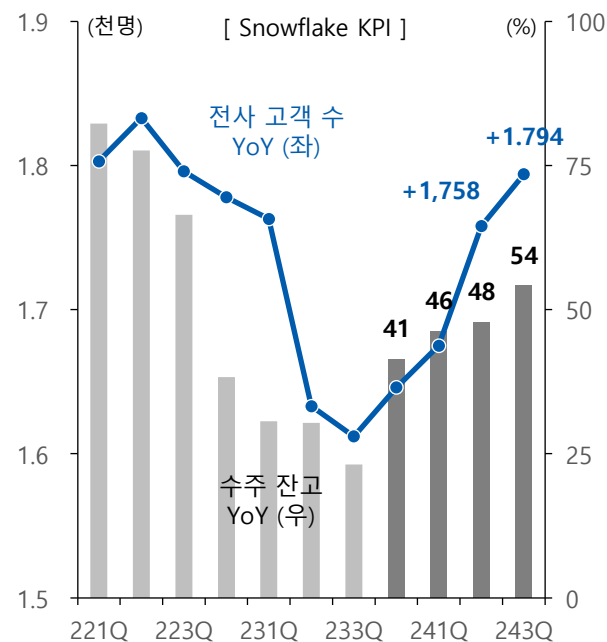
미미한 AI S/W 비중, 이익 모멘텀 반영 더딘 CSP 3사

[기업별 전사 클라우드 및 PaaS 매출 비중 (24.1H)]



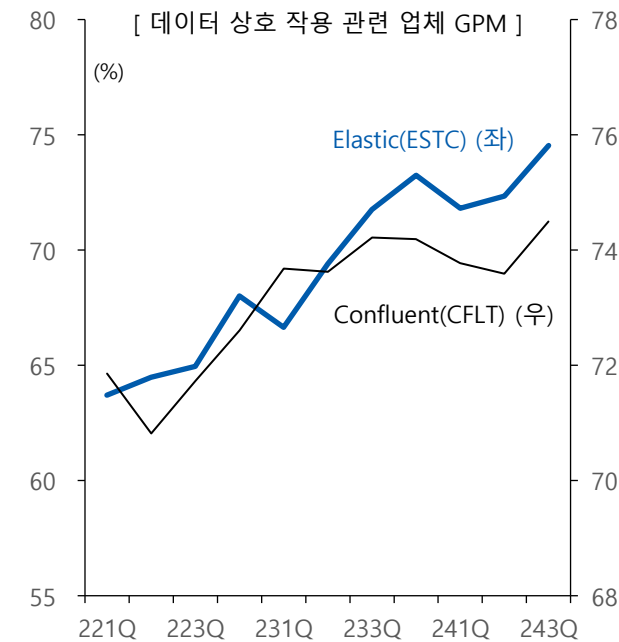
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Snowflake, Palantir의 대안이 될 수 있는 PaaS 업체



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

AI S/W Pure-Player 업체들의 AI 수익화 가시화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



[원자재 전망]

주도권과 필요 사이

유가의 경우 전력 부족에 대응하기 위한 전통 에너지 확보에 집중하려는 미국과 글로벌 원유 공급 시장 내 주도권을 빼앗기지 않기 위한 OPEC의 동반 증산이 예상된다. 공급 측면에서의 요인으로 가격 전반적으로 하방 압력이 높다고 판단한다. 중국 경제 회복으로 인한 수요 반전의 시기를 감안하여 상고하저 전망(고점 2Q, 저점 3Q)하고 있으며 25년 원유 가격 Range로는 55~75달러/배럴을 제시한다.

구리의 경우 상반기는 구리 원광 공급 차질 완화가 하반기에는 G2 중심의 태양광 및 전기차 수요 증가가 구리 가격을 견인할 것으로 전망한다. 25년 가격 흐름은 상저하고를 전망(저점 1Q, 고점 3Q)하며 25년 구리 가격 Range로 9000~12000달러/톤을 제시한다.



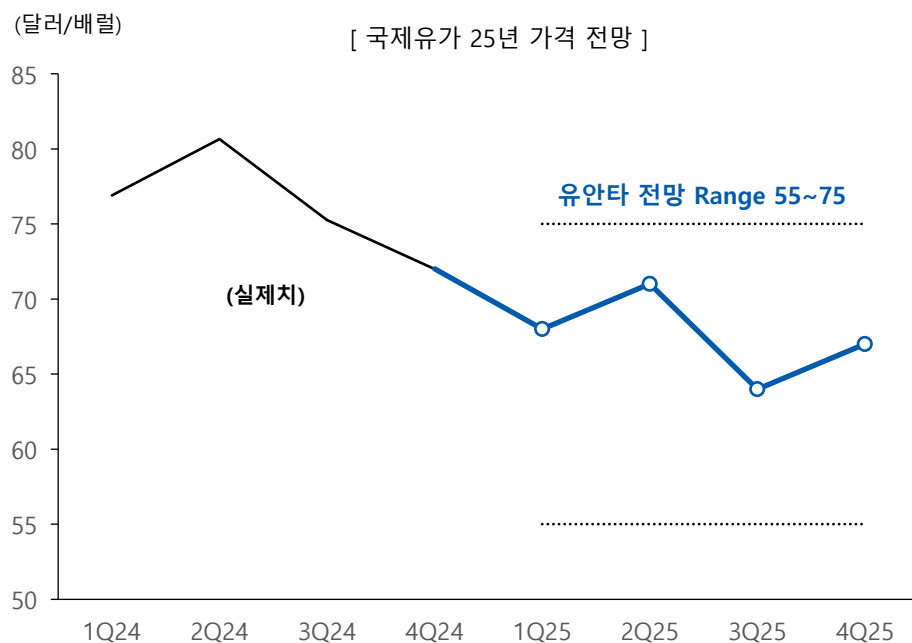
고선영 Global Equity/Commodity
sunyoung.kou@yuantakorea.com



24년 원유 시장 회고와 25년 전망

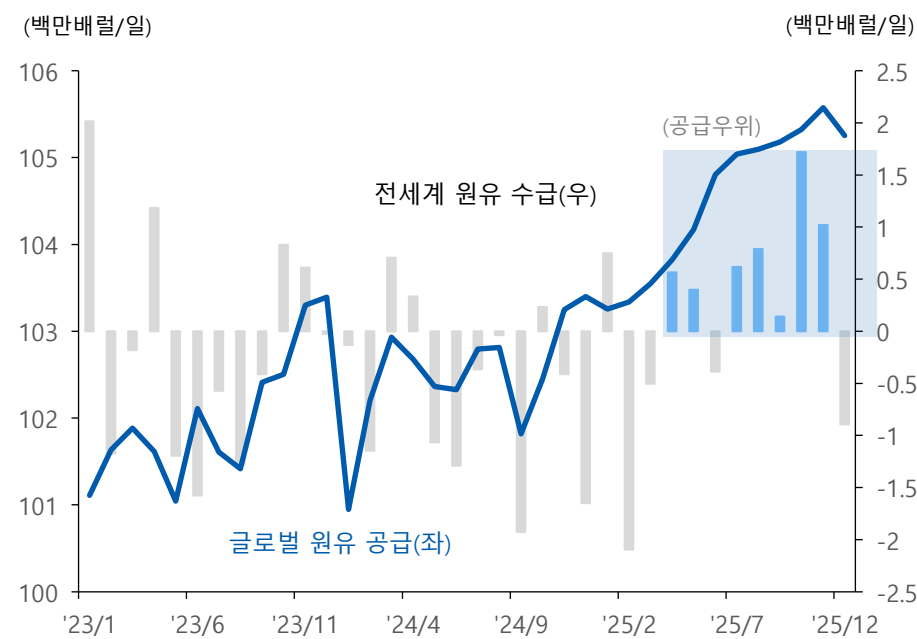
- 25년 국제유가 Range로는 55~75달러/배럴을 제시. 25년의 특이점은 글로벌 원유 공급 시장 내 주도권 싸움을 시작한 미국과 OPEC의 동반 증산이 될 것. 중국 경제 회복으로 인한 수요 반전의 시기를 감안하여 25년 상고하저를 전망(고점 2Q, 저점 3Q).
- 24년 원유 가격은 상고하저를 기록. 국제유가는 배럴당 65~90달러 범위에서 움직였으며 현재 71달러 수준. 24년 상반기 가격 Drivers를 살펴보면 상반기에는 중동 전쟁이었으며 하반기에는 미중 수요 회복 지연(중국 원유 수요 우려와 연준 피벗).
- 현재 EIA가 산출하는 글로벌 원유 수급 전망치를 보면 25년 확연한 공급 우위 상황이 전개되고 있는 모습.

25년 국제유가 Range 55~75달러/배럴, 상고하저 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

25년 원유 수급 전망치를 보면 확연한 공급 우위 상황 전개되고 있음이 확인



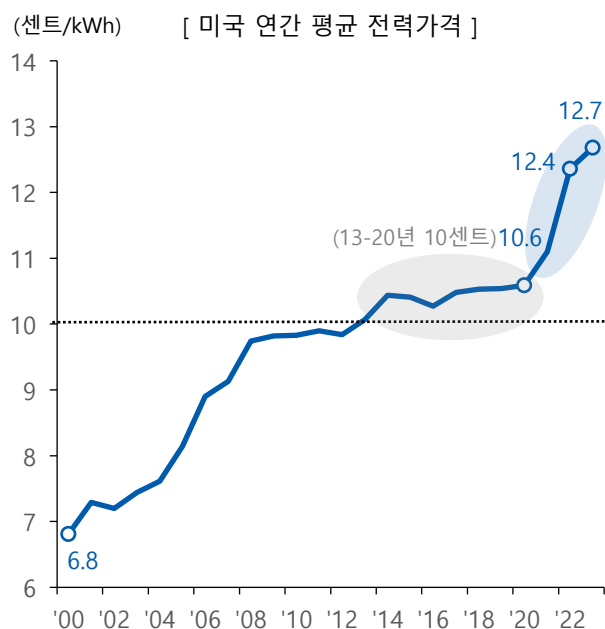
자료: EIA, 유안타증권 리서치센터



전력가격을 잡기 위해 셰일 생산을 늘릴 차기 행정부

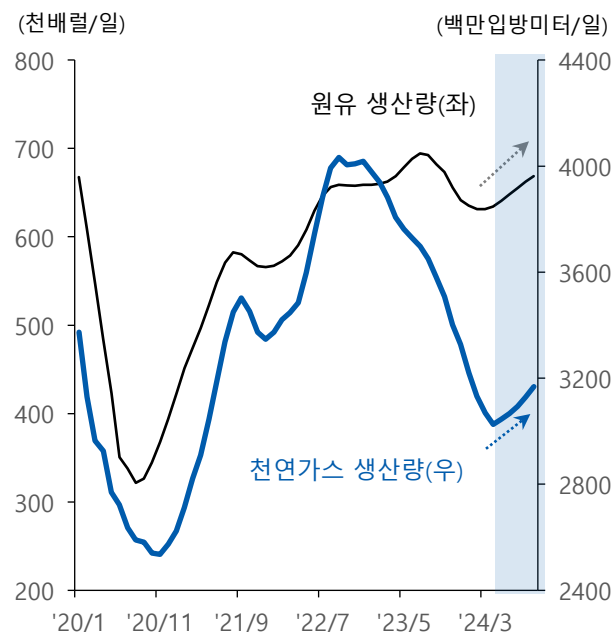
- 트럼프 2기 행정부의 주요 과제 중 하나는 높은 전력가격을 잡는 것. 현재 미국 연간 평균 전력가격은 kWh 당 12.7센트로 단기간 급증한 전력 수요 여파로 2~3년 사이 20% 급등한 상태. 08년 이후 12년 동안 10센트 수준에서 장기간 머물렀다는 점을 감안하면 이례적인 모습.
- 25년 새로운 행정부가 임기를 시작한 이후 미국은 셰일 생산 증가를 통해 전력가격을 잡고자 적극적으로 움직일 것으로 전망.
- 셰일 유전에서 원유를 생산할 경우 부산물로 천연가스가 생산됨. 대선 시기를 감안하여 공급 관련 의사 결정을 연말로 미룬 기업들이 상당수이나 최근 원유 및 천연가스 생산량과 시추공수 당 생산량(생산 효율성)에서 기업단에서의 생산 확대 스탠스가 확인되고 있음.

현재 전력가격 12.7센트, 21년 이후 이례적인 상승세



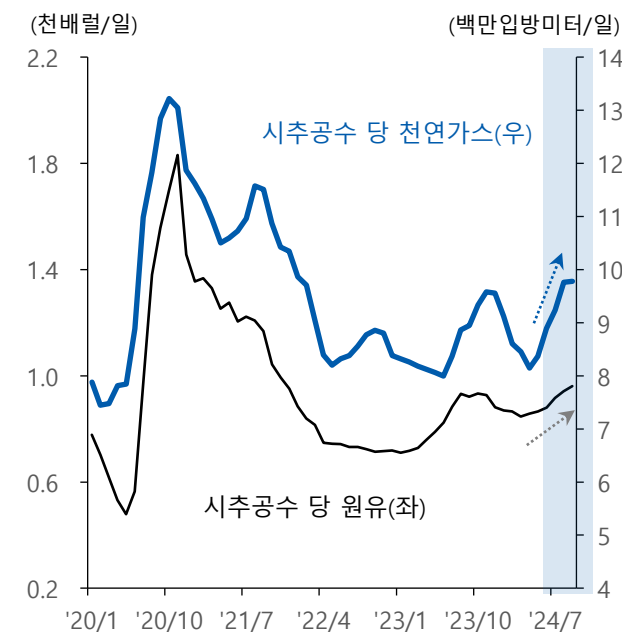
자료: EIA, 유안타증권 리서치센터

3분기 들어 반전이 확인되는 원유/천연가스 생산량



자료: EIA, 유안타증권 리서치센터,
주: 미국 주요 생산지역 5개 + 기타 합계

생산 효율성 개선 통해 기업의 생산 확대 스탠스 확인

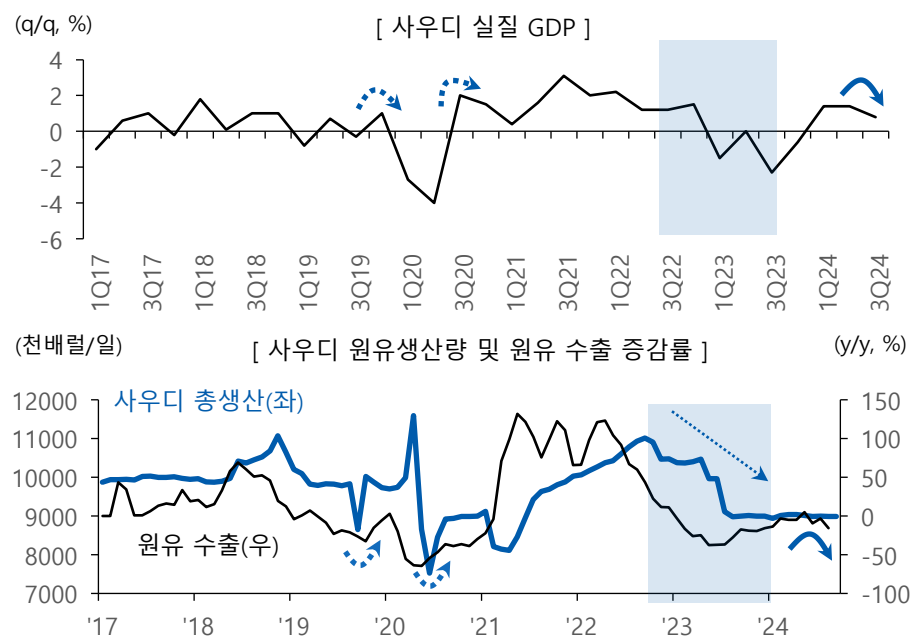


자료: EIA, 유안타증권 리서치센터,
주: 미국 주요 생산지역 5개 + 기타 합계

미국의 독주가 불편한 사우디, 개입 본격화 예상

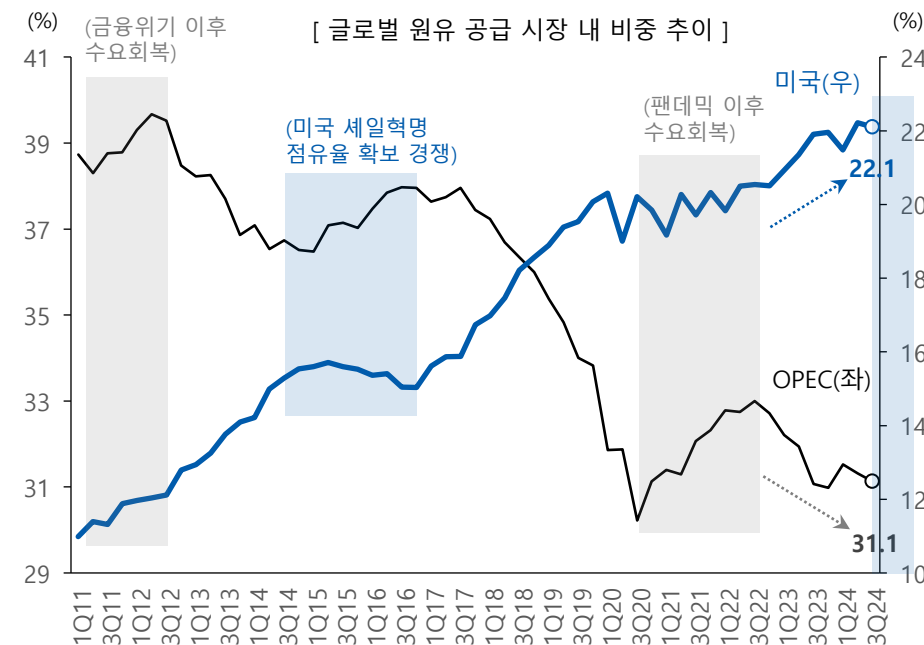
- 사우디는 올해 연말부터 증산에 나설 예정. 물론 현재 유가 수준을 감안하여 증산 시기를 지연시킬 가능성도 존재. 그러나 1~2개월 차이가 이미 달라진 스탠스를 바꿀 수는 없을 것. 이미 OPEC 내 산유국들 사이 분열 시작, 감산 실효성에 대한 의문이 큰 상황.
- 사우디는 최대 산유국 지위를 미국에 빼앗겼으며 전체 공급 시장 내 OPEC의 비중도 축소. 추가적인 감산을 감내하기에는 이미 경제성장률, 수출 증감률 등 자체적인 여력도 낮아진 모습. 오히려 빼앗긴 시장 점유율을 되찾는 과정이 필요.
- 이는 지난 14년 미국 세일혁명 이후 생산량이 급증하자 OPEC이 미국과 더불어 증산하며 점유율 경쟁에 돌입했던 시기와 유사.

사우디 경제가 흔들릴 때 뒷받침이 된 원유. 더 이상 감산을 감내하기에는 여력 부족



자료: OPEC, EIA, 유안타증권 리서치센터

이번 증산은 수요 회복 시기와 차이. 점유율 확대 경쟁에 돌입했던 14년과 유사



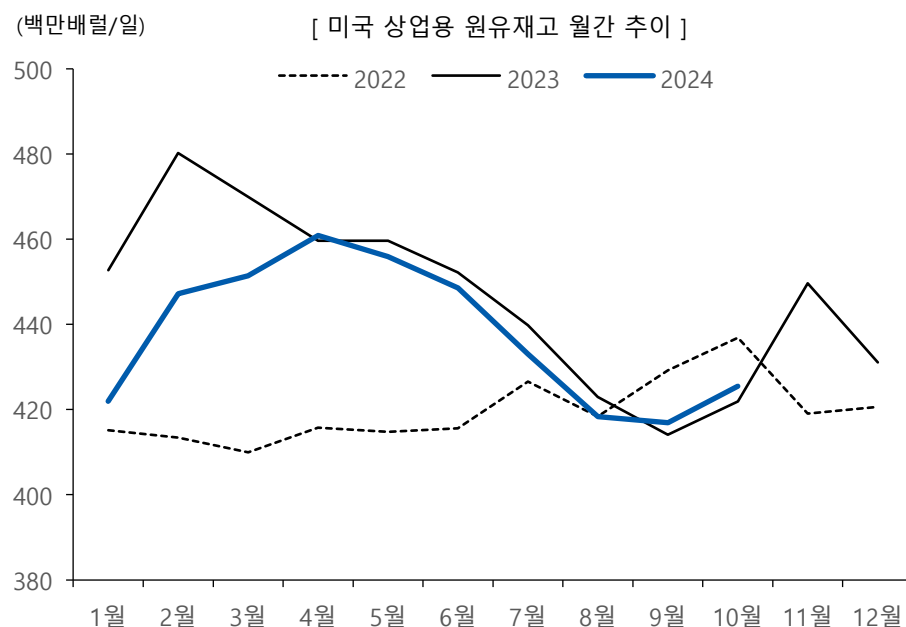
자료: OPEC, EIA, 유안타증권 리서치센터



미국의 재고는 평년 수준, SPR 비축은 단계적 요인

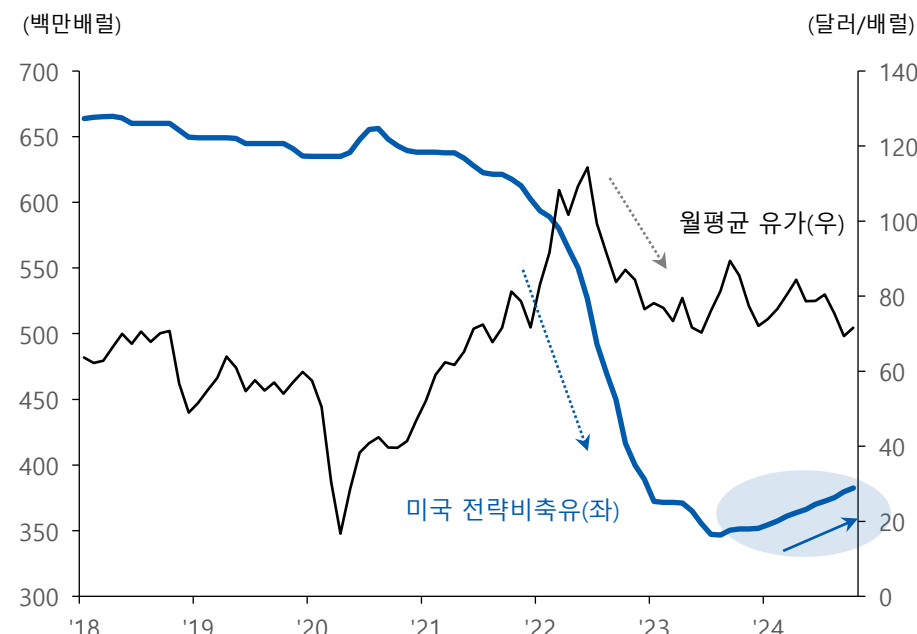
- 미국 원유 수요를 보기 위한 가장 유용한 데이터는 재고. 현재 미국 상업용 원유재고는 평년 수준에서 벗어나 있지 않은 모습.
- 25년 글로벌 원유 수요에서 화두로 자리매김할 것은 연방정부의 SPR 재비축. 전략비축유(SPR) 방출을 통한 미국의 유가 안정화 시도는 22~23년 글로벌 원유 공급 시장에서의 특이점이 되었음.
- 현재 SPR 재고(DOE 적정 재고 수준 5.2억~6억배럴, 현재 3.8억배럴)는 역대 최저 수준을 기록. 속도는 느리나 채우는 모습도 관찰. 다만 유가 레벨 다운을 감안해 연방정부가 단기간이 아닌 2~3년에 걸쳐 단계적으로 진행할 것을 간과해서는 안됨.

미국 재고 수준은 평년과 유사한 수준. 크게 변동없이 꾸준한 모습을 보여주고 있음



자료: EIA, 유안타증권 리서치센터

역대 최저수준인 SPR, 현재 유가 감안 조금씩 채우고 있으나 단계적 확충 기본 전제



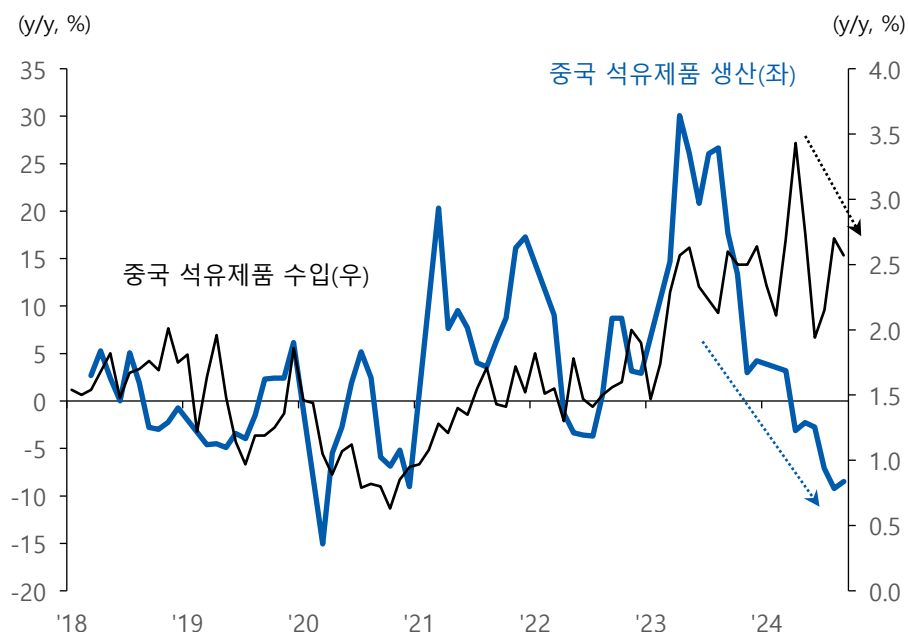
자료: Bloomberg, Thomson Reuter, 유안타증권 리서치센터



석유제품 수요 둔화가 확인되는 중국, 전기차는 또다른 제동장치

- 오히려 변수가 되고 있는 것은 중국의 수요 상황. 중국의 원유 수요는 석유제품 생산과 수입을 통해 파악이 가능.
- 중국 석유제품 수입과 생산 모두 중국 경제 회복 시기 지연되면서 빠르게 둔화된 상황. 특히 중국 주요 석유제품 생산 증감률을 보면 전년비 -8.5% 감소하며 크게 부진했던 모습. 기저효과를 감안하더라도 강하게 진행되고 있음이 확인.
- 더불어 중국 내 전기차 침투율이 급등하면서 수요에 미치는 영향도 존재. 중국 전체 원유 수요의 약 40%는 운송(가스, 디젤, 가솔린). 현재 중국 내 전기차로의 전환 가속화가 자동차 생산에서도 확인되는 중. 이미 비중 측면에서는 휘발유+디젤을 역전.

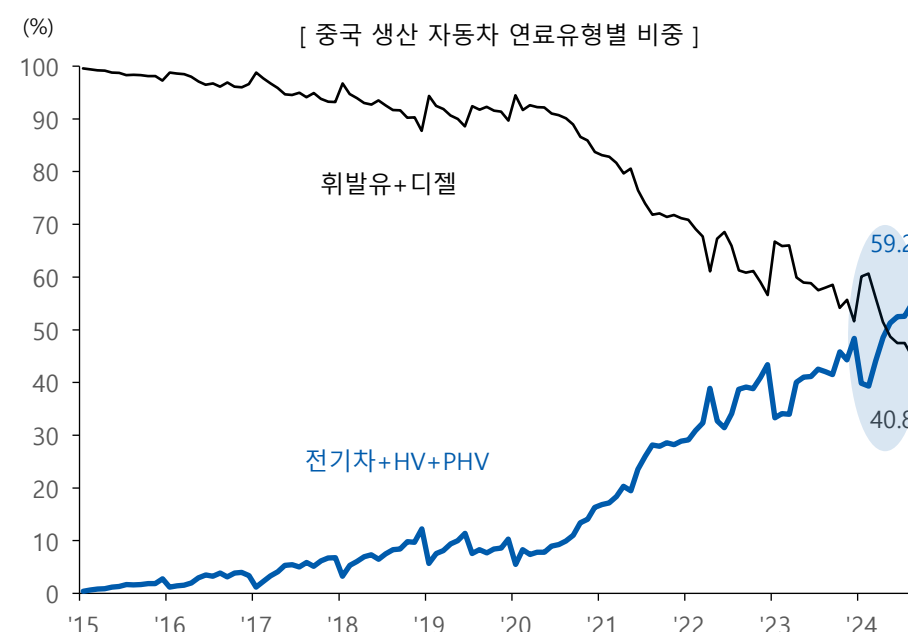
변수는 중국. 지금 석유제품 생산과 수입 모두 부진. 회복의 시점은 빨라야 2Q



자료: 중국 국가통계국, 중국 해관총서, 유안타증권 리서치센터

주: 중국 석유제품 생산은 휘발유, 등유, 디젤, 연료유 생산량 합한 것에서 산출

중국 내 전기차 전환 가속화, 석유제품 수요 감소 연결. 생산 자동차의 60% 전기차



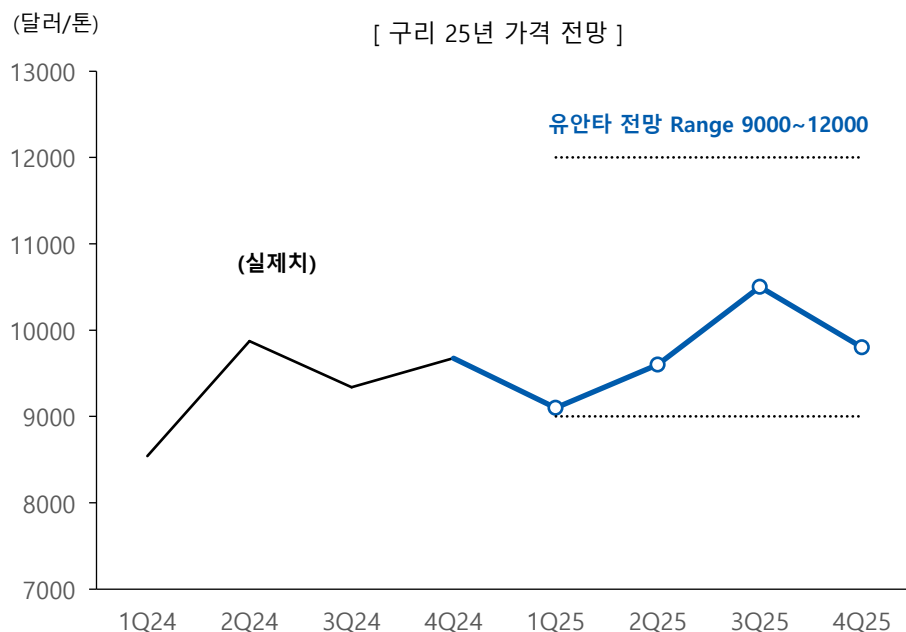
자료: 중국 텐진 자동차 기술 및 리서치센터, 유안타증권 리서치센터



24년 구리 시장 회고와 25년 전망

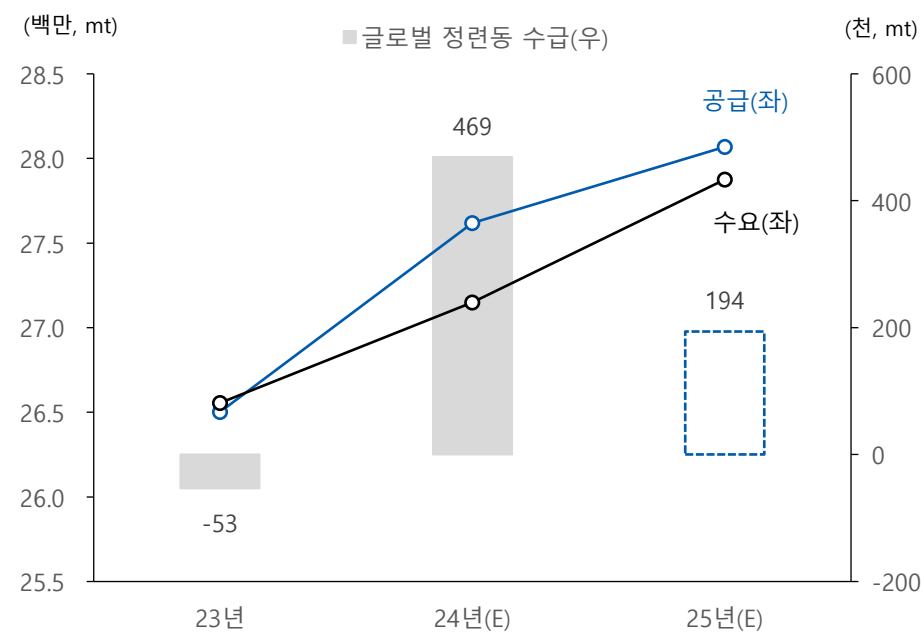
- 25년 구리 가격 Range로 9000~12000달러/톤을 제시. 상반기는 완화된 구리 원광 공급 차질이 하반기 태양광 및 전기차 수요 증가가 견인할 것으로 보고 있으며 상저하고를 전망(저점 1Q, 고점 3Q).
- 24년 구리 가격은 상고하저를 기록. 구리 가격은 톤당 8000~11000달러 범위에서 움직이고 있으며 현재 9630달러 수준. 24년 상반기 가격 Drivers는 공급(원광/정련동) 차질(상반기)과 글로벌 산업경기 회복 지연(하반기).
- 글로벌 정련동 수급 보면 절대적 공급 우위. 2Q 들어서며 공급 우위 강도는 약해진 모습. 24-25년 전망치(ICSG) 살펴봐도 유사.

25년 구리 Range 9000~12000달러/톤, 상저하고 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

25년에도 공급 우위. 다만 강도는 약해지는 중. 구리 공급 차질 장기화된 점이 주요



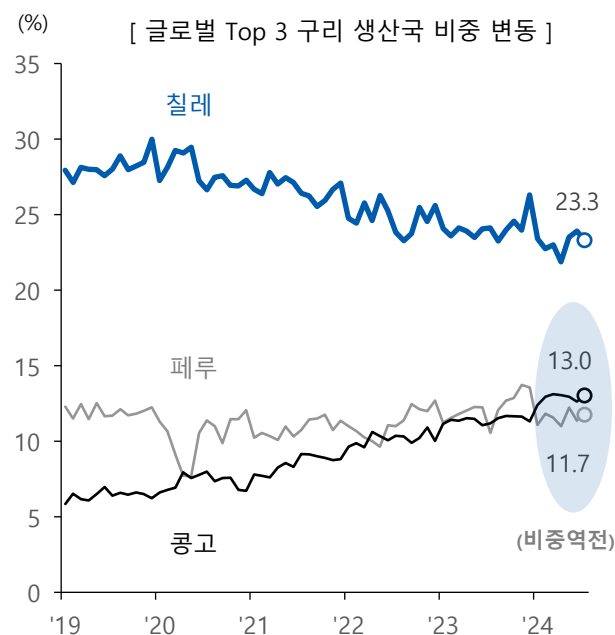
자료: ICSG, 유안타증권 리서치센터,
주: 9월 전망 기준



구리 원광은 완화, 정련동에서는 지속

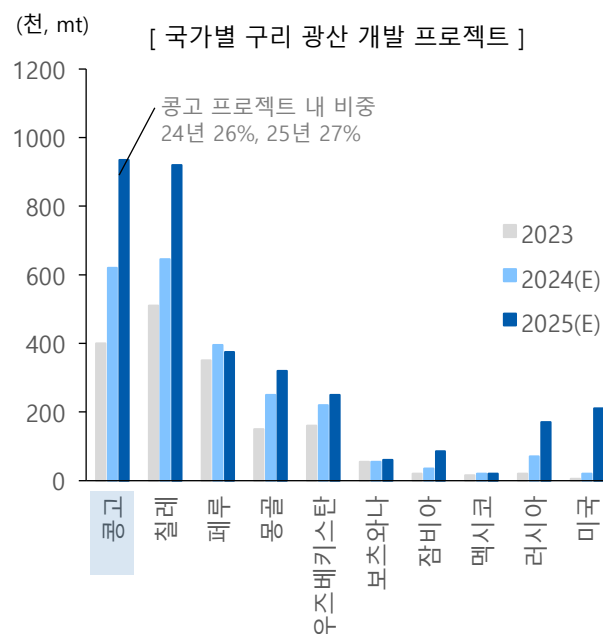
- 올해 상반기 가격 급등을 이끈 구리 원광 조달 이슈는 23.11월 Cobre Panama 광산(생산량 기준 전세계 11위)이 시설 운영을 위한 신규 허가를 받지 못하면서 시작. 칠레(1위 Escondida, 2위 Grasberg) 광산 내 생산량 부진까지 겹치며 심화된 모습.
- 원광 공급 측면에서 칠레, 페루의 빈자리는 콩고가 채우기 시작. 기존 2위였던 페루를 제치고 글로벌 구리 생산국 2위 등극. 향후 예정된 구리 광산 개발 프로젝트의 1/4을 콩고가 차지하고 있다는 점도 미래 공급 시장 내에서의 영향력 확대 측면에서 참고할 필요.
- 콩고 영향력 확대로 하반기 글로벌 구리 생산량 회복 조짐이 관측되고 있어 24년 정도의 원광 공급 차질 이슈가 발생하진 않을 전망.

구리 공급 내 콩고 영향력 확대. 페루 앞지른 상황



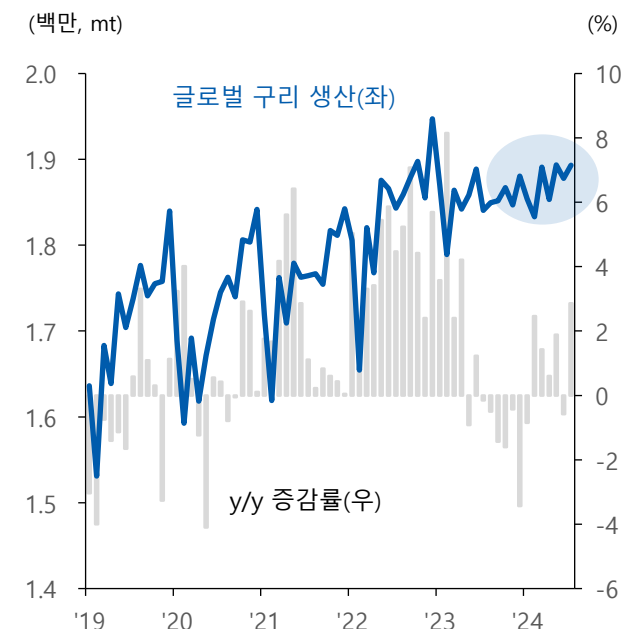
자료: ICSG, 유안타증권 리서치센터

광산 프로젝트 내 콩고 비중 24년, 25년 1/4 상회



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

콩고 영향력 확대로 25년 원광 차질 이슈 완화 예상

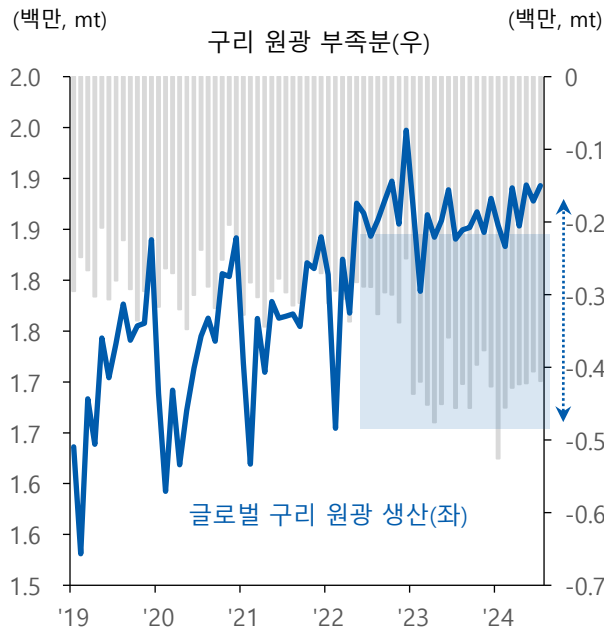


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

25년 상반기 중국 제련업체 생산 조절 지속될 전망

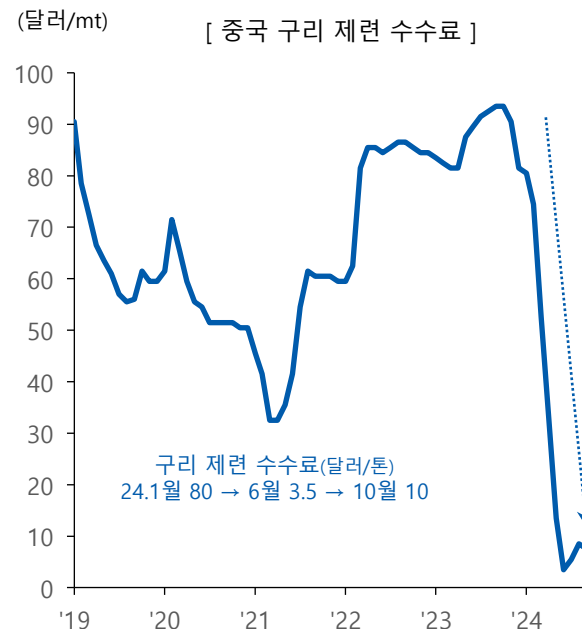
- 그러나 원광의 회복에도 정련동 차질은 지속될 것. 글로벌 구리 원광 생산량과 정련동 생산량 스프레드를 비교해보면 확보된 광석 대비 제련되는 양이 더 크다는 것이 확인. 해당 움직임은 22년 이후 가속화, 현재 그 폭은 점차 확대되고 있는 상황.
- 올해 원재료 확보가 어려워지며 중국 구리 정제업체들 제련 수수료 급락(1월 80달러 → 6월 3.5달러). 대응으로 정련동 생산 조절 시작. 시설 유지 및 보수 시기를 앞당기고, 신규 증설된 Capa 가동 시점 연기하며 기업규모 상관없이 가동률도 하락한 상태.
- 그럼에도 제련 수수료 개선은 미미(6월 3.5달러 → 10달러). 25년 상반기 중국 제련업체들의 생산 조절 스탠스 강경해질 전망.

원광 대비 정련동이 많아 절대적으로 부족한 상황



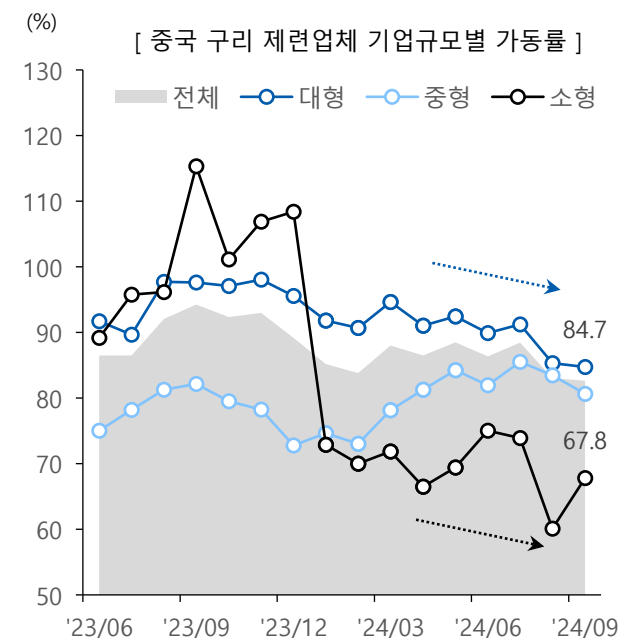
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터,
주: 부족분은 '원광 생산량 - 제련량'으로 산출

원광 조달 차질로 낮아진 제련 수수료 회복 난망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

이미 대응을 위해 낮춘 가동률 회복까지는 시일 소요



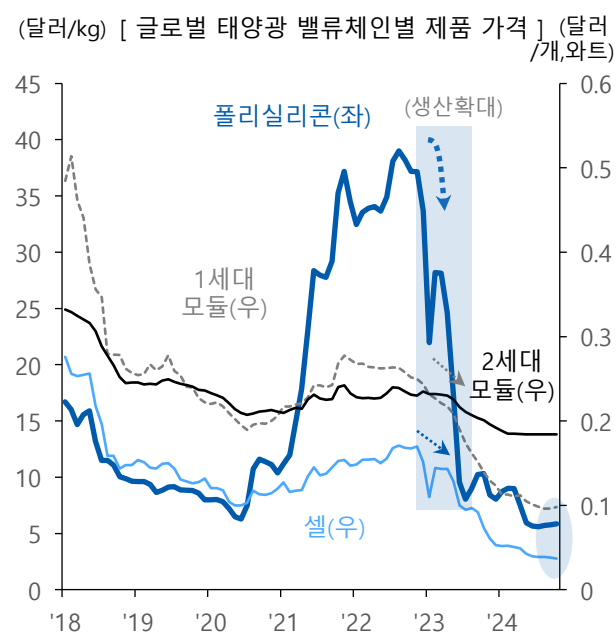
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



구리 수요의 두 축 1) 태양광 - 견고한 중국, 합류할 미국

- 태양광의 경우 이미 견고한 중국의 수요에 고금리로 지연됐던 미국의 태양광 프로젝트가 가세할 예정.
- 중국 태양광 시장은 매크로 상황(대표적으로 금리)과 무관하게 성장세 견고. 당초 밸류체인 내 압도적인 시장 점유율 가지고 있어 태양광 발전 설비 확대에 용이. 아직 전반적인 가격 수준이 저점에 머물러 있어 낮은 설치 가격이 이끄는 태양광 설치 용량 확대는 25년에도 지속될 전망.
- 미국의 경우 장기간 지속된 고금리로 예정된 태양광 발전 프로젝트 상당 부분 지연. 연준 피벗 이후 금리 방향성이 명확해지며 지연됐던 발전 프로젝트 재개 가능성 높아진 상황. 당초 금리 부담을 크게 반영했던 유틸리티 중심으로 큰 폭의 회복세를 보일 것이라 판단.

중국의 낮은 태양광 제품 가격. 설비 확대 용이한 환경



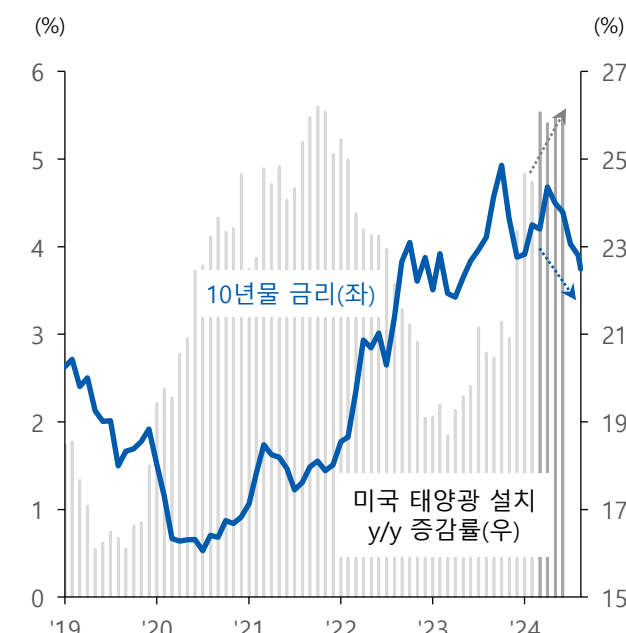
자료: PV인포링크, 유안타증권 리서치센터

필요에 따라 태양광 발전 설치 확대 가능, 시장 성장



자료: BNEF, 유안타증권 리서치센터

태양광 내 유틸리티 비중 감안, 금리에 민감한 구조

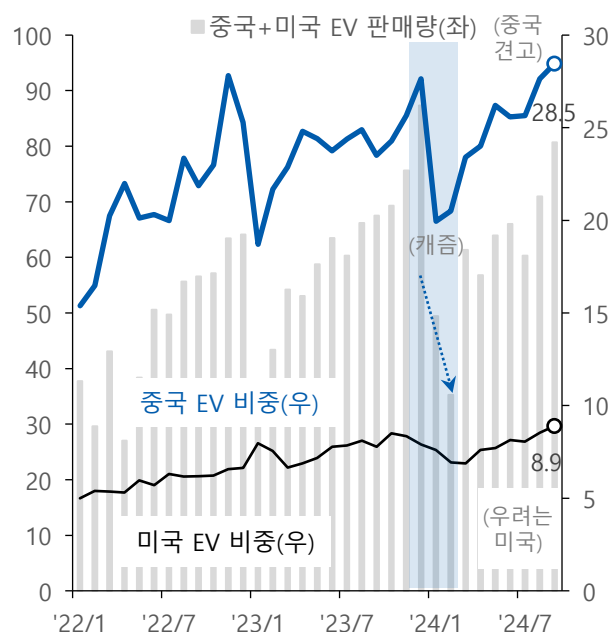


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

구리 수요의 두 축 2) 전기차 - 캐즘 아닌 중국, 하이브리드 미국

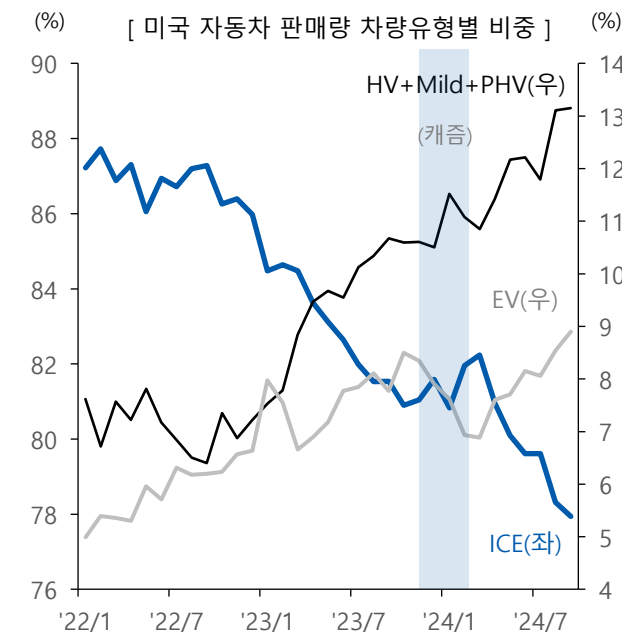
- 연초 글로벌 전기차 시장을 주도했던 Top 수요국인 중국과 미국에서 판매량 부진 확인. 이로 인해 캐즘 우려도 확산되었던 상황. 다만, 시장 우려와 달리 이후 중국 주도로 전기차 판매량 회복 지속되는 모습.
- 오히려 시장이 우려했던 것은 미국의 수요. 전체 자동차 판매량 중 EV 비중이 빠르게 증가하지 않았던 점도 수요 우려를 부추겼던 이유. 다만, 실상을 보면 신중했던 미국의 소비자들은 접근이 용이한 차종부터 접근. 하이브리드(HV+PHV)가 그 예시.
- 미국 자동차 판매량 중 전기차(EV)와 하이브리드(HV+PHV) 비중을 보면 방향성은 같으나 하이브리드 영향력 확대 강도가 강함.

24년 전기차 캐즘 우려, 다만 이후 중국 중심 회복세



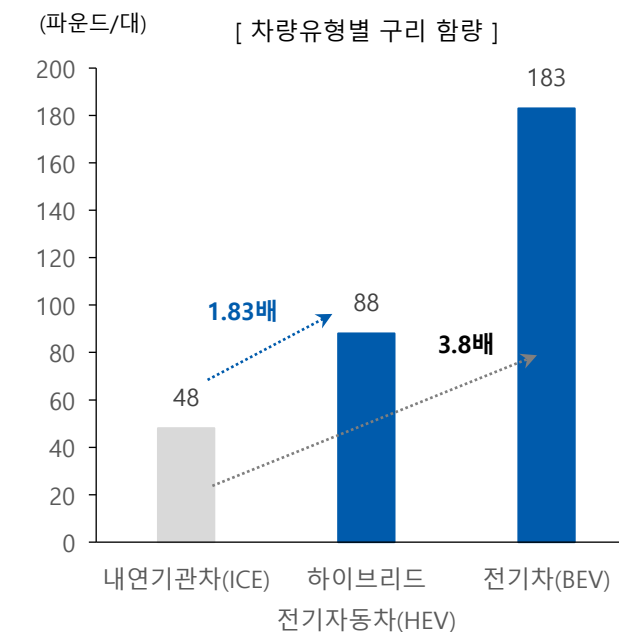
자료: MarkLines, 유안타증권 리서치센터

미국은 하이브리드로의 접근이 보다 용이했던 상황



자료: MarkLines, 유안타증권 리서치센터

ICE 대비 하이브리드/전기차에 들어가는 구리 많음



자료: Copper Development Association, 유안타증권 리서치센터



2025
MARKET
PERSPECTIVE



III. 마켓 이슈



[파생/기술적 분석 전망] KOSPI, 점진적인 회복 국면 전망

KOSPI는 2022년 말 이후 형성된 장기 상승 채널 하단선에서 지지되었다. 아직 7월 고점에서 시작된 하락추세 중단 여부는 확인 필요하지만 삼성전자 등 주요 종목들의 이익과 주가 패턴 고려할 때 낙폭 제한되거나 상승할 가능성 높고, 파생시장에서 외국인 포지션과 심리 지표 역시 점차 개선되는 상황이다.

미국 S&P500지수는 장기 박스권 목표치로 6,100pt를 볼 수 있지만 아직 의미 있는 고점대 형성 신호는 나오지 않고 있다. 원달러 환율은 장기 채널 상단선의 저항에 도달했고, 국제유가는 하락 채널 형성 중이지만 65달러 지지가 계속적으로 확인되면 반등 가능성도 고려할 수 있을 것이다.



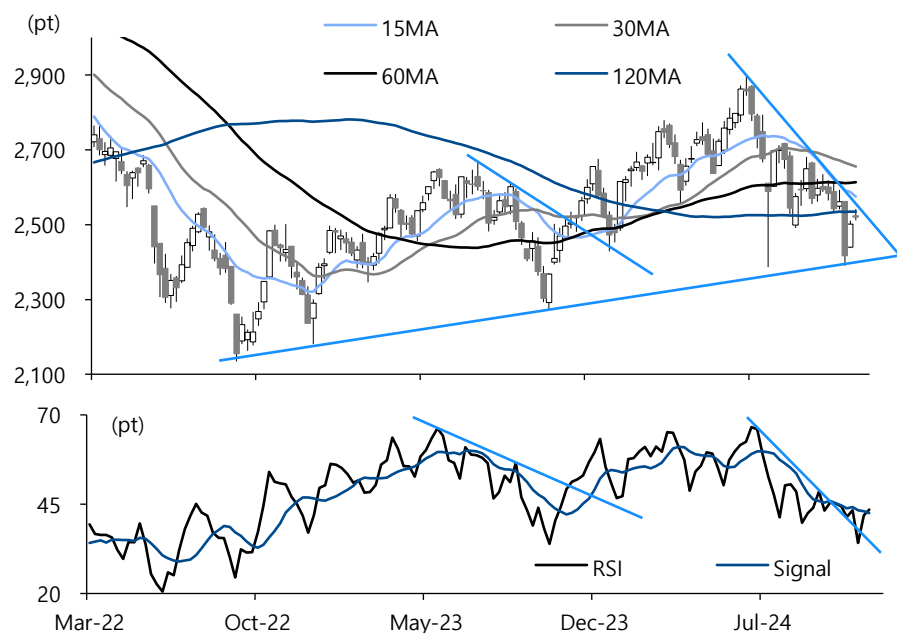
정인지 Derivatives
inji.jung@yuantakorea.com



KOSPI, 장기 상승 채널 하단선의 지지력 확인

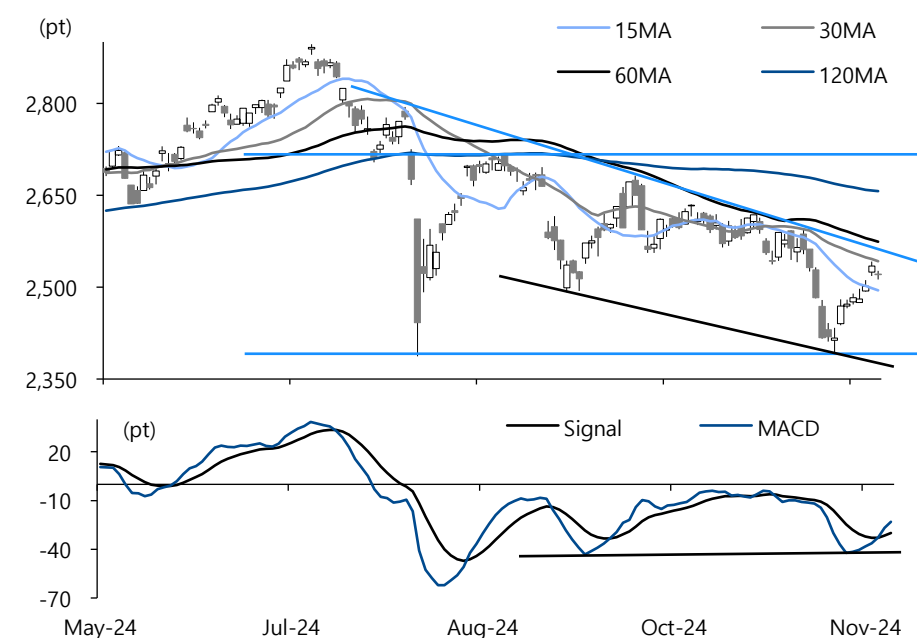
- KOSPI는 2022년 9월 저점대 형성 후 지금까지 완만한 상승 채널을 형성 중. 2023년 1월 저점과 2023년 10월 저점대를 연결하면 지난 8월 저점과 11월 저점대가 이 채널 하단선에 위치함.
- 강한 하방 경직성 기대되는 가운데 최근 단기 반등에 성공. 일봉상으로 9월 대비 11월 저점대가 낮아졌지만 MACD지표의 저점이 소폭 상승하는 등 상승 다이버전스 형태의 패턴을 조임.
- 다만 일봉상으로 중장기 이평선들이 나란히 하락 중이라 하락 추세선의 저항도 약하지 않은 모습. 이들 저항대 돌파 시 점진적으로 상승 시도가 이어질 수 있다고 판단됨.

KOSPI 주봉과 RSI, 장기 상승 채널 하단선의 지지력 확인



자료: 유안타증권 리서치센터

KOSPI 일봉과 MACD, 상승 다이버전스 발생



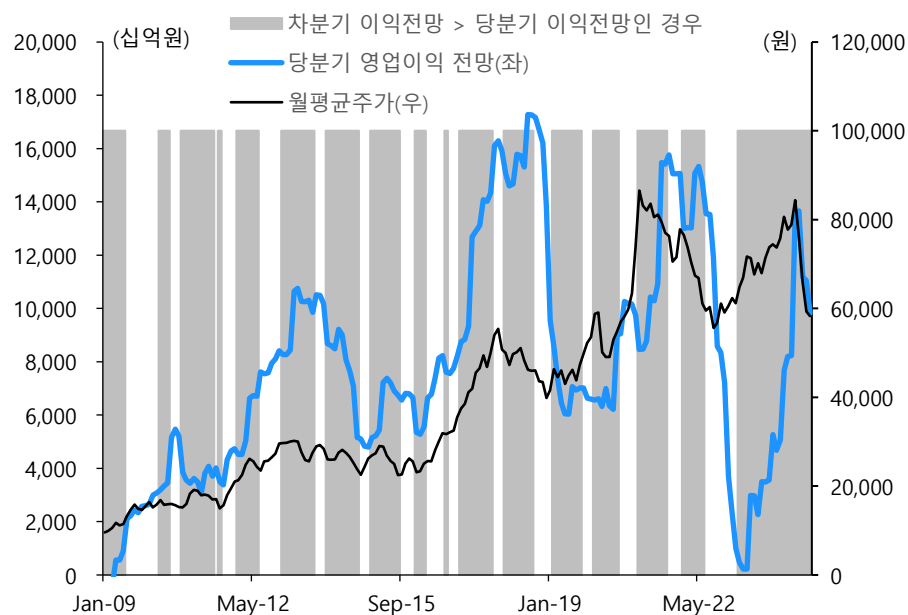
자료: 유안타증권 리서치센터



삼성전자, 바닥권 형성 가능성

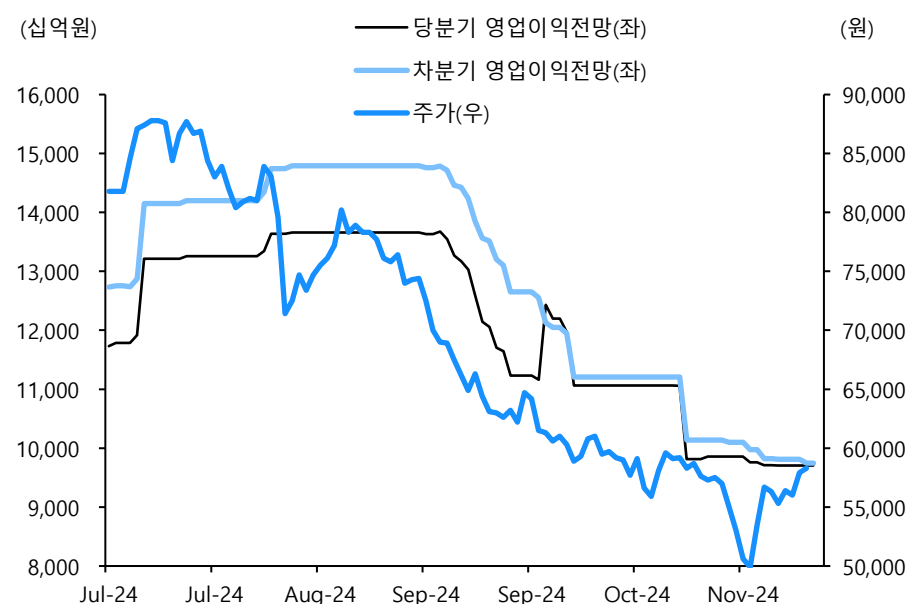
- 삼성전자 주가는 장기 평균으로 분기 영업이익에 4개월 정도 선행하는 모습 보임. 지난 7월부터 주가 하락세를 형성했지만 영업이익 전망치는 9월부터 낮아지기 시작.
- 삼성전자 장기 차트를 보면 주가 하락 과정에서 차분기 영업이익 전망이 당분기 이익 전망치를 하회하는 시점에 주가 저점을 형성하는 경우가 많았음. 이는 차분기 이익 전망에 대한 우려감이 주가에 선반영되기 때문에 나타난 현상임.
- 최근 주가 하락 과정에서 2025년 1분기 영업이익 전망치가 2024년 4분기 전망치를 상회하고 있지만 차분기 이익 전망치의 하락 속도가 빠르게 나타나면서 당분기 전망치 하회 가능성 높아진 상황. 주가 역시 의미 있게 반등해 바닥권 형성 가능성 높은 모습.

삼성전자 월평균 주가와 당분기 영업이익 전망치 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전자 주가와 당분기, 차분기 영업이익 전망치 추이

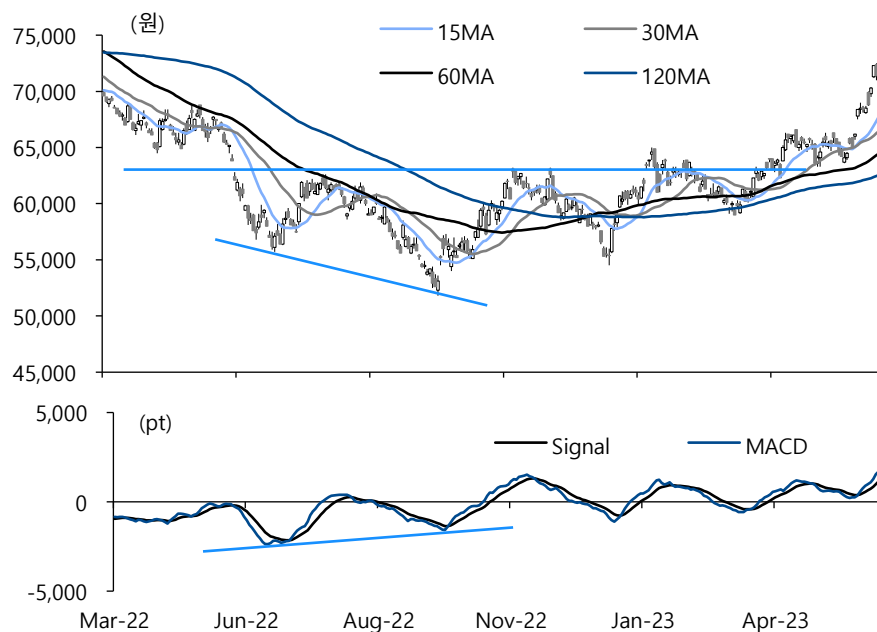


자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전자, 바닥 확인에 시간은 필요

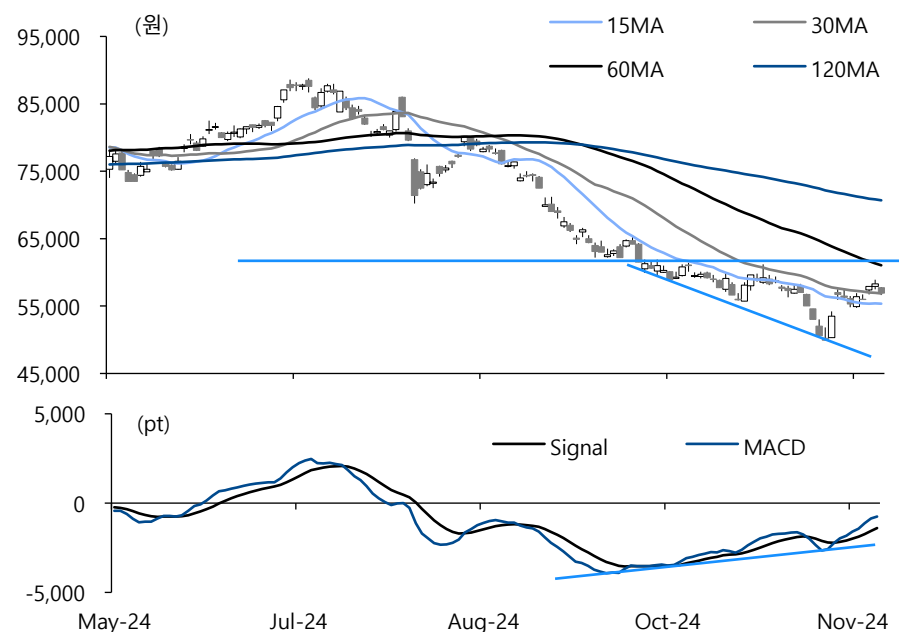
- 과거 삼성전자 장기 바닥권 형성 과정의 패턴을 보면 상승 전환에 적지 않은 시간이 필요. 2022년의 경우 지속적으로 60일 이평선을 회복하지 못하다가 10월에 처음으로 60일 이평선을 회복하고 저점을 높이면서 박스권 상단선을 2023년 4월에 돌파하고 상승세 이어졌음.
- 2022년에는 6월에서 10월까지 MACD 상승 다이버전스 형성했는데, 최근에는 9월에서 11월까지 상승 다이버전스 형성. 아직까지 60일 이평선의 저항대도 돌파하지 못한 상황.
- 최근 박스권 상단선 저항은 61,200원으로 볼 수 있음. 60일 이평선 돌파 이후에 박스권 저항도 돌파해야 추세 전환과정 진행되는 것으로 볼 수 있음. 따라서 바닥 확인까지 시간은 필요한 모습.

삼성전자 일봉과 MACD(2022~2023)



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전자 일봉과 MACD(2024)



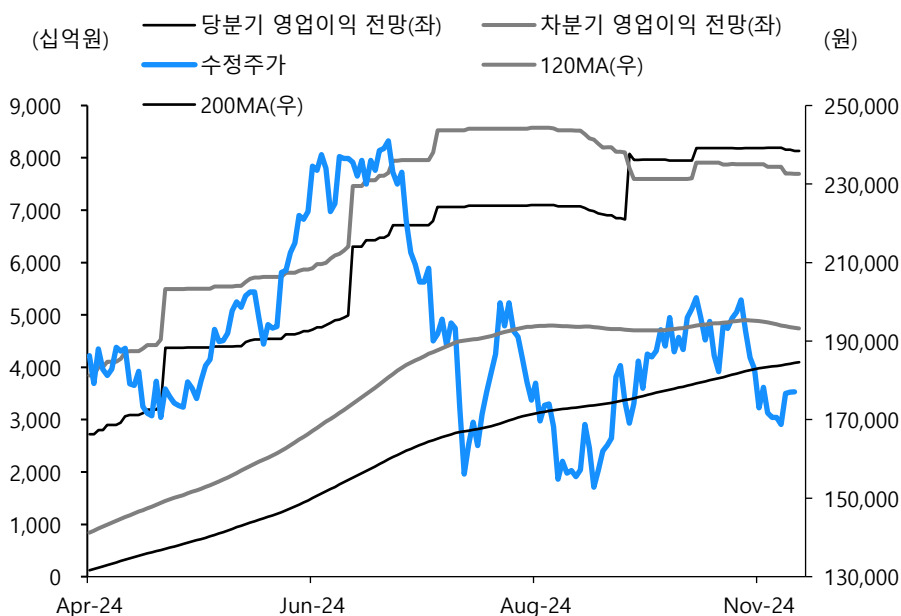
자료: 유안타증권 리서치센터



SK하이닉스, 조정 가능 폭 제한적

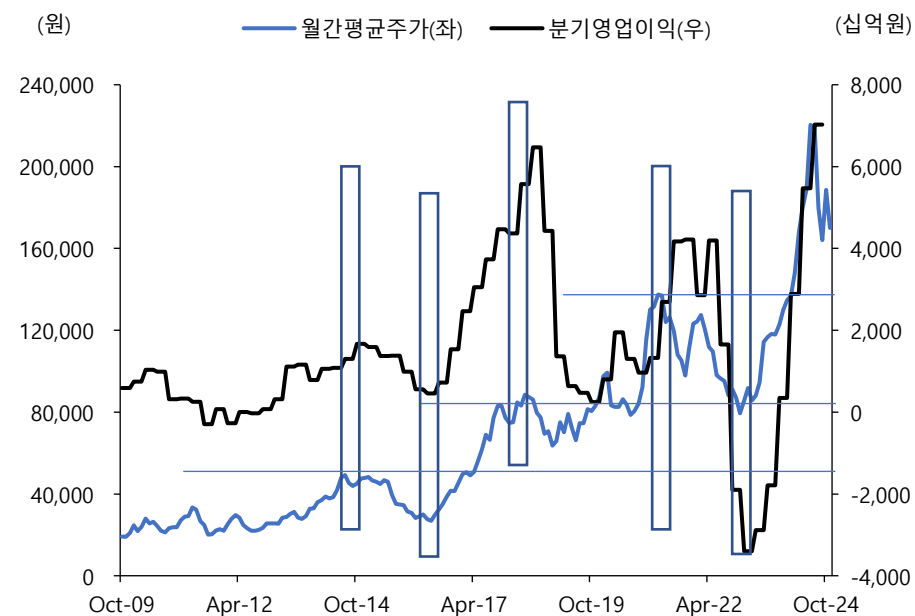
- SK하이닉스는 이미 차분기 영업이익 전망치가 당분기를 하회했고, 주가 역시 200일 이평선을 하회하는 등 조정 국면 진행 중임. SK하이닉스는 차분기 영업이익 전망치가 당분기에 비해 낮은 경우 주가 흐름은 부진한 모습 보였음.
- 다만 아직 200일 이평선이 상승 중이고, 지난 8, 9월 저점대 등이 지지대로 작용하는 등 하락세로 전환되지 않아 추가적인 하락 가능 폭은 제한적인 상황.
- 장기 차트로 볼 때 SK하이닉스는 돌파된 이전 고점대가 지지대로 작용하는 패턴을 보여 2021년 고점대인 15만원 수준은 강한 지지대로 작용할 전망.

SK하이닉스 일간 주가와 120, 200MA, 당분기와 차분기 영업이익 전망 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

SK하이닉스 월평균 주가와 분기 영업이익 추이



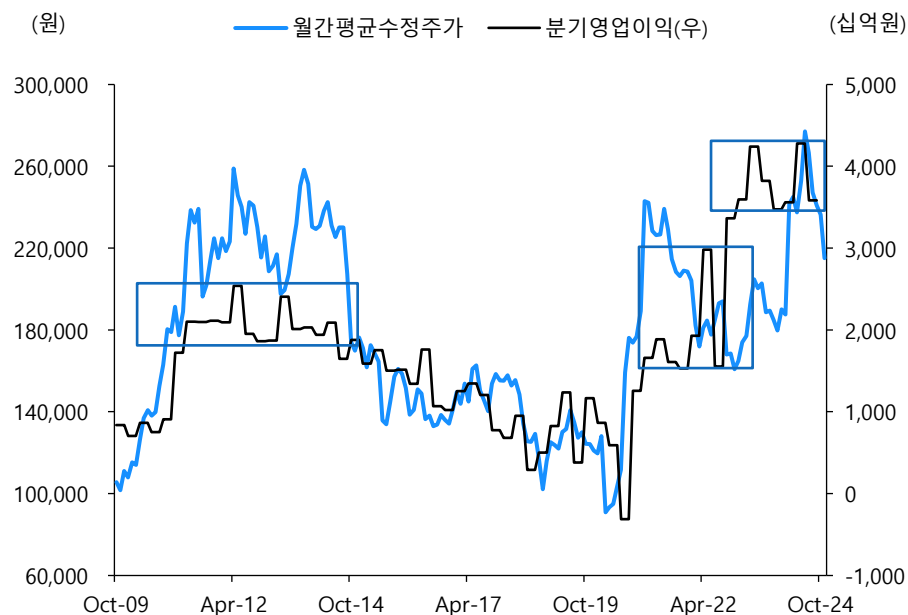
자료: 유안타증권 리서치센터



현대차, 중요한 지지대 확인

- 현대차 영업이익은 산업의 특성상 추세나 박스가 명확하게 나타나는 경향이 있고, 주가 역시 실적과 거의 동행하는 모습 보이면서 추세나 박스권의 지지 저항이 비교적 유의미함.
- 현대차 주가는 11월에 20만원 수준까지 하락했지만 영업이익은 박스권 형성하면서 횡보 중. 영업이익이 하락 추세를 형성하지 않는다면 주가 흐름도 장기로 하락세 형성하기 어려움.
- 주가상으로 최근 20만원 수준의 저점대는 2023년 고점대의 지지대이고, 200주 이평선과 장기 상승 추세선이 위치한 가격대임. 과거 현대차 주가가 200주 이평선을 분기점을 움직였던 사례를 고려하면 중요한 지지대 확인한 것으로 보임.

현대차 월평균 주가와 분기 영업이익



자료: 유안타증권 리서치센터

현대차 주간, 200주 이평선의 분기점 지지



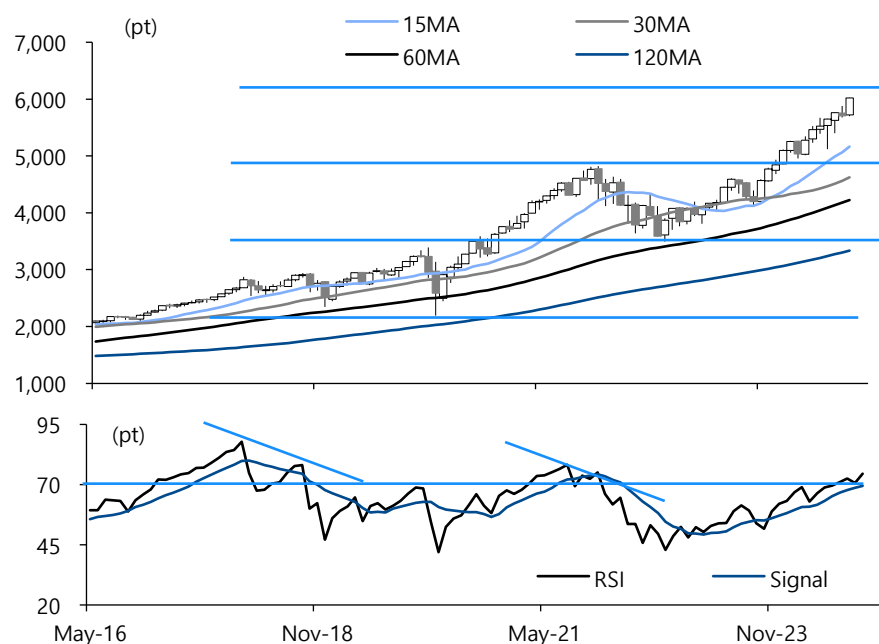
자료: 유안타증권 리서치센터



S&P500지수, 고점대 징후는 아직 안보임

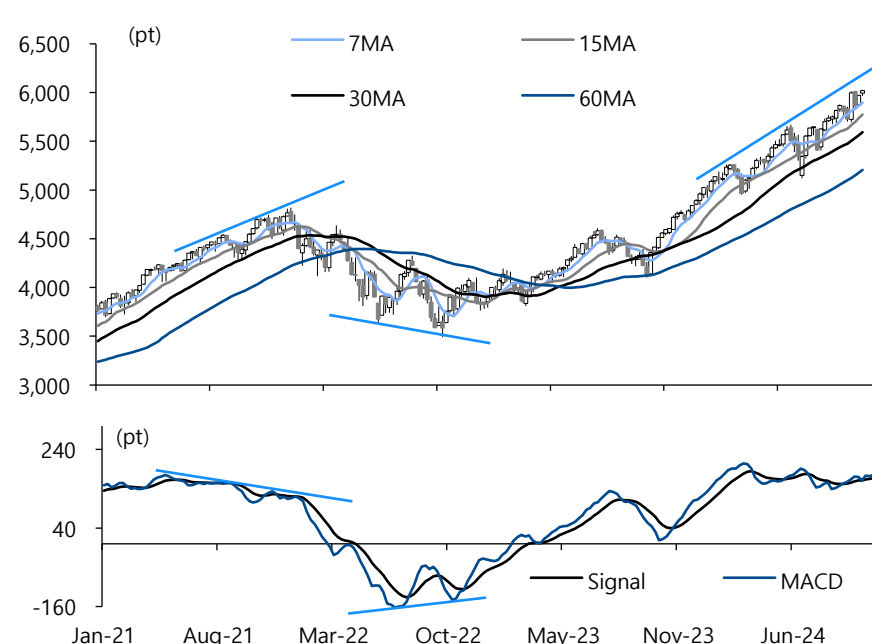
- S&P500지수는 월봉상으로 안정적인 상승세가 진행 중임. 과거 중요한 고점대가 나올 때 월간 RSI의 고점이 낮아지면서 하락 다이버전스를 형성했는데, 지금은 RSI가 과매수권이긴 하지만 Signal선을 상회해 상승 지속 신호를 내고 있음.
- 과거 S&P500지수가 1,300pt 단위로 박스권을 형성하면서 움직였던 점을 고려하면 2022년 고점대인 4,800pt에서 1,300pt 위에 존재하는 6,100pt를 상승 목표로 볼 수 있음.
- 좀 더 빠른 신호를 위해 주봉상 MACD의 하락 다이버전스 신호를 볼 수 있는데, 주간 MACD도 Signal선을 상회해 아직은 고점을 논할 수 있는 상황은 아니라고 판단됨.

S&P500지수 월봉과 RSI, 하락 다이버전스는 나타나지 않았음



자료: 유안타증권 리서치센터

S&P500지수 주봉과 MACD, 아직은 견조한 모습



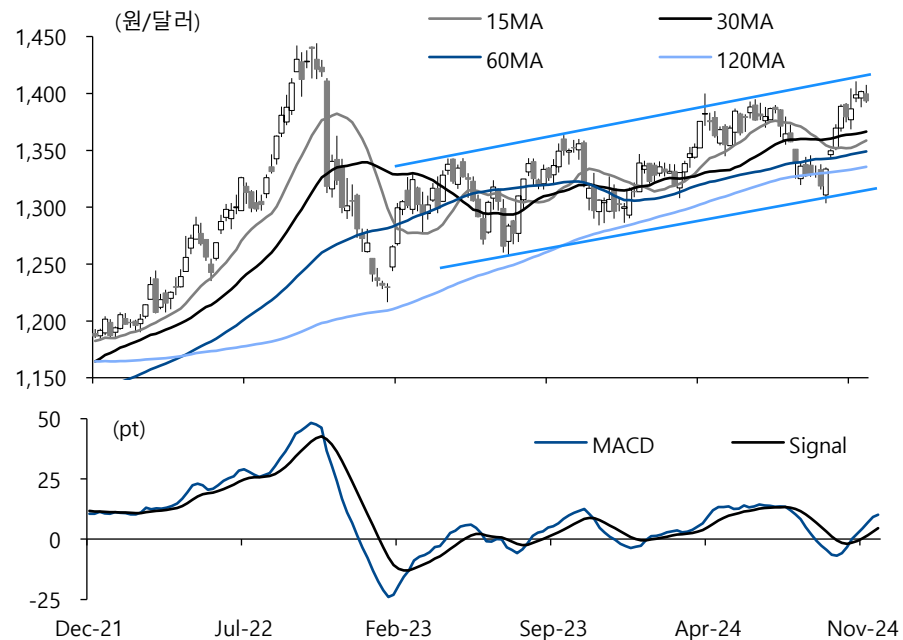
자료: 유안타증권 리서치센터



원달러 환율, 채널 상단선 도달

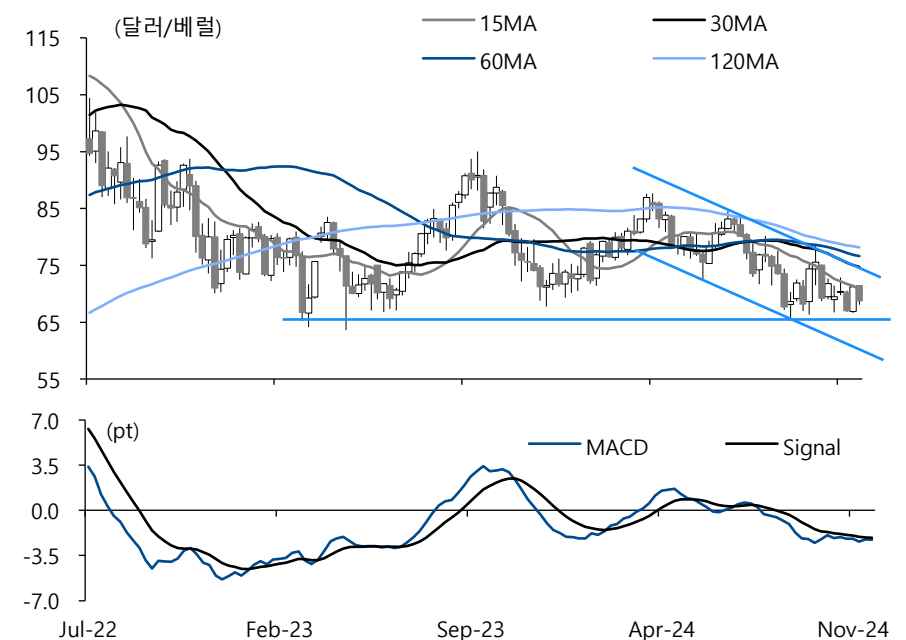
- 원달러 환율은 2023년 초 이후로 장기 상승 채널 형성하면서 상승 중임. 지난 10월 이후 원달러 환율은 채널 하단선의 지지력 확인 후 반등했고, 최근에는 채널 상단선 부근에서 탄력 둔화 중임.
- 고점대 형성하는데 시간 필요하므로 당분간 현재 가격대에서 횡보할 수 있지만 결국 채널 하단선에 다시 도달할 전망.
- 국제유가는 주봉상 하락 채널 형성 중. 채널 하단선의 지지대는 60달러 수준이지만 최근 65달러 수준에서 지속적으로 지지되는 모습. 향후에도 65달러 위에서 지지가 지속된다면 하락 채널의 변화 가능성도 타진해야 함.

원달러 환율 주봉과 MACD, 상승 채널 상단선 도달



자료: 유안타증권 리서치센터

국제유가 주봉과 MACD, 하락 채널 형성 중이지만 하방 경직성 강화



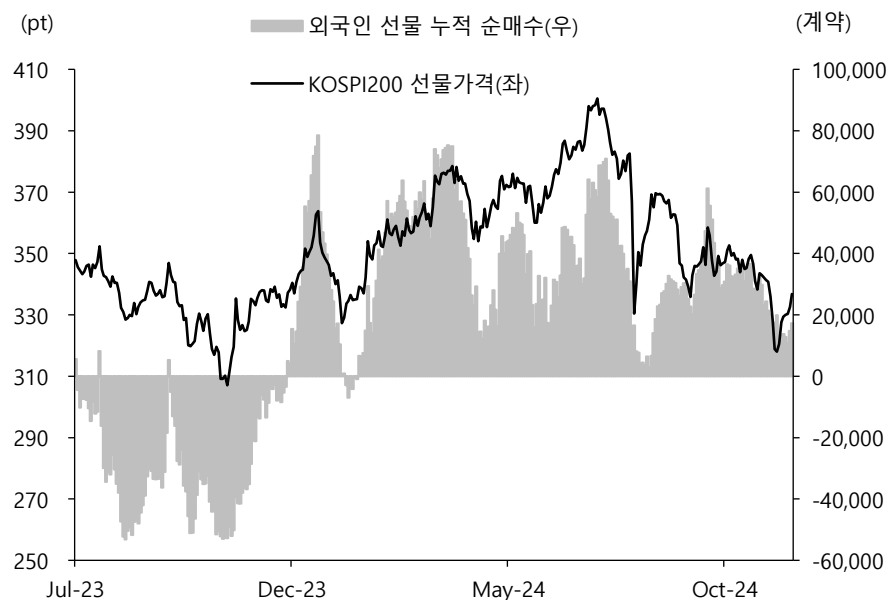
자료: 유안타증권 리서치센터



파생시장 외국인 수급은 나쁘지 않음

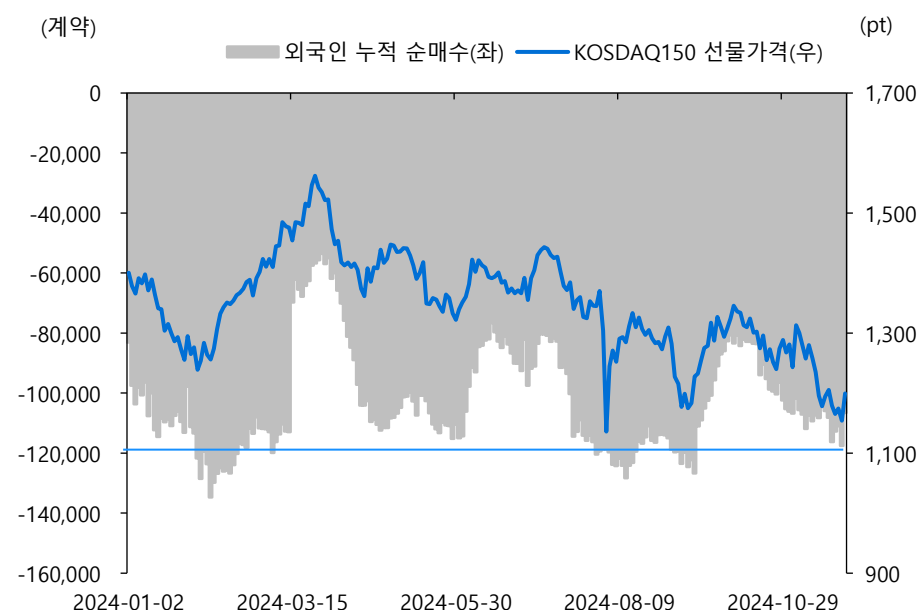
- 파생시장의 외국인 수급은 나쁘지 않은 상황. KOSPI200선물의 경우 하락 추세에서는 외국인 누적 순매수 포지션이 순매도와 중립 사이에서 등락하지만 지난 7월 이후 조정 과정에서 외국인 누적 순매수 포지션은 순매도로 전환되지 않았음.
- 최근에는 다시 1만계약대로 떨어졌지만 다시 매수세 유입되는 상황. 올해 상반기보다는 매수세가 약하지만 추세 하락 당시와는 다른 패턴을 보이고 있음.
- KOSDAQ150 지수 선물의 경우 외국인 누적 포지션은 지속적으로 순매도 기록. 그러나 과거 순매도 최대치 수준이 -12만 계약으로 유지되는 가운데 최근 그 수준에 도달한 후 외국인 선물 매도세 제한되는 상황.

KOSPI200선물 가격과 외국인 누적 순매수(미니, 스프레드거래 포함)



자료: 유안타증권 리서치센터

KOSDAQ150선물 가격과 외국인 누적 순매수 (스프레드 거래 포함)



자료: 유안타증권 리서치센터



시장 변동성 진정되는 상황

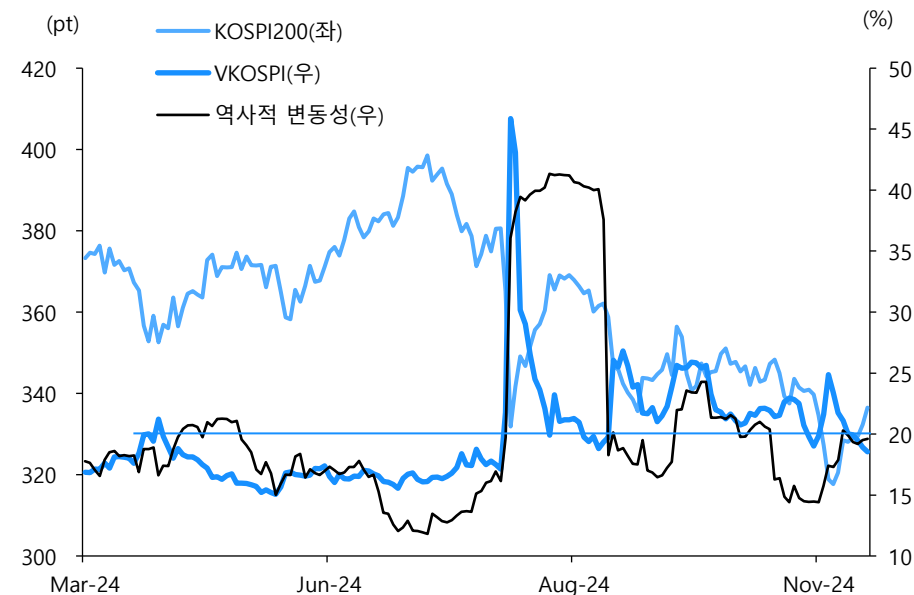
- VKOSPI는 옵션의 내재변동성 이용해 구성되기 때문에 시장의 심리를 잘 나타냄. 최근 VKOSPI 하락세 진행 과정에서 지난 8월 2일 급락일 시가 수준의 VKOSPI를 최근에 하회. 변동성 본격 확대 시점의 장 중 저가를 하회했다는 점에서 유의미함.
- 지난 8월 초 주가 급락 당시 역사적 변동성과 VKOSPI 동반 상승. 급락 후 주가 변동폭 제한되면서 역사적 변동성은 떨어졌지만 심리적 불안 지속되면서 VKOSPI가 역사적 변동성 꾸준히 상회.
- 최근 VKOSPI 하락 과정에서 VKOSPI가 역사적 변동성 하회해 시장 심리 안정되는 모습 보였음. 시장 심리의 변화로 주가 흐름의 변화 역시 기대할 수 있는 상황.

VKOSPI 일봉과 추세선, 8월 2일 변동성 급등 시점의 저점 하회



자료: 유안타증권 리서치센터

KOSPI200 역사적 변동성과 VKOSPI, VKOSPI가 역사적 변동성 하회



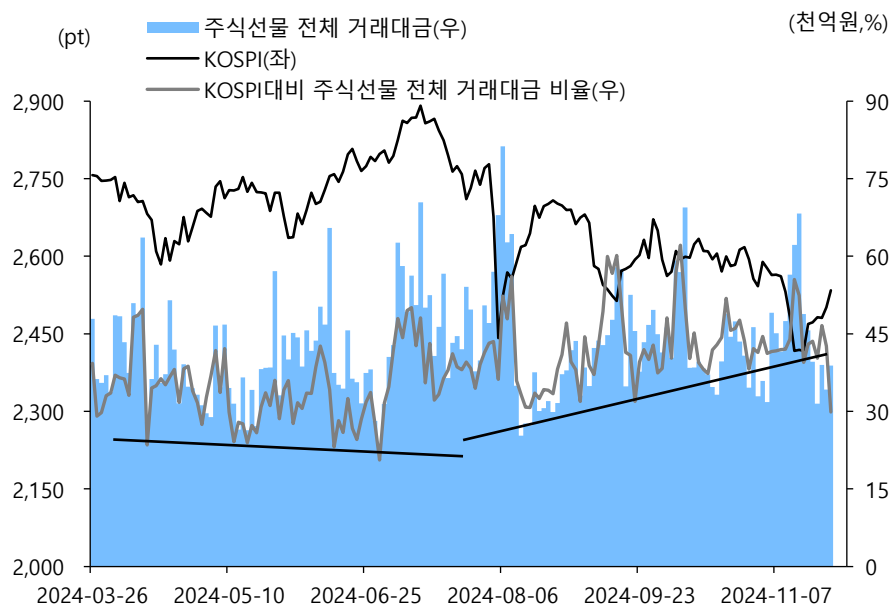
자료: 유안타증권 리서치센터



개별주식선물의 약진

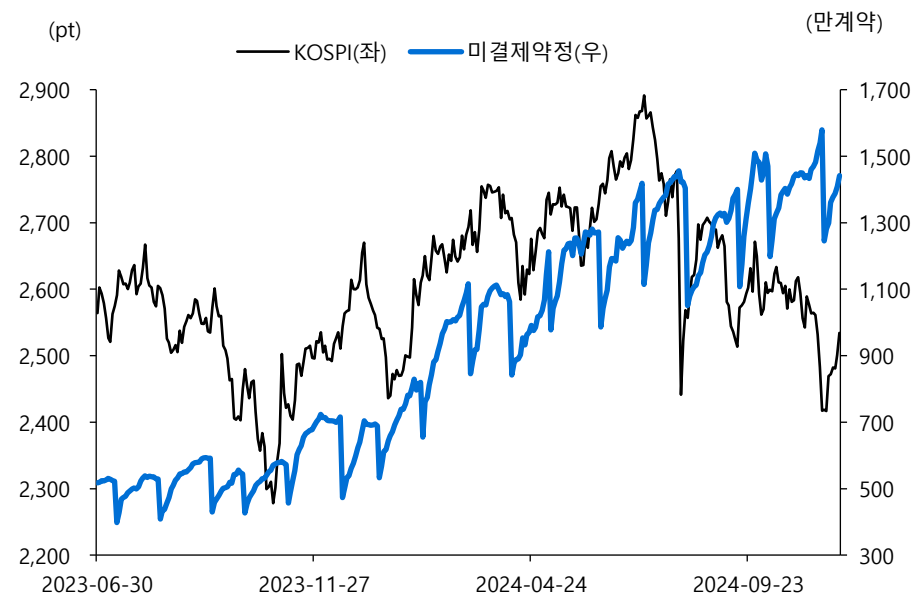
- 작년 11월 전격적인 공매도 금지 이후 개별주식선물 시장의 미결제약정 꾸준히 증가. 다른 수요도 있겠지만 공매도 금지로 인한 개별주식 헤지 수요가 유입되면서 시장 규모 확대된 모습.
- 내년 공매도 재개되면 개별주식선물 시장의 미결제약정 증가세가 제한될 수 있지만 시장 규모 확대된 점은 긍정적.
- 지난 8월 급락 후 조정 과정에서 KOSPI 대비 개별주식선물 전체 거래대금 비율의 저점이 증가세를 보였지만 최근에 추세선 이탈해 추가 조정 국면의 변화 가능성 부각.

KOSPI일간, 개별주식선물 거래대금과 KOSPI 대비 개별주식선물 거래대금 비율



자료: 유안타증권 리서치센터

KOSPI와 개별주식선물 전체 미결제약정



자료: 유안타증권 리서치센터



[펀드/자산배분 전략]

쏟림은 다변화로 대응

2024년은 달러자산으로의 쏟림이 어느 때보다 심하였으며, 펀드 시장도 미국펀드 중심으로 재편되었다. 우리 뿐만 아니라 해외 기관투자자들의 미국주식 자산 비중도 사상 최대 수준을 기록하고 있다. 미국 주식의 강세는 전세계적으로 성장스토리가 가장 강한 기업에 대한 투자에 기인하며, 산업 구조상 이러한 흐름은 이어질 가능성이 높다.

하지만 미국 기술주에 대한 밸류에이션이 높아진 상황에서 2025년에는 미국 기술주의 독주는 속도를 줄일 것으로 보여지며, 경기 방어주 등이 부각될 것이다. 장기적으로 밸류업에 대한 기대가 살아나면, 국내주식도 기회가 생길 것으로 보인다.



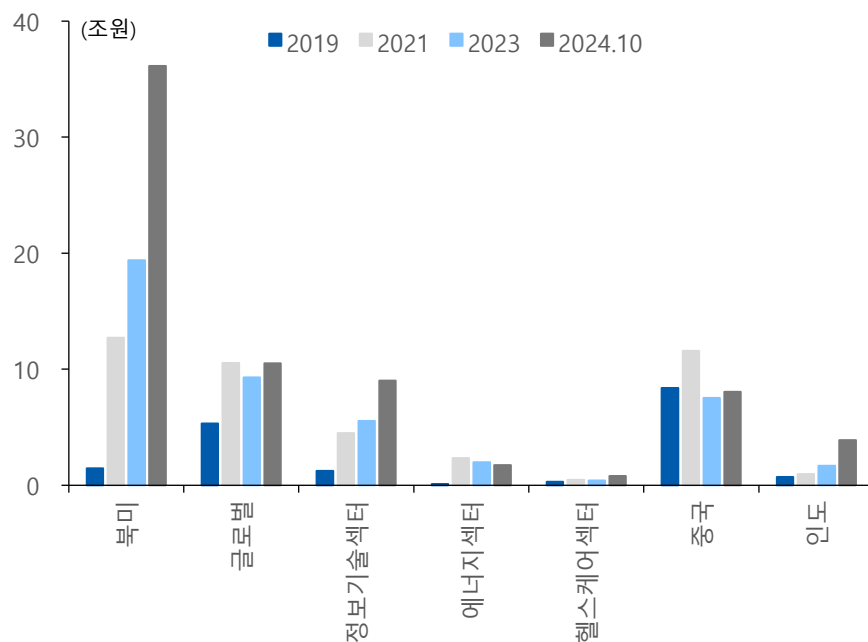
김후정 Fund
hujung.kim@yuantakorea.com



미국 주식의 독주

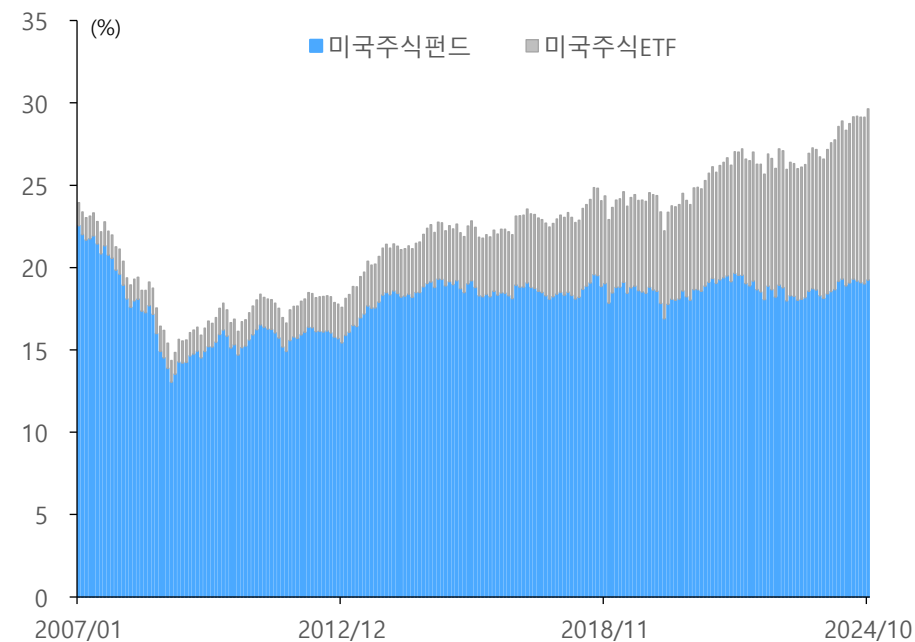
- 코로나 팬데믹 이후 M7등 미국 기술주에 대한 관심은 SPY(S&P500)와 QQQ(Invesco QQQ Trust, 나스닥 상장된 금융주 제외 100종목) 등의 ETF 투자로 이어지며, 2020년 11월에는 월간 해외주식펀드 순유입 규모가 1조원을 넘어섰음. 해외주식펀드 중에서 북미펀드의 비중은 2019년 6.2%에서 2024년 10월 50.0%로 늘어났으며, 투자 금액은 40조원에 육박.
- 북미펀드 이외에도 글로벌펀드(10.5조원) 정보기술섹터펀드(9.0조원), 헬스케어섹터펀드(8069억원), 에너지 섹터펀드(1조 6964억원) 등에도 미국 주식 투자가 많기 때문에 실질적인 미국 주식 투자 비중은 더 높음.
- 글로벌펀드시장에서 미국주식펀드와 미국주식ETF의 비중은 합쳐서 사상 최대 수준인 29% 기록. 글로벌펀드(11%)와 섹터펀드(3.7%)의 미국 주식 비중을 생각하면, 전체 글로벌펀드 시장에서 미국주식 투자 비중은 35% 내외로 추정.

우리나라의 주요 해외주식펀드 중에서 북미펀드와 정보기술섹터 크게 성장



자료: FnSpectrum, 유안타증권 리서치센터

글로벌 펀드 시장에서 미국주식 펀드와 미국주식ETF의 비중은 사상최대(30%)



자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터



유럽, 일본, 신흥국 모두 영향력 축소

- 미국에 비하여 성장 동력이 부족한 유럽과 일본의 주식펀드(ETF 포함)는 2020년 이후 글로벌펀드 시장에서 차지하는 비중이 계속 줄어드는 추세임. 성장스토리가 부족한 선진국 투자에 투자자들이 흥미를 느끼지 못하고 있음.
- 신흥국 관련 주식 펀드는 글로벌이머징주식펀드, 아시아(일본제외)주식펀드, Greater China주식펀드, 브라질주식펀드, 인도주식펀드, 한국주식펀드, 말레이시아주식펀드, 멕시코주식펀드 등이 포함.
- 신흥국 관련 주식펀드의 글로벌펀드 안에서의 비중은 2010년 4.9%까지 증가하였으나, 이후 감소 추세를 보이고 있음. 특히 신흥국 주식펀드에서 가장 투자 비중이 높은 중국 증시의 부진은 신흥국 관련 주식펀드의 영향력을 빠르게 감소시키고 있음.

유럽주식펀드와 일본주식펀드의 비중은 2020년 이후 지속적으로 축소



자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터

신흥국 투자 비중은 2011년 이후 줄어드는 추세



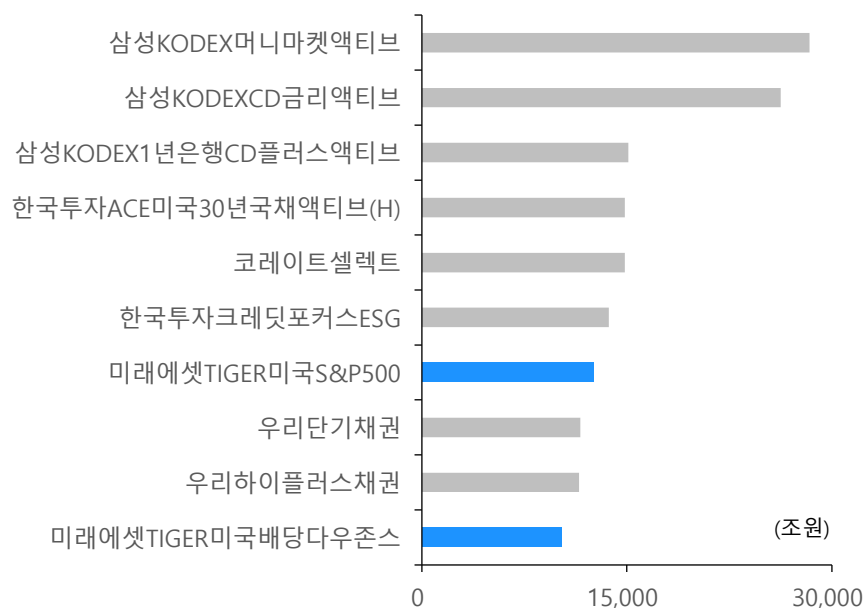
자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터



한국은 안전자산, 미국은 주식

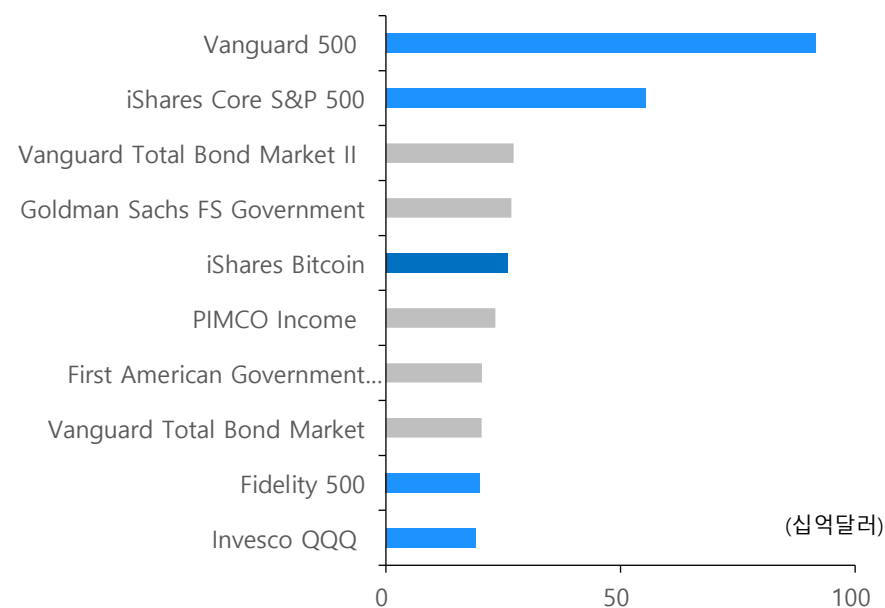
- 우리나라의 자금 유입 상위 펀드는 단기 유동성 관리를 위한 ETF가 차지하였음. 이는 2022년 '미래에셋TIGER금리투자KIS'와 2023년 '삼성KODEXCD금리액티브'가 최대 유입을 기록한 것과 비슷한 상황. 금융시장의 변동성이 커지면서, 투자자들의 안전자산 선호 현상이 반영된 것으로 보임.
- 주식펀드 중에서는 '미래에셋TIGER미국S&P500'과 '미래에셋TIGER미국배당다우존스'가 상위펀드에 포함.
- 글로벌펀드 시장에서는 S&P500, 비트코인, 나스닥 등에 투자하는 패시브펀드로 자금 유입이 집중되었음. 이외에 금리 인하의 수혜를 볼 수 있는 채권펀드로도 투자 자금이 유입되었음.

우리나라의 2024년 자금 유입 상위펀드



자료: FnSpectrum, 유안타증권 리서치센터

글로벌펀드시장의 2024년 자금 유입 상위 펀드



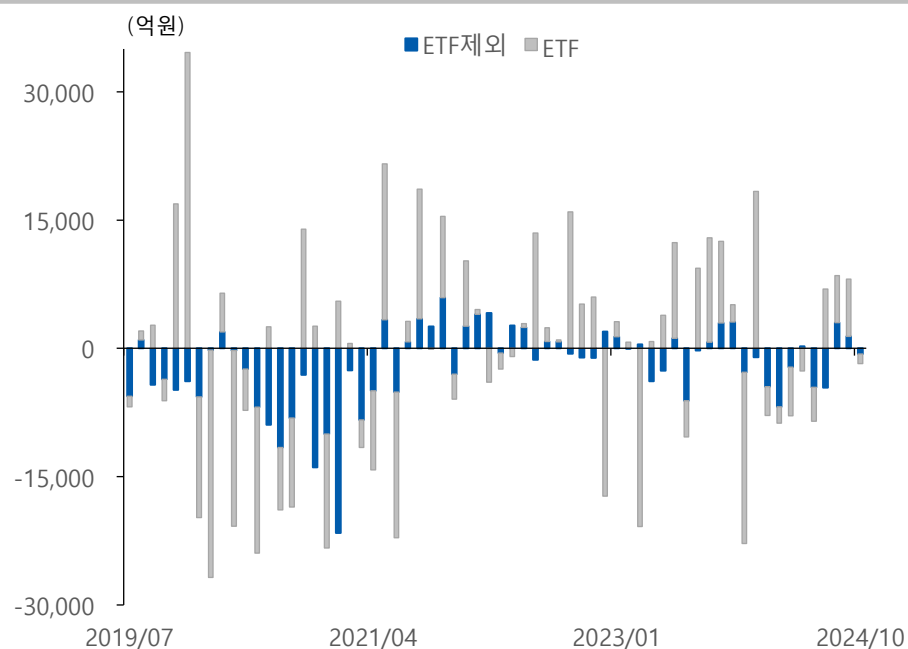
자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터, 10월 기준



국내주식보다 해외주식펀드

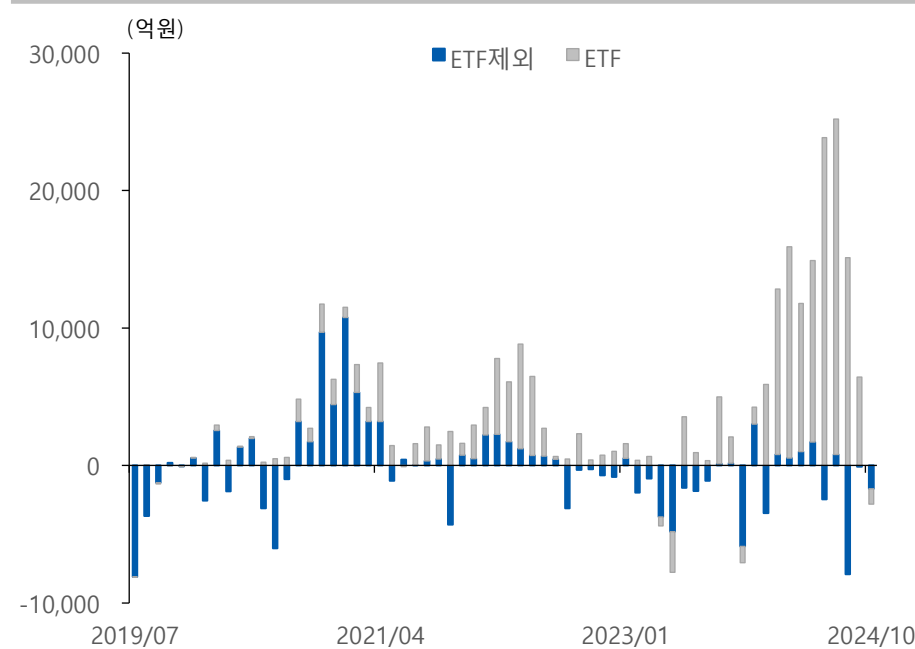
- 2023년에 이어 2024년 펀드 시장은 국내주식펀드보다는 해외주식펀드로의 쏠림이 심화. 2차전지펀드, 반도체 펀드 등 테마펀드에 대한 투자자들의 관심이 식으면서, 상반기에는 국내주식펀드에서 자금이 빠져나갔음. 하지만 하반기에는 저가 매수가 늘어나면서 자금 유입이 이어졌음.
- 해외주식펀드에 대한 투자 쏠림은 역대 최대 수준이었음. 코로나19팬데믹 시기에는 월간 순유입 규모 1조원이 최고 수준이었으며, 2024년에는 2020년보다 2배가 넘는 2조원이 2달 연속 해외주식펀드로 투자되었음.
- 미국 주식펀드로 집중되었던 분위기는 미국기술주에 대한 밸류에이션 부담이 커지면서, 부분 이익실현으로 대응하는 투자자가 많아지고 상황임.

국내주식펀드는 하반기 저가 매수 유입



자료: FnSpectrum, 유안타증권 리서치센터

해외주식펀드는 10월 이익실현



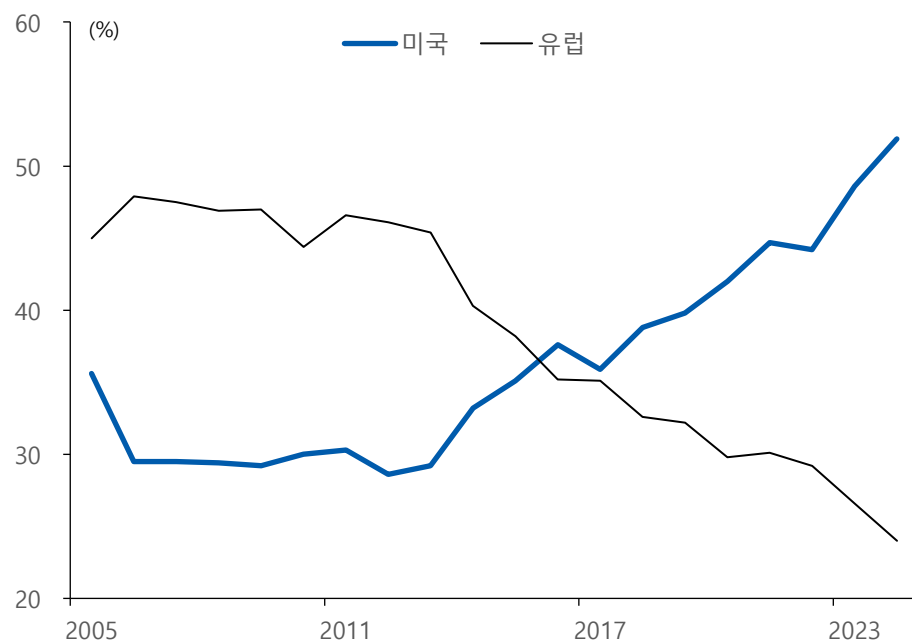
자료: FnSpectrum, 유안타증권 리서치센터



성장 스토리가 있는 업종

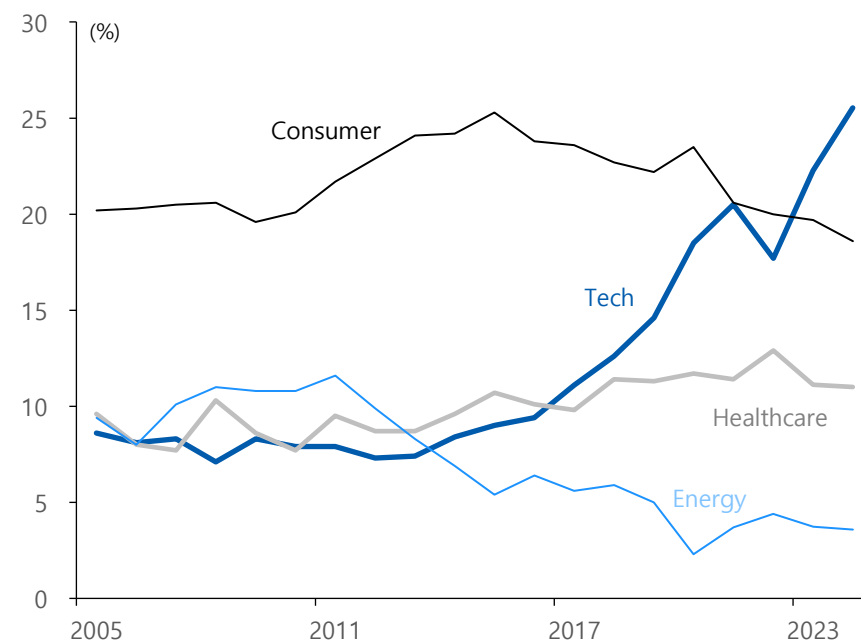
- 전세계 기관투자자들의 포트폴리오에서도 유럽과 중국의 비중이 줄어들면서, 그 자리를 미국이 채워 나가고 있음. 세계 최대의 국부펀드인 노르웨이 국부펀드는 2013년경부터 미국의 투자 비중은 크게 늘어나기 시작하여 2024년까지 상승세를 보이고 있음. 2024년 6월 노르웨이 국부펀드의 주식 자산 중에서 미국주식이 차지하는 비중은 51.9%까지 증가. 반면 유럽과 일본의 투자 비중은 2015년 이후 계속 줄어들고 있음.
- 미국은 Tech업종, 헬스케어 업종 등 새로운 산업 구도를 만들어가는 업종을 이끌어 나가고 있음. 반면 영국과 일본, 프랑스 등은 에너지, 소비재, 금융 등 전통 산업의 비중이 높아 성장성이 부각되지 않고 있음.

노르웨이 국부펀드의 미국 투자 비중은 50% 넘어서



자료: NBIM, 유안타증권 리서치센터

노르웨이 국부펀드는 Tech 업종 비중을 크게 늘리고 있음



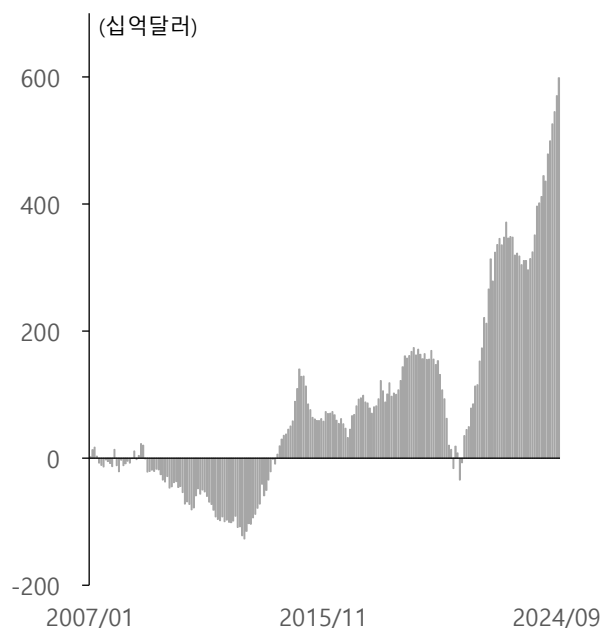
자료: NBIM, 유안타증권 리서치센터



미국 대형주에만 온기

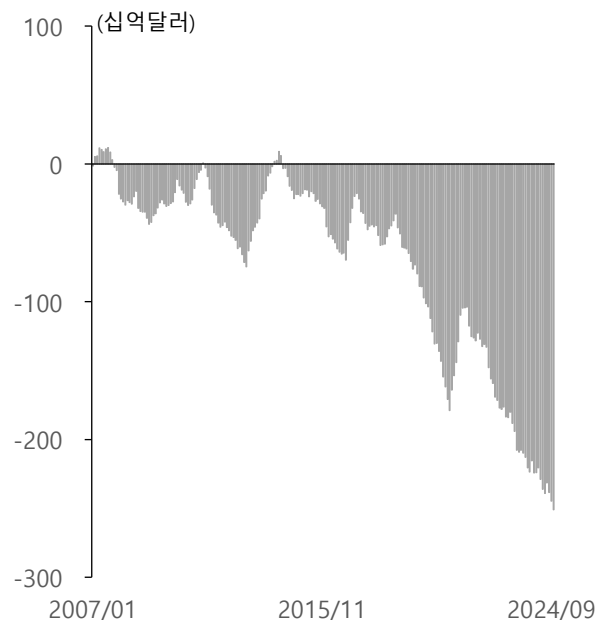
- 미국 주식으로의 쏠림을 들여다보면, M7이 포함된 대형주유형으로만 투자자금이 급증하고 있고, 미국 중소형주펀드는 대형주펀드로의 자금 유입이 급증하던 2020년부터 자금 유출 크게 증가. 미국 주식 중에서도 AI, 가상자산 등 성장스토리가 있는 일부 기업에만 온기가 전해지고 있는 상황.
- 전세계에 투자하는 글로벌 주식펀드는 대형유형과 중소형 유형이 비슷한 자금 유입 양상을 보였으나, 대형주로의 선호 현상이 강해지면서 2022년부터 중소형주유형은 자금 유출 이어짐.
- 선순환에 들어선 미국 대형주로의 쏠림 현상이 시장 전체적으로 부담이 되는 상황.

미국 대형주펀드의 누적 자금 유입 급증



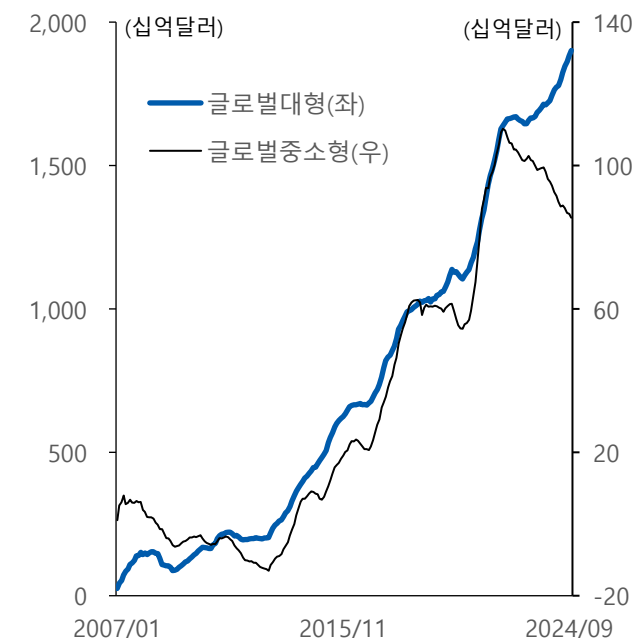
자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터, 글로벌펀드시장

미국 중소형주펀드는 2015년 이후 자금 유출 이어짐



자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터, 글로벌펀드시장

글로벌주식펀드, 2022년부터 중소형에서 자금 유출



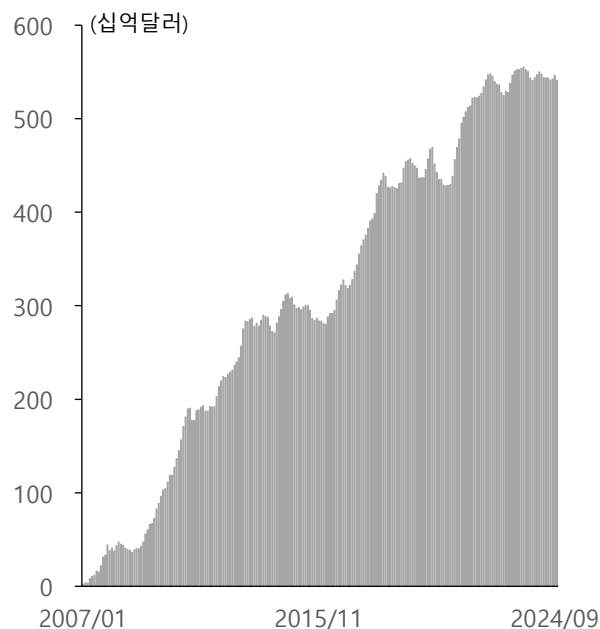
자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터, 글로벌펀드시장



회복 기대감이 생긴 중국

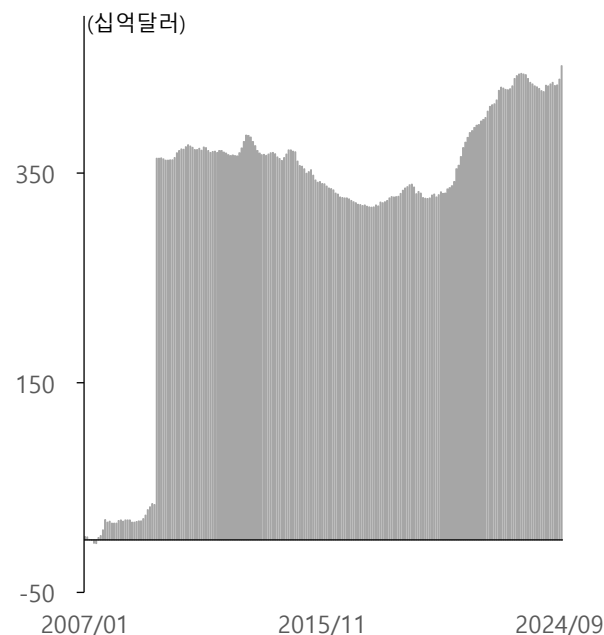
- 신흥국 주식펀드는 2007년 이후 중국 등 주요 신흥국의 성장을 발판으로 꾸준히 자금 유입이 이어졌으나, 2020년 이후에는 자금 유입이 정체된 상태.
- 신흥국 주식펀드에서 30%까지 높아졌던 중국의 투자 비중은 20%까지 낮아짐. 9월 이후 중국 정부의 강력한 정책으로 소비와 부동산이 나아지는 모습을 보이면서 회복 기대감이 생기면서 자금 유입 소폭 증가.
- 중국의 대체 투자처로 떠오른 인도는 외국인 투자자금 유입과 높은 경제 성장률로 주식시장이 강세를 보였음. 하지만 최근 높아진 밸류에이션 부담으로 자금 유입은 주춤한 상황.

신흥국주식펀드, 2020년부터 투자자금 유입 정체



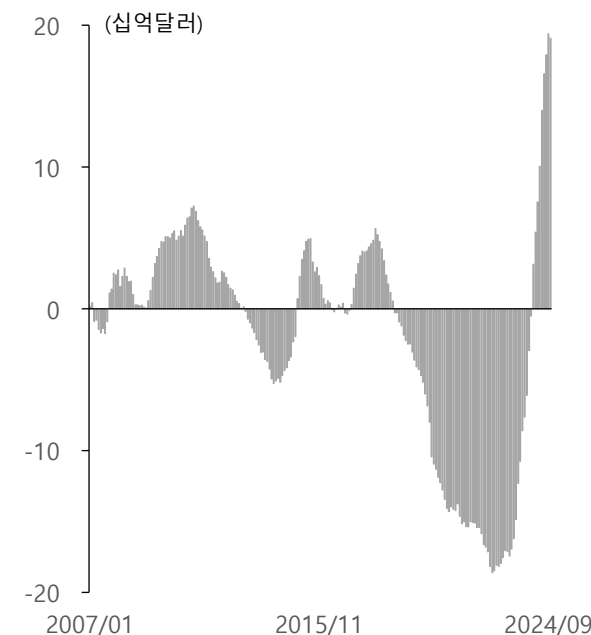
자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터, 글로벌펀드시장

Great China 주식펀드, 회복 기대한 투자자금 유입



자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터, 글로벌펀드시장

인도주식펀드, 높아진 밸류에이션이 부담



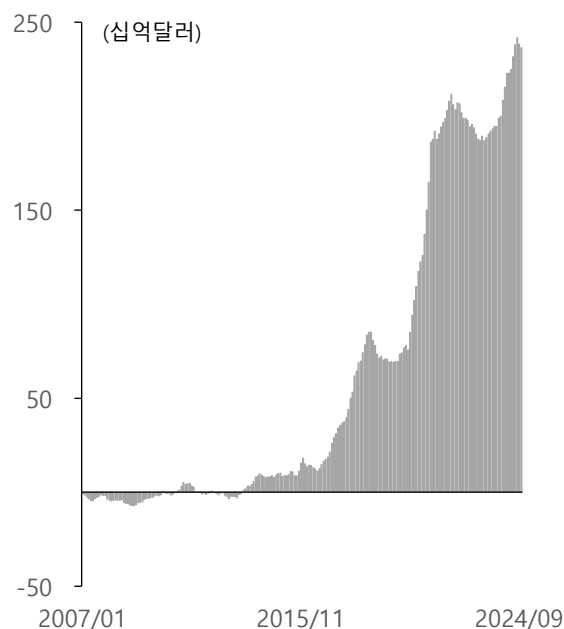
자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터, 글로벌펀드시장



Tech에서 경기 방어주로

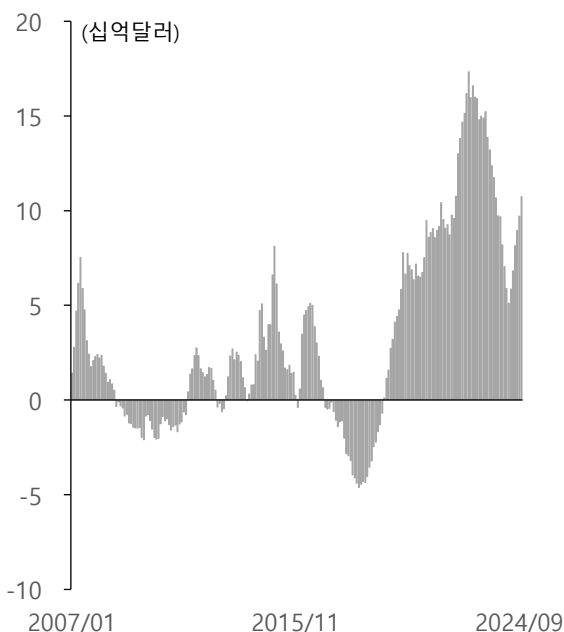
- M7의 흐름을 탔던 Tech주식펀드는 2023년말부터 자금 유입 규모가 크게 늘어났으나, 2024년 9월부터 자금이 빠져나가고 있음. 경기 상황에 영향을 받는 커뮤니케이션주식펀드, 경기소비재주식펀드도 투자자금이 빠져나가고 있음.
- 경기 방어적 성격이 있는 필수소비재주식펀드, 유틸리티주식펀드 등으로는 하반기부터 자금 유입이 이어지고 있음. 규제 완화 등의 영향이 기대되는 금융주펀드으로도 투자자금이 들어오고 있음.
- 헬스케어섹터 펀드는 2023년 하반기부터 자금 유출이 이어지고 있음. 임상 과정 등으로 금리에 영향을 많이 받는 섹터의 특성이 반영된 것으로 보임. 향후 금리 인하의 수혜가 있을 것으로 전망.

Tech 주식펀드는 순유출 전환



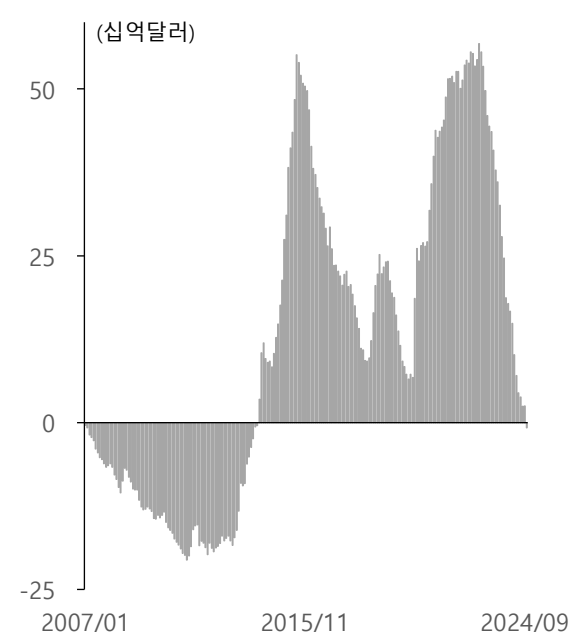
자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터, 글로벌펀드시장

유틸리티 펀드는 자금유입 지속



자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터, 글로벌펀드시장

헬스케어 주식펀드는 관망세



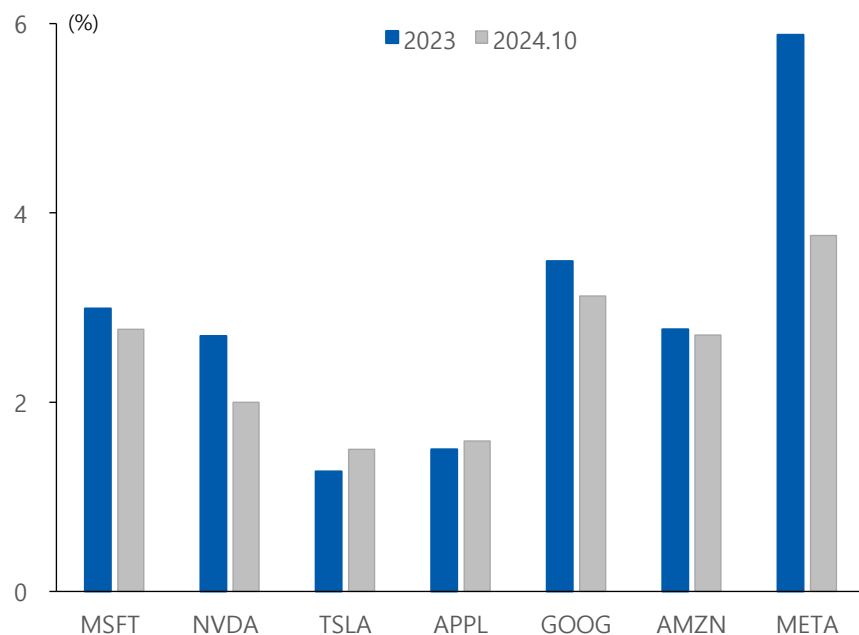
자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터, 글로벌펀드시장



밸류에이션 높아진 M7보다 다른 종목으로 다변화

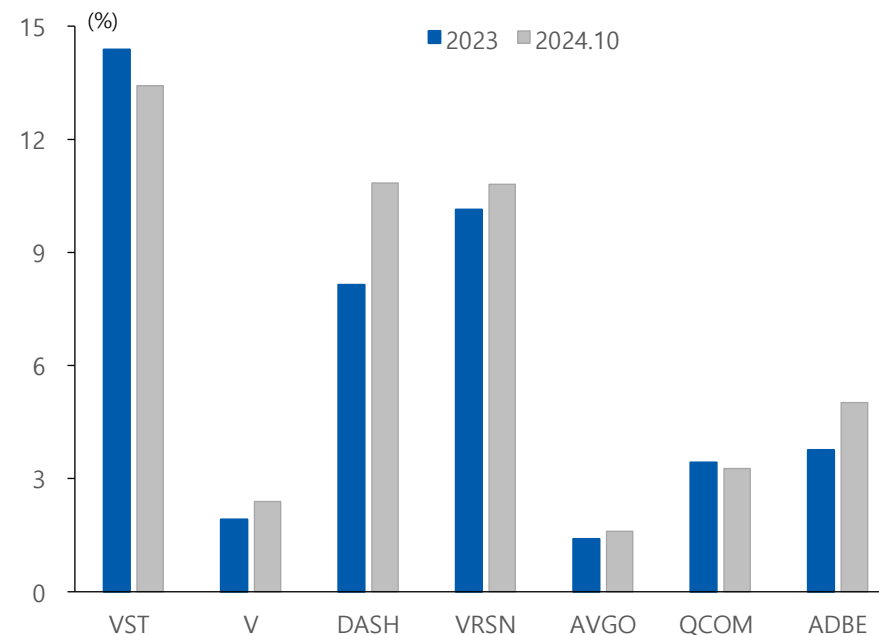
- 13F 공시에 따르면, 1분기부터 상당수의 헤지펀드가 M7 주식수를 줄여나가고 있음. Berkshire Hathaway는 1분기부터 Apple 주식을 줄이고 있음. 하반기 들어 헤지펀드는 마이크로소프트, 아마존, 구글, 테슬라, 메타의 지분도 줄여나가고 있음.
- M7의 이익창출 능력은 유효한 것으로 보이고 있으나, 밸류에이션 부담이 커지면서 일부 기관투자자들은 M7을 이익실현하는 경우가 많아지고 있음.
- 2024년 들어 헤지펀드는 M7 이외에도 주식을 일부 이익실현하면서, 유동성의 비중을 늘리는 전략을 구사하는 경우가 많았음. 경기 침체 우려로 보수적인 포트폴리오로 리밸런싱하는 것으로 보이며, 투자 전략에 참고할 필요가 있음.

M7의 헤지펀드 지분율은 올해 들어 낮아진 경우가 많음



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

금융, Tech, 필수 소비재는 헤지펀드 지분율이 높아지기도 함



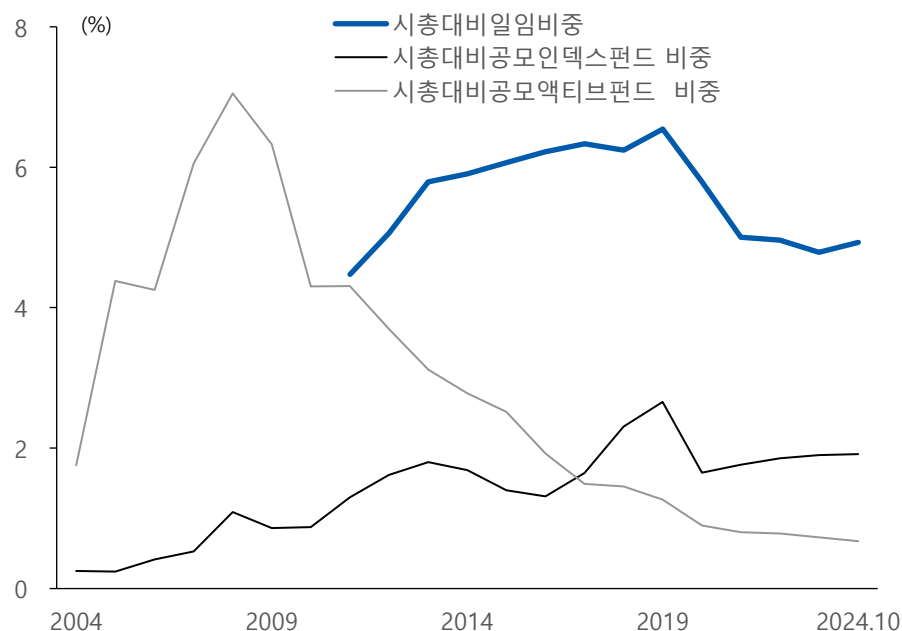
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



밸류업에 대한 기대

- 2020년 이후에는 공모인덱스펀드가 꾸준히 성장하고 있으며, 액티브주식펀드는 16.5조원까지 줄어든 상태. 향후 펀드 시장의 중심은 ETF로의 개편이 가속화될 것임.
- 국내주식펀드는 코리아디스카운트로 기대 수익률이 부진한 문제가 해결되지 않고 있음.
- 밸류업지수와 밸류업 펀드가 만들어졌으나, 연초에 비해 밸류업에 대한 기대감은 크지 않은 상황. 하지만 대형 연기금 등이 지속적인 관심을 가지고 있고, 밸류업을 위한 개선 방안이 다양하게 강구되고 있음. 정부도 밸류업을 위한 정책을 꾸준히 해 나갈 것으로 전망.
- 중장기적으로 금융투자세 폐지와 밸류업 정책은 국내주식에 대한 투자 환경을 개선시킬 것으로 기대.

인덱스주식펀드의 성장



자료: FnSpectrum, 유안타증권 리서치센터

밸류업에 대한 기관투자자의 전략

기관	내용
국민연금	가치형 위탁운용사로 베어링자산, 우리자산, 트러스톤 자산 선정
	책임투자 위탁운용사로 삼성액티브자산과 우리자산 선정 장기성장형 위탁운용사로 키움자산과 한화자산 선정
우정사업본부	가치형펀드 자산운용사들과 밸류업 프로그램에 대한 논의
군인공제회	배당형 위탁운용사로 BNK자산, 더제이자산, DB자산, 브이앤에스 자산 선정. 주주가치형 위탁운용사로 트러스톤자산, 브이아이 자산 선정.

자료: 언론 취합, 유안타증권 리서치센터



[패시브 전망]

진짜 밸류업, 가치 지향에 대한 희구

한국거래소 등 증권 유관기관은 5천억원 수준의 밸류업 펀드를 조성해 증시 유동성 공급을 시사했지만, 외국인 순매도 대비 미흡한 수준으로 판단된다. 9월말 중국 증시의 급등 배경으로 지목되는 인민은행의 재정지원 정책에서 기관 투자자 유동성 정책과 상장사, 주요 주주의 자사주 매입 지원 프로그램 등 구조적 지원 등은 재정지출 부담이 높은 국내에서도 참고할 부분으로 생각한다.

코리아 밸류업 지수 특별변경(24.12월)은 과소 종목 편입으로 수급 효과는 낮지만, 액티브 자금의 관심이 유입될 것으로 판단한다. 정부 산하 기관의 배당금 감소 관련, 현금흐름이 양호한 공기업과 배당 재개 종목, 자회사 지분 처분 관련 배당성향이 증가할 종목에 관심을 둘 만 하다. 지수 본연의 밸류 리레이팅이 될 수 있는 총 주주환원율과 증시 이익부진 대비 ROE 수준이 높은 종목군에 주목할 필요가 있다.



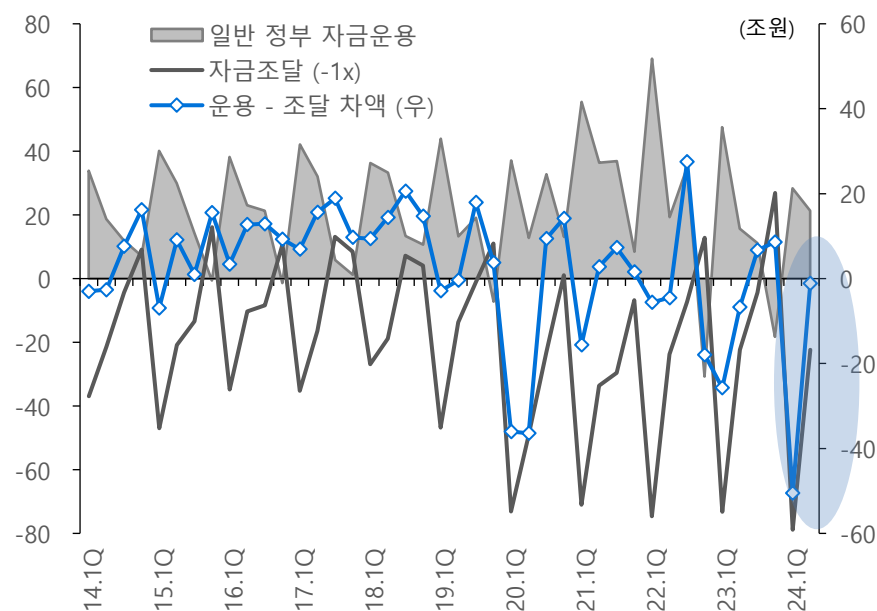
고경범 Passive/ETF
gyeongbeom.ko@yuantakorea.com



유동성 공급이 어려운 현실

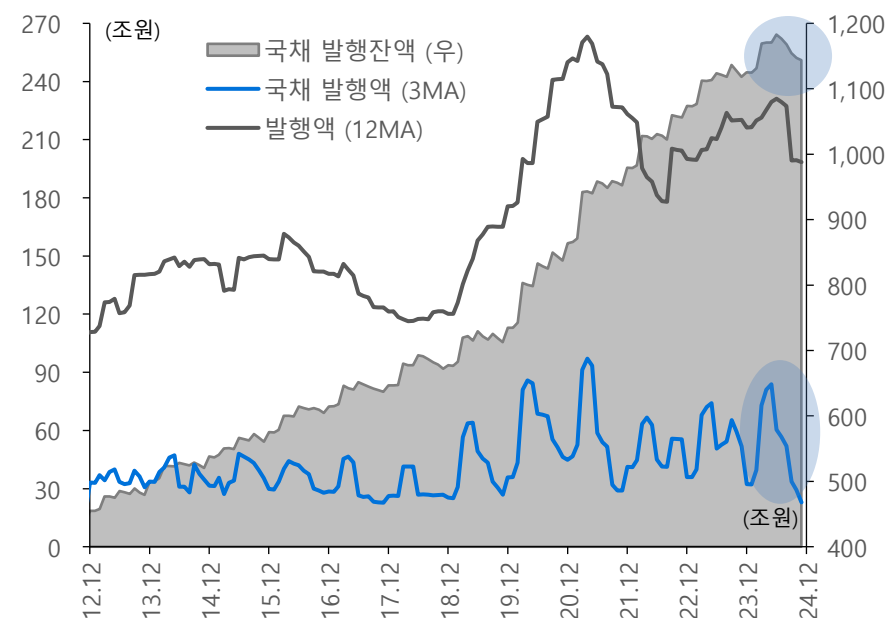
- 한국거래소 등 증권 유관기관은 2,000억원 규모의 밸류업 펀드를 조성해 11/21일부터 연기금 투자폴 투자가 실시될 것을 발표. 증시 변동성을 감안해 3,000억원 추가 펀드 조성(총 5,000억원) 계획도 연내 진행으로 수정.
- 11월 KOSPI 기준 외국인의 -3.1조원 순매도를 감안하면 동 자금 수준으로 완충되기에는 쉽지 않은 현실. 다만, 증시안정 펀드 투입 시사 등은 과거 COVID-19 급락, 22.10월 당시에도 실제 자금은 투입되지 않았지만, 10조원 수준의 언급으로 투자심리가 다소 회복된 경험.
- 실질적인 내부 유동성 공급을 낙관하기는 쉽지 않은 상황. 과거 사태와 달리, 2금융권의 재무 상태는 취약해져 있으며, 밸류업 테마 펀드를 조성하기 위한 정부와 유관기관의 재정지출 부담은 크게 증가해 있는 상황.

정부의 재정지출 부담은 크게 증가해 밸류업 등의 펀드 조성이 쉽지 않은 현실



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

국채 발행 감소로 2Q 재정지출은 감소. 잔액 기준은 여전히 부담스러운 상황



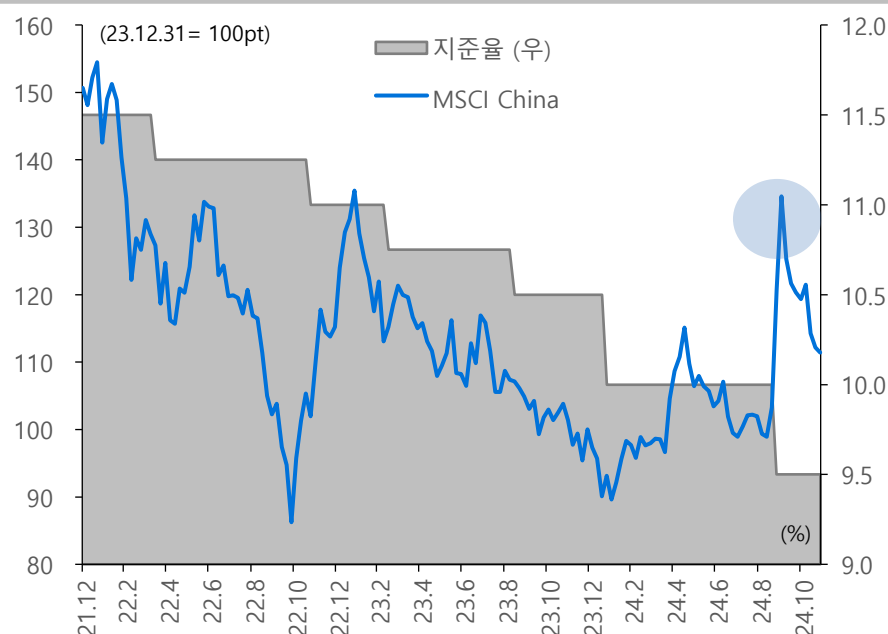
자료: KRX, 유안타증권 리서치센터



이전과는 다른 중국 증시의 급등

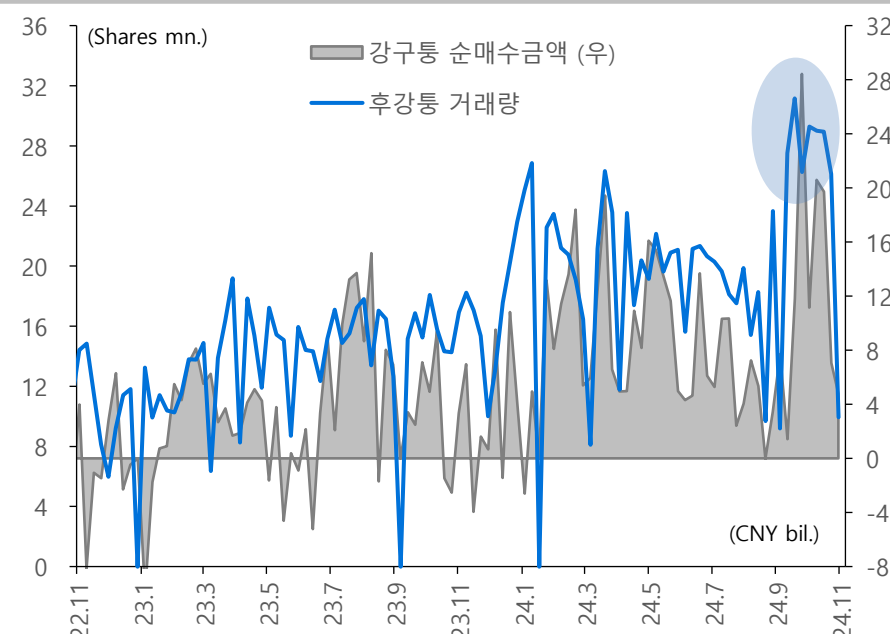
- 24.9월말 중국 증시는 크게 급등. 국경절 휴장에도 불구하고 연휴 전후 후강통 거래는 시장 개장 이후 최고 수준의 거래량을 기록. 장기화된 부동산 리스크와 소비경기 악화, Ex China 트렌드에서 엑소더스가 강했던 외국인 수급도 크게 전환된 것으로 평가.
- YTD 누적 기준 -33.2억\$ 순유출을 기록했던 중국 주식형 ETF(미국 상장 기준)도 9월 4주차에는 +9.2억\$ 순유입으로 전환. 3주간 ETF inflow는 강화되며 +96.1억\$의 누적 순유입을 기록.
- 강구통 거래도 개장 이후 Record High를 기록한 점에서 본토 기관 투자자의 거래 참여도 높았던 것으로 추정됨. 올해 2회차의 인민은행 기준율의 50bp 인하 영향이 반영된 것으로 보이지만, 과거 기준율 인하 국면과 다른 증시 급등으로 연결.

9월말 중국 증시는 과거 기준율을 인하 국면과 달리 급등



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

후강통, 강구통 거래량도 개장 이후 최고 수준의 거래량을 기록



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



기관 투자자 유동성과 자사주 매입에 대한 재정지원

- 9/24일 발표된 인민은행의 경제 개발 재정지원 계획 발표를 증시 급등의 배경으로 판단. 기준율 인하 외에도 추가적인 인하 가능성 시사와 부동산 대출 문제 해결에 대한 근본적 지원이 시사된 점이 특징.
- 기관 투자자 유동성 지원과 자사주 매입 지원은 특히 주식시장 반등의 기제로 작용한 것으로 판단. 인민은행은 기존 적격 기관 투자자가 채권, 주식 ETF, CSI300 편입 주식현물을 상대적으로 유동성이 높은 정부채권, 인민은행 채권으로 교환 가능한 5,000억원 위안의 시스템 개선을 시사. 결과적으로 기관 투자자의 주식매수 자금에 유동성을 공급하는 역할.
- 상장사와 주요 주주가 자사주 매입 시, 저리 대출(수익자 기준 2.25%)이 가능한 3,000억원 위안의 시스템 조성 시사도 크게 주목받을 부분.

인민은행 경제 개발 재정지원 발표 내용 (9/24)

구분	내용
금리 인하	기준율 0.5%p 인하 유동성 상황에 따라 24년 이내 0.25%p~0.5%p 추가 인하 가능성 시사 7일 역 레포 금리 0.25%p 인하(1.7%→1.5%)
부동산 대출 지원	기존 주택대출 이자율 인하, 개인주택 대출 최소 선불금 비용 통일
기관 투자자 유동성 지원	적격 증권, 펀드, 보험사의 채권, 주식 ETF, CSI300 편입 주식 현물을 정부채권, 인민은행 채권 등의 고유동성 자산 담보로 스왑이 가능한 5,000억 위안 시설 조성
자사주 매입 지원	상장사, 주요 주주가 자사주 매입 시, 상업은행의 중앙은행 대출을 1.75%(결과적으로 주주, 상장사는 2.25%)로 대출 가능한 3,000억 위안 시설 조성

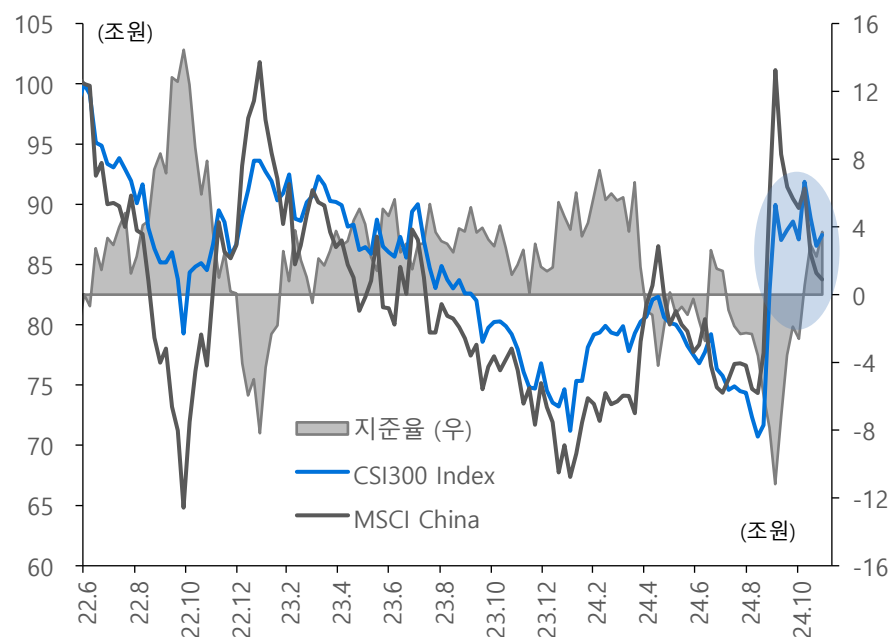
자료: 인민은행, 유안타증권 리서치센터



지수 유동성 공급으로 통화량 증가 부담을 완화

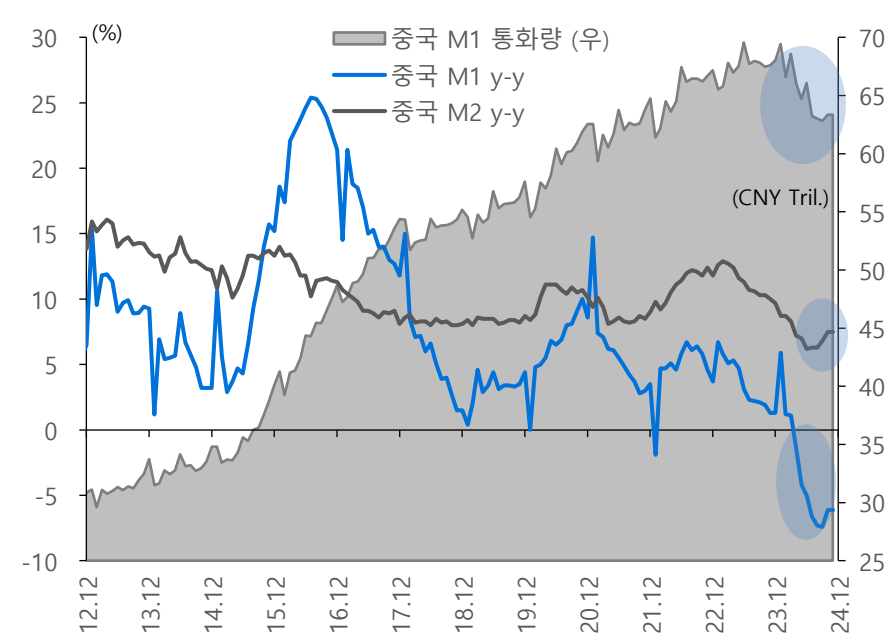
- CSI300 지수는 인민은행의 재정지원 계획 발표 이후 아웃퍼폼. 국내 투자자 거래비중이 높은 측면도 존재하지만, 9월말 지수 급등 부담과 트럼프 트레이드 국면에서 외국인의 sell off 증가 대비 동 지수 조정은 상대적으로 제한된 흐름을 보임.
- 인민은행의 재정지원 정책이 지수 거래 유동성 확대에 기여한 결과로 평가함. 기관 투자자의 위험자산을 유동성이 높은 정부채권, 인민은행 채권으로 교환하면서 결과적으로 M1 통화량 감소로(유동성을 회수) 대차대조표 확장 부담이 경감되는 효과를 유도.
- 국내 증권 유관기관의 주도로 국내 상장사들의 밸류업 프로그램 참여가 증가하고 있지만, 주주환원 증가와 관련 투자환경이 조성되기 위해서는 이와 유사한 인센티브에 대한 측면도 구조적으로 고민될 필요.

CSI300 지수는 재정지원 계획 발표 이후 아웃퍼폼



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

인민은행의 자본시장 지원은 M1 통화량 감소로 대차대조표 확장 부담을 경감



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



코리아 밸류업 지수 특별변경 편입

- 코리아 밸류업 지수는 연 1회 정기변경(25.6월)을 실시. 최근 한국거래소는 밸류업 지수 출시 이후 밸류업 공시 이행 증가를 반영하여 24.12월 특별 변경(12/19일 리밸런싱)을 진행할 것을 발표. 12/6일까지 기업가치 제고계획 공시를 이행한 기업이 대상.
- 기존 종목의 편출 없이, 종목 추가만으로 실질적인 수급 영향은 낮을 것. ETF 등 기존 지수 연계상품의 운용을 고려하는 점에서 과소 종목이 편입될 가능성이 높음. 다만, 특별 편입으로 동 지수 벤치마크를 추종하는 액티브 자금의 관심은 반영될 것으로 판단.
- 특별 변경 실시 배경에는 지수 발표 이후 시장이 기대했던 가치주 종목들이 미편입되고 적자 기업 등이 편입되었던 비판이 부담으로 작용했을 것으로 사료됨. 과소 종목이 편입된다면, 대표적인 배당주인 KB금융 등의 은행, 통신 3사 등이 편입될 가능성이 높음.

지수 출시 이후 기업가치 제고계획 공시 종목 (1/2)

Code	종목	자사주 매입	소각	배당 수익률	ROE
A001740	SK네트웍스	.	6.35	5.95	3.4
A138930	BNK금융지주	1.15	0.51	6.65	6.6
A017670	SK텔레콤	.	1.86	5.84	9.8
A086790	하나금융지주	1.94	1.77	5.58	9.0
A030200	KT	0.27	2.29	4.25	7.0
A035250	강원랜드	0.88	.	5.44	11.3
A139130	DGB금융지주	.	.	6.23	3.6
A175330	JB금융지주	0.90	0.97	5.00	12.8
A105560	KB금융	2.31	2.50	3.22	8.1
A001430	세아베스틸지주	.	.	5.41	3.3
A001740	SK네트웍스	.	6.35	5.95	3.4

자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

기업가치 제고계획 공시 종목 (2/2)

Code	종목	자사주 매입	소각	배당 수익률	ROE
A032640	LG유플러스	.	.	5.35	6.24
A003550	LG	1.14	.	4.15	3.61
A089860	롯데렌탈	0.89	.	4.07	6.24
A005440	현대지에프홀딩스	.	.	4.08	23.31
A402340	SK스퀘어	1.54	3.09	0.19	10.54
A008930	한미사이언스	0.07	2.26	0.89	12.85
A280360	롯데웰푸드	.	.	2.92	4.51
A012330	현대모비스	0.71	0.71	2.14	8.16
A066570	LG전자	.	.	1.66	3.80
A002790	아모레G	.	.	1.65	8.29
A032640	LG유플러스	.	.	5.35	6.24

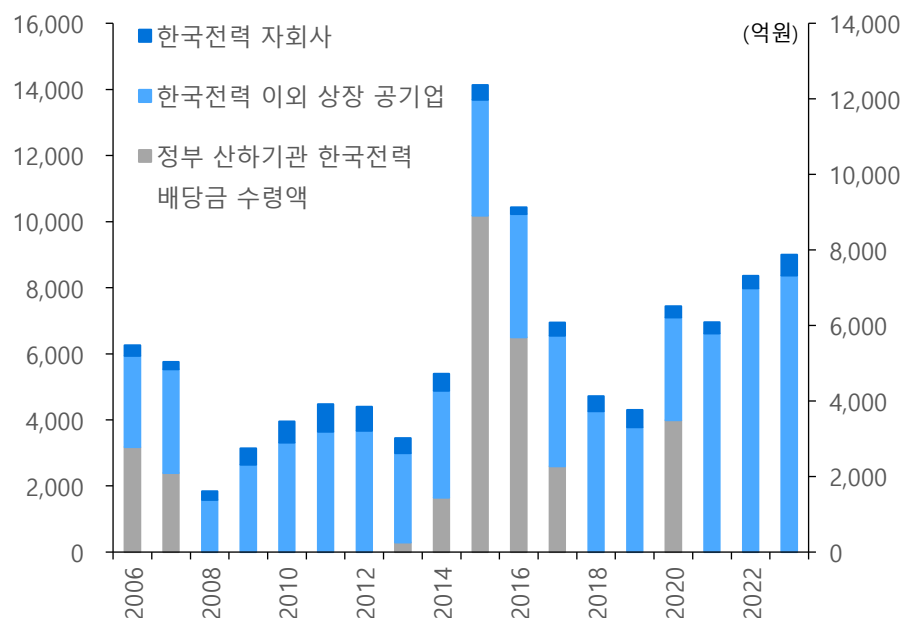
자료: KRX, 유안타증권 리서치센터



정부 산하기관의 배당이익 감소 이슈

- 정부 및 산하기관의 배당이익 감소도 주목할 만한 이슈. 기존 한국전력 등의 배당금 수취 기여도가 높았지만, 3년 연속 적자로 정부 산하기관의 배당 수령액은 크게 감소.
- 한국전력의 연결 기준 지배주주순이익은 흑자 전환할 것으로 예상되지만, 4Q 정산 조정계수가 하락하면서 별도 기준 배당 가능 이익은 과소한 수준으로 24년 배당 가능 여부에 대해서는 가시적이지 못한 상황. 한국전력 적자 지속 국면에서 이외 지분 보유종목의 배당액이 증가하는 트렌드가 유지되었던 점에 주목 필요.
- 상대적으로 양호한 현금흐름을 유지하고 있는 강원랜드, GKL 등과, 미수금 이슈가 해소되고 배당 재개 가능성이 높아지는 한국가스공사 등에 관심을 가질 만한 상황.

한국전력의 적자 지속으로 정부 산하 기관의 합산 배당이익도 감소



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

상대적으로 이익, 현금흐름이 양호한 공기업과 배당 재개 종목에 관심

Code	종목	순이익			Free Cash Flow		
		23A	24E	y-y	23A	224E	y-y
A015760	한국전력	-48,225	35,134	흑전	-123,862	12,178	흑전
A024110	기업은행	26,697	27,452	2.8	.	.	.
A033780	KT&G	9,027	10,431	15.6	7,932	4,505	-43.2
A011200	HMM	9,686	34,349	254.6	-574	27,189	흑전
A036460	한국가스공사	-7,612	9,857	흑전	45,545	17,815	-60.9
A051600	한전KPS	1,627	1,803	10.9	-793	1,860	흑전
A047810	한국항공우주	2,240	2,355	5.1	-7,783	68	흑전
A071320	지역난방공사	1,994	2,301	15.4	-7,822	-1,419	적지
A052690	한전기술	327	483	48.0	380	1,031	171.4
A130660	한전산업	155	.	.	287	.	.
A035250	강원랜드	3,409	4,095	20.1	2,670	2,866	7.3
A114090	GKL	438	421	-3.9	694	556	-19.8

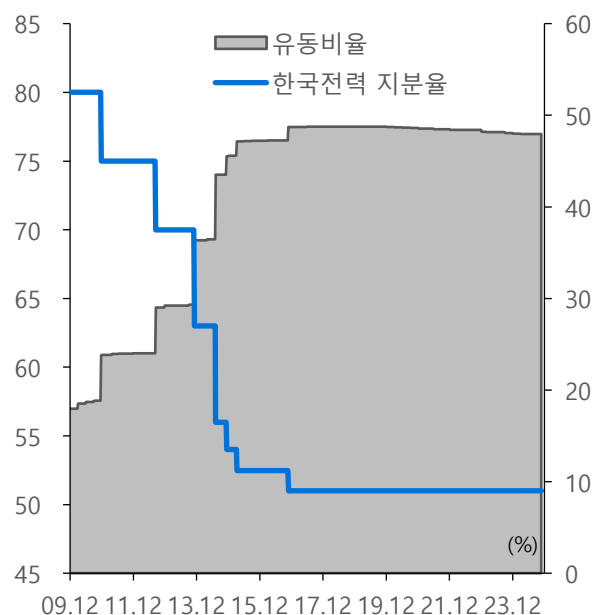
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터



자회사 지분 처분 이익의 주주환원에도 주목

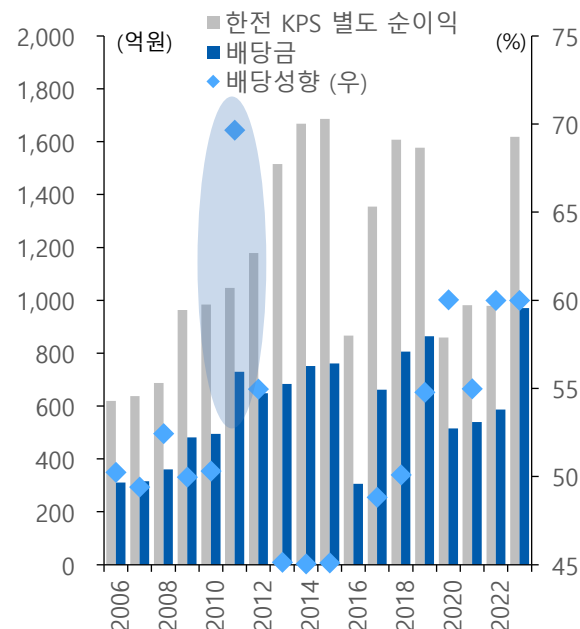
- 최근 한국전력의 자회사 지분 처분 배경에도 관심을 가질 필요. 한국전력은 적자 누적으로, 23.12월 한전기술 지분 14.8%를 처분. 경영권 방어를 위한 임계수준에 도달해 추가적인 오버행 이슈는 제한적일 것으로 판단.
- 자회사 지분 처분을 통한 이익개선을 감안하면, 한국전력 관점에서는 자회사의 배당 등 주주환원율을 제고할 유인이 높음. 상장 자회사들의 지분 처분이 한계에 직면한 상황에서 본사의 배당가능 이익 증가에 활용할 소재는 자회사 배당성향 제고 밖에는 없을 것으로 판단됨.
- 과거 한국전력의 5년 간 적자 지속 구간('08년~'12년)에서 한전KPS의 지분 처분 Case를 참고할 필요. '11년 한전KPS의 별도 순이익 증감률은 +6.4% y-y(1,047억원)에 불과했지만, 배당성향은 50.3%→69.7%로 크게 증가했던 경험.

한국전력은 적자 지속으로 한전KPS 지분을 처분



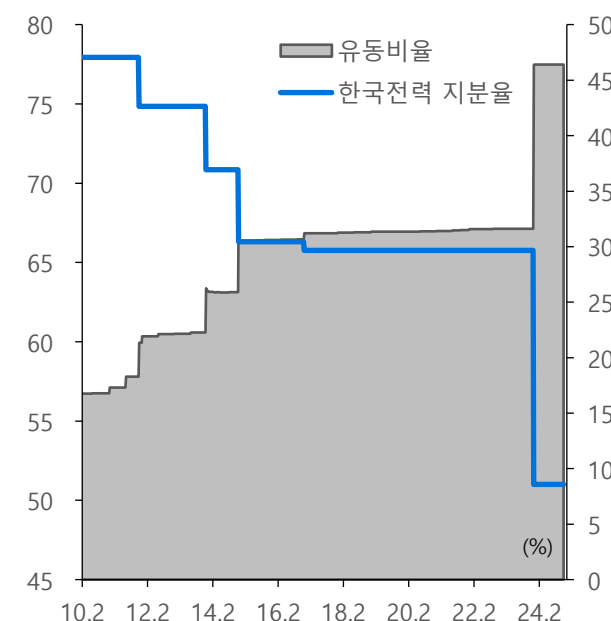
자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

한전KPS의 '11년 배당성향은 크게 증가



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

23.12월 한전기술 지분 처분- 배당성향 제고 유인



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터



총 주주환원율, ROE 지표에 주목

- 코리아 밸류업 지수 출시 초기에는 시장 예상과는 다른 종목 편입과, 높은 중소형주 편입비중으로 상대적으로 거래대금이 낮은 종목의 수급 효과에 관심이 집중된 것은 사실.
- 특별 변경 편입을 감안하면, 구성종목이 100개 이상을 초과하면서 지수 본연의 밸류가 리레이팅될 종목에 수급이 집중될 것으로 판단. 증시 변동성 확대로 주가 조정 익스포저가 높은 성장주 스타일보다는 최근 12개월 간 기존 자사주 매입, 소각, 배당수익률을 감안한 총 주주환원율 상위 종목에 수급이 집중될 것.
- 증시 이익부진과 3Q 실적 하회 종목의 증가로 ROE 등 자본 효율성 지표들의 하락도 심화. 특별변경 편입을 감안한 코리아 밸류업 지수 유니버스 기준에서도 4Q Trail. ROE 8% 이상, PBR 1.0x 하회 종목은 59개에 불과. ROE 상위 종목군에도 관심을 둘 필요.

총 주주환원율, ROE 지표 상위 종목 (1/2)

Code	종목	자사주 매입	소각	배당 수익률	ROE
A033780	KT&G	3.69	5.46	4.60	10.4
A005940	NH투자증권	1.27	1.27	6.82	8.6
A000270	기아	1.09	0.55	6.95	19.6
A138040	메리츠금융지주	4.67	6.42	1.62	24.2
A017670	SK텔레콤	.	1.86	5.84	9.8
A086790	하나금융지주	1.94	1.77	5.58	9.0
A016360	삼성증권	.	.	7.43	10.8
A024110	기업은행	.	.	7.08	8.5
A005380	현대차	.	1.01	5.81	12.8
A005830	DB손해보험	.	.	6.52	20.2
A033780	KT&G	3.69	5.46	4.60	10.4

자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

총 주주환원율, ROE 지표 상위 종목 (2/2)

Code	종목	자사주 매입	소각	배당 수익률	ROE
A030000	제일기획	.	.	6.45	14.3
A035250	강원랜드	0.88	.	5.44	11.3
A055550	신한지주	1.79	2.37	3.92	8.4
A175330	JB금융지주	0.90	0.97	5.00	12.8
A105560	KB금융	2.31	2.50	3.22	8.1
A000810	삼성화재	.	.	5.23	12.5
A071050	한국금융지주	.	.	5.11	10.3
A051600	한전KPS	.	.	4.91	14.5
A241560	두산밥캣	.	.	4.06	10.4
A402340	SK스퀘어	1.54	3.09	0.19	10.5
A030000	제일기획	.	.	6.45	14.3

자료: KRX, 유안타증권 리서치센터



IV. 국가별 관세 대응과 변화(Appendix)



Research Assistant

신현용

hyunyong.shin@yuantakorea.com



Research Assistant

박성철

seongcheol.park@yuantakorea.com



Research Assistant

임지윤

jiyoon.lim@yuantakorea.com



Research Assistant

이숙현

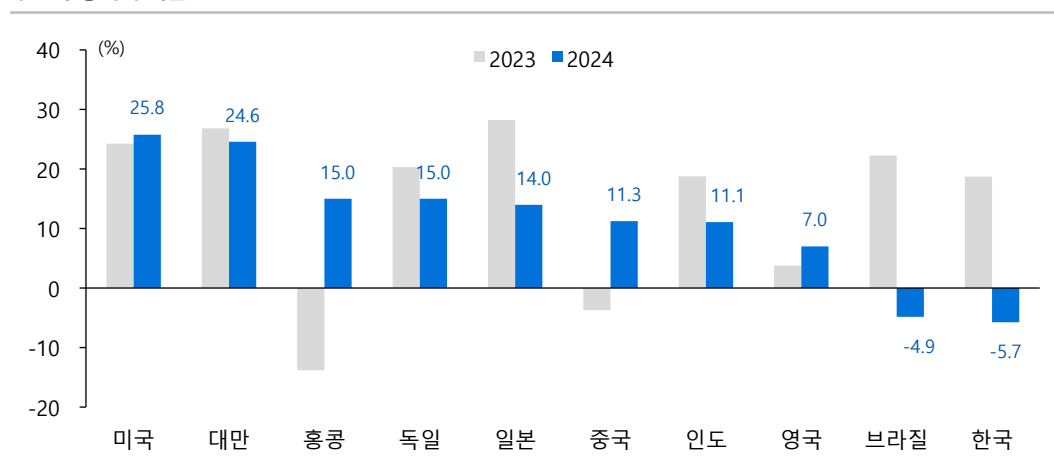
sukhyun.lee@yuantakorea.com



2024년 글로벌 주요 이슈 리뷰

기간	주요 이슈	세부 내용
1월	대만 총통선거	친미 성향의 라이칭더 총통의 당선으로 중국과의 지정학적 긴장 확산
2월	중국-EU	유럽연합(EU), 러시아 지원 중국 기업에 대한 무역 제재 제안에 중국-EU 무역 긴장 고조
	일본 증시	기업 실적 개선과 지배구조에 대한 관심 증가로 닛케이225 지수 34년 만에 최고치 기록
3월	일본 금리	일본은행, 8년간 유지해온 마이너스(-) 금리 해제 발표(-0.1% → 0.0~0.1%)
	러시아 대선	3일간 진행된 대통령 선거에서 블라디미르 푸틴이 압도적 득표율(87%)로 당선 확정
4월	EU 디지털시장법	유럽연합(EU), 빅테크 기업의 시장 지배력 남용 방지를 위한 디지털 시장법 본격 시행
5월	중국-대만	중국의 대만 포위 군사 훈련으로 인한 아시아 지정학적 우려 고조
6월	OPEC+ 감산	OPEC+, 원유 가격 약세의 지속으로 2025년까지 자발적 감산 기간 연장
	EU 관세	유럽연합(EU), 중국내 생산 전기차에 대해 최대 48.1%의 관세 부과 결정
7월	프랑스 총선	프랑스 조기 총선 결과 좌파연합 신인민전선(NFP) 1당 등극
8월	엔 캐리 트레이드	일본은행의 추가 금리인상(0.0~0.1% → 0.25%) 여파로 엔 캐리 트레이드발 증시 충격
10월	OPEC 수요 전망	OPEC, 2025년 일일 석유 수요 전망 하향 조정(203만 배럴 → 193만 배럴)
	IMF 경제 전망	IMF, 2025년 세계 경제성장률 전망치 하향 조정(3.3% → 3.2%)
11월	미국 대선	제47대 미국 대통령 선거 결과 트럼프 전 대통령의 당선 확정되며 4년만에 백악관 재입성

주요국 증시 수익률



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주요국 대표지수 기준

2025년 주요 이벤트

상반기	내용	하반기	내용
1월	금융통화위원회(16일)	7월	금융통화위원회(10일)
	제47대 미국대통령 취임(20일)		일본 참의원 선거(27일)
	FOMC(28일~29일)		중국 중앙정치국회의(월중)
	IMF, World Bank 세계경제전망(월중)		FOMC(29일~30일)
2월	MSCI 분기리뷰(11일)	8월	MSCI 분기리뷰(12일)
	독일 총선(23일)		미국 잭슨홀 미팅(월중)
	금융통화위원회(25일)		금융통화위원회(28일)
3월	OECD 경제전망(월중)	9월	UN 총회(9일)
	중국 양회(월중)		FOMC / Fed 경제전망 발표(16일~17일)
4월	금융통화위원회(17일)	10월	호주연방선거(27일)
	IMF 세계경제전망(월중)		IMF, World Bank 연례 회의(17일~19일)
	IMF, World Bank 춘계 회의(25일~27일)		금융통화위원회(23일)
	영국 지방선거(1일)		FOMC(28일~29일)
5월	FOMC(6일~7일)	11월	MSCI 반기리뷰(5일)
	MSCI 반기리뷰(13일)		제30차 UN 기후변화협약 당사총회(COP30)(10일~30일)
	금융통화위원회(29일)		금융통화위원회(27일)
6월	NATO 정상회의(24일~25일)	12월	FOMC / Fed 경제전망 발표(9일~10일)
	G7 정상회의(월중)		중국중앙경제공작회의(월중)

자료: 유안타증권 리서치센터



전세계

구분	GDP (YoY)	CPI (YoY)	교역량 (YoY)	경상수지 (% GDP)
22년	3.6	8.6	5.7	0.5
23년	3.3	6.7	0.8	0.4
24년(추정)	3.2	5.8	3.1	0.4
25년(전망)	3.2	4.3	3.4	0.3

선진국

구분	GDP (YoY)	CPI (YoY)	수출 (YoY)	수입 (YoY)	경상수지 (% GDP)	재정수지 (% GDP)
22년	2.9	7.3	5.7	7.2	-0.4	-0.2
23년	1.7	4.6	1.0	-0.7	0.2	0.2
24년(추정)	1.8	2.6	2.5	2.1	0.4	0.4
25년(전망)	1.8	2.0	2.7	2.4	0.4	0.4

신흥국

구분	GDP (YoY)	CPI (YoY)	수출 (YoY)	수입 (YoY)	경상수지 (% GDP)	재정수지 (% GDP)
22년	4.0	9.6	4.6	4.2	1.7	1.6
23년	4.4	8.1	0.6	3.0	0.6	0.6
24년(추정)	4.2	7.9	4.6	4.6	0.4	0.4
25년(전망)	4.2	5.9	4.6	4.9	0.3	0.3

Market	수익률	EPS YoY			PER		PBR		ROE
	24년	24년	25년	12MF	5년 평균	12MF	5년 평균	12MF	
MSCI 전세계	17.3	9.1	12.3	18.4	17.1	2.7	2.5	14.9	
에너지	5.2	-19.1	3.8	11.9	12.0	1.6	1.4	13.0	
소재	-2.8	-0.4	16.7	15.3	13.7	1.8	1.8	5.8	
산업재	15.4	7.2	12.7	20.1	18.2	3.4	2.8	16.8	
경기소비재	15.3	8.6	13.1	20.3	21.4	3.4	3.3	16.8	
필수소비재	4.6	4.6	6.6	18.9	19.6	3.9	3.9	20.5	
헬스케어	3.2	6.1	18.6	18.1	18.0	4.0	3.9	21.8	
금융	24.7	12.9	6.3	12.8	11.1	1.6	1.2	12.2	
IT	29.2	23.6	22.1	26.9	23.8	7.1	5.8	26.3	
커뮤니케이션	28.0	24.0	15.1	18.5	18.5	3.3	2.8	17.8	
유틸리티	14.9	10.9	6.1	15.0	15.9	1.7	1.7	11.3	
부동산	5.6	0.1	6.8	24.9	21.3	1.8	1.5	7.2	

Market	수익률	EPS YoY			PER		PBR		ROE
	24년	24년	25년	12MF	5년 평균	12MF	5년 평균	12MF	
MSCI 선진국	18.2	7.1	11.9	19.5	17.9	3.2	2.7	16.5	
에너지	6.7	-18.0	1.5	12.6	13.4	1.7	1.5	13.2	
소재	-0.5	-2.8	12.8	16.3	14.8	2.0	1.9	12.2	
산업재	16.2	4.7	13.1	20.8	18.9	3.7	3.0	17.6	
경기소비재	14.8	3.8	12.4	22.1	22.0	3.8	3.5	17.3	
필수소비재	5.9	3.1	6.0	18.9	19.4	4.1	4.0	21.7	
헬스케어	3.3	6.0	18.4	17.9	17.7	4.0	3.9	22.3	
금융	27.3	12.6	6.6	13.9	11.9	1.7	1.2	12.3	
IT	30.1	17.2	20.9	29.2	25.3	8.7	7.2	29.8	
커뮤니케이션	29.3	22.9	15.1	19.1	18.4	3.5	2.8	18.2	
유틸리티	16.1	6.4	5.3	15.5	16.5	1.8	1.7	11.3	
부동산	5.7	2.4	6.3	27.4	25.9	1.9	1.7	7.0	

Market	수익률	EPS YoY			PER		PBR		ROE
	24년	24년	25년	12MF	5년 평균	12MF	5년 평균	12MF	
MSCI 신흥국	9.7	22.7	14.5	12.0	12.5	1.2	1.5	9.8	
에너지	-5.4	-24.2	17.8	8.6	8.6	1.0	1.0	12.1	
소재	-13.1	11.4	33.6	11.4	10.5	1.2	1.4	2.0	
산업재	4.9	37.3	8.8	13.2	11.9	1.5	1.3	11.7	
경기소비재	18.8	34.9	15.8	12.6	18.5	1.9	2.3	15.0	
필수소비재	-8.3	26.9	12.6	18.8	21.3	2.4	3.2	12.6	
헬스케어	2.1	11.7	25.8	25.6	30.0	2.9	3.4	11.2	
금융	10.2	13.9	5.0	8.5	8.2	1.0	1.0	12.0	
IT	21.1	73.0	28.2	15.4	15.9	2.5	2.3	16.5	
커뮤니케이션	18.7	31.3	14.7	15.0	19.3	2.4	2.6	15.8	
유틸리티	5.5	54.0	11.2	11.9	12.0	1.3	1.1	10.9	
부동산	3.0	-10.9	9.8	11.4	7.9	1.0	0.8	8.5	

Fund Flow (억 달러)	2024년 순유출입	순유출입			
		20년	21년	22년	23년
주식형	557.6	704.6	1,401.2	314.1	217.1
채권형	366.6	60.7	381.7	-197.1	88.5
배분형	-273.7	501.0	979.1	133.0	-382.5
대체형	-12.1	-30.0	51.8	2.2	-31.6
기타	31.4	422.8	99.4	86.5	-37.2

Fund Flow (억 달러)	2024년 순유출입	순유출입			
		20년	21년	22년	23년
주식형	699.4	-706.8	1,463.9	2,249.9	-600.4
채권형	580.7	1,335.2	808.4	-1,296.5	218.8
배분형	-537.9	-555.8	-555.4	-436.0	-448.1
대체형	27.6	-2.8	18.1	2.8	7.0
기타	-21.3	52.3	14.1	37.1	21.8

Fund Flow (억 달러)	2024년 순유출입	순유출입			
		20년	21년	22년	23년
주식형	-229.2	-80.0	311.1	-213.5	-80.4
채권형	-90.8	-77.3	5.1	-359.7	-241.5
배분형	-6.3	-17.7	2.6	-8.9	-8.9
대체형	-0.5	-0.8	0.6	-1.1	-1.4
기타	2.8	2.5	11.2	-1.8	-1.8

자료: IMF(10월 전망 기준), Datastream IBES, Morningstar



GDP 및 지출항목별 성장률

	GDP 성장률 (YoY)		가계소비 (YoY)	정부지출 (YoY)	민간투자 (YoY)	수출 (YoY)	수입 (YoY)
	컨센서스	Our View					
22년	2.5		3.0	-1.1	6.0	7.5	8.6
23년	2.9		2.5	3.9	0.1	2.8	-1.2
24년	2.8	2.6	2.6	3.3	4.2	3.3	5.6
25년	2.2	2.1	2.3	1.8	2.7	2.9	3.7
1Q (QoQ연율)	1.8	2.0	1.9	1.3	2.8	2.5	3.4
2Q (QoQ연율)	1.9	2.2	2.0	1.3	2.9	2.6	3.0
3Q (QoQ연율)	2.0	2.0	2.0	1.2	3.1	2.7	2.5
4Q (QoQ연율)	2.1	2.1	2.0	1.2	2.9	2.6	2.5

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 25년 분기 데이터는 % QoQ 연율, 24~25년 IMF(10월) 추정치

2024년 정치, 경제 이슈

날짜	내용
1월 17일	홍해 사태, 후티 반군의 미국 화물선 추가 공격에 물류 대란 우려 및 군사적 긴장감 고조
3월 13일	미국 하원, 중국으로의 개인정보 유출 가능성에 국가 안보 위협 우려 조치로 틱톡 금지법안 통과
5월 14일	바이든, 중국산 반도체 및 자동차 부품에 대한 관세 인상 발표. 미중 무역 갈등 재점화
6월 4일	바이든, 멕시코 국경에서의 망명 신청 일시 중단 행정명령에 서명하며 이민 정책 논쟁 심화
7월 13일	트럼프, 펜실베이니아 버틀러 지역 대선 유세 도중 총격 발생. 미국 대선 변동성 확대
8월 22일	해리스, 1차 대선 후보 토론회 이후 바이든 대통령의 후보 사퇴 및 해리스 부통령의 출마 결정
9월 18일	연준, 기준금리 -0.5%p 인하 결정. 4년 만의 금리 인하 결정으로 금리 인상 사이클의 종료
10월 22일	IMF, 실질임금 상승 등 소비 중심의 성장세로 '24년 미국 경제성장률 전망치 상향 (2.6% → 2.8%)
11월 6일	대선, 트럼프 전 대통령의 당선 확정. 상,하원 모두 공화당이 석권하며 레드 스윕(Red Sweep) 달성

MSCI 미국 Earnings & Valuation

섹터	수익률	EPS YoY		PER		PBR		ROE
	24년	24년	25년	12MF	5년평균	12MF	5년평균	12MF
MSCI 미국	23.9	9.8	14.3	22.5	20.1	4.6	3.8	20.4
에너지	13.3	-22.9	3.8	14.9	20.8	2.1	1.8	14.2
소재	7.5	-6.1	17.6	19.7	17.5	2.8	2.6	14.3
산업재	21.6	1.7	17.1	24.1	20.5	6.1	4.8	25.4
경기소비재	21.6	17.7	13.2	28.9	28.7	8.0	8.2	27.6
필수소비재	13.6	3.8	5.3	21.0	20.1	5.9	5.6	28.1
헬스케어	4.8	5.4	20.3	18.2	17.3	4.4	4.1	24.0
금융	32.5	14.2	7.7	17.1	13.5	2.2	1.5	13.1
IT	33.3	19.7	21.5	29.6	25.5	10.0	8.4	33.7
커뮤니케이션	33.2	24.9	15.4	19.5	19.4	4.1	3.3	21.2
유틸리티	28.7	13.2	8.7	18.0	18.0	2.1	2.0	11.6
부동산	7.1	2.7	7.1	37.4	40.3	3.1	3.2	8.4

자료: Datastream IBES

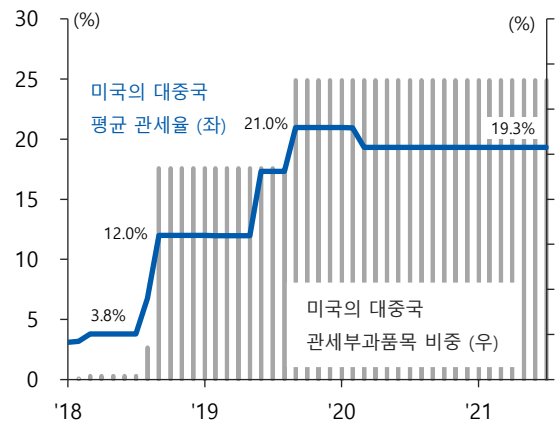
2024년 마켓 이슈

날짜	내용
1월 5일	보잉, 737-맥스9 기종 사고로 인한 임시 운항 중단
1월 10일	SEC, 총 11개 현물 비트코인 ETF 거래소 상장 및 거래 승인. 제도권 내 가상자산 편입 본격화
2월 6일	SEC, 국제 거래 헤지펀드 등에 대한 "딜러" 등록 의무화 안건 통과
3월 20일	반도체법(CHIPS Act)에 따른 인텔 반도체 공장 확장을 위한 총 200억 달러의 지원 결정
6월 3일	뉴욕증권거래소(NYSE), 가격 범위 등 기술적 오류로 거래 중단 사태 발생
6월 18일	엔비디아, AI 수요 급증으로 MS, 애플을 제치고 글로벌 시가총액 1위 등극(약 3조 3,400억 달러)
7월 9일	오픈AI, 중국에서의 ChatGPT 등 자사 서비스 사용 전면 차단
7월 19일	보안 플랫폼 제공 기업 CrowdStrike의 업데이트 패치 오류로 항공·통신·금융 동시다발적 마비
9월 9일	팔란티어, S&P500 지수 편입 결정 및 정부, 상업 매출 성장에 대한 기대감에 약 +14% 급등
11월 15일	상무부, TSMC 애리조나에 반도체법(CHIPS) 보조금 66억 달러 지급 최종 합의
11월 20일	법무부, 구글 "크롬" 매각 명령 요청. 검색 엔진 시장의 반독점 조치로 빅테크 압박 심화

자료: 언론보도 종합, 유안타증권 리서치센터

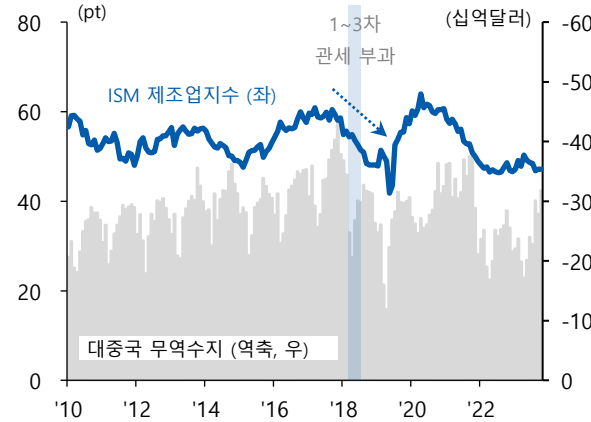


미국의 대중국 평균 관세율 및 관세부과품목 비중 추이



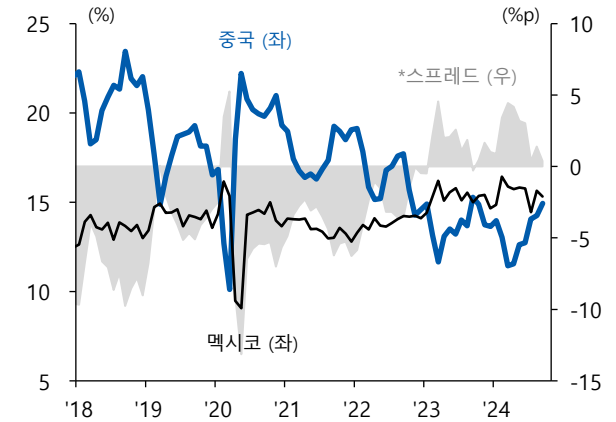
자료: Peterson Institute for International Economics, 유안타증권 리서치센터

대중국 무역수지 및 ISM 제조업지수 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국의 주요국 수입 비중 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, *주: 스프레드=멕시코 비중 - 중국 비중

미국의 글로벌 관세 조항

종류	201조 세이프가드	무역법 301조	무역확장법 232조	IEEPA (국가긴급경제권법)
발동 조건	자국 산업의 큰 피해가 예상될 경우	교역국의 불공정한 행위가 존재할 경우	해당 품목 수입이 국가안보에 위협이 될 경우	대통령이 비상사태를 선언 할 경우
대통령 권한	<ul style="list-style-type: none"> USITC 권고 수정 및 거부 재량권 	<ul style="list-style-type: none"> 혜택 정지 및 제한 관세 부과 수입 제한 	<ul style="list-style-type: none"> 관세 부과 수입 물량 조절 	<ul style="list-style-type: none"> 수입 금지 자산 동결
사전 조사 (기관)	O (USITC)	O (USTR, 우선협상 대상국 지정 필요)	O (상무부)	X
기한	O (4년)	X	X	X
주요 사례	태양광 셀/모듈 (18년)	트럼프(IT, 농축산물 등), 바이든(전기차, 철강 등)	철강, 알루미늄 (18년)	직접적 시행 사례 X 대상국 합의(멕시코)

자료: CSIS, 유안타증권 리서치센터

트럼프 1기 관세에 대한 바이든 행정부의 조정

정책	트럼프 1기		바이든 행정부	
	대상 품목	관세율	대상 품목	관세 조정
201조 세이프가드	태양광	25%	수입 유예 2년 지연	
	철강	25%	EU산 부과 관세 → 관세쿼터로 대체	
무역확장법 232조	알루미늄	10%		
	자동차	25%	유지	
무역법 301조 (對중국)	1차) IT, 기계 등 818개 품목	25%	전기차	100%
	2차) 설비, 장치 등 279개 품목	25%	태양광 패널	50%
	3차) 농축산물 등 5745개 품목	10% (18.09.24 인상)	철강	25%
		25% (19.06.15 인상)	알루미늄	25%
	4차) 화학, 의류 등 3229개 품목	15%	4차) 화학, 의류 등 3229개 품목	7.5%로 인하

자료: USTR, 유안타증권 리서치센터



GDP 및 지출항목별 성장률

	GDP 성장률 (YoY)		가계소비 (YoY)	민간투자 (YoY)	수출 (YoY)	수입 (YoY)
	컨센서스	Our View				
22년	3.0		1.3	5.5	8.0	2.4
23년	5.2		7.6	3.5	-4.6	-5.3
24년	4.8	4.8	3.6	3.8	4.7	2.0
25년	4.5	4.7	4.5	4.2	3.0	2.7
1Q (YoY)	4.5	4.6	3.5	4.1	3.9	2.9
2Q (YoY)	4.7	4.5	4.2	4.0	3.0	3.0
3Q (YoY)	4.6	4.9	4.6	4.2	2.2	3.0
4Q (YoY)	4.3	4.8	4.5	4.0	3.2	3.0

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 24~25년 IMF(10월) 추정치

2024년 정치, 경제 이슈

날짜	내용
1월 8일	베이징, 13일 대만 총통선거 앞두고 군사훈련 실시하며 아시아 지역 지정학적 긴장감 고조
2월 18일	춘절 연휴 기간(9~16일) 국내 관광수입 전년비 +47.3% 증가하며 소비 회복세 확인
3월 5일	양회, 2024년 경제성장률 목표 5.0% 설정. 내수 확대 및 기술 혁신 강조
5월 17일	경기 부양을 위한 1조 위안(약 189조원) 규모의 초장기 국채 발행
6월 17일	EU의 중국산 전기차 관세에 대한 보복 조치로 EU산 돼지고기 반덤핑 조사 착수
7월 18일	3중전회, 양적 성장보단 질적 성장을 강조하며 총 300개 이상의 중요 개혁 조치 제안 논의
8월 18일	중국 부동산 경기 침체로 철강 수요 급감하며 철광석 가격 2년만에 최저 수준(t당 \$92.2) 기록
9월 24일	인민은행(PBOC), 지급준비율 및 모기지 대출금리 -0.5%p 인하 결정. 190조원 규모 자본 확충 발표
10월 18일	3분기 GDP 성장률 4.6% 기록. 2023년 1분기(4.5%) 이후 가장 낮은 수준으로 5% 성장 목표 적신호

MSCI 중국 Earnings & Valuation

섹터	수익률	EPS YoY		PER		PBR		ROE
	24년	24년	25년	12MF	5년평균	12MF	5년평균	12MF
MSCI 중국	21.5	16.4	9.8	10.1	11.4	1.2	1.3	11.9
에너지	12.6	-1.2	2.5	7.5	6.8	0.8	0.7	10.1
소재	16.6	22.2	22.0	10.2	9.3	1.2	1.3	11.4
산업재	22.9	16.8	2.5	9.0	8.6	0.9	0.9	10.1
경기소비재	20.5	27.2	18.8	12.6	19.9	2.0	2.6	15.7
필수소비재	-6.7	15.9	13.3	16.3	21.4	2.9	4.1	17.5
헬스케어	-14.0	2.5	29.3	23.2	34.3	2.1	3.2	9.0
금융	36.5	13.6	1.0	5.2	4.7	0.5	0.5	9.8
IT	29.6	-16.3	44.8	22.4	18.1	2.5	2.5	11.3
커뮤니케이션	32.7	30.2	12.3	13.6	20.0	2.3	2.7	17.3
유틸리티	10.9	17.7	10.6	8.6	9.4	0.9	1.1	10.7
부동산	2.1	-18.5	9.4	9.6	6.5	0.7	0.7	7.0

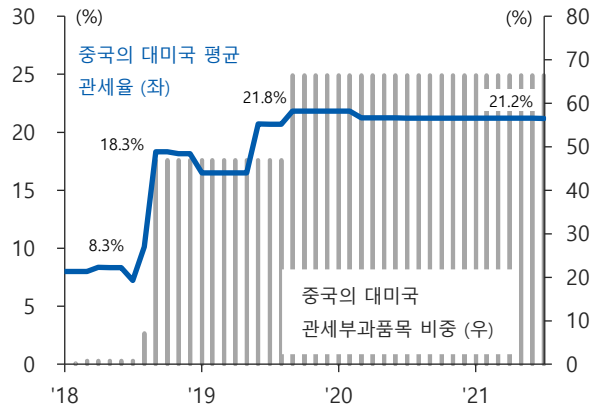
자료: Datastream IBES

2024년 마켓 이슈

날짜	내용
1월 2일	BYD, 美 테슬라를 제치고 '23년 4분기 기준 글로벌 전기차 판매 첫 1위 달성
1월 29일	홍콩 법원, 중국의 부동산 대기업 헝다그룹에 대한 청산 명령. 중국 부동산 경기 하락 우려
3월 13일	美 하원의 틱톡 금지법안 통과. 국가 안보 위협 우려 조치의 일환으로 바이트댄스에 틱톡 매각 압박
3월 28일	무디스의 완커(Vanke) 신용등급 하향, 헝다의 미국 파산보호 신청 철회 등 부동산 침체 지속
4월 28일	바이두, 테슬라에 공공도로 지도 제작 라이선스/내비게이션 기능 제공 계약 체결
5월 14일	테슬라, 중국 당국의 상하이 메가팩 배터리 공장 건설 승인. 약 19.7ha 규모의 부지 사용 권리 승인
5월 24일	중국 정부, 역대 최대 규모의 국가반도체산업 투자펀드 조성. 반도체 산업 자립 추구 의지 표명
8월 22일	중국 1~7월 반도체 장비 수입 사상 최대 규모(약 35조원) 기록. 반도체 수출 통제 확대 대비가 원인
8월 29일	미국 생물보안법 우려로 중국 바이오 기업 BGI 및 MGI테크 상반기 매출 최대 -16% 하락
9월 24일	대규모 경기부양책 발표에 징둥, 핀뎬뎬, 리오토 등 IT 및 전기차 기업 주가 10% 이상 상승
10월 30일	상무부, EU의 중국산 전기차 관세 부과에 대한 보복성 조치로 유럽 내 대규모 자산투자 계획 중단

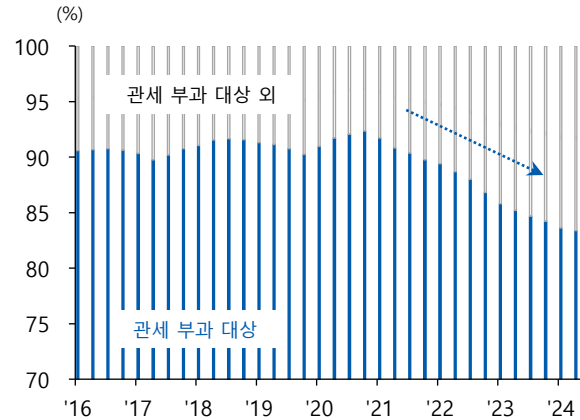


중국의 대미국 평균 관세율 및 관세부과품목 비중 추이



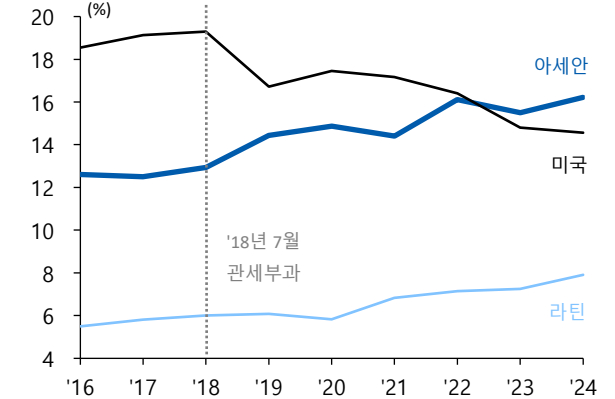
자료: Peterson Institute for International Economics, 유안타증권 리서치센터

관세 부과 대상 품목 수출액 비중 변화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 관세부과대상: 철강, 농축산물, IT, 기계, 전기 등

중국의 2018년 대비 권역별 수출 비중 증감



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국의 관세 부과에 따른 중국의 대응

종류	미국 관세		중국 대응		
	대상 품목	인상 관세	WTO 제소	보복 관세	인상 관세율
무역확장법 232조	철강	25%	WTO의 비차별적, 양허관세 원칙 위반 주장	1차) 농축산물 등 120개 품목	15%
	알루미늄	10%		2차) 식품 등 8개 품목	25%
	자동차	25%			
무역법 301조	1차) IT, 기계 등 818개 품목	25%	WTO의 비차별적, 양허관세 원칙 위반 주장	1차) IT, 기계 등 545개 품목	25%
	2차) 설비, 장치 등 279개 품목	25%		2차) 설비, 장치 등 333개 품목	25%
	3차) 농축산물 등 5,745개 품목	10% (18.09) 25% (19.01)		3차) 농축산물 등 5,207개 품목	5%, 10% 차등관세

자료: USTR, 유안타증권 리서치센터

중국 대미 수출액 추이

연도	수출액 (백만달러)	YoY (%)
15	483,202	3.1
16	462,420	-4.3
17	505,165	9.2
18	538,514	6.6
19	449,111	-16.6
20	432,548	-3.7
21	504,246	16.6
22	536,259	6.3
23	426,885	-20.4

자료: US Census, 유안타증권 리서치센터

중국의 관세 인상 대표 품목 수출 추이

연도	철강		알루미늄		자동차	
	수출액 (십억달러)	YoY (%)	수출액 (백만달러)	YoY (%)	수출액 (십억달러)	YoY (%)
15	20.4	-15.0	45.7	81.6	3.8	-15.0
16	19.2	-5.9	23.0	-49.6	3.7	-1.9
17	18.8	-2.0	19.1	-17.1	4.7	26.4
18	20.9	10.8	250.9	1,215.7	4.9	4.6
19	18.2	-12.9	43.7	-82.6	5.7	16.1
20	16.3	-10.2	36.3	-17.0	5.3	-6.4
21	30.4	86.4	34.3	-5.0	11.0	107.4
22	32.8	7.8	191.6	459.0	19.2	74.1
23	29.8	-8.9	177.7	-7.2	33.2	73.2

GDP 및 지출항목별 성장률

	GDP 성장률 (YoY)		가계소비 (YoY)	정부지출 (YoY)	민간투자 (YoY)	수출 (YoY)	수입 (YoY)
	컨센서스	Our View					
22년	2.8		4.2	4.0	-0.2	3.9	4.2
23년	1.4		1.7	1.3	1.4	3.6	3.5
24년	2.5	2.2	1.2	1.6	0.1	7.0	2.7
25년	2.2	2.2	1.9	2.0	1.5	3.2	3.4
1Q (YoY)	1.1	1.6	1.2	2.3	0.7	2.9	4.5
2Q (YoY)	1.9	2.2	1.9	2.2	2.1	2.6	3.5
3Q (YoY)	2.3	2.3	2.0	2.2	2.4	3.2	3.1
4Q (YoY)	2.3	2.5	2.1	2.3	2.0	3.3	3.3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 24~25년 IMF(10월) 추정치

MSCI 한국 Earnings & Valuation

섹터	수익률	EPS YoY		PER		PBR		ROE
	24년	24년	25년	12MF	5년평균	12MF	5년평균	12MF
MSCI 한국	-7.9	106.1	23.2	8.0	11.2	0.8	1.0	10.5
에너지	-10.2	-95.3	-	8.9	13.5	0.6	0.8	6.2
소재	-35.7	-48.3	-	13.6	11.8	0.5	0.8	3.7
산업재	-2.4	97.2	25.9	11.6	11.3	1.1	0.9	9.7
경기소비재	3.6	21.1	2.0	4.4	7.3	0.5	0.7	12.3
필수소비재	4.0	32.3	1.3	12.6	14.0	1.2	1.3	9.2
헬스케어	17.7	-13.5	79.9	39.9	47.1	3.9	5.5	9.7
금융	40.5	19.3	5.4	5.6	4.9	0.5	0.4	9.4
IT	-19.9	706.0	31.6	7.8	14.5	1.0	1.4	12.3
커뮤니케이션	-8.2	136.9	13.3	16.0	21.7	1.2	2.1	7.3
유틸리티	28.0	0.0	69.1	2.5	11.5	0.3	0.3	12.5

자료: Datastream IBES

2024년 정치, 경제 이슈

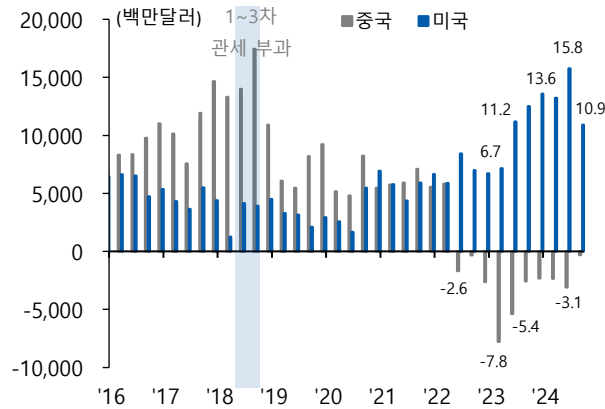
날짜	내용
1월 15일	북한, 김정은 국무위원장은 대한민국을 "제1의 적대국"으로 헌법 조문에 명기하며 강경 발언
4월 10일	제22대 국회의원 총선, 선거 결과 민주당이 총 161석을 확보하며 과반을 기록
5월 23일	정부, 반도체 산업 부양을 위한 26조원 규모의 지원 패키지 발표
5월 27일	2019년 이후 첫 한중일 정상회의 개최. 자유무역협정(FTA) 협상 가속화 및 중국의 공급망 협력 촉구
7월 1일	6월 반도체 수출이 8개월 연속 증가한 \$134억 기록하며 역대 최대 실적 달성
7월 25일	기획재정부, 금융투자소득세 폐지 방안을 포함한 2024년 세법 개정안 발표
10월 18일	북한, 러시아 지원 위한 파병 결정으로 지정학적 리스크 고조. 외환 시장 변동성 확대
11월 6일	트럼프 당선 발표 이후 강달러 심화되며 약 2년 만에 원달러 환율 1,400원 돌파
11월 21일	2025년 3월 31일 공매도 재개를 위한 무차입공매도 방지 조치 관련 개정안 입법 예고

2024년 마켓 이슈

날짜	내용
2월 2일	국내외 운용사, 삼성물산의 저평가 해소 방안을 위한 주주서한 발송
2월 26일	금융위원회, "한국 증시 도약을 위한 기업 밸류업 지원 방안 1차 세미나" 진행
4월 22일	하이브, 산하 레이블 어도어에 대한 감사 착수. 경영권 분쟁 발발
5월 17일	삼양식품, 해외 매출 호조로 1분기 어닝 서프라이즈 달성
6월 3일	국정 브리핑에서 영일만 일대 석유 및 가스 매장 가능성이 발표되며 석유 관련 종목 강세
7월 23일	카카오 김범수 위원장 구속. 카카오엔터테인먼트의 에스엠 인수 과정에서 시세 조종 의혹이 원인
8월 5일	코스피, 코스닥 지수, 미국 경기 침체 우려로 8% 이상 하락하며 "서킷브레이커(CB)" 1단계 발동
9월 24일	한국거래소, "코리아 밸류업 지수" 100 종목 발표. 2024년 1월 12일 1,000p 기준
10월 8일	FTSE Russell, 한국 국고채 WGBI(세계국채지수) 편입 결정 발표
10월 24일	경영권 분쟁으로 인한 고려아연 공개매수 종료 다음 거래일 장중 상한가 기록
11월 21일	한국거래소, 증권 유관기관 5곳과 2,000억원 규모의 밸류업 펀드 조성 후 투자 개시

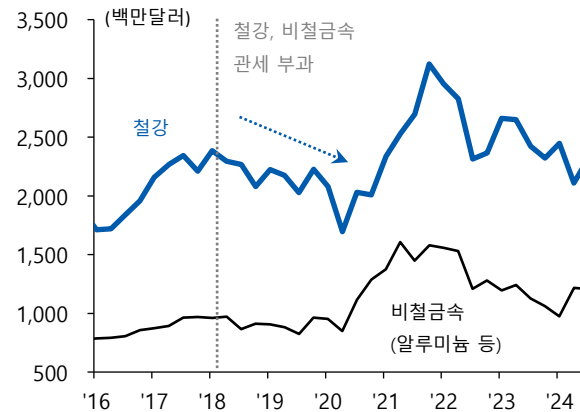


G2 무역수지 변화



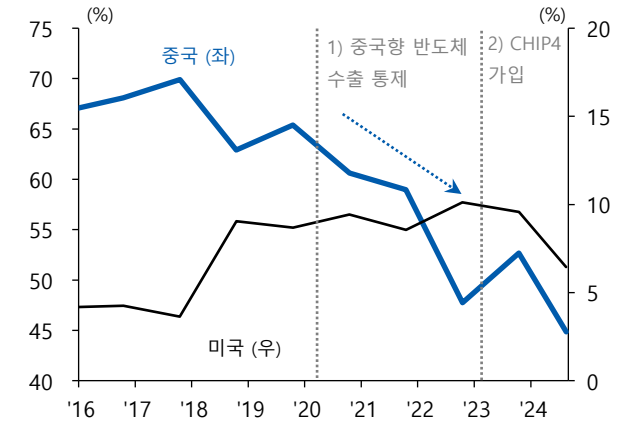
자료: Peterson Institute for International Economics, 유안타증권 리서치센터

관세 부과 품목 수출액 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

한국의 G2 반도체 수출 비중 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2018년 미국의 관세 부과로 인한 한국 산업 피해 사례

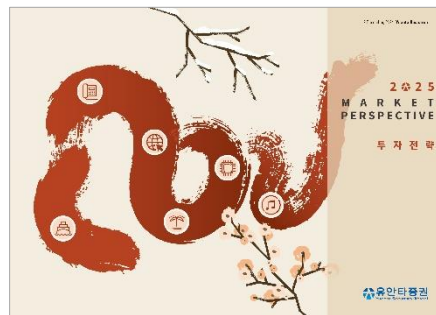
종류	201조 세이프가드	무역법 301조
피해 산업 (시기)	태양광 제품 (18.01)	철강, 알루미늄 (18.05)
관세 내용	무관세 쿼터량 2.5GW 설정 초과 수입 물량에 대해 연도별 관세 부과 (1년차 30%, 2년차 25%, 3년차 20%, 4년차 15%)	철강 25%, 알루미늄 10% 관세 부과 (*한국은 관세 부과 대신 15~17년 평균 철강 수출량 70%를 쿼터 할당)
피해 규모	18Q1 ~ 18Q3 합산 대미 태양광 수출액 44,282만 달러 (수출액 전년대비 -33.7% 감소)	대미 철강 수출량 17년 254만 톤 대미 철강 수출량 18년 354만 톤 (수출량 전년대비 -28% 감소)
대응	(국가) 산업통상자원부, WTO 제소 (기업) 한화큐셀은 25억 달러 투자해 미국 태양광 제조단지 건설 참여	(국가) 22년 산업통상자원부 재협상 요청, USTR의 재협상 거절

자료: 언론보도 종합, 유안타증권 리서치센터

미국-중국 기술 패권 전쟁 타임라인

날짜	내용
18.05.29	백악관, 중국 자본 출자 비율이 25%를 넘는 "산업적으로 중요한 기술" 관련 기업 인수 금지
19.05.15	상무부, 화웨이 수출 규제 리스트(Entity List)에 포함
20.05.15	1) 미국 행정부, 글로벌 반도체 제조사에 대한 화웨이향 수출 통제
20.08.17	미국 산업안보국, 수출관리규정 개정으로 화웨이 해외 계열사에 대한 반도체 수출규제 강화
20.11.30	행정부, 중국 반도체 파운드리 업체 SMIC 및 CNOOC를 수출 규제 대상 블랙리스트에 등재
22.12.16	2) 한국 산업통상자원부, 미국 주도하에 결성된 CHIP4(반도체 동맹 4국) 가입 공식 선언
22.08.26	미 정부, 엔비디아의 AI용 그래픽처리장치(GPU) A100, H100 등의 중국, 홍콩, 러시아향 수출 통제
23.01.27	EU, 미국과 함께 중국의 첨단 반도체 생산에 도움이 될 수 있는 기술 수출을 중단할 것을 선언
24.10.28	미국 재무부, 반도체, AI, 쿼터 컴퓨팅 등 기술 분야 중국 투자 제한 최종안 발표

자료: 언론보도 종합, 유안타증권 리서치센터



이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 투자전략팀)

당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

2025

MARKET
PERSPECTIVE

투자전략